



SEPTEMBRE 2006 NUMÉRO 6



Arbitrage de titres convertibles

Depuis une quinzaine d'années, l'arbitrage de titres convertibles fournit des rendements intéressants qui sont non corrélés avec ceux des marchés des actions ou des obligations classiques.

En quoi consiste l'arbitrage de titres convertibles?

L'arbitrage de titres convertibles est une stratégie qui vise à tirer des rendements des caractéristiques de ces titres analogues à celles d'obligations, d'actions ou d'options d'achat. Une opération type consiste à détenir une position longue sur des titres convertibles de la société A (p. ex. obligation ou action privilégiée) et une position courte sur des actions ordinaires de la même société¹. Il y a différents types d'arbitrage de titres convertibles; certains gestionnaires s'appliquent à obtenir des flux monétaires positifs, tandis que d'autres vont plutôt négocier leur position courte sur des actions afin d'optimiser le *ratio de couverture (delta)*. Certains gestionnaires feront des « opérations de couverture inverses » si le titre convertible est surévalué (c.-à-d. qu'ils vendront à découvert les obligations convertibles et achèteront les actions), ce qui peut être coûteux s'il y a *portage négatif*.

Comment fonctionne l'arbitrage de titres convertibles?

Une obligation convertible (OC) est un titre hybride composé d'une obligation et d'une option d'achat sur actions, les deux composantes étant liées par la propriété de conversion, selon laquelle le détenteur de l'OC peut échanger cette obligation contre des actions à un prix déterminé à l'avance (c.-à-d. à un prix établi en fonction de l'option d'achat sur les actions ordinaires qui y est intégrée). Si les investisseurs détiennent des OC uniquement en position longue, ils tirent profit de la hausse des marchés des actions tout en se protégeant contre la baisse des marchés obligataires. La valeur de l'obligation dépend des taux d'intérêt, de la qualité de crédit et de la date d'échéance, tandis que la valeur de l'option sur actions est influencée par le cours de l'action sous-jacente, la volatilité de ce cours et les dividendes.

Si les États-Unis sont le principal théâtre des opérations d'arbitrage d'OC de sociétés, l'Europe et le Japon comptent eux aussi d'importants marchés d'OC. Des créneaux existent aussi dans d'autres marchés régionaux, comme l'Asie (sauf le Japon) et le Canada.

Aux yeux des trésoriers d'entreprise, l'OC est un instrument de financement relativement peu coûteux, étant donné que l'intérêt à payer sur l'obligation est souvent beaucoup moins élevé que l'intérêt exigé par les prêteurs institutionnels. De plus, il est moins onéreux et moins long d'émettre des OC que de rassembler des capitaux propres. En octobre 2005, on estimait la valeur du marché étatsunien des titres convertibles à 252,8 milliards de dollars US (voir tableau 1 ci-dessous), et plus de la moitié des émetteurs avaient une note *inférieure* à la catégorie investissement ou n'étaient pas cotés.

Note sur les termes clés : Les termes clés, en italique et soulignés dans le texte, sont définis dans le Glossaire des termes clés (page 10).

¹ L'article d'AIMA Canada intitulé *La vente à découvert d'actions : un aperçu* décrit sommairement les particularités de la vente à découvert d'actions.



L'opportunité d'une opération d'arbitrage dépend de deux conditions essentielles :

1. L'option d'achat intégrée sur actions d'une nouvelle émission d'OC est souvent sous-évaluée.
2. Le marché des titres convertibles détenus uniquement en position longue sous-évalue systématiquement l'option d'achat sur actions.

Aujourd'hui, les fonds de couverture dominent le marché des opérations de négociation d'OC et on mise principalement sur les nouvelles émissions pour obtenir des rendements. L'arbitrage de titres convertibles permet aux investisseurs de profiter aussi bien des mouvements de baisse que des mouvements de hausse des marchés des actions. Si la stratégie peut être considérée comme étant neutre par rapport au marché, elle comporte des risques particuliers, que nous examinons en détail plus loin.

L'analyse d'une opération d'arbitrage de titres convertibles comporte les trois étapes suivantes :

1. Déterminer les titres convertibles sous-évalués.
2. Calculer les ratios de couverture.
3. Gérer les risques.

1. Déterminer les titres convertibles sous-évalués

Les arbitragistes recherchent les titres convertibles sous-évalués qui ont un bon degré de liquidité. Le tableau 2 résume les caractéristiques d'une opération d'arbitrage d'obligations convertibles, sujet sur lequel porte le reste de cet article.

Tableau 1 : Structure du marché des titres convertibles aux États-Unis, octobre 2005²

Cote de crédit	Montant (milliards de \$ US)	%
AAA	0,7	0
AA	15,1	6
A	32,8	13
BBB	53,0	21
BB	35,3	14
B	42,9	17
C	17,6	7
Aucune cote	55,4	22
Total	252,8	100

Tableau 2 : Caractéristiques d'une opération d'arbitrage d'obligations convertibles³

Composante	Caractéristiques
Actions	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Cours volatil du titre sous-jacent ▪ Dividende peu élevé ▪ Actions disponibles pour prêt de titres en vue d'une vente à découvert
Obligations	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Faible prime de conversion ▪ Qualité de crédit acceptable ▪ Bonne protection provenant des clauses restrictives
Options d'achat sur actions	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Prix varie plus fortement lorsque le cours du sous-jacent est en hausse que lorsqu'il est en baisse (gamma élevé) ▪ Faible volatilité implicite

² Source : Yaw, Debrah, Convertible Monthly, Merrill Lynch Global Convertibles Research Group, 11 novembre 2005, page 29.

³ Source : D'après Calamos, Nick P., *Convertible Arbitrage: Insights and Techniques for Successful Hedging*, New Jersey, John Wiley & Sons, 2003, page 23.



Suivant l'approche qu'ils adoptent, les gestionnaires s'intéressent à telle ou telle caractéristique des OC, par exemple obligations à faible prime de conversion (c.-à-d. des OC qui se négocient à un prix relativement proche de la *valeur de conversion* sinon égal à cette valeur) ou obligations à ratio rendement-risque élevé (c.-à-d. des OC qui se négocient à un prix pour lequel l'option d'achat sur actions est en jeu ou près de l'être, ce qui suppose un *gamma* intéressant). Tous les gestionnaires doivent être capables d'emprunter des actions qu'ils vendront à découvert à des fins de couverture, et ils doivent aussi se protéger contre les hausses brusques de dividendes.

2. Calculer les ratios de couverture

Une fois que les gestionnaires ont choisi l'OC appropriée, ils doivent calculer le ratio de couverture (c.-à-d. la quantité d'actions qui doivent être vendues à découvert). Si le ratio de couverture a été calculé correctement, les gestionnaires pourront tirer profit de leur position, peu importe que le cours des actions augmente ou diminue.

Dans le cas de l'arbitrage comptant-terme (voir plus bas), on établit le ratio de couverture de manière à avoir une position neutre par rapport au marché (c.-à-d. que l'on calcule la sensibilité de l'OC à de faibles variations du cours des actions et on détermine en conséquence la position courte sur les actions). Cette stratégie tire avantage du revenu monétaire « statique » généré par la position d'arbitrage, du gain réalisé grâce au choix judicieux d'une OC sous-évaluée, et du rééquilibrage du ratio de couverture si le cours des actions sous-jacentes varie considérablement.

Rajuster le ratio de couverture implique que l'on vende des actions additionnelles lorsque le cours est en hausse et que l'on achète des actions lorsque le cours est en baisse. Même s'il est souhaitable que le cours des actions sous-jacentes soit volatil, la position sera perdante si le ratio de couverture a été calculé ou négocié incorrectement.

3. Gérer les risques

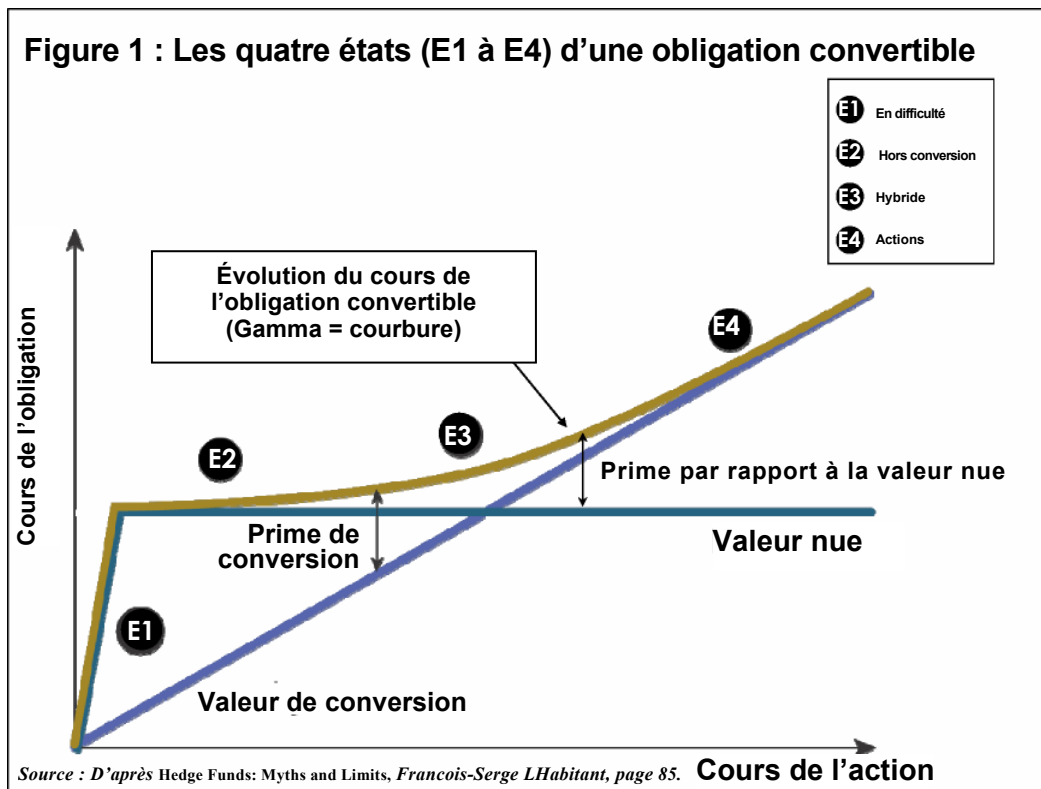
Les principaux risques associés à l'arbitrage d'obligations convertibles sont le risque de taux d'intérêt, le risque de remboursement par anticipation/de prise de contrôle et le risque de crédit, car la plupart des OC ont une cote *inférieure* à la catégorie investissement. Les gestionnaires doivent donc évaluer ces risques et déterminer la manière la plus efficace de les gérer.

La diversification est le moyen le plus simple de limiter le risque de remboursement par anticipation et le risque de crédit. En outre, les dérivés de crédit, tel que le *swap sur défaillance*, peuvent servir à réduire l'exposition au risque de crédit. Le risque de remboursement par anticipation est le risque que l'émetteur rappelle les OC au pair, ce qui est un prix bien inférieur au cours auquel se négocient la plupart des OC. Le risque de prise de contrôle est le risque que la société A, aux actions au cours volatil, soit acquise — au comptant ou contre des actions — par la société B, dont les actions ont un cours beaucoup *moins* volatil, ce qui se traduirait par une diminution immédiate de la valeur des obligations convertibles de la société A. En outre, l'arbitrage de titres convertibles est exposé au « risque de base », c'est-à-dire le risque que courent les gestionnaires lorsque le marché dans son ensemble est en hausse ou en baisse, peu importe la valeur des OC sous-jacentes. Le risque de base a été un facteur déterminant au printemps de 2005, lorsque la cote de crédit de General Motors et de Ford a été ramenée de la catégorie *investissement* à la catégorie *haut risque* ou *rendement élevé*.

Les deux principaux risques liés aux actions dans l'arbitrage de titres convertibles ont rapport au prêt d'actions (c.-à-d. la capacité d'emprunter des actions pour les vendre à découvert et le coût de ces opérations) et à l'exactitude du ratio de couverture. La couverture n'a plus lieu d'être si on ne peut emprunter des actions ou si les actions sont appelées au rachat. En outre, le jugement qu'exerce le gestionnaire dans la négociation de la vente à découvert d'actions pèse pour beaucoup dans la réalisation de profits. (Nota : En règle générale, les positions avec ratio de couverture élevé ne sont pas très sensibles aux taux d'intérêt, puisque la vente à découvert d'actions est naturellement une opération de couverture.)

Quels sont les différents types d'arbitrage de titres convertibles?

La figure 1 ci-dessous illustre les quatre états (état 1 à état 4) d'une OC. L'arbitrage de titres convertibles est une stratégie très hétérogène, car les gestionnaires négocient des OC à différents états, selon les caractéristiques de ces obligations. Les trois types d'arbitrage de titres convertibles sont l'*arbitrage comptant-terme*, l'*arbitrage de volatilité* et l'*arbitrage de crédit*, et ils diffèrent entre eux par le degré de couverture et le type de levier utilisé. Le lecteur gagnera à consulter la figure 1 pendant qu'il lit les définitions des trois types d'arbitrage, afin de bien comprendre les différents états (E1 à E4) d'une OC. Les termes utilisés dans la figure 1 sont définis dans le *Glossaire des termes clés*.



A. Arbitrage comptant-terme (état 4 [E4]) : Suppose généralement un ratio de couverture élevé (c.-à-d. la quantité d'actions vendues à découvert pour couvrir les OC), lequel peut atteindre 100 % et se négocier comme une option de vente synthétique sur actions. Les spécialistes de l'arbitrage comptant-terme s'intéressent particulièrement aux obligations à faible prime qui sont à l'état E4 (voir figure 1). Les flux monétaires statiques combinés à un ratio de couverture neutre au marché constituent le principal facteur de revenu, quoique l'effet de levier explique souvent la plus grande part du revenu total (voir figure 2 ci-dessous).

B. Arbitrage de volatilité (état 3 [E3]) : Cette approche vise à modifier constamment le ratio de couverture selon l'évaluation qui est faite de la volatilité implicite de l'option intégrée. Cette évaluation repose ordinairement sur la combinaison d'une modélisation propre à l'entreprise et d'une expérience du marché. Les spécialistes de ce type d'arbitrage négocient habituellement des OC au stade hybride (voir E3 dans la figure 1), où ils déterminent quels risques résiduels ils vont assumer ou couvrir (notamment le risque de crédit et le risque de taux

d'intérêt) et combien ils vont payer pour ces opérations de couverture.

C. Arbitrage de crédit (états 2 et 1 [E2 et E1]) : Cette approche exerce de plus en plus d'attrait, d'autant que les arbitragistes sont maintenant plus nombreux à s'intéresser aux obligations convertibles qui sont hors conversion ou en difficulté (voir E2 et E1 dans la figure 1). Ces obligations présentent une forte probabilité de défaillance et l'option intégrée est considérablement en dehors du cours. (Notons qu'il pourra être nécessaire d'avoir un ratio de couverture élevé pour se prémunir contre le risque de crédit plutôt que contre la volatilité du cours des actions.)

Depuis toujours, le levier utilisé dans les opérations d'arbitrage de titres convertibles a varié considérablement selon le gestionnaire, le rapport (fonds empruntés/capital) allant de 4 à 9⁴. Cela dit, l'effet de levier moyen pour ce type d'opérations était estimé à 2 en juin 2004⁵.

⁴ Ibid, p. 120. Le document d'AIMA Canada intitulé *Un aperçu de la notion de levier* contient les principales définitions et décrit sommairement les types de levier qu'utilisent les fonds de couverture.

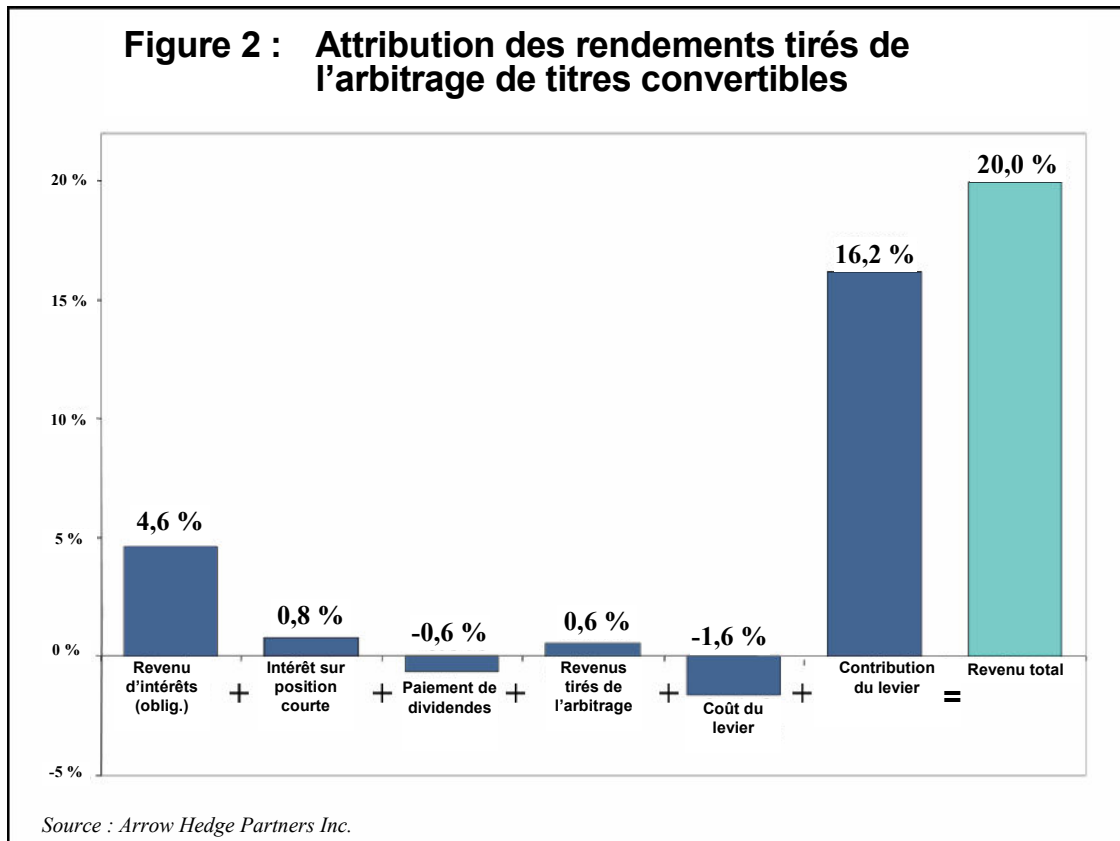
⁵ Source : Scott Lange, Adriana Roitstein et Dan Sommers, *What is Ailing the US Convertible Market, Part II*, Goldman Sachs Global Convertible Strategy Group, juin 2004, p. 21.



Les sources de rendement

Les rendements « statiques » tirés de l'arbitrage de titres convertibles comprennent le revenu d'intérêts sur l'obligation et la remise d'intérêt provenant de la position courte sur les actions, déduction faite des coûts d'emprunt et des dividendes à payer. L'arbitrage de titres convertibles génère aussi des revenus par l'achat

d'obligations sous-évaluées ou la négociation efficace du ratio de couverture. La figure 2 présente les diverses sources de rendement, que nous résumons plus bas par rapport aux trois types d'arbitrage. Se référer à l'exemple du tableau 4 à la page 8 pour mieux comprendre la figure 2. (Nota : Dans cet exemple, la contribution de l'effet de levier est appréciable.)



A. Opérateurs spécialisés dans l'arbitrage comptant-terme (état 4) : Utilisent l'effet de levier pour amplifier les flux monétaires du portefeuille d'obligations en compte et d'actions à découvert, tout en appliquant un ratio de couverture relativement élevé aux obligations à faible prime afin de créer une option de vente synthétique. L'opération est habituellement le plus rentable lorsque le cours des actions diminue brusquement.

B. Opérateurs spécialisés dans l'arbitrage de volatilité (état 3) : Jouissent d'un avantage en évaluant la volatilité implicite de l'option intégrée ou le *gamma* potentiel de la position. Les gestionnaires concentrent leur attention sur les obligations à prime élevée et appliquent ordinairement un *ratio de*

couverture plus faible mais très variable. Dans ce type d'opération, la contribution de l'effet de levier est relativement faible en règle générale.

C. Opérateurs spécialisés dans l'arbitrage de crédit (états 2 et 1) : Se consacrent particulièrement à l'arbitrage sur la structure du capital d'une entreprise, ou arbitrage entre l'OC (titre de rang supérieur) et l'action (titre de rang inférieur), le plus souvent lorsque l'émetteur est en difficulté financière. Les rendements sont plus orientés et ils sont fonction de la valeur commerciale de la société émettrice, telle qu'elle a été établie par le gestionnaire.



Comme le marché des titres convertibles se développe, il est dominé de plus en plus par les fonds de couverture, qui continuent d'élargir leurs capacités de recherche dans le domaine. De nos jours, de nombreux fonds de couverture qui se livrent à l'arbitrage de titres convertibles sont prêts à accepter une exposition directionnelle au marché des actions, au crédit, aux taux d'intérêt et à la volatilité. Cela étant, l'effet de levier moyen diminue lorsque l'exposition directionnelle augmente⁶.

Principaux facteurs de risque inhérents à l'arbitrage de titres convertibles

Nous énumérons ci-dessous les principaux facteurs de risque inhérents à l'arbitrage de titres convertibles :

1. **Crédit** : La majorité des OC ont une cote inférieure à la catégorie investissement ou ne sont pas cotées du tout, de sorte qu'elles présentent un risque de crédit appréciable. Ce risque est en grande partie couvert par des positions courtes sur actions, mais les gestionnaires qui composent avec un *ratio de couverture* relativement faible pourraient devoir réduire l'exposition au risque de crédit au moyen de *swaps sur défaillance*.
2. **Taux d'intérêt** : Les OC à longue échéance sont sensibles aux variations de taux d'intérêt, et s'il est vrai que la vente à découvert d'actions est une opération de couverture naturelle, un ratio de couverture plus faible pourrait nécessiter une protection additionnelle.
3. **Remboursement anticipé** : On achète souvent les OC à prime, de sorte que le risque de remboursement anticipé implique généralement une perte sur la position, car l'obligation sera rappelée au pair. Ce type de risque peut diminuer lorsque les taux d'intérêt augmentent. (Les contrats obligataires prévoient généralement une protection contre les autres décisions d'entreprise, telles que les fusions et les hausses de dividende.)
4. **Gestionnaire** : Les gestionnaires pourraient mal évaluer une OC ou vendre à découvert la mauvaise quantité d'actions. Si les évaluations sont erronées ou si le risque de crédit s'accroît, le *plancher actuariel* pourrait être réduit ou ramené à zéro. (Nota : Le risque de gestionnaire comprend le risque opérationnel de l'entreprise.)
5. **Levier** : L'emprunt amplifie le rendement que l'on tire du rapport généralement stable entre les obligations en compte et les actions à découvert. Toutefois, les emprunts amplifient aussi le risque de pertes.
6. **Liquidité et exécution** : L'aptitude du gestionnaire à prendre ou à liquider une position en limitant au maximum l'effet du marché influe directement sur la rentabilité.
7. **Prêt d'actions** : L'efficacité d'une opération de couverture dépend de l'habileté avec laquelle on pourra emprunter des actions pour les vendre à découvert, et ce de la manière la plus rentable possible. Un courtier principal qui connaît bien le marché particulier sur lequel opère le gestionnaire pourra y conclure des opérations sûres et garantir les prêts d'actions.
8. **Contrepartie** : On peut limiter au maximum le risque de contrepartie en utilisant les services d'un courtier principal de grande envergure qui a de solides assises financières.
9. **Risque de base** : Comme les fonds de couverture détiennent, croit-on, plus de 60 % des obligations convertibles en circulation aux États-Unis, les marchés en aval risquent de souffrir d'un manque de liquidités. Il y a donc possibilité que tous les cours des OC diminuent, quelle que soit la valeur effective des titres eux-mêmes.

⁶ *Ibid.*, p. 23.



Rendement antérieur des opérations d'arbitrage de titres convertibles

Comme le montre le tableau 3, l'arbitrage de titres convertibles a procuré des rendements réguliers et intéressants sur le long terme, qui se comparent avantageusement à ceux des actions et des obligations.

**Tableau 3 : Comparaison du rendement de l'arbitrage de titres convertibles :
de janvier 1990 à décembre 2005 (dollars U.S.)⁷**

Indice	Taux composé annualisé	Écart-type annualisé	Perte maximale	Gain maximum sur 1 mois	Perte maximum sur 1 mois
Indice HFRI Convertible Arbitrage	10,0 %	3,5 %	-7,3 %	3,3 %	-3,2 %
Merrill Lynch High Yield Master II	9,2 %	7,0 %	-12,0 %	8,7 %	-7,7 %
Lehman Aggregate Bond Index	7,4 %	3,9 %	-5,2 %	3,9 %	-3,4 %
Indice de rendement total S&P 500	10,5 %	14,4 %	-44,7 %	11,4 %	-14,5 %

Sources : Pertrac et Hedge Fund Research Inc. (déduction faite de tous les frais dans le cas de HFRI).

⁷ Source : Pertrac, Hedge Fund Research Inc. (HFRI)



Exemple concret d'une opération d'arbitrage de titres convertibles

Le tableau 4 décrit sommairement une opération d'arbitrage comptant-terme hypothétique sur des OC. À l'évidence, les rentrées nettes de fonds constituent la part du lion du revenu total de l'investisseur dans ce type d'opération, tandis que le levier amplifie le rendement et est la principale source de rendement dans les circonstances.

Tableau 4 : Exemple d'une opération d'arbitrage comptant-terme d'obligations convertibles à l'américaine		
Détails de l'opération : Le prix initial de l'obligation convertible est de 108. L'investisseur verse au départ un montant de 202 500 \$ comptant (le capital initial) plus 877 500 \$ sous forme d'emprunt, pour un investissement total de 1 080 000 \$ (la somme empruntée équivaut à un peu plus de quatre fois la mise de fonds initiale). Le <i>ratio de conversion</i> de l'obligation est de 34,783 actions ordinaires. Notons que 26 000 actions sont vendues à découvert initialement au prix de 26,625 \$ (donc 26 000/34 783 actions = <i>ratio de couverture</i> de 75 %). Nous supposons que les titres sont détenus pendant un an. (Cet exemple ne tient pas compte des frais ou honoraires exigibles.)		
I. Calcul du rendement total		
Source de rendement	Rendement (\$)	Hypothèses/Notes
<i>Rentrées de fonds</i>		
Revenu d'intérêts (oblig. position longue)	50 000	• Coupon de 5 % sur un placement de 1 000 000 \$ en valeur nominale
Intérêt sur position courte (actions vendues à découvert)	8 653	• Intérêt de 1,25 % sur le produit de la vente à découvert, soit 692 250 \$, selon un ratio de couverture initial de 75 % environ (26 000 actions vendues à découvert au prix de 26,625 \$ = 692 250 \$, par rapport à 34 783 actions en nombre équivalent pour l'obligation convertible [c.-à-d. 26 000/34 783 actions = <i>delta</i> de 75 %])
Moins		
Coût du levier	(17 550)	• Intérêt de 2 % sur l'emprunt de 877 500 \$
Dividendes versés (sur les actions vendues à découvert)	(6 922)	• Rendement de 1 % sur 692 250 \$ (c.-à-d. 26 000 actions vendues à découvert)
Rentrées nettes de fonds (1)	34 181	
<i>Revenus tirés de l'arbitrage</i>		
Rendement (obligations)	120 000	• Achat au prix de 108 et vente au prix de 120, par tranche de 1 000 \$
Rendement (actions)	(113 750)	• Vente à découvert d'actions au prix de 26,625 \$ et hausse du cours de l'action à 31,00 \$ (c.-à-d. perte de 4,375 \$ x 26 000 actions)
Rendement total tiré de l'arbitrage (2)	6 250	
Rendement total (1) + (2)	40 431	(Un revenu de 40 431 \$ sur un capital initial de 202 500 \$ = taux de rendement de 20 %)
II. Analyse des sources de rendement		
Source de rendement	Contribution	Notes
Revenu d'intérêts (oblig. pos. longue)	4,6 %	Intérêt de 50 000 \$ / placement en obligations de 1 080 000 \$ x 100 = 4,6 %
Intérêt sur position courte (actions vendues à découvert)	0,8 %	Intérêt de 8 653 \$ / placement en obligations de 1 080 000 \$ x 100 = 0,8 %
Dividendes versés (sur les actions vendues à découvert)	-0,6 %	Dividendes de 6 922 \$ / placement en obligations de 1 080 000 \$ x 100 = -0,6 %
Coût du levier	-1,6 %	Frais d'intérêts de 17 550 \$ / placement en obligations de 1 080 000 \$ x 100 = -1,6 %
Rendement tiré de l'arbitrage	0,6 %	Rendement de 6 250 \$ / placement en obligations de 1 080 000 \$ x 100 = 0,6 %
Rendement (hors levier)	3,8 %	Rendement total de 40 431 \$ / placement en obligations de 1 080 000 \$ = 3,8 %
Contribution du levier	16,2 %	La contribution du levier est appréciable dans cet exemple
Rendement total	20,0 %	Rendement total de 40 431 \$ / capital initial de 202 500 \$ = 20,0 %
<i>Source : Arrow Hedge Partners Inc.</i>		



Conclusion

Depuis une quinzaine d'années, l'arbitrage de titres convertibles fournit des rendements intéressants qui sont non corrélés avec ceux des marchés des actions ou des obligations classiques. Le principal risque de ce type d'opérations est le risque de gestionnaire plutôt que le risque-actions ou le risque du marché obligataire, qui sont directionnels. En outre, l'effet de levier élevé est un facteur de risque possible. En 2005, les rachats de titres ont eu une incidence appréciable sur les rendements des opérations d'arbitrage de titres convertibles, quoique la perte maximale dans ce cas soit sensiblement *inférieure* à celle observée sur les marchés des actions et des obligations classiques. Cette performance contraste avec la bonne performance de l'arbitrage de titres convertibles observée sur les marchés des actions volatils des années 2000 à 2002. Enfin, cette stratégie demeure une bonne solution de couverture de portefeuille si les marchés des actions deviennent plus volatils dans l'avenir.

Rédigé par Keith Tomlinson, CFA, directeur de la recherche, Arrow Hedge Partners Inc.⁸

Glossaire des termes clés

Gamma : Taux de variation du ratio de couverture (delta) résultant d'une variation du cours des actions. Le gamma d'une obligation convertible (OC) est le plus élevé lorsque l'option d'achat sur actions est à parité. Le gamma fait référence à la courbure de la courbe de prix de l'OC dans la figure 1 (voir page 4). Un gamma élevé signifie que le cours de l'obligation augmente proportionnellement plus, lorsque le cours de l'action est en hausse, qu'il ne diminue lorsque le cours de l'action est en baisse. Inversement, un coefficient gamma faible signifie que le rapport entre les variations du cours de l'OC et celles du cours des actions est plus linéaire.

Intérêt sur position courte : Portion de l'intérêt d'un compte d'épargne-bons du Trésor qui revient à un fonds de couverture par suite de la vente à découvert de titres. Lorsqu'il vend des actions à découvert, le fonds de couverture emprunte ces actions à un courtier principal (qui lui-même les emprunte à un actionnaire) et le produit de la vente à découvert est habituellement versé dans un compte d'épargne-bons du Trésor, le courtier principal agissant comme garant. Une bonne partie de l'intérêt sur les bons du Trésor est alors remis au fonds de couverture. (Nota : Le fonds de couverture doit verser des dividendes à l'actionnaire initial.)

Plancher actuariel (ou valeur nue) : Valeur obligataire d'un titre convertible, qui est négociée en fonction de la qualité de crédit du titre, exprimée en pourcentage.

Portage négatif (sur opération de couverture inverse) : Opération par laquelle un gestionnaire de fonds de couverture vend à découvert l'obligation convertible et achète les actions sous-jacentes, l'intérêt payé sur l'obligation étant *supérieur* au rendement total tiré de la possession des actions.

Prime de conversion : Excédent du montant payé pour un titre convertible sur sa valeur de conversion, exprimé en pour cent.

⁸ Révisé par Shad Stastney, de Vicis Capital LLC.



Prime de conversion en points : Excédent du montant payé pour un titre convertible sur sa valeur de conversion, exprimé en points (1 point = 10 \$).

Ratio de conversion : Nombre d'actions ordinaires que le détenteur d'un titre convertible peut obtenir en convertissant ce titre.

Ratio de couverture (delta) : Rapport entre la quantité d'actions ordinaires vendues à découvert contre une position acheteur de titres convertibles et l'équivalent en actions de ces titres, exprimé en pour cent.

Rendement courant : Quotient de l'intérêt ou du dividende privilégié sur le titre convertible par le cours de ce titre, exprimé en pour cent.

Swap sur défaillance de crédit : Entente entre un « acheteur de protection » et un « vendeur de protection », aux termes de laquelle le premier verse une commission à intervalles réguliers au second en échange d'un paiement en cas d'incident de crédit (p. ex. défaut de paiement sur des obligations de société). Le swap sur défaillance est le dérivé de crédit le plus couramment utilisé, au moyen duquel le détenteur d'une obligation de société achète généralement de l'assurance pour couvrir le risque de crédit de la société.

Valeur de conversion : Valeur d'un titre convertible fondée sur le cours des actions en lesquelles le titre peut être converti.

Précisions sur la série de documents stratégiques :

- **Outil didactique :** Le présent document se veut uniquement un outil d'information et didactique. La plupart des exemples fournis ont été simplifiés afin de faire ressortir les concepts clés de la stratégie de négociation de fonds de couverture.
- **Données sur le rendement de la stratégie :** Les données sur la stratégie de fonds de couverture décrite dans le présent document sont sensibles à la *date de fin de période* et à la *période*. Celles que nous avons utilisées témoignent du rendement global de la stratégie durant la plus longue période disponible, à partir des données fournies par Hedge Fund Research Inc. (HFRI). Les conclusions pourraient être différentes si d'autres périodes et dates de fin de période étaient utilisées.
- **Rendement antérieur et futur :** Le passé *n'est pas* forcément garant de l'avenir. Certains renseignements présentés dans les pages qui précèdent ont été fournis par des tiers. Bien qu'ils soient réputés fiables, AIMA Canada n'est pas responsable de leur exactitude.
- **Dénégation de responsabilité :** AIMA, AIMA Canada, ses dirigeants, employés ou agents ne font aucune représentation ni n'offrent aucune garantie, expresse ou implicite, quant à la pertinence, à l'intégralité ou à l'exactitude du présent document. Aucune responsabilité n'est assumée par AIMA ou AIMA Canada, ses dirigeants, employés ou agents à l'égard de toute perte découlant de toute utilisation du présent document, ou autrement liée aux questions dont traite le présent document.