RBC Gestion mondiale d'actifs

Évolution du marché des obligations hybrides de société : d'une niche à une tendance dominante

NOVEMBRE 2025

Andrzej Skiba
chef, Titres américains à revenu fixe, Bluebay*

Anne Greenwood
gestionnaire de portefeuille institutionnel, BlueBay*

*Employees of RBC Global Asset Management (U.S.) Inc.

POINTS SAILLANTS :

1. **Les obligations hybrides de sociétés gagnent du terrain sur le marché américain**
2. **Avantages pour les émetteurs et les investisseurs**
3. **Risques et facteurs d'atténuation**

Les obligations hybrides (fréquemment appelées obligations subordonnées de second rang) représentent une source de financement de plus en plus utilisée par les sociétés non financières américaines. Elles offrent des avantages tant pour les émetteurs que pour les investisseurs. Jusqu'à récemment, ces structures obligataires, qui ont un historique bien établi sur les marchés européens, restaient relativement méconnues et peu utilisées sur le marché des titres de créance de sociétés aux États-Unis. Toutefois, comme nous le verrons plus loin, les récentes modifications apportées aux méthodologies des agences de notation par Moody's en 2024 ont conduit à une inclusion croissante de ces instruments dans les structures du capital des sociétés ainsi qu'à une normalisation et à une applicabilité accrues, ce marché de niche devenant de plus en plus courant.

Utilisation croissante des obligations hybrides de sociétés

Les obligations hybrides de sociétés sont principalement des titres de créance de deuxième rang, subordonnés et reportables, à échéance fixe (p. ex., 30 ans), généralement émis par des institutions non bancaires de haute qualité et de catégorie investissement. De nos jours, ces titres hybrides sont émis avec des échéances fixes et une première date de remboursement par anticipation cinq ou dix ans après leur émission. Ils sont généralement assortis d'une cote inférieure d'un à deux échelons à celle des titres de créance prioritaire d'un émetteur. En raison de leur position subordonnée dans la structure du capital, leurs taux d'intérêt nominaux et leurs écarts de taux sont généralement plus élevés que ceux des titres de créance prioritaire.

Du point de vue des émetteurs, ces titres servaient généralement à mobiliser des capitaux à un coût nettement inférieur à celui de l'émission d'actions, et sans effet dilutif pour les actionnaires. De plus, dans la plupart des ressorts, les titres hybrides de sociétés sont entièrement déductibles du revenu imposable, contrairement aux dividendes en actions, ce qui constitue un autre avantage par rapport à l'émission d'actions.

Toutefois, du point de vue du financement par emprunt, avant 2024, les agences de notation n'attribuaient généralement qu'une pondération en actions de 25 % à

ces obligations. Autrement dit, 75 % du montant émis aurait été considéré comme de la dette dans les mesures de levier financier et autres mesures de la qualité du crédit, ce qui n'apportait qu'un avantage marginal au bilan de l'émission de créance prioritaire, même si le taux d'intérêt était plus élevé. Ainsi, même si les titres hybrides permettaient d'obtenir un coût du capital inférieur à celui des actions, ils constituaient une source de financement généralement moins efficace pour les entreprises en raison du coût plus élevé des titres de créance prioritaire et de la composante actions limitée. Par conséquent, le marché des obligations hybrides de sociétés est resté relativement modeste aux États-Unis.

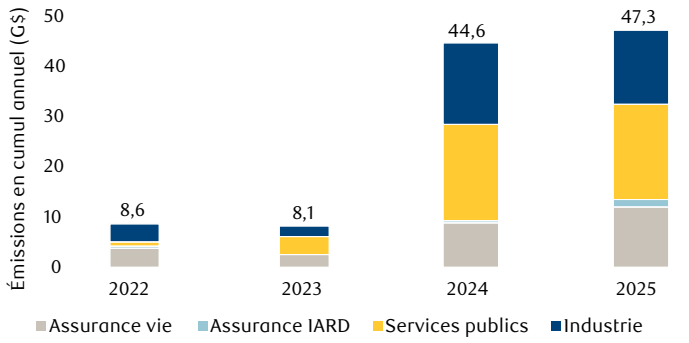
Tout cela a toutefois changé en 2024, lorsque Moody's a augmenté la pondération en actions appliquées à ces titres, passant de 25 % à 50 %. Avec seulement 50 % du capital total emprunté considéré comme dette dans le bilan, les obligations hybrides de sociétés semblent désormais beaucoup plus intéressantes pour les emprunteurs, car elles peuvent servir de levier pour protéger les cotes de solvabilité. La combinaison de ces facteurs a entraîné une hausse marquée des émissions de titres hybrides de sociétés américaines au cours des deux dernières années. La vague initiale d'émissions a surtout visé les émetteurs des secteurs des services publics et de l'énergie, qui étaient nombreux à faire face à d'importants programmes de dépenses d'investissement susceptibles de diluer leur profil de crédit dans les années à venir. Ces secteurs dominent toujours les nouvelles émissions récentes, mais les titres hybrides ont récemment gagné en attractivité dans d'autres secteurs.

Nous observons maintenant des opérations émanant d'émetteurs dans les télécommunications, les soins de santé et les secteurs cycliques, motivées par le financement de fusions et acquisitions ou une volonté de renforcer les cotes de solvabilité. Les activités de fusion devraient rester élevées pendant un certain temps et cette tendance à l'élargissement devrait donc se poursuivre.

‹‹ Nous observons maintenant des opérations émanant d'émetteurs dans les télécommunications, les soins de santé et les secteurs cycliques, motivées par le financement de fusions et acquisitions ou une volonté de renforcer les cotes de solvabilité. ››

D'une part, cela est logique étant donné que nous sommes dans un contexte de rendements élevés et d'écarts serrés. Il est donc possible qu'un émetteur n'ait pas à assumer des coûts beaucoup plus élevés en émettant une obligation hybride plutôt qu'une obligation non garantie. Cela pourrait même être une option plus attrayante du point de vue de la gestion globale du bilan en raison du traitement fiscal favorable.

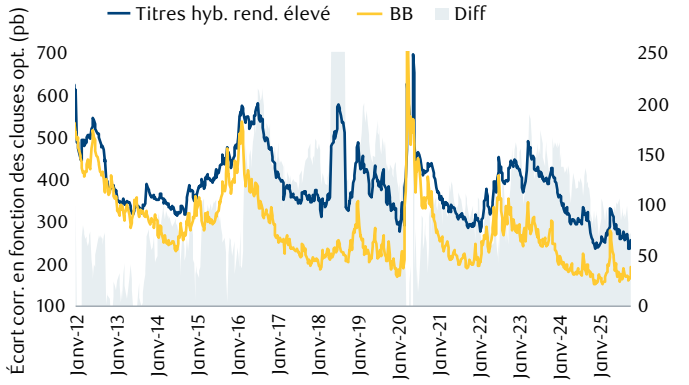
Graphique 1 : L'offre croissante de titres hybrides



Sources : Barclays, RBC GMA, au 30 septembre 2025.

D'autre part, ces obligations offrent de la valeur par rapport aux obligations de catégorie investissement et même à celles à rendement élevé de grande qualité (illustré par la zone grise ci-dessous).

Graphique 2 : La valeur attrayante des titres hybrides

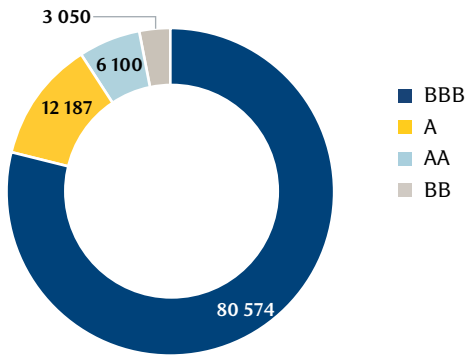


Sources : Barclays, RBC GMA, au 30 septembre 2025.

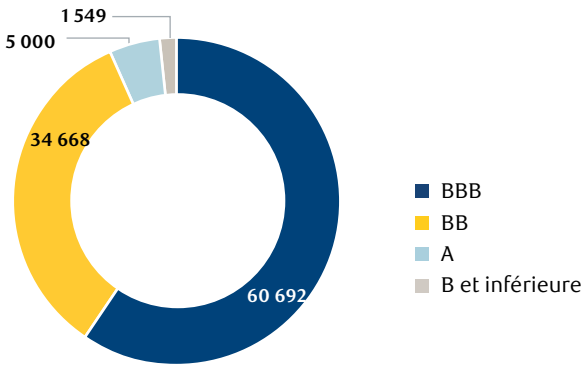
Le marché des obligations de sociétés hybrides est principalement constitué d'obligations de catégorie investissement

Historiquement, le coût plus élevé du capital a eu pour effet de limiter l'univers des émetteurs de titres hybrides à des sociétés de très haute qualité, dotées d'une structure du capital solide et diversifiée et bénéficiant d'un accès libre aux marchés des capitaux.

Graphique 3 : Qualité du crédit selon la cote de l'émetteur



L'obligation % de la valeur nominale totale



Sources : Bloomberg, indices BofAML HNEC et GNEC, au 31 octobre 2025..

Aujourd'hui, cet univers reste composé de sociétés de très haute qualité, principalement de catégorie investissement, mais il est plus large, plus diversifié et plus liquide, ce qui rend ce marché de plus en plus attrayant et accessible pour les investisseurs. Du point de vue des investisseurs, les titres hybrides offrent des rendements plus élevés et des écarts plus importants que les obligations non garanties de premier rang, mais ils présentent le même risque (faible) de défaillance et de crédit qu'un émetteur de catégorie investissement, ce qui constitue l'un des principaux avantages de ce segment.

« Aujourd'hui, cet univers reste composé de sociétés de très haute qualité, principalement de catégorie investissement, mais il est plus large, plus diversifié et plus liquide, ce qui rend ce marché de plus en plus attrayant »

Les écarts demeurant faibles sur l'ensemble du marché, il s'agit d'une occasion unique d'obtenir des écarts supplémentaires sans augmenter considérablement le risque de crédit global des portefeuilles. À cet égard, nous notons que la plupart des émetteurs qui font leur entrée sur le marché des obligations subordonnées de second rang émettent des obligations assorties d'écarts supérieurs aux valorisations généralement attribuées aux titres BB dans le segment à rendement élevé, ce qui représente selon nous une occasion.

Risques et facteurs d'atténuation pour le marché des obligations de sociétés hybrides

Ces titres comportent toutefois des risques auxquels les obligations de premier rang ne sont pas exposées, à savoir leur rang inférieur dans l'ordre de priorité de remboursement, le risque de non-rachat (ou le risque de prorogation) et la possibilité de report du paiement des coupons. Les deux catégories sont également exposées à un risque d'abaissement de leur cote de solvabilité.

Ordre de priorité de remboursement inférieur : ces obligations occupent un rang inférieur à celui des obligations non garanties de premier rang dans la structure du capital, ce qui signifie qu'en cas de défaillance, elles ont moins de chances d'être remboursées. Ce risque est réel et doit être pris en compte par les investisseurs. Toutefois, nous croyons que la qualité élevée des émetteurs de ce marché est un facteur d'atténuation, car la probabilité de défaut des sociétés de catégorie investissement a toujours été très faible.

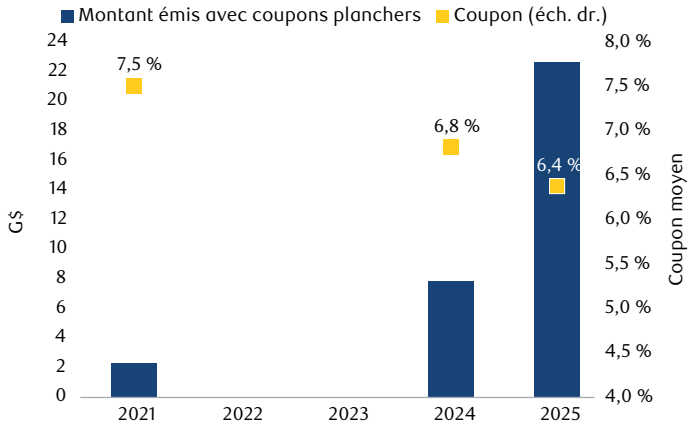
Risque de prorogation : les obligations hybrides de sociétés sont généralement émises et cotées en partant du principe, sans que cela soit une obligation, qu'elles seront remboursées à la première date de remboursement par anticipation. Historiquement, le risque de prorogation a été une source de préoccupation, car la décision de rembourser ou non ces titres était uniquement une question économique pour l'émetteur. Contrairement à l'Europe, où presque toutes les obligations hybrides de sociétés ont été remboursées à la première date de remboursement par anticipation, cela n'a pas été le cas aux États-Unis. En effet, les investisseurs bénéficiaient de protections limitées contre le risque que les obligations ne soient pas remboursées à la première date de remboursement par anticipation et réévaluées (à la baisse) en conséquence.

En outre, ces titres étaient difficiles à investir, car les investisseurs pouvaient se retrouver avec des obligations assorties d'une échéance beaucoup plus longue que prévu, car il n'y avait aucun incitatif à les vendre à la date de remboursement par anticipation. Toutefois, l'augmentation de la pondération en actions et son importance dans l'efficacité de ces titres en tant que source de capital ont contribué à réduire ce risque.

En effet, le fait de ne pas exercer son droit de rachat dans un certain délai (généralement 20 ans avant l'échéance) entraîne la perte de la part en actions de l'obligation. Les répercussions négatives potentielles pour un émetteur qui ne rachèterait pas ces obligations à la date de remboursement par anticipation ont donc augmenté, réduisant ainsi la probabilité qu'il ne les rachète pas à cette première date.

En outre, une autre tendance récente dans l'émission de ces obligations a émergé : l'inclusion accrue de coupons planchers (graphique ci-dessous). Compte tenu de la politique monétaire restrictive actuelle de la Fed, nous nous attendons à une baisse du taux de rendement des obligations d'État à l'avenir. Dans ce contexte, le coût de prorogation des obligations sera donc probablement plus élevé qu'il ne l'aurait été en l'absence d'un coupon plancher. Cela réduit donc la probabilité qu'un émetteur tire un avantage économique du fait de laisser les obligations en circulation.

Graphique 4 : Prévalence croissante des coupons planchers dans les nouvelles émissions d'obligations hybrides de sociétés



Sources : Barclays, RBC GMA, au 30 septembre 2025.

Risque de report des coupons : par nature, ces titres permettent à l'émetteur de reporter le paiement des coupons à sa discrétion. Toutefois, si les coupons sont reportés, l'émetteur doit également cesser de verser des dividendes aux actionnaires ou d'effectuer des rachats d'actions. Les reports de coupons peuvent également nuire à la capacité des émetteurs à accéder aux marchés de la dette à l'avenir. Ces facteurs ont été des moyens de dissuasion efficaces contre ce type de comportement, et devraient continuer de l'être. Il y a donc eu peu de reports de coupons.

Risque d'abaissement : les émetteurs dont la cote de solvabilité est abaissée à celle des titres à haut risque de premier rang perdent le crédit sur actions applicable aux titres subordonnés de second rang auprès de certaines agences de notation. La cote de solvabilité pourrait également être augmentée par rapport à la décote initiale d'un ou deux échelons, compte tenu des pratiques de notation sur le marché à rendement élevé, reflétant des prévisions de taux de recouvrement inférieures. Cela peut accroître la pression sur les prix de ces titres, car les investisseurs tiennent compte du coût de financement généralement plus élevé sur le marché à rendement élevé et de la probabilité que ces obligations constituent une source de financement relativement bon marché par rapport aux niveaux standard des écarts et des rendements des titres à rendement élevé, en particulier pour les crédits qui se détériorent. Cela signifie également que le risque de prorogation s'accentue. C'est précisément la raison pour laquelle nous évitons généralement les émetteurs dont le profil de crédit se détériore clairement lorsque nous examinons les occasions de créance subordonnée.

En raison de ces risques, les obligations hybrides de sociétés ont été peu appréciées et largement ignorées dans l'ensemble des occasions offertes par les titres américains à revenu fixe. À mesure que le marché continue de croître, de mûrir et de se normaliser, les investisseurs devraient s'y familiariser et ces titres devraient être de plus en plus représentés dans les portefeuilles. D'ici là, nous pensons qu'il y aura toujours des occasions de tirer parti des erreurs de valorisation inhérentes à cette catégorie d'actifs moins efficace et que les portefeuilles bénéficieront du meilleur profil risque-rendement qu'offrent ces titres.

« À mesure que le marché continue de croître, de mûrir et de se normaliser, les investisseurs devraient s'y familiariser et ces titres devraient être de plus en plus représentés dans les portefeuilles. »

Ce document est fourni par RBC Gestion mondiale d'actifs (RBC GMA) à titre indicatif seulement. Il ne peut être ni reproduit, ni distribué, ni publié sans le consentement écrit préalable de RBC GMA ou de ses entités affiliées mentionnées dans les présentes. RBC GMA est la division de gestion d'actifs de Banque Royale du Canada (RBC) qui regroupe RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (RBC GMA Inc.), RBC Global Asset Management (U.S.) Inc. (RBC GAM (US)), RBC Global Asset Management (UK) Limited (RBC GAM (UK)) et RBC Global Asset Management (Asia) Limited (RBC GAM (Asia)), qui sont des filiales distinctes, mais affiliées de RBC.

Au **Canada**, le document peut être distribué par RBC GMA Inc. (y compris PH&N Institutionnel), qui est régie par chaque commission provinciale ou territoriale des valeurs mobilières auprès de laquelle elle est inscrite. Aux **États-Unis** (É.-U.), ce document peut être fourni par RBC GAM (U.S.), une société-conseil en placement inscrite auprès de la SEC. Le document est publié au **Royaume-Uni** (R.-U.) par RBC GAM-UK, qui est autorisée et régie par la Financial Conduct Authority (FCA) du Royaume-Uni, inscrite aux États-Unis auprès de la Securities and Exchange Commission (SEC), et est membre de la National Futures Association (NFA) autorisé par la Commodities Futures Trading Commission (CFTC) des États-Unis. Ce document pet être distribué dans l'**Espace économique européen** (EEE) par BlueBay Funds Management Company S.A. (BBFM S.A.), qui est régie par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). En **Allemagne**, en **Italie**, en **Espagne** et aux **Pays-Bas**, BBFM S.A. exerce ses activités aux termes d'un mécanisme de passeport facilitant l'implantation de succursales en vertu de la Directive 2009/65/CE concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières et de la Directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs. En **Suisse**, ce document peut être distribué par BlueBay Asset Management AG, dont le représentant et l'agent payeur est BNP Paribas Securities Services, Paris, succursale de Zurich, Selnaustrasse 16, 8002 Zurich (Suisse). Au **Japon**, ce document peut être distribué par BlueBay Asset Management International Limited, qui est inscrite auprès du bureau local du ministère des Finances du Japon de la région de Kanto. Ailleurs, en **Asie**, ce document peut être distribué par RBC GAM (Asia), qui est inscrite auprès de la Securities and Futures Commission (SFC) de Hong Kong. En **Australie**, RBC GAM-UK est exemptée de l'obligation de s'inscrire à titre de cabinet de services financiers, conformément à la loi sur les sociétés se rapportant aux services financiers, puisqu'elle est régie par la FCA en vertu des lois du Royaume-Uni, lesquelles diffèrent des lois australiennes. Toutes les entités mentionnées ci-dessus relativement à la distribution sont collectivement incluses dans les références faites à « RBC GMA » dans ce document.

Ce document ne peut pas être distribué aux investisseurs résidant dans les territoires où une telle distribution est interdite.

Les inscriptions et les adhésions mentionnées ne doivent pas être interprétées comme une caution ou une approbation de RBC GMA par les autorités responsables de la délivrance des permis ou des inscriptions.

Ce document ne constitue pas une offre d'achat ou de vente ou la sollicitation d'achat ou de vente de titres, de produits ou de services, et ce, dans tous les territoires. Il n'a pas non plus pour objectif de fournir des conseils financiers, juridiques, comptables, fiscaux, liés aux placements ou autres, et ne doit pas servir de fondement à de tels conseils. Les produits, services ou placements mentionnés dans les présentes ne sont pas offerts dans tous les territoires, et certains le sont uniquement de manière limitée, selon les exigences réglementaires et légales locales. Vous trouverez des informations complémentaires sur RBC GMA sur le site Web www.rbcgam.com. Il est fortement recommandé aux personnes ou entités qui reçoivent ce document de consulter leurs propres conseillers et de tirer leurs propres conclusions sur les avantages et les risques de placement, de même que sur les aspects juridiques, fiscaux et comptables et ceux relatifs au crédit de l'ensemble des opérations.

Tout renseignement prospectif sur les placements ou l'économie contenu dans ce document a été obtenu par RBC GMA auprès de plusieurs sources. Les renseignements obtenus de tiers sont jugés fiables, mais ni RBC GMA, ni ses sociétés affiliées, ni aucune autre personne n'en garantissent explicitement ou implicitement l'exactitude, l'intégralité ou la pertinence. RBC GMA et ses sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions relatives à ces renseignements. Les opinions contenues dans le présent document reflètent le jugement et le leadership éclairé de RBC GMA, et peuvent changer à tout moment sans préavis.

Certains énoncés contenus dans le présent document peuvent être considérés comme étant des énoncés prospectifs, lesquels expriment des attentes ou des prévisions actuelles à l'égard de résultats ou d'événements futurs. Les énoncés prospectifs ne sont pas des garanties de rendements ou d'événements futurs et comportent des risques et des incertitudes. Il convient de ne pas se fier indûment à ces énoncés, puisque les résultats ou les événements réels pourraient différer considérablement.

® / MC Marque(s) de commerce de Banque Royale du Canada, utilisée(s) sous licence.
© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. 2025.

IC25121456 (12/2025)
025PIM064 (12-2025)_EVOLUTION OF CORPORATE HYBRIDS_FR_V2 12/29/2025