# Questions de cours

## 2012

**1- Quels sont les risques associés à une opération de prêt de titres ?**

* Risque de contrepartie
* Risque de Recall
* Risque macro
* Risque de réglementaire
* Risque opérationnel
* Risque de marché
* Risque de réinvestissement

**2- Quel est l’effet d’une réduction du nombre de jours (durée du prêt) sur le taux de commission d’une cotation All-In (toutes choses égales par ailleurs) ?**

On sait que: All-In= Div Req + Fees

Donc une augmentation du nombre de jours va augmenter la commission du prêteur et de surcroit augmenter le All-in et donc réduire les gains.

**3- Quel est le principe qui régit la relation prêteur/emprunteur dans le cas de la survenance d’une OST – Opérations sur Titres – dans le cadre d’un contrat de prêt de titres ?**

Dans le cadre d’un P/E, il y a transfert de propriété du prêteur a l’emprunteur régit selon la loi de la consommation de 1987. L’emprunteur reçoit donc les titres et perçoit les revenus générés par la détention des titres (dividendes, coupons…) et participe aux OST.

**4- Quel est le rôle du prêt de titres dans le cadre d’une opération de convergence mécanique dans laquelle une marge positive structurelle apparaît (vous illustrerez votre propos avec un exemple précis) ?**

Disposer des titres dans la période précédant l’AG afin de les vendre petit à petit et ainsi capter le maximum de décote éventuelle et par corolaire de Delta-Hedger l’option acquise.

**5- Quels seraient les critères que vous retiendriez pour faire un prix de repo sur une action pendant une période ferme (aucun rappel possible) de 3 mois ?**

**6- Quels sont les caractéristiques qui définissent le mieux un arbitrage ? Quelles sont les qualités d’un arbitrageur?**

L'arbitrage est une combinaison de plusieurs opérations permettant de réaliser un bénéfice sans risque (en théorie) en tirant partie des seules imperfections susceptibles d'apparaître entre différents marchés. L'arbitrage permet d'assurer l'égalité des prix à un même moment. Il assure la fluidité entre les différents marchés et contribue à leur liquidité. C'est l'opération de base qui permet de garantir l'[efficience des marchés](http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_marche-efficient.html#xtor=SEC-3168).

Qualités :

* Bonne recherche des informations en amont
* Rigueur industrielle
* Ecole du bon sens et de la curiosité sur des éléments mathématiquement mesurables et ne laisse aucune place à la spéculation
* Il définit son spread dès le début : si ca se ressert il le recalibre « il n’attend pas la fin de l’après midi pour le faire ».

**7- Fiscalité : principe de découplage, qu’est-ce ?**

En vérité il n’y a pas d’arbitrage fiscal. L’arbitrage fiscal est un abus de droit et est répréhensible.

Dans la réalité un client ne touche qu'un dividende net sur une action étrangère (Retenue à la source du pays étranger).

Ainsi, le principe de découplage consiste à tirer profit des disparités fiscales existantes entre la résidence fiscale du client et le pays de résidence de la société émettrice de l’action. La nationalité du détenteur du titre est donc différente de la nationalité de l’immatriculation du sous jacent. Il y a par nature une problématique du fait que la résidence du porteur est différente de la nationalité du détenteur. Cela amène des distorsions importantes au moment de la mise en paiement d’un dividende.

L’harmonisation fiscale est inexistante.

La problématique est celle-ci : un résident suisse détient un titre français au moment du détachement du div ne touche que 75% du dividende. Un résident français touche 100%.

Arbitrage : le résident suisse à tout intérêt à prêter ces titres au français donc on a un marché de cotation des dividendes qui correspond entre 75% à 100% du div.

**8- Dans le cadre d’une augmentation de capital, que signifie souscrire à titre réductible ? Quels sont les risques associés ?**

Expression utilisée dans une [augmentation de capital](http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_augmentation-de-capital.html#xtor=SEC-3168) avec [droit préférentiel de souscription](http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_droit-preferentiel-de-souscription.html#xtor=SEC-3168) dans laquelle les actionnaires actuels ont le droit, après leur souscription [à titre irréductible](http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_a-titre-irreductible.html#xtor=SEC-3168), de souscrire à l'émission d'actions nouvelles qui n'auraient été souscrites par les actionnaires actuels à titre irréductible. Ces souscriptions sont appelées à titre réductible car elles peuvent être réduites, contrairement à celle à titre irréductible, si la demande de titres est trop forte pour satisfaire toutes les demandes.

**9- La valeur XYZ (composant du CAC 40) annonce que son dividende détachera le 25 avril 2012 alors que le marché anticipait un détachement 18 avril 2012. Quel est l’effet de cette annonce sur la base théorique échéance Avril 2012 ? Quel est l’impact sur votre position Cash & Carry ?**

J’ARRIVE PAS A TROUVER LA REPONSE A CETTE QUESTION ALORS QUE JE SAI QU’HAMAR EN A DEJA PARLE !!!

## 2011

**1) Quelle est la maturité d’un contrat future standard en Europe ?**

3 mois

**2) Quelles sont les deux plateformes de trading européennes pour les contrats de futures sur actions individuelles ?**

EUREX et BClear

**3) Quels sont les deux risques majeurs associés à la négociation d’un contrat future sur action ou indice ?**

* **Risque de dividende :** le détachement de dividende réalisé plus tard que prévu *(par exemple le 24/09 au lieu du 04/08)* aura un impact important. En effet l’indice (ou l’action) chutera moins que prévu en aout et le prix théorique du future sera > à l’estimation d’origine. Donc un opérateur short futures aura une perte sèche (Vend pas cher un contrat qui vaut plus cher).
* **Risque de taux d’intérêt**

**4) Quels sont les deux éléments fondamentaux juridiques/fiscaux qui caractérisent un prêt de titres ?**

* Neutralité fiscale
* Transfert de propriété

**5) Quels sont les éléments qui caractérisent la négociation d’une opération de prêt de titres ?**

* Date de fin (maturité)
* Fees
* All in
* Collatéral
* Devises

Le marché du prêt-emprunt est essentiellement un marché de gré à gré, où l'initiative vient des emprunteurs, qui démarchent les prêteurs potentiels afin de se procurer les titres qu'ils recherchent.

Il est important de noter que la négociation entre 2 parties ne peut intervenir qu'après l'accord préalable des responsables du risque de chaque entité, et se place toujours sous l'égide d'un « accord cadre ». Ces contrats cadre définissent les modalités standard de la négociation entre les 2 parties : type de collatéral accepté, marges appliquées, … Il existe plusieurs accords cadre standard dont les parties peuvent s'inspirer : AFTI, OSLA, …

Comme c'est un marché de gré à gré, les intermédiaires jouent un rôle important. Ceux-ci peuvent intervenir en tant qu'agent ou en tant que principal. L'agent met en relation les prêteurs et emprunteurs finaux, et perçoit une commission sur chaque contrat ainsi négocié. Souvent il assure également le calcul des dépôts de garantie, des appels de marge, et la conservation du collatéral titre (tri party agent).

L'intermédiaire qui intervient en tant que principal s'interpose entre les prêteurs et les emprunteurs : il emprunte les titres aux premiers et les prête aux seconds, devenant la contrepartie unique des uns et des autres. Cette solution est souvent préférée par les prêteurs, qui ne souhaitent pas traiter directement avec certaines contreparties dont le profil de risque est élevé, tels les hedge funds.

**6) Dans une cotation All-in quel est l’effet du montant du dividende (augmentation ou réduction) sur le taux de commission toutes choses égales par ailleurs ?**

**Fee = All-in – Dividende**

Par cette relation, plus le dividende est élevé, plus le taux de commission est bas et inversement.

**7) Quels sont les risques associés à une opération de prêt de titres ?**

* Risque de réinvestissement
* Risque de marché
* Risque de contrepartie
* Risque macro
* Risque de Recall
* Risque opérationnel
* Risque réglementaire

**8) A quoi servent les cessions temporaires ?**

* Efficience des marchés et liquidité :
  + Permet la révélation des prix et l’arbitrage des inefficiences de marché
  + Utilisé pour couverture des suspens de Règlement / Livraison pour garantir un R/L fluide
  + Nécessaire pour les marchés dérivés liquides
  + Part importante de la gestion du risque
* Elément essentiel des marchés de titres développés pour les investisseurs locaux et internationaux
  + Augmente la liquidité
  + Facilite les investissements et les stratégies de Trading
  + Aide au développement des marchés de capitaux
  + Améliore l’efficacité du R/L
* Aide à **refinancer des positions** quand l’instrument de Repo ne peut constituer une alternative
* **Stabilisation des prix**

**9) Réaliser un schéma simplifié des flux associés à une opération de Total return Swap avec un sous jacent action.**

Client

Long Swap

Fournisseur

Short Swap

Dividende + Performance positive

Intérêt +- Spread + Performance négative

Marge initiale

Variation margin

**10) Donnez une définition simple de l’arbitrage indiciel ?**

Le principe de l’arbitrage indiciel est que si la base diffère du coût de portage, il existe une opportunité d’arbitrage :

* + Base > Coût de portage → Arbitrage de type **Cash and Carry :** Consiste à acheter un actif au comptant, à le porter jusqu’à l’échéance et à le revendre à terme.
  + Base < Coût de portage → Arbitrage de type **Reverse Cash and Carry :** son inverse.

**Base :** Différence de prix entre le contrat à terme et la valeur de l’indice sous-jacent

**Coût de portage :** Différence entre les intérêts payés au titre de l’emprunt (financement du panier d’actions) et la valeur capitalisée à l’échéance des dividendes payés (entre la prise de position et l’échéance du contrat)

**11) Décrivez rapidement le mécanisme d’arbitrage dans le cadre du paiement d’un dividende optionnel avec décote par un émetteur.**

Généralement quand il y a un dividende, c’est un dividende en cash qui est détaché. Dans un dividende optionnel, on aura une option attaché qui donnera la possibilité d’être exercé ou pas. Si l’option est exercée on aura des titres sinon on aura du cash. Ce choix se fait en fonction du prix d’exercice. L’intérêt en France c’est qu’il y a une décote associé. L’intérêt pour une entreprise de mettre en paiement son dividende est de sortir le moins de cash possible.

Le prix d’émission ne peut pas être inférieur à 90% de la moyenne des cours cotés des 20 séances de bourse qui précède l’AG. La décote maximale est de 10%.

En effet, si le strike est inférieur au cours de l’action, l’option va être exercée pour recevoir des titres qui seront revendu immédiatement sur le marché au prix spot. Le nombre de titre à recevoir équivalent à un strike est égal au nombre de titres\*dividende/strike. Sur le reste des titres (total – nombre de titre revendu) on va recevoir des dividendes.

Donc le gain total de l’opération est égal au gain sur l’opération de revente des titres + les dividendes reçu sur les autres titres.

Autre réponse :

S’apparente structurellement à une augmentation de capital classique avec émission de titres et effet de dilution. En effet, l’existence d’un dividende optionnel laisse par définition le choix à l’investisseur d’opter pour des titres avec dividendes ou bien pour du Cash lors de l’émission. Les buts d’un arbitragiste seront dans un premier de capter la décote des titres (98%-99% de cette décote) au travers en écoulant les des titres empruntés précédemment de la même manière que lors d’une augmentation de capital ; et dans un deuxième temps, différent celui-ci, de monétiser le Gamma de l’option associée.

* Des entreprises proposent un dividende optionnel à la date d’annonce environ 3M avant l’AG qui validera ou non la proposition.
* Au moment de l’AG, si la proposition de dividende optionnel est acceptée, la décote sur les titres est fixée par l’entreprise émettrice. En France elle est officieusement normée à 5% ou 10%. Plus elle sera importante et plus la possibilité d’arbitrage sera importante.

**12) Quels sont les risques induits par un achat de titres versus un future sur action par rapport à un emprunt de titres ? Peut-on couvrir ce risque ?**

## 2010

**1) En quoi consiste le métier de dépositaire ?**

La détention de titres confère des droits (dividendes, souscriptions, intérêts, AG etc.). C’est pourquoi, la détention d’un stock de titres doit être enregistrée chez un DEPOSITAIRE ou CONSERVATEUR dont le rôle est de tenir à jour le portefeuille de titres de ses clients. Il en perçoit les dividendes pour le compte du client et doit le renseigné sur les différentes OST possibles.

**2) Le Hedge Fund**

Un hedge fund est un fond qui a pour objectif de surperformer le marché. Ses clients sont de type institutionnels ou grandes fortunes. Les hedges funds sont peu régulés et utilisent leurs propres stratégies ainsi ils sont peu transparents.

Typologie :

* Global Macro
* Event Driven
* High Frequency
* Equity Market Neutral

HF :

* Renaissance Technologie
* Paulson & Co
* Eco Invest
* Bridgewater

**3) Écart de jouissance:**

C’est l’écart temporaire de la valeur d’une action suite à une augmentation de capital.

Ecart de cotation entre l’ancien titre et le nouveau ; cet écart n’est que temporaire, car les 2 cotations seront fongibles le lendemain du versement du 1er dividende, auquel l’action nouvelle n’a pas droit.

Les DPS permettent de réduire cet écart.

**4) Cessions temporaires :**

Ce sont les opérations de prêt emprunt et de REPO.

**5) REPO :**

Repo signifie Repurchase Agreement ou en français Pension Livrée.

C’est une cession temporaire de titres avec un engagement de rachat pour le vendeur. La mécanique est un prêt de cash octroyé par le cessionnaire, garanti par des titres (actions ou obligations) du cédant en qualité de collatéral. Le contrat dispose toujours d’une échéance définie. Les revenus générés par la détention des titres sont rétrocédés par le cessionnaire au cédant.

**6) Prêt Emprunt VS REPO :**

Prêt-emprunt (P/E) : C’est une cession temporaire de titres constituant un prêt à la consommation régit par la loi sur le prêt à la consommation de 1987. La mécanique est un prêt de titres octroyé par le prêteur, garantis par du cash ou des titres (de tous types y compris lettres de crédit par exemple) de l’emprunteur en qualité de collatéral. Le transfert de propriété étant total, les revenus générés par la détention des titres ne sont pas rétrocédés et l’emprunteur participe à toutes les OST. La durée du contrat peut être indéterminée.

Les deux opérations ont en commun le transfert de propriété, le prêteur reste décisionnaire sur les OSTs. Cependant le P/E n’a pas de date prédéfinie de fin tandis qu’un REPO en a une contractuelle. Ainsi pour le prêt emprunt on a des possibilités de ReCall et de ReBuy.

Le sous-jacent traité dans les opérations de prêt emprunt sont essentiellement de type Actions, tandis que le Repo est essentiellement adossé aux Obligations.

Une autre différence est la transparence des ces 2 marchés. Le prêt emprunt, qui est OTC (pas de reporting des prix, aucune connaissance du Benchmark des autres acteurs du marché) est beaucoup moins transparent que le REPO.

**7) Cotation « All In » et effet de la durée :**

Plus on emprunte longtemps plus les fées seront élevées et donc plus le coût de l’emprunt sera élevé car on rétrocédera plus.



**8) Utilité des cessions temporaires :**

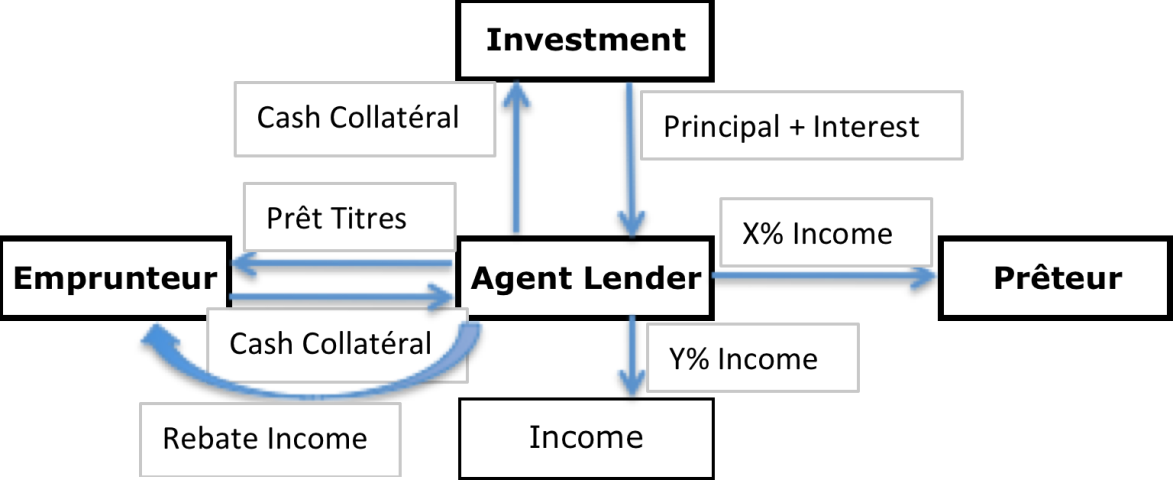
REPO :

* Refinancement

Prêt Emprunt :

* Couverture et short
* Arbitrage

**9) Schéma des flux sur opération de prêt de titres :**



**10) ADR :**

Les entreprises étrangères, désireuses de se faire coter aux Etats-Unis le font le plus souvent sous forme d'[ADR](http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_adr.html) ([American Depositary Receipt](http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_american_depositary_receipt.html)).

Ce sont des certificats nominatifs émis par une banque américaine en contrepartie d'un dépôt d'un certain nombre d'actions étrangères sur ses livres. La banque gère pour le compte de l'émetteur les flux de dividendes et le registre des détenteurs. Les [ADR](http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_adr.html) sont classés par niveau (de 1 à 4) selon le niveau d'informations exigé par l'autorité boursière américaine (Securities and Exchange Commission), le niveau 3 correspondant à une [cotation](http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_cotation.html) complète.

- Avantages Emetteur: Diversification de l’actionnariat, levée de fonds, vue internationale de l’entreprise.

- Avantages Investisseur : Diversification du portefeuille, titres cotés en dollars et permet d’investir sur des titres étrangers.

**11) Arbitrage sur augmentation de capital.**

Dans un monde parfait les DPS + coût de souscription = cours de l’action.

Or ce n’est quasiment jamais le cas. Généralement le cours de l’action reste supérieure d’où on achète les DPS (avec les coûts de souscriptions) et on revend au cours du marché. C’est un arbitrage de convergence mécanique sans risques exogènes.

**12) Exemples arbitrages sans risques exogènes :**

* Arbitrage de convergences mécaniques
* Arbitrage interplace (ADR)

Avec risques exogènes :

* Risques arbitrages (OPA/OPE)
* Arbitrages produits dérivées

**13) Arbitrage de taux implicite de prêt emprunt :**

Deux possibilités : Arbitrage Euribor/EONIA ou le Swap Carry Trade.

**14) Risques entre EFP et emprunt de titres :**

EFP : Exchange For Physical ; c’est un achat de titres et vente du terme (future), sur cette base on peut faire un swap. Dans une EFP l’acheteur (emprunteur) subit les variations du marché tandis que dans un P/E c’est le prêteur qui les subit. Pour couvrir un EFP il suffit de vendre le comptant.

## 2009

**1) Quels sont les services offerts par un « Prime-Broker (PB) » ?**

Institution financière de premier ordre qui part l’importance du volume des titres qu’elle détient pour son compte propre ou pour le compte de tiers est capable de prêter des titres (contre garantie) aux investisseurs qui désirent effectuer des ventes à découvert ainsi que d’offrir d’autres services tels que le financement sur titres, gestion administrative et comptable et la garde des titres.

Autre définition :

Intermédiaire financier assurant les rôles classique du broker tel que l’achat et la vente de titre pour ses clients, De plus il offre des services, de prêt emprunt de titre, de financement spécifique adapté aux opérations avec effet de levier pour les Hedge Funds.

**2) Que s’est-il passé le 16 Septembre 2008 ? Y a-t-il un précédent dans le monde financier de cette ampleur ?**

Le 16 septembre 2008 restera une journée noire dans l'histoire de la finance américaine. La quatrième banque d'investissement de Wall Street, Lehman Brothers, s'est mise en faillite, tandis que Merrill Lynch a été reprise par Bank of America pour 50 milliards de dollars. En quelques jours, les annonces préoccupantes s'accumulent du côté des banques et des assurances, créant une spirale de défiance sur les Bourses.

**3) Quelles sont les grandes typologies de Hedge Funds ?**

Voir q2 - 2010

**4)** **Donnez trois exemples d’instruments de cessions temporaires ?**

- Prêt emprunt : on prête un titre contre le paiement d’une commission  
- REPO : même finalité, mais essentiellement sur des obligations  
- TRS : Total Return Swap  
- Futures sur Actions  
- Combinaison d’options

**5) Qu’est-ce qu’un contrat de « *repurchase agreement* » ?**

Voir q5 - 2010

**6) Dans une opération de prêt de titres, à quelles catégories d’acteurs appartiennent :**

**a/ les prêteurs finaux ?**

L’offre sur le marché du prêt emprunt provient essentiellement des investisseurs, compagnies d’assurances, fonds de pension, OPCVM, qui détiennent des portefeuilles conséquents investis sur une longue durée, et recherchent un surcroit de rentabilité par le prêt de leurs titres.

**b/ les emprunteurs finaux ?**

La demande provient d’acteurs motivés par des finalités diverses : couvrir une position courte, transférer temporairement la propriété des titres voire répondre à un besoin de financement.

**7) Dans une cotation « All-in », quel est l’effet du dividende (augmentation ou réduction) sur le taux de commission toutes choses égales par ailleurs ?**

On sait que mathématiquement :

FEE = YIELD \* (ALL-IN% - Divreq%) \* 36000 / Jours

Avec YIELD = Div / SPOT

Donc :

FEE = (Div / SPOT) \* (ALL-IN% - Divreq%) \* 36000 / Jours

Alors :

Lorsque DIV augmente = FEE augmentent

Lorsque DIV diminue = FEE diminuent

**8) Pension livrée / Prêt-emprunt : quelles différences ?**

Voir q6-2010

**10) Comment convaincre un gestionnaire récalcitrant à prêter ses titres ? (4 points)**

**11) Que pensez-vous des mesures qui prévalent aujourd’hui visant à encadrer la possibilité de vendre à découvert des titres du secteur financier ? (5points)**

**12) Donnez une définition simple d’un Arbitrage ?**

Il consiste à exploiter des écarts de prix injustifiés, par exemple en achetant des obligations convertibles supposées sous évaluées tout en vendant à découvert l’action sous jacente. Un arbitrage est une imperfection momentanée du marché qui, via une ou plusieurs opérations financières inverses, apporte un gain certain sans risque.

**13) Donnez une définition simple du Risk Arbitrage ?**

Une opération de convergence mécanique est complètement sans risque, à la différence du risk arbitrage qui a des risques d’exécution, de taux, de base…

Convergence mécanique = gain certain et sans risque (Action Nvelle-Action ancienne, Oblig convertible…)

Risk-arbitrage = risque d’exécution, de taux, de base … (Pair Trading, Merger and acquisition arbitrage..)

**14) Donnez des exemples d’un arbitrage sans risques exogènes ?**

Thèse : Arbitrage d’augmentation de capital par exemple mais plus généralement l’ensemble des arbitrages de convergence mécanique. Ils ne comportent pas de risques une fois enclenchés.

Antithèse : Le risque de Recall ?

L’arbitrage indiciel pourrait être considéré comme un arbitrage sans risque aucun étant donné que la liquidité, relativement plus importante que tout autre actif Equity des indices et des sous-jacents côtés, limite significativement les risque de Recall : on trouvera toujours un prêteur.

**15) Quels sont les principes et les avantages liés à une activité qui consiste à réaliser de l’arbitrage indiciel ?**

L’index arbitrage consiste en l’achat (vente) d’un indice spot (le panier de valeurs le composant) et de vendre (acheter) le future de l’indice.

* Il faut ainsi déterminer la valeur de l’indice à chaque instant « t » :

Indice t = 1000 x ∑ (Capi totales t) / (Capi de base ajustée x Coef. Ajustement)

* Et déterminer par ailleurs le nombre de titres de chaque sous-jacent composant l’indice :

N = Flottant / (Capi ajustée x Coef. Ajustement)

Euronext publie chaque matin la capitalisation boursière ajustée et le coefficient d’ajustement.

L’arbitrage indiciel pourrait être considéré comme un arbitrage sans risque aucun étant donné l’importante liquidité des actifs en jeu dans l’opération d’arbitrage. On supprime ainsi le risque de Recall.

**16) Comment couvrir un risque de dividende ? (5points)**

Dividende swap

## 2008

**1. Donner une définition simple d’un « Prime Broker »**

Voir q 1 - 2009

**2. Citez 3 exemples de Prime Broker parmi les plus gros en volume**

- Goldman Sachs : + de 900 mandats, 222,6 milliard $ d’actifs  
- Morgan Stanley : 2e en terme de mandats, 163 milliard $ d’actifs   
- Crédit Suisse : 200 milliard $ d’actifs  
- JP Morgan : 187 milliard $ d’actifs  
- UBS et Deutsche Bank : + de 100 milliard $ d’actifs

**3. Donner une définition simple et précise d’un « Dépositaire » ou Custody**

Voir q1 2010

**4. Quel est le plus gros dépositaire français (Volume et nombre de clients)**

CACEIS (Crédit Agricole - Caisse d’Epargne Investor Services) est la 1e banque dépositaire-conservateur en France, et le 1e administrateur de fonds en France.

Volume et nombre de clients ?

**5. Donner 3 exemples de « Hedge Funds » (un Hedge Fund français serait bien vu dans le lot)**

- ABC Arbitrage  
- Paloma  
- Citadelle  
- HBK

**6. Quelle est la loi qui régit le prêt de titres en France**

Le prêt emprunt s’appuie sur les textes juridiques des prêts à la consommation de 1987. Les supports juridiques les plus courants dans le prêt emprunt sont l’AFTI (Association Française des Titres). La pension livrée ou REPO (prêt de cash garanti par des titres) est régit par l’AFTB (Association du Forex et des Trésoriers de la Banque). Il existe aussi des textes juridiques américains (PSA) ou anglo-saxons (OSLA).

**6bis. Dans notre monde du prêt de titres, « qui sont les prêteur finaux et les emprunteurs finaux » ?**

Prêteurs finaux : Dépositaires, AM, Fonds de pension, institutionnels  
Emprunteurs finaux : Arbitragiste, Hedge Funds

**6ter. Quelles sont les grandes caractéristiques d’un prêt de titres ?**

Le prêt de titres se fait contre garantie espèce ou titres.  
L’emprunteur a besoin des titres pour couvrir une position vendeuse. La garantie en espèce est rémunérée sur la période et les intérêts courus sont reversés en même temps que le montant d’origine à la fermeture du contrat. Le prêteur se rémunère d’une commission.

**7. Quel est le contrat cadre de place encore largement utilisé entre 2 contreparties françaises, réalisant des opérations de prêt emprunt ?**

Une convention-cadre est une convention par laquelle les parties fixent entre elles (négocient) les principales règles qui régiront leurs contrats à venir sur le marché et sur lesquelles elles s'appuieront par la suite pour exécuter leurs engagements, permettre l'accomplissement des modalités.

La notion de place fait référence à une place financière donnée. Une convention-cadre de place reçoit cette qualification dès lors qu'elle émane d'une association professionnelle et qu'elle contient des clauses qui reprennent des principes généraux communs aux conventions-cadres.

Le contrat cadre encore largement utilisé en France est le GMSLA (Global Master Securities Lending Agreement) 🡪 A vérifier

**7bis. Donner des exemples de cessions temporaires**

Voir q4 - 2009

**8. Quel est le contrat cadre de place entre 2 contreparties françaises réalisant des opérations de pension livrée ?**

AFTB (Association Française des Trésoriers de banques) - Définis notamment le collatéral à recevoir par le prêteur (en Obligations / BTF BTAN OAT TCN / ou en Actions / Pas de Cash).

**9. Donner 2 grandes caractéristiques fondamentales d’un contrat de prêt emprunt**

Un prêt emprunt de titres est un contrat par lequel un prêteur transfère temporairement une quantité donnée d’un titre à un emprunteur, contre l’engagement de ce dernier de restituer les titres, soit à une date prédéfinie, soit à la demande du prêteur, et le versement d’une rémunération basée sur les valeurs des titres prêtés. Afin de se protéger contre le risque de contrepartie (risque de non restitution des titres prêtés), le prêteur demande un collatéral en titres ou en espèces.

Il est important de noter que juridiquement, il y a bien transfert de propriété pendant la durée du contrat. Du prêteur vers l’emprunteur pour les titres, et de l’emprunteur vers le prêteur pour le collatéral.

**10. Que signifie REPO**

Voir q précédentes

**11. Quelle est la différence fondamentale entre un Prêt-Emprunt et un REPO ?**

idem

**12. Dans la manière de traiter des opérations, donner 3 caractéristiques qui différencient un trader Prêt-Emprunt d’un Trader REPO.**

A TROUVER

**13. Qu’est ce qu’un « Buy-In » ?**

Lorsqu’un investisseur est incapable d’honorer la livraison des titres qu’il a vendu sur le marché, il sera notifié d’une procédure de Buy-In. C’est une opération de rachat d’un contrat par le marché (RECALL).

**14. Qu’est ce que le « Dividend Washing » ?**

Avant tout c’est un arbitrage dont la seule motivation est l’intérêt fiscal à la différence de la méthode du YIEL ENHANCEMENT.

Emprunter des titres en Suisse, toucher 100% du divi et rétrocéder 90%...

**15. Qu’est ce qu’un « All-In » ?**

Le All-In est une technique de cotation. 97% All-In signifie que l’on va traiter 97% du dividende brut.

**16. Quelles sont les variables d’une cotation « All-In »**

All-In = DivReq + [(fee% x cours x Nj/360) / Montant dividende]

Ainsi, les Fees, le cours, le nombre de jours, le montant du dividende et le dividende requis sont les variables d’une cotation All-In.

**17. Dans une cotation « All-In », quel est l’effet de la durée sur le taux de commission, toutes choses égales par ailleurs ?**

Dans une cotation All-In, pour l’emprunteur, plus la durée est longue plus le taux de commission du préteur est élevé 🡺 diminution du gain final

**18. Donner une définition simple d’un arbitrage**

Voir q précédentes

**19. De manière générale, en quoi un prêt emprunt et arbitrage sont ils liés ?**

A l’origine, le prêt emprunt de titres permettait (et permet toujours) aux brokers/dealers de couvrir les positions courtes (vente à terme) issues de décalages entre la réception et la livraison de leurs opérations (Fail Coverage).

Aujourd’hui, générer une position courte, et donc devoir recourir à l’emprunt de titres, constitue souvent un élément d’une stratégie d’arbitrage plus complexe, visant à tirer profit de décalages ou d’anticipations sur les tendances du marché.

Pour profiter d’une opportunité d’arbitrage, il faut généralement que l’une des pattes soit vendeuse à découvert, d’où le lien entre prêt emprunt et arbitrage.

**20. Donner 4 types d’arbitrage dits de convergence mécanique**

- Arbitrage de bons à souscription d’actions  
- Obligations convertibles/échangeables  
- Arbitrage lié aux ADR (American Depositary Receive)  
- Achat de bons de souscription

**21. Qu’est ce qu’un écart de jouissance sur un titre ?**

Voir q précedentes

**22. Quelle est la différence entre une obligation convertible et une obligation échangeable ?**

Une obligation convertible donne à son détenteur, pendant la période de conversion, la possibilité d’échanger l’obligation contre 1 ou plusieurs actions de la société EMETTRICE. L’obligation convertible s’assimile à une obligation classique avec option d’achat sur des actions nouvelles de l’émetteur.

Une obligation échangeable est une obligation, émise par une société et remboursable en actions d’une autre entreprise qu’elle détient en portefeuille. L’obligation échangeable s’assimile à un prêt sur gage avec une option d’achat consentie à l’investisseur sur les titres détenus en portefeuille.

**23. Différence entre une opération de « Risk Arbitrage » et une opération de « Convergence »**

Une opération de convergence mécanique comporte beaucoup moins de risques à la différences du Risk Arbitrage, qui a des risques d’exécution, de taux, de base… Le risque arbitrage est un arbitrage M&A (on pari sur la réussite du rapprochement entre 2 titres côtés.

Ex : Renault achète Peugeot dans le cadre d’une OPE, j’achète l’acquéreur, et je vends la cible dans un certain ratio.

**24. Donner 3 exemple d’opérations d’arbitrage avec échange de titres dans les 2 dernières années (nom des acteurs, identification de la cible et de l’acquéreur)**

A TROUVER

**25. Décrivez rapidement l’arbitrage à mettre en place quand la société A achète la société B par échange de titres dans un ratio de parité d’échange de 1 action B = 2 actions A.**

A TROUVER

**26. Que signifie un taux implicite de prêt de titres ?**

A TROUVER

**27. Qu’est ce qu’un ADR ?**

Voir q précédentes

**28. Quelles sont les difficultés et les limites, liées à un arbitrage ADR sur des actions ordinaires ?**

Difficultés = fixer le niveau des actions et taux de change afin de garantir un return positif. En effet, la variation d’un seul de ces éléments en t+1 pourrait rendre l’opération nulle voir négative.

**29. Que signifie : « Soucrire à titre réductible dans une augmentation de capital ?**

Voir q précédentes

**30. Qu’est ce qu’une OST ?**

Les OST (Opérations Sur Titres, en anglais Corporate Action) désignent les événements qui interviennent dans la vie d'un titre : paiement de dividende, augmentation de capital, OPA, … Il en existe une multitude.

Les spécialistes du métier titres ont toutefois tendance à opérer une distinction très nette entre les événements intrinsèquement liés à la vie du titre : paiements de coupons et de dividendes et remboursements, et ce qu'ils appellent les « vraies » OST : souscriptions, divisions, OPA, OPE…

On a alors deux situations distinctes :

* Nous possédions déjà les titres à l’annonce faite par l’entreprise émettrice ;
* Nous cherchons à acquérir les titres qu’à l’AG.

**Nous possédions les titres à l’annonce**

**Par Achat préalable ou Emprunt**

1. Capter la décote :

* A 20 jours de l’AG je commence à écouler les titres dont je dispose en base du dernier cours de clôture :

Nominal x Div / CC = X

*X étant le nombre total de titres que je peux écouler.*

A 20 jours de l’AG donc, je vends le premier jour X/20 titres.

* Dès le deuxième jour je dispose de davantage de données pour arriver à ajuster mon X, mon but fondamental étant de capter de cette manière-là le maximum de décote possible. Dès le deuxième jour et jusqu’à l’AG donc, j’utiliserai ces nouvelles données pour ajuster mon X que je diviserai à nouveau par 20 pour écouler ma quantité quotidienne de titres :

Nominal x Div / ∑ (moyennes CO+Dernier CC)

2. Monétiser le Gamma de l’option :

* Le lendemain l’AG on détient l’option avec tous ses paramètres fixes. Elle est en plus déjà Delta-hedgée puisqu’on a déjà vendu des titres il ne reste plus qu’à la driver en Gamma.
* Alors je vends lorsque le cours augmente et j’achète lorsque le cours diminue. J’exerce mon option pour obtenir des titres à recevoir exactement égal à mon stock de titres résiduel.

Stock résiduel = Nombre de titres à recevoir

SR + Titres à recevoir = Nombre de titres écoulés avant

**Nous cherchons à acquérir les titres qu’à l’AG.**

1. Acheter des titres

* On est un peu charrette sans nos titres au moment de l’AG. On cherche donc à en acquérir. Ce qui se fera à un prix de marché plus élevé toutes les caractéristiques de l’option étant fixées. Le tout est trouver l’équilibre rentable.
* L’astuce consiste à accepter des options que l’on nous proposera étant donné que l’on nous la proposera la plupart du temps à un prix tenant compte uniquement de sa valeur intrinsèque sans tenir compte de sa valeur temps. On acceptera alors toujours. Une fois acquises, on doit alors la hedger :

Nominal x Div / Strike