



Idées de placement

Rédigé par nos partenaires aux États-Unis

Analyse institutionnelle

L'arbitrage sur titres convertibles pour un alpha spécialisé et la diversification

L'arbitrage sur titres convertibles peut offrir aux responsables de la répartition de l'actif la possibilité de diversifier leurs expositions à des placements traditionnels et non traditionnels, d'exploiter des sources d'alpha idiosyncrasiques et de potentiellement tirer parti de la volatilité des marchés.



Mitch Livstone, Ph. D., CFA

Chef des placements, Solutions d'arbitrage et de couverture



Seth Gold

Gestionnaire de portefeuille, Arbitrage sur titres convertibles



Sladja Carton

Gestionnaire de portefeuille institutionnel, Placements non traditionnels liquides

POINTS À RETENIR

- L'arbitrage sur titres convertibles est une stratégie de placement non traditionnelle à valeur relative qui présente généralement un coefficient bêta des actions très faible et une faible corrélation avec les actions et les taux d'intérêt. L'alpha de l'arbitrage sur titres convertibles provient des titres mal évalués, en raison de la dynamique d'un marché segmenté et des fluctuations boursières imprévues qui peuvent être monétisées grâce à la convexité positive des obligations convertibles.
- Les obligations convertibles sont des instruments multidimensionnels exposés au crédit, à la volatilité du marché, aux actions et aux taux d'intérêt, et présentés sous forme de structures complexes et non linéaires. Par conséquent, la mise en œuvre réussie d'une stratégie d'arbitrage sur titres convertibles nécessite un haut niveau de sophistication, une grande expérience et une analyse éclairée.
- Les obligations convertibles constituent un petit marché par rapport à ceux du crédit et des actions, ce qui limite la capacité de cette stratégie.
- L'arbitrage sur titres convertibles peut être utilisé par les responsables de la répartition de l'actif pour diversifier leurs expositions à des placements traditionnels et non traditionnels, générer un alpha idiosyncrasique et tirer parti de la volatilité du marché. En vertu de son profil de rendement, l'arbitrage sur titres convertibles offre habituellement un rendement absolu avec une faible volatilité et une faible corrélation par rapport aux marchés boursiers et obligataires, généralement sous une forme très liquide.
- Nous estimons que le contexte actuel du marché offre une occasion particulièrement intéressante sur le plan du rapport risque/rendement pour l'arbitrage sur titres convertibles, grâce à des émissions du marché primaire plus actives, à une participation au marché accrue de la part des investisseurs arbitragistes et à une activité plus intense en matière d'événements d'entreprise.

Introduction

L'arbitrage sur titres convertibles est une stratégie de placement que les fonds de couverture utilisent avec succès depuis plusieurs décennies. Cette approche vise à générer de l'alpha de manière neutre par rapport au marché en exploitant les inefficiencies dans la fixation du cours des titres convertibles. La principale proposition de valeur de l'arbitrage sur titres convertibles réside dans le fait qu'il peut offrir aux investisseurs un accès à un alpha de marché spécialisé non corrélé, généralement avec un profil de volatilité inférieur à celui de nombreuses autres stratégies de fonds de couverture.

Le marché des titres convertibles est liquide et important, mais reste relativement modeste par rapport aux marchés des actions et des titres à revenu fixe. Par conséquent, les stratégies d'arbitrage sur titres convertibles sont généralement limitées sur le plan de la capacité, représentant au total environ 10 % des actifs des fonds de couverture¹. Un autre obstacle à l'entrée est la nécessité d'une gestion active et spécialisée pour réussir à extraire l'alpha dans un contexte de fluctuation des écarts de crédit, de la volatilité et des cours des actions.

Une compréhension exhaustive de la dynamique du marché et une expertise approfondie en matière de structuration des placements sont essentielles pour obtenir de bons résultats. Bien que nous estimions qu'une stratégie d'arbitrage sur titres convertibles diversifiée et bien mise en œuvre puisse atteindre ses objectifs dans divers environnements de marché, nous considérons que les conditions actuelles du marché offrent des occasions particulièrement intéressantes pour l'arbitrage sur titres convertibles.

Sources d'alpha

L'arbitrage sur titres convertibles consiste principalement à investir dans des obligations convertibles tout en vendant à découvert les actions ordinaires sous-jacentes afin d'obtenir une protection contre le risque lié aux actions, puis à rajuster ces couvertures de manière dynamique. Des modèles sophistiqués sont généralement nécessaires pour déterminer le nombre approprié d'actions sous-jacentes à vendre à découvert pour chaque obligation convertible (également appelé « delta » de l'obligation), ainsi que le nombre approprié de contrats à terme sur obligations ou de swaps d'obligations à vendre à découvert pour couvrir le risque lié aux taux d'intérêt. Une fois le risque lié aux actions couvert, l'objectif de la position d'arbitrage sur titres convertibles est d'obtenir une sensibilité nulle aux fluctuations mineures du cours de l'action, laissant à l'investisseur une position qui n'est exposée qu'à la convexité des actions et au risque de crédit.

Une position d'arbitrage sur titres convertibles peut générer de l'alpha à partir de plusieurs sources. Le faible coût d'un titre peut être monétisé grâce à l'évolution des préférences des investisseurs, l'écart de crédit d'une entreprise dont la situation s'améliore peut se resserrer et le cours d'une action sous-jacente peut être plus volatile que la volatilité implicite prise en compte dans le cours de l'obligation, générant ce que l'on appelle des « bénéfices sur les opérations gamma ». Les risques sont qu'un titre convertible devienne moins cher ou que son crédit se détériore sans effet compensateur dû à une volatilité accrue.

Étant donné que les investisseurs directs ont tendance à se concentrer sur certains profils d'obligations convertibles, différentes obligations viennent s'ajouter à ce profil privilégié ou en sont retirées, ce qui crée une rotation constante et des occasions durables pour les arbitragistes de titres convertibles.

Dans une approche d'arbitrage sur titres convertibles, outre l'alpha au niveau des positions, il est possible d'obtenir un rendement supplémentaire grâce à la couverture, à l'orientation et aux superpositions directionnelles du portefeuille global.

Structure du marché des obligations convertibles

Comme l'illustre le tableau 1, le marché des obligations convertibles est dominé par deux types d'investisseurs très différents : ceux qui investissent dans des positions

TABLEAU 1 – La dynamique de segmentation du marché des obligations convertibles génère des occasions d'alpha.

Taille du marché des obligations convertibles

États-Unis	Mondial
250 G\$	370 G\$

Participants au marché

Investisseurs directs (40 %)	Arbitragistes (60 %)
Font des paris directionnels sur les actions sous-jacentes d'obligations convertibles équilibrées, ou des paris purement sur le crédit dans le cas d'obligations convertibles plus sensibles au risque de crédit dont l'option de conversion est sans valeur.	Ne tiennent pas compte de la direction des fluctuations du cours des actions, mais évaluent plutôt les obligations convertibles en fonction de la valeur relative de l'option sur actions intégrée à l'obligation et du risque de crédit inhérent.

Facilitateurs

Émetteurs	Courtiers
Recherchent des sources de financement moins coûteuses.	Agissent à titre de preneur ferme pour les nouvelles émissions et facilitent la négociation sur le marché secondaire.

Source : Estimations de Fidelity Investments.

acheteur (également appelés « investisseurs directs ») et les arbitragistes. De plus, les sociétés émettrices et les courtiers participent au marché en fournissant l'offre nette de nouvelles obligations et la liquidité sur le marché. Pour de nombreux émetteurs, le marché des obligations convertibles peut être la meilleure, voire parfois la seule option pour lever des capitaux publics.

De nombreux émetteurs d'obligations convertibles sont des sociétés qui devraient autrement émettre des titres de créance à des taux de rendement trop élevés et qui ne souhaitent pas vendre des actions à leurs niveaux actuels. Le marché des obligations convertibles leur donne accès à des versements d'intérêts obligataires très raisonnables et leur permet, par exemple, de ne vendre des actions que si leur valeur augmente de 30 % ou plus (ce que la direction ne considèrera pas nécessairement comme un problème).

Les investisseurs directs achètent généralement les obligations convertibles pour leur sensibilité aux actions et leur convexité. Le raisonnement est qu'une nouvelle obligation convertible émise à la juste valeur du marché devrait exposer un investisseur direct à environ 2/3 du potentiel de hausse du titre et environ 1/3 du potentiel de baisse en cas de fluctuations importantes du cours de l'action. Étant donné que le cours de l'obligation convertible est fortement influencé par l'action sous-jacente, les investisseurs directs se concentrent beaucoup moins sur la sous-valorisation structurelle d'une obligation convertible, car son importance est négligeable par rapport à l'enjeu qui consiste à « sélectionner le bon titre ». Il s'agit d'un point important. Les investisseurs directs ne sont pas moins intelligents que les arbitragistes : ils peuvent être parfaitement rationnels lorsqu'ils surpilent de 3 points une obligation dont ils pensent que la valeur de l'action sous-jacente va doubler au cours des deux prochaines années, entraînant une augmentation de 75 points de la valeur de leur obligation. À l'inverse, ils peuvent être tout aussi rationnels lorsqu'ils vendent une obligation à 3 points sous sa juste valeur s'ils pensent que le cours de l'action va être réduit de moitié. Étant donné que le cours des obligations convertibles est presque aussi volatil que celui des actions sous-jacentes, les positions pures ont tendance à être beaucoup plus modestes que les positions d'arbitrage.

En contrepartie, un arbitragiste aura effectué une opération de couverture pour se protéger contre la sensibilité à l'action sous-jacente, de sorte que seule la sous-valorisation structurelle subsiste. Cette valeur relative, qui n'est que du bruit pour l'investisseur direct, constitue la principale source d'alpha pour l'arbitragiste. Comme la volatilité des obligations convertibles couvertes est bien inférieure à celle d'une position pure, les fonds d'arbitrage sur titres convertibles ont tendance à détenir des positions beaucoup plus importantes en pourcentage de l'actif net et recourent souvent à un certain effet de levier sur le portefeuille global.

Le marché des obligations convertibles est façonné par deux groupes distincts d'investisseurs. Les investisseurs directs accèdent au marché pour miser globalement sur l'appréciation des actions sous-jacentes, et parfois sur l'amélioration du crédit, tandis que les arbitragistes cherchent à tirer profit des occasions découlant d'erreurs d'évaluation. Les objectifs contrastés de ces participants créent une dynamique de marché qui stimule les occasions d'alpha intéressantes et continues. Toutefois, la complexité du marché et des instruments concernés crée une barrière à l'entrée et exige une expertise spécialisée.

Types d'occasions d'arbitrage sur titres convertibles

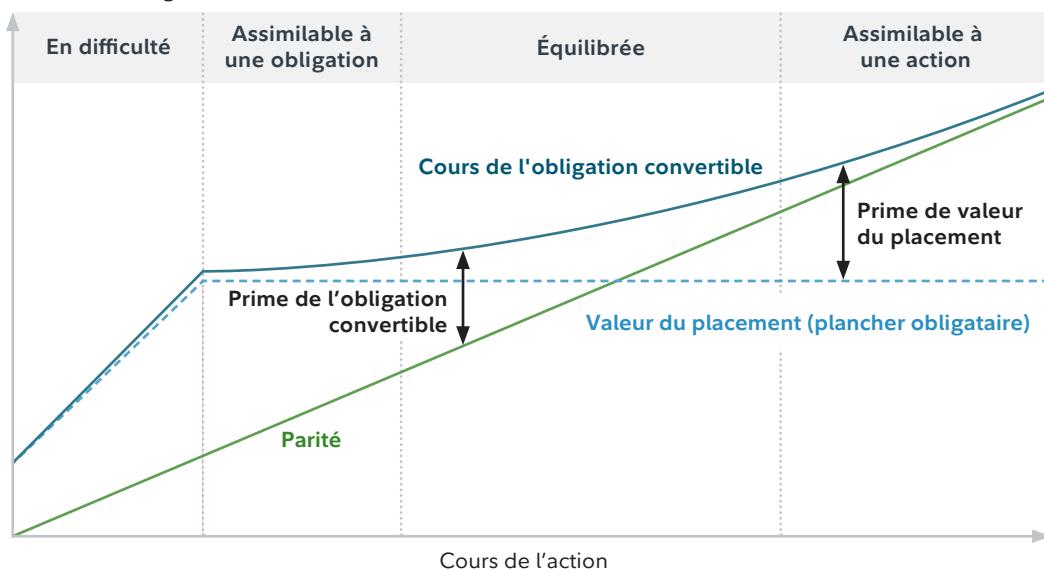
Presque tous les placements dans une stratégie d'arbitrage sur titres convertibles consistent en une transaction par paire composée d'une position longue sur obligation convertible et d'une position courte sur actions. Il existe certaines variantes qui utilisent des options ou des instruments de crédit pur, mais l'objectif dans tous les cas est d'essayer d'exploiter les erreurs d'évaluation tout en couvrant tous les risques liés aux actions sans prendre trop de risques liés au crédit, à la volatilité ou aux événements.

Pour chaque placement, les niveaux des différents facteurs de risque dépendent de la place occupée par une obligation dans le régime structurel. Le tableau 2 montre comment le cours d'une obligation convertible évolue dans les différents segments en fonction du cours de l'action. Il existe quatre segments distincts :

- 1. En difficulté** : une obligation qui se négocie à un rendement très élevé ou proche de sa valeur de recouvrement en cas de défaut et qui n'est pas sensible aux actions.
- 2. Assimilable à une obligation** : agit également comme une obligation classique avec une très faible sensibilité aux actions, car le prix de conversion est très éloigné du cours actuel de l'action. Cette obligation sera beaucoup plus sensible au crédit qu'à la volatilité. On les appelle aussi des obligations convertibles « hors-jeu » ou dont l'option de conversion est sans valeur.
- 3. Équilibrée** : il s'agit de la structure privilégiée par les investisseurs directs; cette obligation présentera un bon équilibre entre la sensibilité au crédit et la sensibilité à la volatilité, ainsi qu'une convexité maximale.
- 4. Assimilable à une action** : une obligation dont l'option sur actions est dans le cours et qui présente une sensibilité au crédit inférieure à sa sensibilité à la volatilité.

TABLEAU 2 – Évolution du cours d'une obligation convertible en fonction du cours de l'action sous-jacente.

Cours de l'obligation convertible



À titre d'illustration seulement. Source : Fidelity Investments.

Parmi les structures de placement potentielles en matière d'arbitrage sur titres convertibles, on peut citer :

- **Opération classique d'arbitrage sur titres convertibles** – Les occasions d'arbitrage sur titres convertibles traditionnels sont négociées en établissant une position à delta neutre en achetant une obligation convertible structurellement bon marché et équilibrée (c'est-à-dire dont le delta se situe entre 60 % et 80 %), tout en vendant à découvert l'action sous-jacente afin de neutraliser la sensibilité au titre. La volatilité intrinsèque réalisée des actions ordinaires sous-jacentes par rapport à la volatilité implicite acquise à bon marché en achetant une obligation convertible, ainsi que la convexité positive de la position, permettent aux investisseurs de monétiser la volatilité réalisée en surveillant de près et en rééquilibrant dynamiquement la couverture delta de la position (ce que l'on appelle également une « opération gamma »).
- **Opération d'option de vente synthétique** – Les obligations convertibles assimilables à des actions avec options intégrées qui sont profondément dans le cours et se négocient avec une prime de placement faible, voire nulle, ont un delta élevé (supérieur à 90 %) et un plancher obligataire solide (crédit solide). Grâce à la parité entre les options de vente et les options d'achat, une option d'achat profondément dans le cours, lorsqu'elle est combinée à une position courte sur actions, équivaut à une option de vente profondément hors du cours. Par conséquent, ces obligations couvertes avec un delta s'approchant de 100 % se comportent exactement comme des options de vente hors du cours sur l'action sous-jacente, avec un certain portage positif ajouté. L'objectif principal d'un contrat d'option de vente synthétique est de tirer parti de l'augmentation de la prime en cas de forte baisse du cours de l'action. La source secondaire de revenus est le portage provenant de l'opération. Le portage est le flux de trésorerie positif généré par la combinaison du coupon ou dividende de l'obligation convertible et de la remise sur les actions vendues à découvert, déduction faite du coût de financement et du dividende potentiel sur l'action ordinaire. Étant donné que ces obligations ont généralement un cours très élevé en dollars et qu'une position couverte par un delta présente très peu de risques, elles constituent habituellement des positions plus importantes et ont tendance à consommer plus d'effet de levier que les autres opérations.
- **Opération sur rendement d'obligation convertible** – Cela consiste à acheter des titres convertibles assimilables à des obligations ou « hors-jeu » qui présentent un profil de crédit solide ou en amélioration (plancher obligataire élevé), une courte durée, une prime de conversion élevée et un delta faible. Dans le cas d'obligations à prime élevée et à delta faible pour lesquelles nous craignons une détérioration du crédit, nous ne conserverions pas la position à moins de pouvoir couvrir ces obligations avec des options de vente bon marché ou un swap sur défaillance, ce qui se traduirait par une position à portage positif assortie d'une option d'achat gratuite et offrirait une convexité positive si le cours de l'action évoluait de manière significative.

Les placements d'arbitrage sur titres convertibles peuvent être réalisés à travers toute une gamme de structures de placement complexes et multidimensionnelles. Nous pensons qu'une approche diversifiée est essentielle pour générer de l'alpha de façon constante et offrir un profil stratégique adapté à toutes les conjonctures.

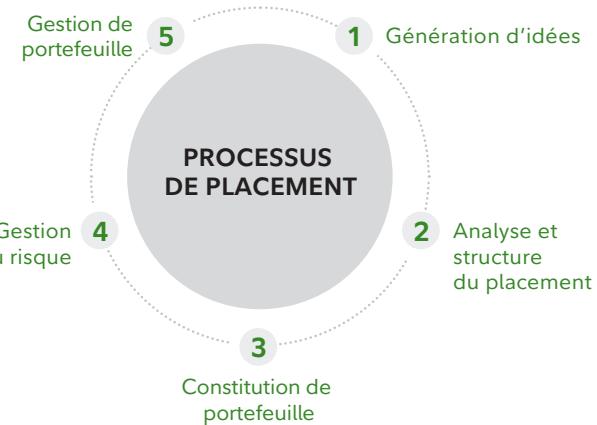
- **Opération stratégique sur le capital/d'entreprise** – Il arrive parfois que les émetteurs soient prêts à payer une prime pour racheter ou échanger des titres afin de modifier la structure du capital ou de réaliser des économies d'impôt. Ces situations peuvent se traduire par des avantages financiers significatifs pour les investisseurs qui sont bien positionnés.
- **Opération défensive sur le crédit** – Ce type d'opération comprend généralement des titres convertibles dans le cours avec un profil de crédit qui est en outre couvert par des swaps sur défaillance ou des options de vente. Ces opérations s'apparentent à une opération sur titre convertible classique ou équilibrée, mais offrent une couverture de crédit à la baisse plus importante, créant ainsi un profil de convexité plus symétrique et permettant à l'investisseur de monétiser la volatilité dans des scénarios de crédit ou de capitaux propres tant positifs que défavorables.
- **Opération défensive sur le véga** – Cette approche comprend les titres convertibles dans le cours qui ont une sensibilité significative à la volatilité (véga), lorsque la volatilité implicite est très élevée et que nous estimons que le risque réside dans une baisse de la volatilité (par exemple, une entreprise qui réduit son levier d'endettement ou une entreprise arrivant à maturité). Dans de tels cas, nous pouvons vendre des options cotées en bourse qui se négocient à des niveaux de volatilité élevés, créant ainsi une position plus sensible au crédit, mais moins sensible à la volatilité.

Nous pensons qu'une approche diversifiée de placements d'arbitrage sur titres convertibles offre les meilleurs avantages et les meilleures occasions de générer de l'alpha, quel que soit le cycle du marché. La réussite de la mise en œuvre dépend de la capacité du gestionnaire de placements à tirer efficacement parti des multiples structures de placement décrites ci-dessus. En revanche, une spécialisation trop étroite peut limiter les possibilités et réduire la régularité des rendements dans des conjonctures de marché variées.

De plus, compte tenu de la diversité des structures de placement possibles, il est important, lors de l'analyse des occasions de placement, d'effectuer une analyse fondamentale, de confirmer les hypothèses de modélisation et de comprendre la dynamique du marché. Une obligation convertible est un instrument très complexe : aucun modèle ne peut rendre compte de toutes les caractéristiques structurelles propres à chaque obligation ni de toutes les circonstances particulières auxquelles est confrontée la direction d'une entreprise. Les gestionnaires de portefeuille doivent également

garder à l'esprit qu'il n'est pas toujours possible de réaliser efficacement une opération complexe, car la liquidité du marché pour certaines des composantes n'est pas toujours garantie.

TABLEAU 3 – Un cadre de placement structuré peut optimiser les résultats.



Processus de placement

La mise en œuvre réussie d'une stratégie d'arbitrage sur titres convertibles nécessite une approche axée sur le processus. Si le processus de placement doit être structuré dans son essence, il devrait, selon nous, être complété par une approche de gestion active plus fluide et adaptative permettant de réagir aux occasions à valeur relative émergentes et liées à des événements particuliers.

Comme l'illustre le tableau 3, le processus de placement d'arbitrage sur titres convertibles comprend généralement plusieurs éléments : 1) la génération d'idées, 2) l'analyse et la structure du placement, 3) la constitution du portefeuille, 4) la gestion continue du risque et 5) la gestion continue du portefeuille.

1. Génération d'idées – Au quotidien, le gestionnaire des placements passe au crible l'univers de placements à la recherche de titres qui semblent structurellement bon marché par rapport à leur valeur théorique, surveille l'actualité à la recherche d'événements significatifs susceptibles d'influencer les valorisations, analyse de manière critique les tendances sectorielles afin de trouver des idées thématiques pouvant influencer la qualité du crédit ou la volatilité des actions, et surveille les occasions conjoncturelles grâce à ses relations avec les courtiers.

Un modèle d'évaluation qui prend en compte l'écart de crédit de l'émetteur approprié, la volatilité implicite des actions, le coût d'emprunt des actions ordinaires, ainsi que des données générales sur le marché telles que la courbe des taux du Trésor américain, est généralement utilisé pour trouver systématiquement des idées de placement.

2. Analyse et structure du placement – Une fois qu'une occasion de placement a été identifiée, le gestionnaire des placements procède à une analyse fondamentale, une analyse de la volatilité et une analyse structurelle.

Ces étapes permettent d'identifier et de comprendre les principaux facteurs déterminants de l'évaluation et de confirmer qu'ils sont correctement modélisés. Ainsi :

L'analyse fondamentale est importante pour comprendre le risque de crédit. L'hypothèse relative à l'écart de crédit est-elle raisonnable et la qualité du crédit est-elle susceptible de s'améliorer ou de se détériorer, et pourquoi? Les aspects importants de cette analyse fondamentale incluent la compréhension du secteur dans lequel évolue l'émetteur (y compris la concurrence, les fournisseurs, les clients, les barrières à l'entrée et les substituts), l'évaluation de la qualité de l'équipe de direction, la compréhension de la structure du capital, la mesure du levier financier et de la liquidité, et l'élaboration de prévisions concernant les revenus et les marges.

L'analyse de la volatilité vise à vérifier si l'hypothèse de volatilité est raisonnable. La volatilité implicite est-elle susceptible d'augmenter ou de diminuer, et la volatilité réalisée est-elle susceptible d'être supérieure ou inférieure à la volatilité implicite actuelle?

L'analyse structurelle de l'obligation vise à comprendre les caractéristiques de compensation intégrale telles que la protection des dividendes et la protection contre les rachats en espèces, à comprendre les facteurs de conversion conditionnelle et les clauses d'appel, et à analyser tout risque associé au fonctionnement exact de ces caractéristiques structurelles. Enfin, le gestionnaire des placements prend en compte toutes ces analyses, propose une série de scénarios possibles et évalue le rapport risque/rendement pour chaque scénario dans le cadre d'un placement d'arbitrage sur titres convertibles visant l'émetteur cible.

3. Élaboration, définition et réalisation du placement – Comme nous l'avons vu dans la section précédente, l'élaboration et l'exécution des opérations constituent une étape importante, compte tenu de la complexité de la catégorie d'actifs et de la dynamique de liquidité du marché. Il existe un large éventail d'opérations possibles, en fonction de l'opinion du gestionnaire de portefeuille sur la qualité du crédit et la volatilité, ainsi que des autres instruments disponibles dans la structure du capital (c'est-à-dire les options, les obligations classiques ou les swaps sur défaillance). L'objectif est de maintenir une exposition aux risques que le gestionnaire juge acceptable et pour laquelle il s'estime suffisamment rémunéré, tout en couvrant efficacement les risques qu'il ne souhaite pas conserver. Une exécution efficace des opérations nécessite une bonne compréhension de la microstructure des marchés des obligations convertibles, des actions, des produits dérivés et du crédit. L'envergure d'une opération doit refléter le risque de liquidité, la volatilité du marché et le montant du capital que l'on est prêt à risquer dans le pire des cas. Pour cette raison, l'élaboration et la réalisation des opérations ne sont pas totalement indépendantes de la gestion des risques.

La mise en œuvre réussie d'une stratégie d'arbitrage sur titres convertibles nécessite une approche axée sur le processus. Si le processus de placement doit être structuré dans son essence, nous pensons qu'il doit être amélioré au moyen d'une gestion active plus adaptative pour permettre de réagir aux occasions qui se présentent sur le marché.

Une gestion active des risques est essentielle à la mise en œuvre réussie des stratégies d'arbitrage sur titres convertibles. Bien que la stratégie vise à couvrir les risques indésirables, il est difficile d'y parvenir dans la pratique en raison de la non-linéarité des obligations convertibles dont les risques évoluent avec le temps et les conditions du marché. Il est donc essentiel de procéder à un ajustement dynamique des couvertures tant en ce qui a trait aux différentes positions qu'au portefeuille dans son ensemble.

4. Gestion du risque – Tout placement peut être considéré comme un ensemble de facteurs de risque inhérents à une obligation convertible. Ces facteurs comprennent le cours des actions, l'écart de crédit, la volatilité (niveau et asymétrie), l'emprunt d'actions, la croissance des dividendes, les taux d'intérêt, le risque de changement de contrôle, ainsi que d'autres facteurs de risque structurels et fondamentaux. Le risque de variation de cours des actions est le principal facteur de risque pour une obligation convertible et le gestionnaire de portefeuille cherche à le neutraliser, car l'évolution du cours des actions n'est pas un facteur sur lequel un arbitragiste de titres convertibles se prononce activement. Malgré la tentative visant à éliminer tous les autres facteurs de risque indésirables, il est très difficile dans la pratique d'y parvenir, car les obligations convertibles sont des titres très complexes et non linéaires dont les risques varient dans le temps et en fonction de l'évolution des conditions du marché. Il est donc important de surveiller les risques en permanence et d'ajuster les couvertures au fil du temps, si nécessaire.

5. Gestion de portefeuille – Une fois le portefeuille constitué, un processus continu de suivi et de surveillance est mis en place, tant sur le plan fondamental que technique, pour chaque position. Sur le plan fondamental, il convient de suivre l'évolution des entreprises et des secteurs d'activité à travers les annonces de résultats financiers, les présentations d'entreprises, les conférences sectorielles et autres événements. Sur le plan technique, le gestionnaire et les courtiers doivent suivre activement les cours des obligations convertibles et tous les éléments de la structure du capital qui sont observables sur le marché, ainsi que les indicateurs de valeur relative calculés quotidiennement. Sur une base régulière, y compris après tout mouvement significatif du cours des actions, le gestionnaire de portefeuille effectue généralement des vérifications manuelles des hypothèses sur la volatilité et les écarts de crédit. Si les paramètres d'entrée sont ajustés, tous les paramètres de couverture sont recalculés afin de déterminer si des ajustements en matière de négociation sont nécessaires.

Attributs du profil de rendement des stratégies d'arbitrage sur titres convertibles fructueuses

Le profil de rendement d'une stratégie d'arbitrage sur titres convertibles bien conçue et efficacement mise en œuvre présente plusieurs caractéristiques intéressantes :

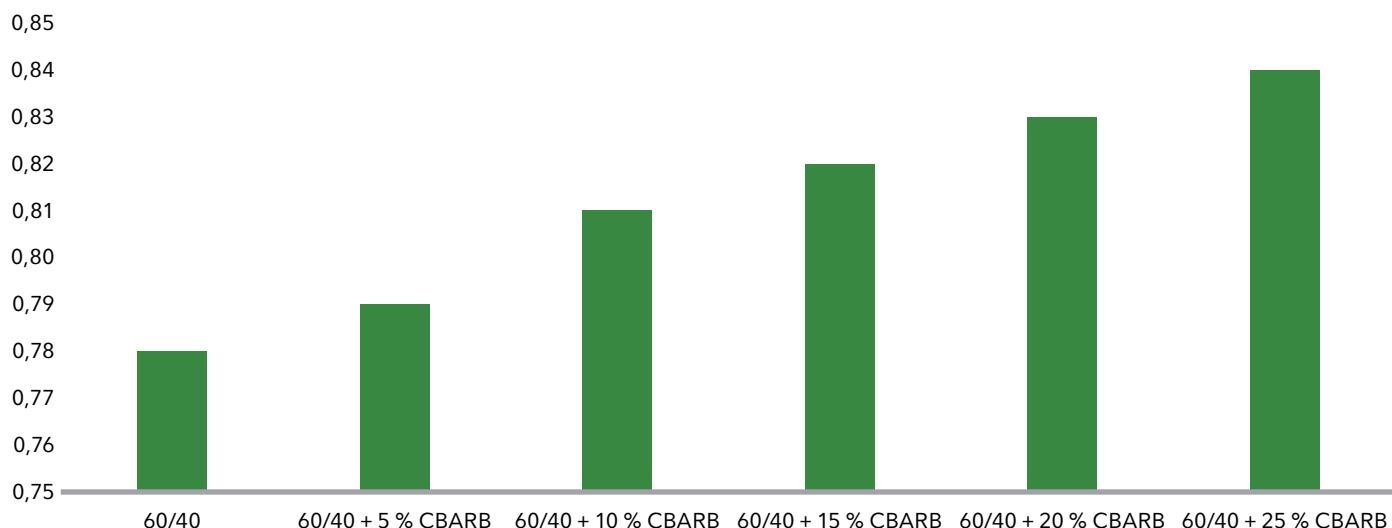
- **Absence de corrélation** – Étant donné que les stratégies d'arbitrage sur titres convertibles tirent leurs rendements de l'interaction entre les revenus fixes, les capitaux propres et la volatilité des marchés, elles peuvent généralement présenter une faible corrélation avec les actions, les titres à revenu fixe et les fonds de couverture. En clair, il peut y avoir très peu de bêta lié aux actions dans une stratégie d'arbitrage sur titres convertibles en vertu de sa conception, car chaque obligation convertible du portefeuille est généralement protégée contre la sensibilité aux actions au moyen d'une opération de couverture.
- **Rendement absolu** – Les stratégies visent à générer de l'alpha à partir de diverses sources afin de produire des rendements ajustés au risque attrayants, quelle que soit l'orientation du marché dans son ensemble.
- **Faible volatilité** – Le recours à des couvertures au niveau des positions et des portefeuilles peut généralement se traduire par un profil de volatilité plus faible que celui des placements en actions traditionnels et de nombreuses stratégies de fonds de couverture.

- **Capacité à tirer parti d'une volatilité accrue sur les marchés** – Les stratégies peuvent tirer parti d'une volatilité élevée sur les marchés boursiers, car elles visent à générer des rendements à partir des fluctuations des cours des actions sous-jacentes. Une volatilité accrue entraîne généralement une plus grande dispersion.
- **Liquidité** – Les stratégies d'arbitrage sur titres convertibles sont généralement proposées dans le cadre de structures de placements liquides. Cette caractéristique est particulièrement utile pour les investisseurs qui ont besoin de liquidités pour répondre à leurs besoins de trésorerie ou pour permettre une modification de la pondération des actifs de leur portefeuille.

Compte tenu de ces attributs, un placement dans une stratégie d'arbitrage sur titres convertibles peut aider les investisseurs à améliorer le profil risque/rendement global de leur portefeuille, comme l'illustre le tableau 4. Selon la manière dont les investisseurs constituent leurs portefeuilles, l'arbitrage sur titres convertibles peut être utilisé parallèlement à des placements traditionnels tels que des obligations de société traditionnelles ou des obligations non traditionnelles afin de réduire la sensibilité aux taux d'intérêt, ou en complément à des placements non traditionnels. Une telle combinaison peut contribuer à réduire le bêta du portefeuille et à améliorer les rendements.

TABLEAU 4 – L'ajout d'une pondération en arbitrage sur titres convertibles peut améliorer le profil risque/rendement d'un portefeuille 60/40.

Ratio du rendement à la volatilité d'un portefeuille 60/40 avec pondération croissante dans une stratégie d'arbitrage sur titres convertibles (2002-2024)



Le ratio du rendement à la volatilité mesure le rendement du portefeuille par unité de volatilité. Sources : Bloomberg Finance L.P., Fidelity Investments, HFR Inc., www.HFR.com, © 2024 HFR, Inc. Actions représentées par l'indice S&P 500 et obligations représentées par l'indice Bloomberg U.S. Aggregate Bond. Stratégie d'arbitrage sur titres convertibles représentée par l'indice HFR Convertible Arbitrage Index (CBARB). Voir les notes de fin pour les définitions des indices. Au 30 juin 2024.

Occasion actuelle d'arbitrage sur titres convertibles

Nous estimons que la conjoncture du marché élargit l'éventail des possibilités de placement dans l'arbitrage sur titres convertibles, soutenues par l'augmentation notable des émissions du marché primaire. Comme l'illustre le tableau 5, 50 milliards de dollars en obligations convertibles ont été émis depuis le début de l'année (en date du 6 août 2024), ce qui témoigne de l'intérêt croissant des sociétés pour les modes de financement non traditionnels dans le contexte actuel de taux élevés et laisse présager un éventail potentiellement plus large d'émetteurs.

Un marché primaire actif et en pleine expansion offre aux investisseurs utilisant des stratégies d'arbitrage sur titres convertibles la possibilité de tirer parti des écarts de prix et d'élargir et de diversifier les placements de leurs portefeuilles.

Enfin, nous prévoyons que l'augmentation des événements d'entreprise et le nombre important d'obligations émises au début de la pandémie de COVID-19 et qui arrivent à échéance devraient offrir des occasions supplémentaires d'arbitrage sur titres convertibles.

Bien que nous estimions que les placements d'arbitrage sur titres convertibles offrent des possibilités intéressantes, il est également important de comprendre que, comme toute stratégie de placement, ils comportent aussi des risques. Les stratégies d'arbitrage sur titres convertibles peuvent être exposées à la fois

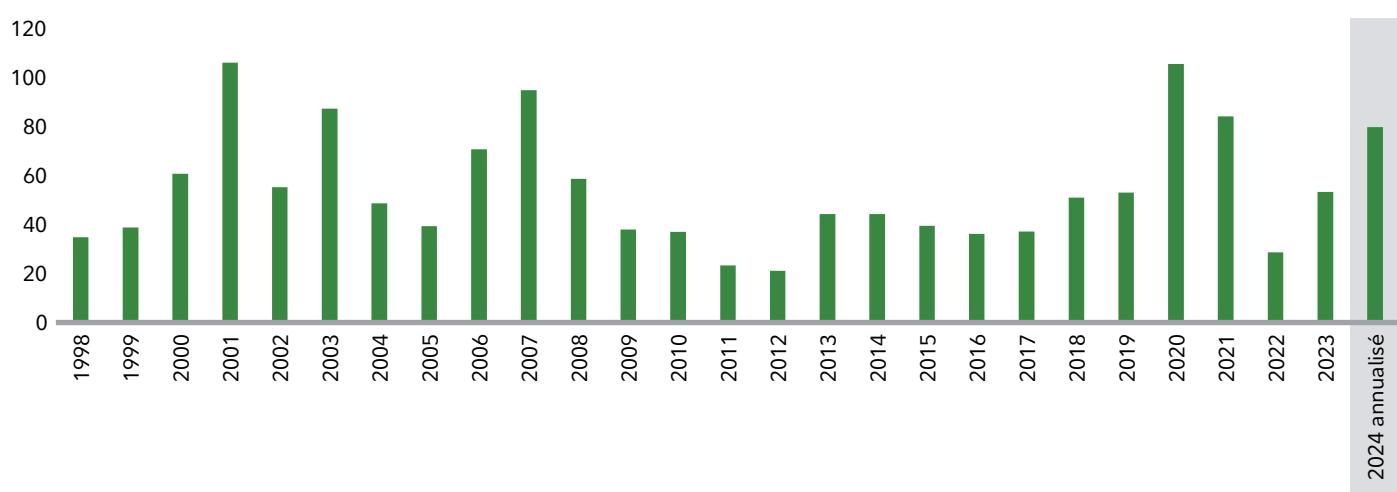
à des risques idiosyncrasiques, comme une révision à la baisse de la cote de crédit ou une détérioration des emprunts d'actions, par exemple, et à des risques systémiques, tels qu'une crise de liquidité (comme celle qui s'est produite en 2008). Par conséquent, un cadre de gestion des risques rigoureux et actif visant à atténuer les risques liés aux positions individuelles et au portefeuille global est nécessaire pour une mise en œuvre réussie.

Conclusion

Les stratégies d'arbitrage sur titres convertibles offrent aux investisseurs un potentiel d'alpha de marché spécialisé non corrélé qui peut être généré en tirant parti des inefficiences des obligations convertibles. Les obligations convertibles sont des instruments multidimensionnels qui combinent des éléments liés au crédit, à la volatilité, aux capitaux propres et aux taux d'intérêt, et qui sont structurés de manière complexe et non linéaire. La mise en œuvre réussie d'une stratégie d'arbitrage sur titres convertibles nécessite un haut degré de sophistication, une grande expérience et une analyse éclairée. Bien que nous soyons optimistes quant à la conjoncture pour les placements ayant recours à des stratégies d'arbitrage sur titres convertibles, nous pensons qu'une approche diversifiée offre les meilleurs avantages et les meilleures occasions pour générer de l'alpha, quel que soit le cycle du marché.

TABLEAU 5 – Les émissions d'obligations convertibles aux États-Unis ont considérablement augmenté, offrant aux investisseurs utilisant des stratégies d'arbitrage la possibilité de tirer parti des écarts de prix et de diversifier les placements de leurs portefeuilles.

Émissions d'obligations convertibles aux États-Unis, en milliards de dollars



Source : Barclays Research, au 6 août 2024.

Auteurs

Mitch Livstone, Ph. D., CFA

Chef des placements, Solutions d'arbitrage et de couverture

Mitch Livstone est chef des placements pour le groupe Solutions d'arbitrage et de couverture chez Fidelity Investments. À ce titre, M. Livstone dirige une équipe qui élabore et gère des instruments de placements non traditionnels, mettant principalement l'accent sur les stratégies d'arbitrage de valeur relative et les stratégies de couverture défensives.

Seth Gold

Gestionnaire de portefeuille, Arbitrage sur titres convertibles

Seth Gold est gestionnaire de portefeuille au sein du groupe Solutions d'arbitrage et de couverture chez Fidelity Investments. À ce titre, M. Gold occupe le poste de gestionnaire de portefeuille principal pour la stratégie d'arbitrage sur titres convertibles de Fidelity.

Sladja Carton

Gestionnaire de portefeuille institutionnel, Fonds alternatifs liquides

Sladja Carton collabore avec les équipes de placement, les équipes des produits et les réseaux de distribution afin de soutenir, d'améliorer et d'élargir la gamme croissante de produits et de solutions de fonds alternatifs liquides de Fidelity. Les stratégies couvrent différentes catégories d'actifs et différents styles de placement pour répondre aux besoins de divers types de portefeuille et d'investisseurs.

Martine Costello Duffy, vice-présidente, Leadership éclairé de Fidelity, a fourni une direction éditoriale pour cet article.



Note de fin de texte

¹ Rapport mondial 2024 de Preqin sur les fonds de couverture.

À l'intention des professionnels des placements et des investisseurs institutionnels seulement. La distribution au public sous quelque forme que ce soit est interdite.

L'information fournie dans le présent document et le document lui-même sont présentés à des fins d'information et d'éducation seulement. Ils ne constituent pas une recommandation de mesure à prendre ou à ne pas prendre, ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres ou des services mentionnés. Il ne s'agit pas de conseils en placement. Fidelity ne fournit pas de conseils juridiques ou fiscaux.

Avant de prendre une décision de placement, vous devriez consulter vos propres conseillers professionnels et tenir compte de l'ensemble des faits et des circonstances qui s'appliquent à votre situation personnelle. Fidelity et ses représentants pourraient être en situation de conflit d'intérêts par rapport aux produits ou services mentionnés dans ce document, car ils ont un intérêt financier dans ceux-ci et reçoivent une compensation directe ou indirecte à titre de gestionnaire, de distributeur ou de fournisseur de services pour ces produits ou services, qui incluent les fonds de Fidelity, certains fonds et services offerts par des tiers et certains services de placement.

Les opinions exprimées sont en date du 6 août 2024 et se fondent sur l'information disponible à ce moment; elles sont appelées à changer en tout temps en fonction de l'évolution des marchés et d'autres facteurs. À moins d'indication contraire, ces opinions sont celles des auteurs et ne représentent pas nécessairement le point de vue de Fidelity Investments ou de ses sociétés affiliées. Fidelity décline toute obligation de mettre à jour l'information fournie dans le présent document.

Définitions des indices

L'indice S&P 500 est un indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière qui comprend 500 actions ordinaires choisies en fonction de la taille, de la liquidité et de la représentation sectorielle pour représenter le rendement des actions américaines.

L'indice Bloomberg U.S. Aggregate Bond est un indice de référence général qui mesure le marché des obligations de qualité à taux fixe imposables libellées en dollars américains. L'indice comprend les titres du Trésor, les titres d'Etat et les titres de sociétés, les titres adossés à des créances hypothécaires (titres d'agence à taux fixe), les titres adossés à des actifs et les titres adossés à des créances hypothécaires garanties (d'organismes gouvernementaux et non gouvernementaux).

L'indice HFR Convertible Arbitrage est un indice de fonds de couverture créé par Hedge Fund Research (HFR) qui suit les stratégies d'arbitrage sur titres convertibles.

Risques

Les options sur actions comportent le risque que les options achetées expirent sans valeur et que les options vendues entraînent des pertes importantes en fonction des fluctuations du marché. Il est possible de perdre de l'argent si le cours du titre sous-jacent évolue de manière spectaculaire dans une direction défavorable. Les opérations sur options comportent des complexités, ce qui peut amener les investisseurs à commettre des erreurs. Certaines options peuvent être moins liquides et se négocier avec des volumes plus faibles. Les coûts directs liés aux opérations sur options peuvent être plus élevés que ceux d'autres types de placements. Il existe également des coûts indirects basés sur le cours acheteur et le cours vendeur, ou sur les prix obtenus pour leur vente et leur achat.

Un autre risque est celui de l'érosion de la valeur temps qui correspond à la période décroissante jusqu'à l'échéance.

Le rendement passé et les taux de dividendes ne sont pas garants des résultats futurs. Les indices ne font l'objet d'aucune gestion. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice.

Les marques de tierces parties appartiennent à leur propriétaire respectif; toutes les autres marques de commerce sont la propriété de FMR LLC. Les tiers mentionnés aux présentes sont des entités indépendantes et ne sont pas affiliés à Fidelity Investments.

Le titre de CFA (Chartered Financial Analyst) est décerné par le CFA Institute. Pour obtenir la désignation de CFA, les candidats doivent, entre autres conditions, réussir trois examens qui démontrent leurs compétences, leur intégrité et leur connaissance approfondie de la comptabilité, des normes professionnelles et éthiques, de l'économie, de la gestion de portefeuille et de l'analyse des titres. Ils doivent également avoir accumulé au moins 4 000 heures d'expérience professionnelle pertinente en au moins 36 mois. CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques de commerce déposées appartenant au CFA Institute.

Le présent document peut être distribué par les entreprises suivantes : Fidelity Institutional® offre des produits de placement par l'intermédiaire de Fidelity Distributors Company LLC; des services de compensation, de garde et autres services de courtage par l'intermédiaire de National Financial Services LLC ou de Fidelity Brokerage Services LLC (membres de la Bourse de New York et de la SIPC); et des services de conseils en gestion d'actifs institutionnels par l'intermédiaire de Fidelity Institutional Wealth Adviser LLC.

Les services de gestion d'actifs institutionnels sont fournis par FIAM LLC et par Fidelity Institutional Asset Management Trust Company.

© 2025 FMR LLC. Tous droits réservés.

1156534.1.0

1.9912569.100



PLACEMENTS INSTITUTIONNELS
FIDELITY CANADA^{MC}

Réserve à l'usage institutionnel.

Le contenu d'origine vient de Fidelity Investments aux États-Unis. Toute transmission ou reproduction du présent document sous quelque forme que ce soit par le destinataire est interdite sans le consentement préalable écrit de Fidelity.

Ce document est utilisé par Fidelity Investments Canada s.r.l. (« FIC »), mais il ne constitue pas une recommandation ou un endossement d'un produit ou d'un service de Fidelity en particulier. Notre division des placements, Gestion de placements Fidelity Canada, agit à titre de conseiller pour les fonds d'investissement de FIC, et diverses sociétés, dont Fidelity Management & Research Company LLC, FIAM LLC, FIL Limited, Geode Capital Management LLC et State Street Global Advisors Ltd., peuvent agir en qualité de sous-conseiller pour ces fonds. Les fonds communs de placement, les FNB et les autres produits et services de placement commandités par FIC ne peuvent être vendus que dans les provinces et territoires du Canada.

Ce document peut contenir des énoncés prospectifs qui reposent sur certaines hypothèses prévisionnelles. Ces énoncés se fondent sur l'information disponible à la date à laquelle ils sont préparés et FIC décline toute obligation de les mettre à jour. Les événements réels sont difficiles à prévoir et peuvent différer des hypothèses. Il est impossible de garantir que les énoncés de nature prévisionnelle, y compris ceux qui présentent des rendements projetés, se concrétiseront, ou que l'état du marché ou les rendements réels ne différeront pas de manière importante ou défavorable de ceux qui sont prévus.

Les informations fournies dans ce document sont présentées à des fins d'information et d'éducation seulement. Toute information sur les placements dans ce document pouvant être considérée comme une recommandation ne constitue pas un conseil en placement impartial ou un conseil donné à titre de fiduciaire. Cette information ne doit pas servir de source d'information principale au moment de prendre une décision en matière d'investissement pour vous ou votre clientèle. Fidelity et ses représentants pourraient être en situation de conflit d'intérêts par rapport aux produits ou services mentionnés dans ce document, car ils ont un intérêt financier dans ceux-ci et reçoivent une compensation directe ou indirecte à titre de gestionnaire, de distributeur ou de fournisseur de services pour ces produits ou services, qui incluent les fonds Fidelity, certains fonds et services offerts par des tiers et certains services de placement.

L'information contenue dans le présent document est fournie à des fins de discussion et d'illustration seulement. Elle ne doit pas être interprétée comme une recommandation ni comme une sollicitation de vente ou d'achat de titres. Les opinions exprimées sont en date du 7 octobre 2025 et se fondent sur l'information disponible à ce moment; elles sont appelées à changer en tout temps en fonction de l'évolution des marchés et d'autres facteurs. À moins d'indication contraire, ces opinions sont celles des auteurs et ne représentent pas nécessairement le point de vue de Fidelity Investments ou de ses sociétés affiliées. Fidelity décline toute obligation de mettre à jour l'information fournie dans le présent document. • Les décisions de placement doivent tenir compte des objectifs individuels de l'investisseur, de son horizon de placement et de sa tolérance au risque. Le contenu du présent article ne peut nullement être considéré comme un avis juridique ou fiscal et nous vous encourageons à consulter votre avocat, votre comptable ou tout autre conseiller spécialisé avant de prendre une décision financière. • En règle générale, le marché obligataire est volatil, et les titres à revenu fixe présentent des risques liés aux taux d'intérêt. (Habituellement, les prix des obligations baissent à mesure que les taux d'intérêt augmentent et vice-versa. Cet effet est ordinairement plus marqué dans le cas des titres à long terme.) • Les titres à revenu fixe comportent également des risques d'inflation de même que des risques de crédit et de défaillance tant pour les émetteurs que les contreparties.

Tout placement comporte un risque, y compris un risque de perte.

Le rendement passé n'est pas une garantie des résultats futurs. Un placement peut présenter des risques et ne pas convenir à un investisseur compte tenu de ses objectifs et de sa tolérance au risque. Les investisseurs doivent savoir que la valeur d'un placement peut être volatile et que tout placement comporte des risques, notamment celui de perdre de l'argent. Les rendements des comptes individuels seront différents de ceux des portefeuilles composites et représentatifs en raison de facteurs tels que la taille du portefeuille, les objectifs et les restrictions associés aux comptes, et les facteurs liés à la structure de placement.

Ni la répartition de l'actif ni la diversification ne constituent un gage de profit ou une garantie contre les pertes.

Les marques de commerce et de service de tierces parties appartiennent à leur propriétaire respectif. Toutes les autres marques de commerce et de service sont la propriété de Fidelity Investments Canada s.r.l. ou de ses sociétés affiliées. FIC ne fournit aucun conseil d'ordre juridique ou fiscal. Nous vous encourageons à consulter votre comptable ou à obtenir des conseils, juridiques ou autres, avant de prendre toute décision financière.

En partie © 2026. FMR LLC. Tous droits réservés. Utilisé avec permission.

É.-U. : 1.9912569.101 CAN: 3686200-v2026113