

# Obligations hybrides d'entreprises

LIVRE BLANC

COMMUNICATION PUBLICITAIRE : Ce document est réservé uniquement à des clients professionnels au sens de la directive MIF agissant pour compte propre et/ou pour compte de tiers de manière discrétionnaire ou ayant la capacité d'investir un montant minimum réglementaire conformément à la réglementation applicable dans leur pays de commercialisation. Edmond de Rothschild Asset Management (France) décline toute responsabilité quant à l'utilisation qui pourra être faite des informations figurant dans ce document.



EDMOND  
DE ROTHSCHILD

# Empire State of Hybrids : en route vers le nouveau monde



**Marc LACRAZ**  
Gérant de portefeuille  
Dette hybride d'entreprises



**Vianney HOCQUET**  
Gérant de portefeuille  
Dette hybride d'entreprises



**Daniela SAVOIA**  
Gérante de portefeuille  
Dette hybride d'entreprises

## 2024 : l'année de la mondialisation des obligations hybrides d'entreprises

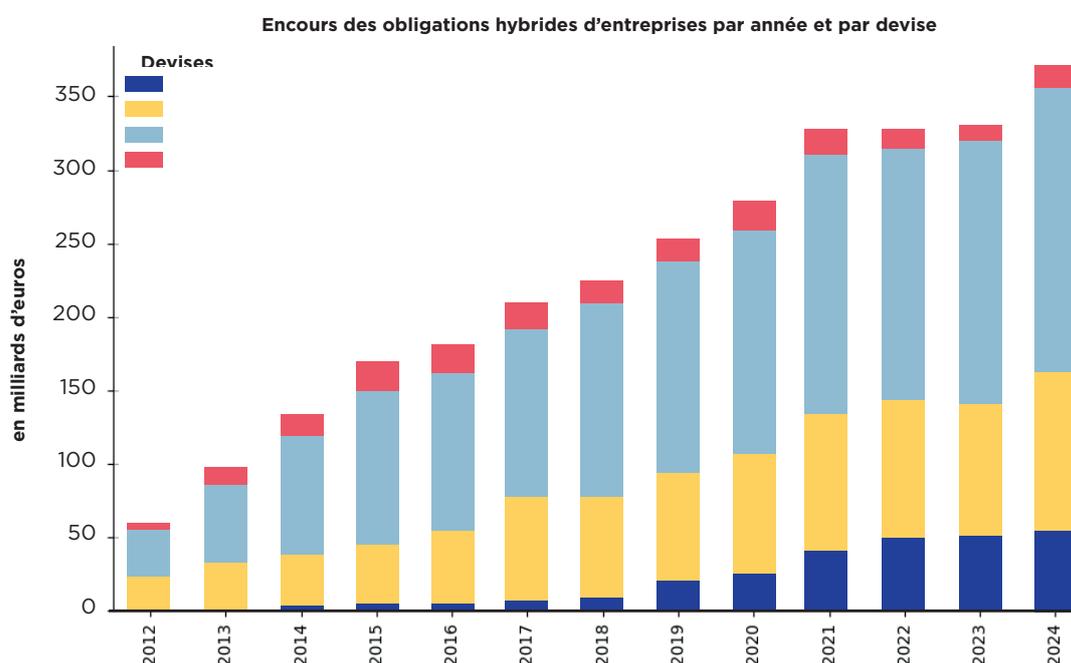
Le marché des obligations hybrides d'entreprises, traditionnellement centré sur l'Europe, connaît une expansion rapide à l'échelle mondiale, créant ainsi de nouvelles opportunités pour les investisseurs et les émetteurs.

Pour rappel, cette classe d'actifs a pris son envol en 2012 et figure parmi les segments du marché du crédit ayant enregistré la croissance la plus rapide depuis cette période. Ce type d'instrument est pertinent car il répond à un réel besoin des émetteurs : celui d'émettre des quasi-fonds propres (au sens des agences de notation), non dilutifs et à un coût compétitif, notamment grâce à la déductibilité fiscale des coupons dans la plupart des juridictions. Du côté des investisseurs, le contexte de taux d'intérêt bas en Europe, suite à la crise de la dette dans les pays périphériques, et la recherche de rendement ont dès le départ suscité un fort intérêt.

\* L'identité des gestionnaires de fonds dans ce document peut changer pendant la durée de vie du produit.

Deux facteurs clés peuvent expliquer ce succès au cours de la dernière décennie. Tout d’abord, S&P a mis à jour sa méthodologie concernant les obligations hybrides en 2012 avec une clarification de la contribution aux fonds propres (*equity credit*) et le traitement des clauses de majoration de coupon (« *step-up* »). Deuxièmement, à la suite de cette mise à jour, une nouvelle génération d’obligations hybrides a émergé avec une structure où la perte d’*equity credit* coïncidait avec la date du premier remboursement anticipé (*call*), ce qui est rapidement devenu la nouvelle norme. Cette innovation s’est avérée décisive pour une adoption plus large car la structure, mieux standardisée, a rendu les obligations plus comparables entre elles, tout en incitant les émetteurs à racheter leurs obligations à la première date de *call*.

**Graphique 1 : Croissance du marché mondial des obligations d’entreprises hybrides de 2012 à 2024**



Source : Bloomberg, EDRAM

Jusqu’à récemment, la croissance de ce nouveau segment obligataire a principalement eu lieu en Europe, faisant des obligations hybrides d’entreprises une classe d’actifs européenne *de facto*. Cependant, l’année 2024 a marqué un tournant, les entreprises américaines ayant émis plus de dette hybride que leurs homologues européennes pour la première fois en près d’une décennie. À l’échelle mondiale, le marché a dépassé les 350 milliards d’euros, ce qui est comparable au marché de la dette européenne High Yield et nettement plus important que le marché des « Cocos » (Obligations dites contingent convertible, les plus junior émises par les banques).

Nous pensons que cette diversification géographique va perdurer et s’amplifier, ce qui permettra à la classe d’actifs d’entrer dans une nouvelle phase de croissance. L’objectif de ce livre blanc est d’analyser les opportunités et les impacts de cette tendance, en se concentrant sur les aspects liés au marché, à l’allocation d’actifs et à la durabilité.

# Résumé

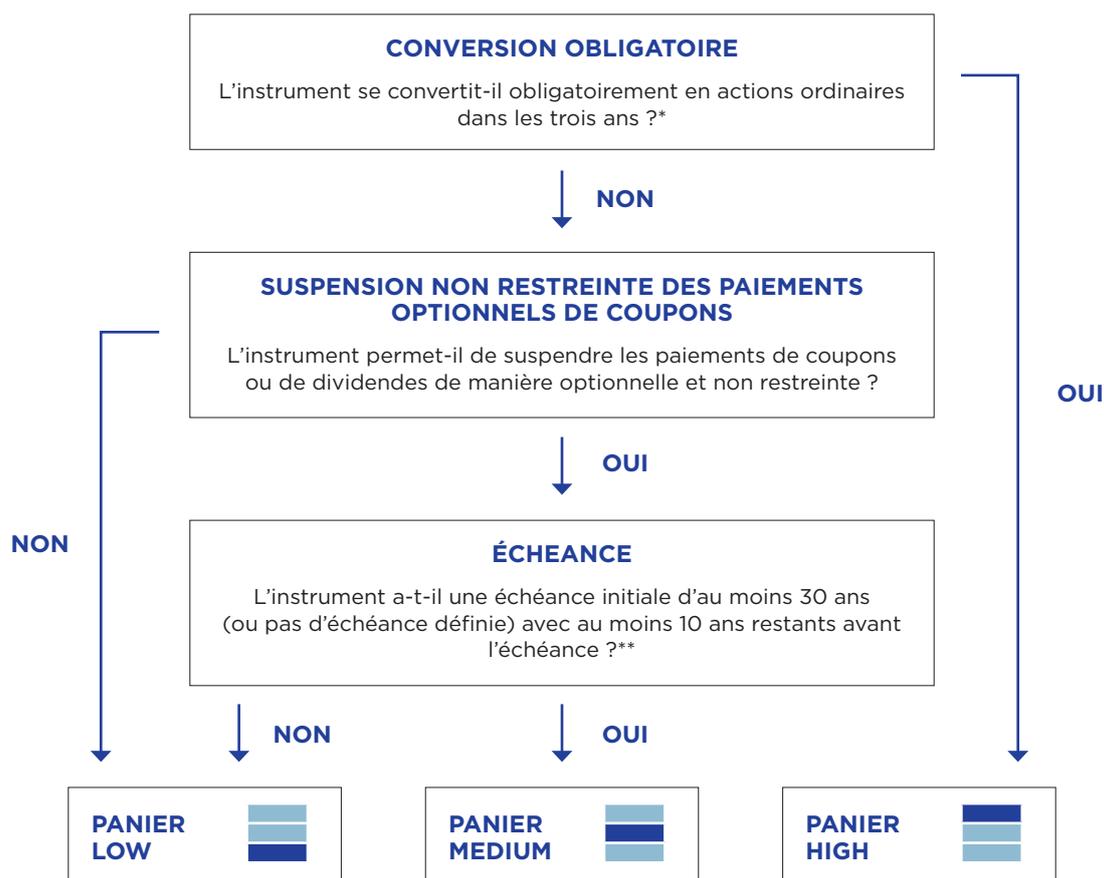
- ▶ Les traitements fiscaux et les méthodologies des agences de notation limitaient le potentiel de développement des obligations hybrides d'entreprises aux États-Unis. Ce n'est plus le cas depuis le récent changement de méthodologie de Moody's.
- ▶ Le marché américain des obligations hybrides d'entreprises en a pris note et le volume des émissions a bondi en 2024.
- ▶ Parmi les nouveaux émetteurs potentiels, les entreprises qui émettent déjà des actions préférentielles (preferred shares) aux États-Unis sont des candidats évidents. Nous analyserons ce marché et évaluerons les avantages des obligations hybrides dans ce contexte.
- ▶ De nouveaux émetteurs pourraient également entrer dans ce marché afin de protéger leurs bilans et de financer leurs besoins d'investissements croissants.
- ▶ En termes de conventions de marché, les preferred shares américaines et les obligations hybrides d'entreprises européennes sont assez distinctes. Les obligations hybrides américaines peuvent potentiellement ajouter un élément de diversification intéressant à la classe d'actifs.
- ▶ Le développement du marché des obligations hybrides américaines influera aussi sur les caractéristiques ESG de cette classe d'actifs, offrant à la fois des opportunités et des défis.

# Refonte de la méthodologie de Moody's : un changement radical pour les obligations hybrides d'entreprises

En 2024, Moody's a mis à jour sa méthodologie de traitement de la caractéristique actions des obligations hybrides. Cela a changé la donne, puisque les émetteurs américains peuvent désormais bénéficier d'un traitement en quasi fonds propre (« *equity credit* ») de 50% sans devoir renoncer à la déductibilité fiscale du coupon de l'impôt sur les sociétés.

Le principal changement est une simplification des différentes classifications, comme décrit ci-dessous :

## Schéma 1 : Simplification de la méthodologie Moody's



Ce résumé s'applique uniquement aux instruments hybrides, qui sont des titres subordonnés (par ex., dette subordonnée, preferred stock) qui ne sont pas des actions ordinaires et pour lesquels l'omission des paiements de dividendes, d'intérêts ou de capital prévus est contractuellement autorisée.

\*Si la réponse est Oui à la question précédente, l'instrument doit également se convertir en un nombre fixe d'actions ordinaires.

\*\*Si l'instrument a une augmentation de coupon significative, une réponse Oui à la question d'échéance est remplacée par une réponse Non.

Source : Moody's Investors Service

Selon la méthodologie précédente, il y avait cinq différentes tranches d'*equity credit*, et les obligations hybrides d'entreprises américaines se voyaient principalement attribuer un *equity credit* à 25%. En comparaison, les obligations hybrides d'entreprises en Europe ont généralement 50% d'*equity credit*. La différence provenait du cadre fiscal américain : pour bénéficier de la déductibilité, l'IRS (Internal Revenue Service, Agence américaine qui collecte l'impôt) exige que le paiement des intérêts des coupons soit une obligation fixe et inconditionnelle. Cela signifie que si les paiements peuvent être reportés indéfiniment, l'IRS pourrait se demander si l'instrument est vraiment une dette plutôt que des capitaux propres et, par conséquent, les paiements d'intérêt ne seraient pas déductibles. Ainsi, la plupart des obligations hybrides américaines incluent des limites sur le nombre d'années pendant lesquelles les coupons peuvent être ignorés (généralement 10 ans). Bien que cela assure l'éligibilité à la déductibilité fiscale, Moody's estimait que ces instruments ressemblaient moins à des fonds propres comparés aux obligations hybrides européennes classiques, leur attribuant ainsi seulement 25 % d'*equity credit*.

Avec la nouvelle méthodologie, ces obligations compteront désormais pour 50% d'*equity credit*, car elles tombent dans la « tranche M » (voir schéma n°1). L'*equity credit* est toujours perdu 20 ans avant l'échéance effective, qu'il s'agisse de la date d'échéance ou de la date à laquelle le coupon est majoré de 100 points de base cumulés.

Parallèlement une nouvelle structure, plus défensive, a émergé à la suite du changement de méthodologie (voir tableau n°1 ci-dessous). Cette nouvelle structure dispose d'une maturité de 30 ans, contre une maturité perpétuelle ou de 60 ans auparavant. L'option de *call* est généralement fixée 10 ans après la date d'émission, ce qui correspond à la perte d'*equity credit*. Il n'y a pas de majoration des coupons, contrairement à la structure traditionnelle européenne. Une part importante des émissions intègre un coupon plancher, ce qui empêche ce dernier de se réinitialiser en dessous du niveau initial.

En raison de la maturité datée et plus courte, cette structure peut être plus attrayante pour les investisseurs et, à notre avis, continuera de gagner en popularité.

**Tableau 1 : Comparaison de la méthodologie Moody's**

	<b>Nouvelle méthodologie Moody's</b>	<b>Ancienne méthodologie</b>
<b>RANG DE REMBOURSEMENT</b>	Subordonnées aux obligations senior, mais prioritaire vs les anciennes hybrides	Subordonnées junior
<b>MATURITÉ FINALE</b>	30 ans minimum	Perpétuelle / 60 ans
<b>REPORT DE COUPON</b>	L'émetteur doit avoir la possibilité de reporter le coupon pour un minimum de 5 années consécutives	L'émetteur doit avoir la possibilité de reporter le coupon sans aucune restriction
<b>NOTATION VS SENIOR</b>	1 cran en dessous	2 crans en dessous

Source : Moody's, EDRAM

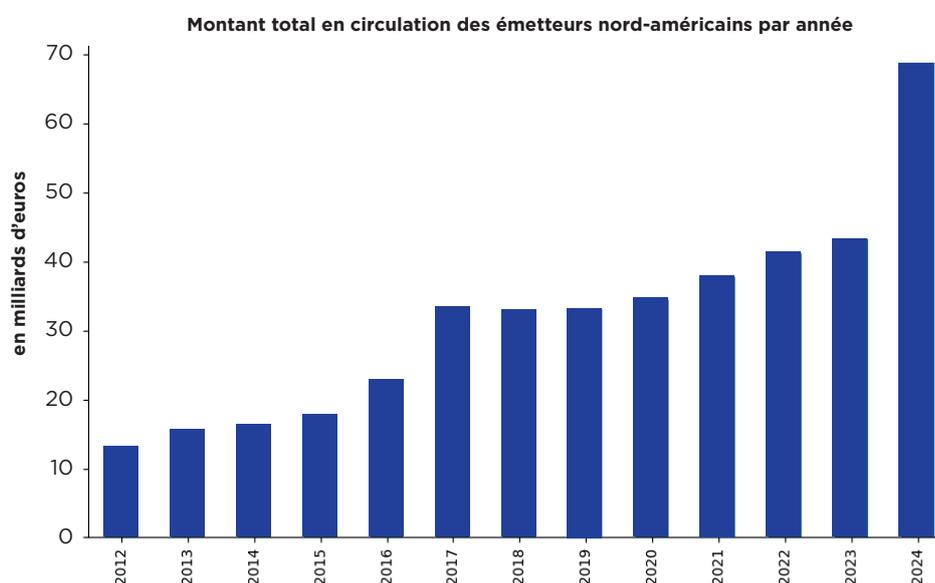
En résumé, cela signifie qu'à l'avenir, **les émetteurs américains pourront bénéficier de la déductibilité fiscale des coupons et d'un traitement actions de 50% chez Moody's**, tout comme leurs homologues européens. Cela renforce l'attrait des obligations hybrides d'entreprises, en particulier par rapport aux *preferred shares*.

# Première conséquence : un marché appelé à croître fortement...

## Puier dans le réservoir des *preferred shares* : la transition vers les obligations hybrides d'entreprises américaines

Suite au récent changement de méthodologie, nous avons assisté à une augmentation des émissions par des entreprises américaines. Cette tendance n'en est qu'à ses débuts, car les obligations hybrides se comparent désormais favorablement à celles du marché plus établi des *preferred shares*.

### Graphique 2 : Émissions d'obligations hybrides d'entreprises nord-américaines



Source : Bloomberg, EDRAM

Le marché des *preferred shares* trouve ses racines au début du 19<sup>ème</sup> siècle, florissant notamment lors de l'expansion des réseaux ferroviaires aux États-Unis. Cette époque, connue sous le nom de « boom ferroviaire », était une période de croissance industrielle rapide qui nécessitait d'importants investissements en capital. Les *preferred shares* sont une catégorie d'actions ayant un rang plus élevé sur les actifs par rapport aux actions ordinaires. Concernant la structure de distribution, les *preferred shares* disposent d'un taux de dividende fixe, et leurs dividendes prennent priorité sur ceux des actionnaires ordinaires. Les *preferred shares* n'offrent souvent pas de droits de vote, ce qui en fait un mélange d'instruments de dette et de capitaux propres. De plus, les *preferred shares* ne perdent jamais leur traitement en quasi fonds propres auprès des agences de notation, de sorte que l'incitation à les rembourser par anticipation (« *call* ») est moins grande que pour les obligations hybrides. En fin de compte, ce type d'instrument s'adresse en priorité aux investisseurs à la recherche de revenus stables.

Même si les hybrides et les *preferred shares* partagent certaines caractéristiques, ce sont des instruments intrinsèquement différents. Alors que les obligations hybrides peuvent être considérées comme des obligations d'entreprises avec certaines caractéristiques similaires à des fonds propres, les *preferred shares* ressemblent davantage à des actions ordinaires avec des caractéristiques proches de la dette. Cette différence dans l'essence même des titres se retrouve

dans le niveau de subordination : les obligations hybrides ont généralement priorité sur les *preferred shares*. De plus, de nombreuses *preferred shares* comportent une fonction de conversion (convertible *preferred shares*) alors que ce n'est pas le cas pour les obligations hybrides.

Comme le montre le tableau ci-dessous, les obligations hybrides sont attrayantes à la fois pour les investisseurs et les émetteurs après le changement de méthodologie de Moody's. Bien que les *preferred shares* bénéficient également d'un *equity credit* de 50% par les agences, les paiements sont traités comme des dividendes et ne sont donc pas déductibles de l'impôt sur les sociétés. De plus, il existe une retenue à la source sur le dividende, ce qui les rend peu attrayantes pour les investisseurs non-américains. **Par conséquent, nous pensons que les obligations hybrides d'entreprises peuvent prendre des parts de marché aux *preferred shares*.**

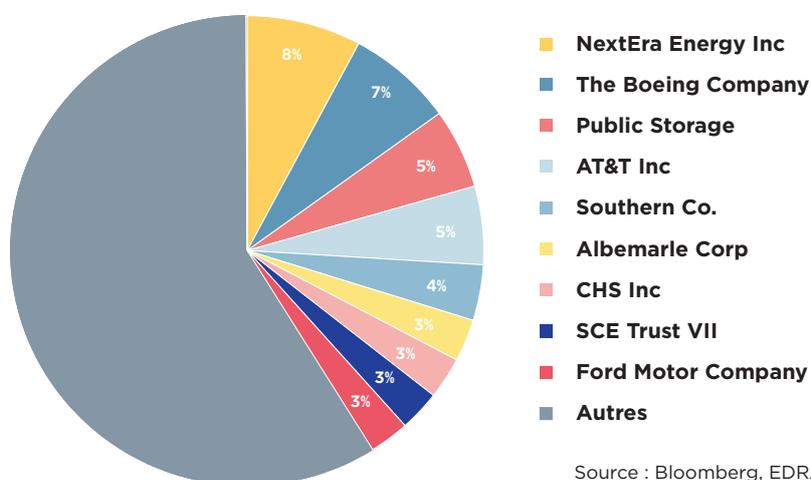
**Tableau 2 : Comparaison des *preferred shares* et des obligations hybrides d'entreprises depuis le changement de méthodologie chez Moody's**

	Obligation hybrides d'entreprises	<i>Preferred shares</i>
Déductibilité des coupons/dividendes pour les émetteurs	OUI	NON
50% d'equity treatment par les agences de notation	OUI	OUI
Retenue à la source sur le coupon/dividende pour les investisseurs	NON	OUI

Source : Moody's, EDRAM

Le marché des *preferred shares* non-financières représente actuellement 83 milliards de dollars<sup>1</sup>. En termes de secteurs, la composition est relativement similaire au marché actuel des obligations hybrides d'entreprises, avec les télécommunications (32%) et les services aux collectivités (27%) en tête. La répartition des émetteurs est également relativement diversifiée avec seulement deux émetteurs représentant plus de 5% (Nextera et Boeing). Les dix premiers émetteurs représentent 43% du marché, ce qui témoigne d'**une moindre concentration par rapport au marché des obligations hybrides d'entreprises existant**. A titre de comparaison, les dix principaux émetteurs de l'indice ICE BofA Global Hybrid Non-Financial Corporate Index représentent 55%.

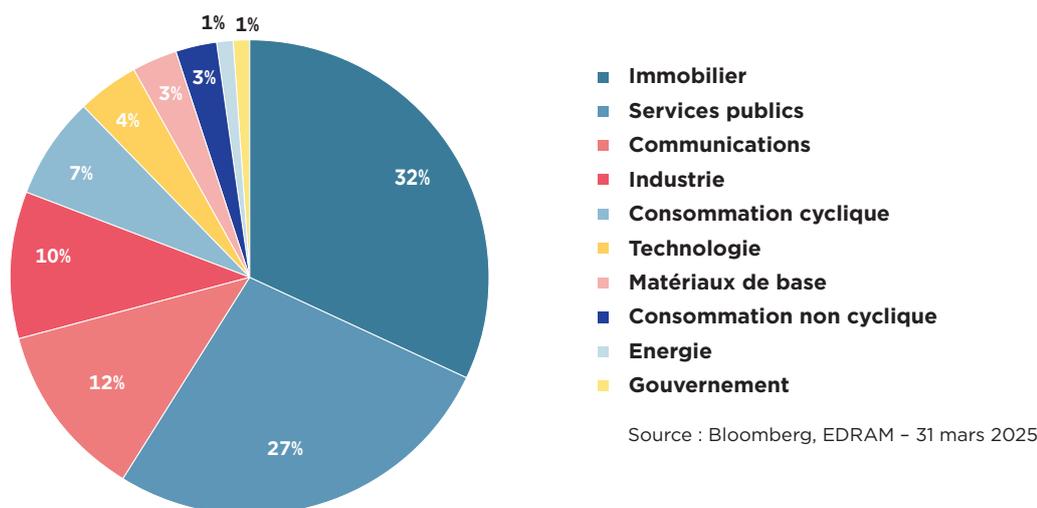
**Graphique 3 : Marché actuel des *preferred shares* par émetteur**



Source : Bloomberg, EDRAM - 31 mars 2025

1. Selon l'estimation de la portion non financière de l'indice ICE BofA Exchange-Listed Preferred & Hybrid Securities Index

Graphique 4 : Marché actuel des *preferred shares* par secteur



## Catalyseurs de croissance : la prochaine frontière des émissions d'obligations hybrides d'entreprises

En plus de prendre des parts de marché en se substituant aux *preferred shares*, les émissions d'obligations hybrides d'entreprises pourraient également être soutenues par des facteurs structurels.

### Optimisation du bilan

L'un des principaux moteurs de l'émission d'obligations hybrides par les entreprises est l'optimisation de la structure de financement. Plus précisément, ces titres aident les entreprises à défendre efficacement leur notation crédit. Le traitement appliqué par les agences de notation sur ce type d'instrument (50% d'*equity credit*) améliore les indicateurs de crédit, tandis que la déductibilité fiscale permet de réduire les coûts de financement. Par conséquent, **les émetteurs ayant une notation Investment Grade basse (BBB ou BBB-) ont intérêt à émettre des obligations hybrides pour soutenir leur note de crédit.**

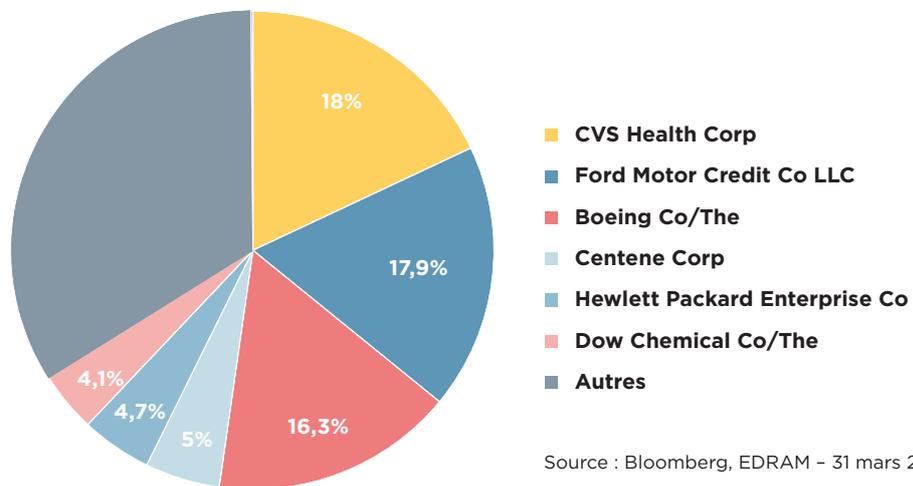
Pour identifier les futurs émetteurs les plus probables sur le marché Investment Grade américain, nous avons retenu les critères suivants : une notation senior S&P de BBB ou BBB- avec une perspective négative, un encours minimum de 250 millions USD, l'exclusion des valeurs financières, et un profil de risque lié aux États-Unis<sup>2</sup>. Ce screening révèle trois grandes conclusions :

- **(1)** Le montant actuel des obligations senior menacées de dégradation au cours des 12 prochains mois dans l'univers BBB et BBB- est légèrement supérieur à 300 milliards de dollars. Si l'on suppose que les entreprises émettent des obligations hybrides pour 10% de cet encours, **le potentiel de nouvelles émissions serait donc d'environ 30 milliards de dollars, contre un marché des obligations hybrides d'entreprises en USD légèrement supérieur à 100 milliards de dollars à fin 2024.**
- **(2)** Il s'agit d'un sous-univers très concentré. Les dix premiers émetteurs représentent 75% de l'encours total et les trois premiers émetteurs (CVS, Ford et Boeing) un peu plus de la moitié. CVS a déjà émis des obligations en novembre 2024, ce qui conforte notre raisonnement.
- **(3)** Parmi les dix premiers émetteurs, Sempra est le seul faisant partie des secteurs les plus fréquents de notre classe d'actifs, à savoir « communications et services aux collectivités ». Les

2. La sélection a été effectuée via Bloomberg

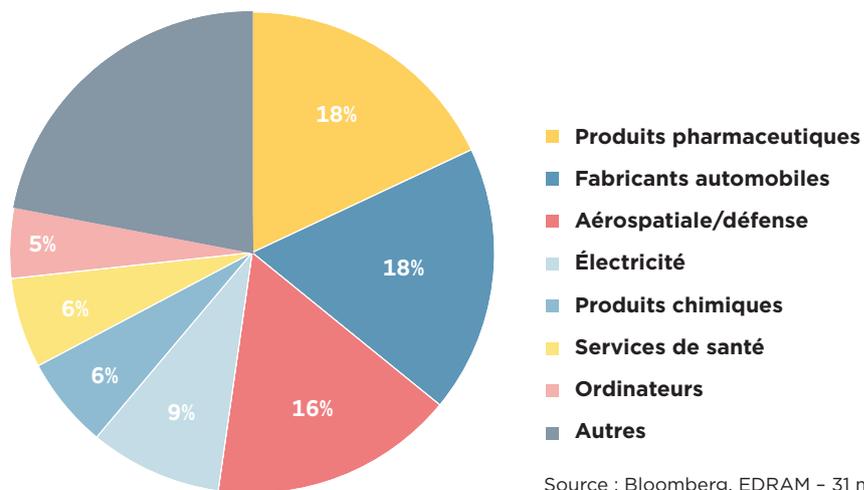
secteurs les plus importants de ce sous-univers sont la santé, l'automobile, l'aérospatiale et la défense. Par conséquent, **si certaines de ces sociétés venaient à émettre ce type d'instrument cela pourrait diversifier davantage la répartition sectorielle du marché.**

**Graphique 5 : Potentiels émetteurs d'obligations hybrides**



Source : Bloomberg, EDRAM - 31 mars 2025

**Graphique 6 : Potentiels émetteurs d'obligations hybrides par secteur**



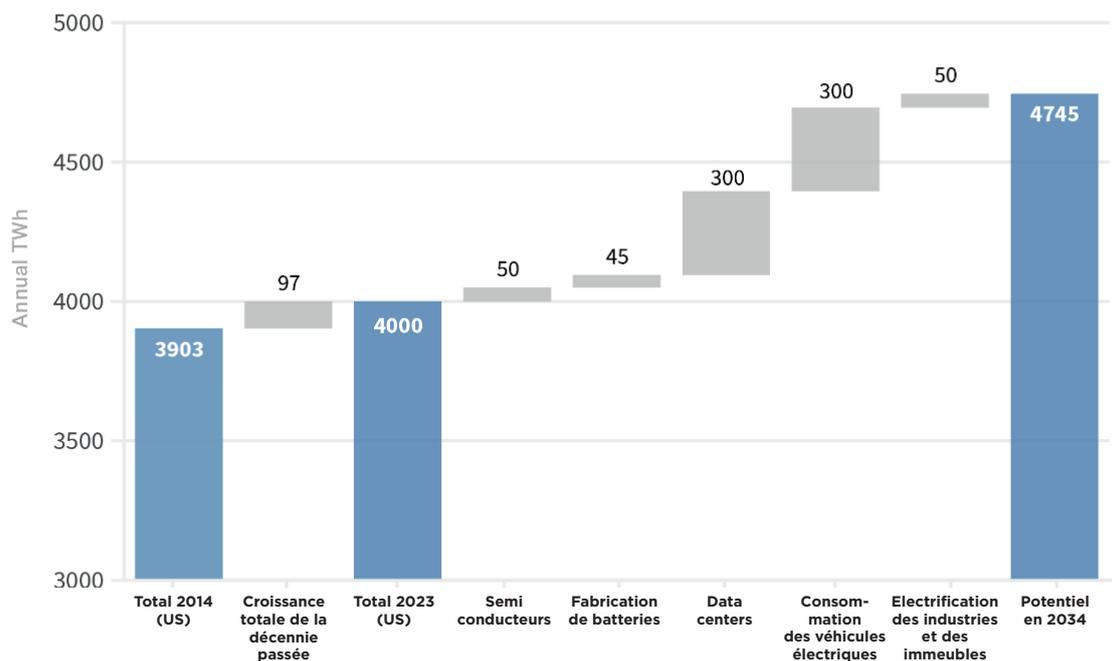
Source : Bloomberg, EDRAM - 31 mars 2025

### Croissance de la demande d'énergie aux États-Unis :

La demande d'électricité aux États-Unis est sur le point de croître considérablement au cours de la prochaine décennie, après avoir stagné depuis le début du siècle. Cette croissance est estimée à près de 20 % d'ici 2034 par le CSIS<sup>3</sup>. L'électrification des véhicules ainsi que le développement des centres de données nécessaires à la croissance de l'IA devraient en effet être des stimuli majeurs. Les services publics devront donc investir massivement afin de répondre à cette demande. **Dans ce contexte, les obligations hybrides d'entreprises constitueraient une composante efficace de leur mix de financement.**

3. Center for Strategic and International Studies

## Graphique 7 : Principales sources de croissance de la demande d'électricité



Ce document doit être interprété comme une étude non exhaustive des sources de croissance de la demande, et non comme une prévision.

Source : SCRS. Estimations de l'auteur, « Annual Energy Review », US Energy Information Administration (EIA), 2024, <https://www.eia.gov/totalenergy/data/annual/>.

## Construction de portefeuille : impact des émetteurs nord-américains

Bien que leurs structures présentent certaines similitudes, le comportement des *preferred shares* a été légèrement différent de celui observé pour les obligations hybrides en Europe. La différence la plus importante tient au fait que l'usage sur le marché américain est de racheter les obligations subordonnées principalement en fonction de considérations économiques, tandis que les émetteurs européens intègrent d'autres éléments dans leur décision.

Il convient de noter que les *preferred shares* ne perdent pas d'*equity credit* en n'exerçant pas leur option de remboursement anticipé (*call*). Une autre différence clé est que le secteur des services financiers représente une proportion importante du marché des *preferred shares*. Cela signifie que les obligations hybrides d'entreprises américaines auront probablement un pourcentage d'exercices des options de « *call* » plus élevé que les *preferred shares*.

Étant donné que la plupart des nouvelles obligations hybrides d'entreprises aux États-Unis n'ont pas de clause de *step-ups* pour leurs coupons, elles perdront l'*equity credit* au cours de la 10<sup>ème</sup> année selon la méthodologie S&P, ce qui peut induire un plus grand nombre de *non-calls* à des dates de *calls* antérieures, en année 5 par exemple. Cependant, **l'option de *call* à la 10<sup>ème</sup> année est très incitative compte tenu de la perte d'*equity credit*, limitant de fait le risque d'extension.** À notre avis, cet aspect est actuellement pris en compte par le marché, puisque les obligations hybrides d'entreprises américaines récemment émises se sont négociées sur des primes plus larges que leurs homologues en euros de notation similaire. La question est de savoir si cette prime se dissipera à mesure que les investisseurs se familiariseront avec la classe d'actifs.

**Tableau 3 : Résumé des calls par classe d'actifs**

	Devise	Émissions non remboursées durant la première période de call	Emissions	Pourcentage
Corp Hybrids	EUR	16	172	9%
Prefs	USD	357	532	67%
COCOS Banque européennes	USD & EUR	20	176	11%

Source : EDRAM - mars 2025

On pourrait penser que la plus grande incertitude autour des calls peut conduire à un comportement différent par rapport au marché des obligations en euros. C'est ce que nous allons analyser dans la suite de cette section.

Dans le tableau 4, nous présentons les corrélations des rendements mensuels entre les différentes classes d'actifs couvertes en EUR. Dans l'ensemble, les actifs crédits européens sont assez corrélés, y compris les instruments à bêta plus élevé. On observe également (tableau 5) que **les corrélations aux États-Unis sont plus faibles qu'en Europe. Les obligations hybrides suivraient probablement le même modèle, ce qui offrirait une diversification supplémentaire aux investisseurs.**

**Tableau 4 : Corrélations des rendements mensuels des indices couverts en EUR depuis le 31/12/2013**

	Obligations d'État de la zone euro	Obligations non financières de la zone euro	Obligations à haut rendement de la zone euro	Hybrides non financiers mondiaux	CoCo de grandes capitalisations	EuroStoxx 600
Obligations d'État de la zone euro	1,00	0,83	0,44	0,50	0,33	0,30
Obligations non financières de la zone euro	0,83	1,00	0,80	0,81	0,67	0,54
Obligations à haut rendement de la zone euro	0,44	0,80	1,00	0,93	0,88	0,77
Hybrides non financiers mondiaux	0,50	0,81	0,93	1,00	0,83	0,72
CoCo de grandes capitalisations	0,33	0,67	0,88	0,83	1,00	0,71
EuroStoxx 600	0,30	0,54	0,77	0,72	0,71	1,00

Source : ICE Bofa, EDRAM - 31 mars 2025

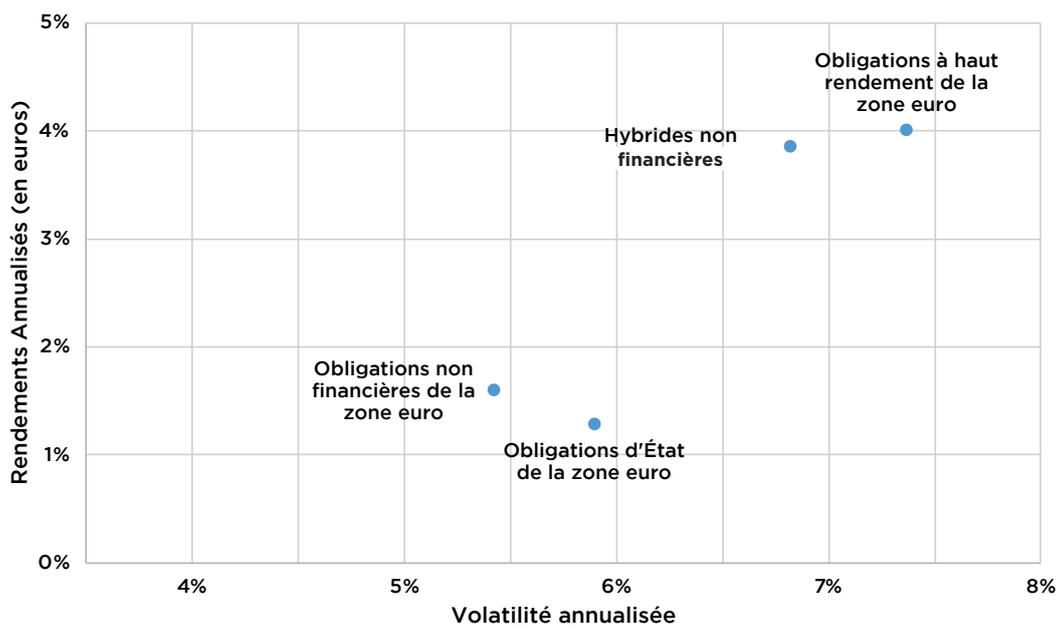
**Tableau 5 : Corrélations des rendements mensuels des indices américains depuis le 31/12/2013**

	Bons du Trésor américains	Obligations indexées sur l'inflation américaine	Obligations d'entreprise américaines	Obligations à haut rendement américaines	Preferred à taux variable & Hybrides	S&P 500
Bons du Trésor américains	1,00	0,77	0,72	0,20	0,15	0,11
Obligations indexées sur l'inflation américaine	0,77	1,00	0,82	0,58	0,49	0,47
Obligations d'entreprise américaines	0,72	0,82	1,00	0,73	0,71	0,56
Obligations à haut rendement américaines	0,20	0,58	0,73	1,00	0,84	0,79
Preferred à taux variable & Hybrides	0,15	0,49	0,71	0,84	1,00	0,69
S&P 500	0,11	0,47	0,56	0,79	0,69	1,00

Source : ICE Bofa, EDRAM – 31 mars 2025

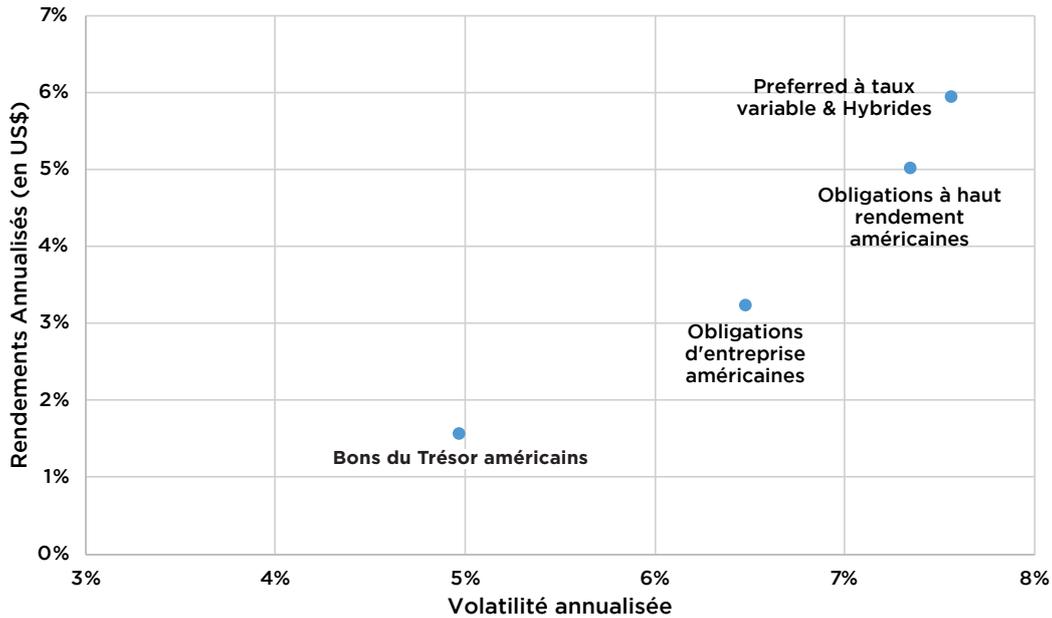
Le ratio de Sharpe des obligations hybrides Investment Grade a été assez similaire à celui des obligations High Yield européennes, offrant les ratios les plus élevés alors que la dernière décennie a été marquée par différents régimes et crises pour l'univers obligataire dans son ensemble. Ce n'est pas surprenant compte tenu de leurs rendements similaires et de leur très forte corrélation. Aux États-Unis, le fait que les *preferred shares* ne soient pas remboursées de manière anticipée ne semble pas entraver la performance, comme l'illustre le graphique 9. **Dans l'ensemble, ces segments apparaissent donc comme complémentaires.**

**Graphique 8 : Ratios de Sharpe des indices couverts en EUR**



Source : ICE Bofa, EDRAM – 31 mars 2025

### Graphique 9 : Ratios de Sharpe des indices USD



Source : ICE Bofa, EDRAM - 31 mars 2025

Les obligations sont différentes des actions car la volatilité ne saisit pas l'ensemble des risques souvent inclus dans les contraintes de portefeuille, comme la durée, la notation, etc. **Cependant, même avec la globalisation de la classe d'actifs, les obligations hybrides restent essentiellement une classe d'actifs à bêta défensif, compte tenu de sa notation Investment Grade et de sa durée modérée couplée à un rendement supplémentaire.**

## ... Et le revers de la médaille : les considérations ESG

### La double nature des obligations hybrides : entre considérations écologiques et nécessités énergétiques

L'ESG et l'impact climatique sont des éléments importants pour les investisseurs, en particulier en Europe compte tenu de l'évolution récente de la réglementation. Il convient de souligner que la structure du marché européen des obligations hybrides d'entreprises est de fait favorable au climat. C'est particulièrement vrai pour les services aux collectivités, qui ont augmenté leurs dépenses d'investissement dans les énergies renouvelables, ce qui a accru la pression sur leur endettement, rendant finalement l'émission d'obligations hybrides nécessaire. Les services aux collectivités sont le secteur le plus important de ce marché européen, représentant près de 33% en décembre 2024<sup>4</sup>. Cela illustre à quel point **ces instruments sont essentiels pour soutenir la transition énergétique**. En émettant des obligations hybrides, ces entreprises peuvent lever les capitaux nécessaires pour financer des projets renouvelables à grande échelle sans surcharger leurs bilans. Les télécommunications sont un autre secteur important de notre univers Euro. **Les obligations hybrides sont en effet très souvent émises par des entreprises ayant d'importants besoins en investissements d'infrastructures.**

4. Source : Bloomberg

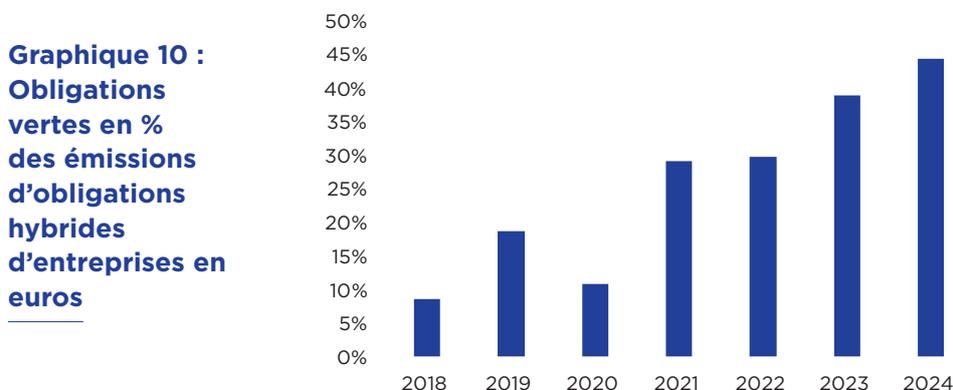
D'autre part, la partie « moins verte » des obligations hybrides d'entreprises européennes est représentée par le secteur du pétrole et du gaz. En effet, l'énergie est le deuxième secteur le plus important de la classe d'actifs avec 17% du marché des émissions en euros, avec TotalEnergies, BP et ENI figurant parmi les principaux émetteurs. L'immobilier représente près de 10% du marché européen. Le secteur de la construction génère 42% des émissions mondiales annuelles de gaz à effet de serre, ce qui en fait un secteur à forte intensité carbone<sup>5</sup>. Cependant, la rénovation et le développement de nouvelles technologies de construction écologique sont essentiels.

Dans l'ensemble, le marché offre donc une certaine diversification, permettant aux investisseurs d'être aussi sélectifs qu'ils le souhaitent en matière d'ESG. Si la structure inhérente au marché européen des obligations hybrides soutient certaines considérations ESG, l'évaluation de l'impact ESG de cette classe d'actifs présente des difficultés indéniables. **Le pourcentage élevé d'infrastructures, en particulier de services publics, ainsi que la prévalence des émissions d'obligations vertes en font un segment intéressant pour des opportunités à fort impact.**

## Financer l'avenir : le rôle croissant des obligations vertes

L'un des points positifs du marché des obligations hybrides d'entreprises en euros est la proportion croissante d'obligations vertes. En décembre 2024, les obligations vertes représentaient 23% du marché des émissions en euros<sup>6</sup>, mais ce pourcentage augmente chaque année. En 2024, près de la moitié des nouvelles émissions étaient des obligations vertes, toutes alignées sur les standards de l'ICMA<sup>7</sup>.

Plus largement, si l'on considère le marché actuel des obligations hybrides d'entreprises labellisées, les obligations vertes en constituent la quasi-totalité (plus de 90% de l'encours total<sup>8</sup>), le reste étant constitué d'obligations durables et sociales. Une entreprise émet une obligation verte afin de financer des projets éligibles spécifiques : énergies renouvelables, transports à faible émission ou bâtiments écologiques. Les obligations sociales sont très similaires, mais elles financent des projets sociaux plutôt que liés à l'écologie. Les obligations durables financent à la fois des projets liés aux volets social et écologique. Les obligations liées au développement durable (SLB ; *sustainability-linked bonds*) sont un autre type d'obligations labellisées, mais ne sont pas présentes sur le marché des obligations hybrides. Plutôt que de financer des projets spécifiques, les SLB ciblent l'amélioration d'une entreprise avec des objectifs spécifiques. Si ces derniers ne sont pas atteints, une pénalité, généralement sous la forme d'une augmentation du coupon, est appliquée. En raison de la structure même des obligations hybrides, il serait très difficile de voir des SLB émises sous cette forme.



Source : Bloomberg, EDRAM - mars 2025

5. <https://www.gresb.com/nl-en/what-is-embodied-carbon-in-the-real-estate-sector-and-why-does-it-matter/>

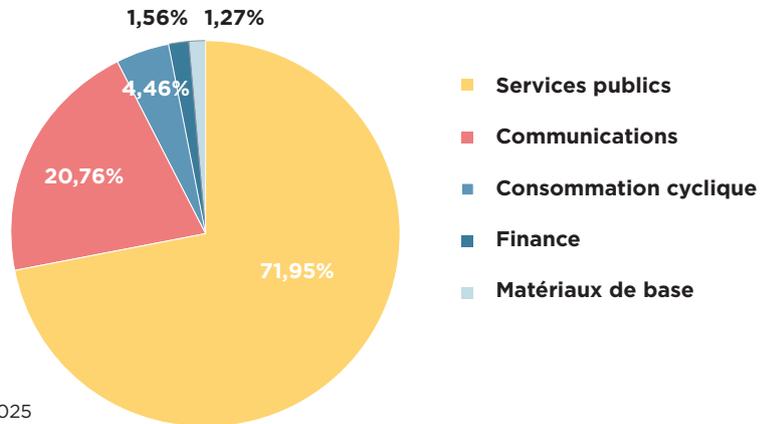
6. Source : Bloomberg

7. International Capital Market Association

8. Source : Bloomberg

Le secteur le plus important pour les obligations vertes est, sans surprise, les services aux collectivités, avec un focus sur les projets d'énergie renouvelable en Europe, comme le montre le graphique 11. Les télécommunications représentent également un secteur important pour les obligations vertes. En termes d'utilisation des fonds, plus des trois quarts des obligations vertes financent des projets d'énergie renouvelable. Le financement de projets de transport propre et d'efficacité énergétique est également fréquent.

**Graphique 11 :**  
**Obligations hybrides d'entreprises européennes labellisées par secteur**



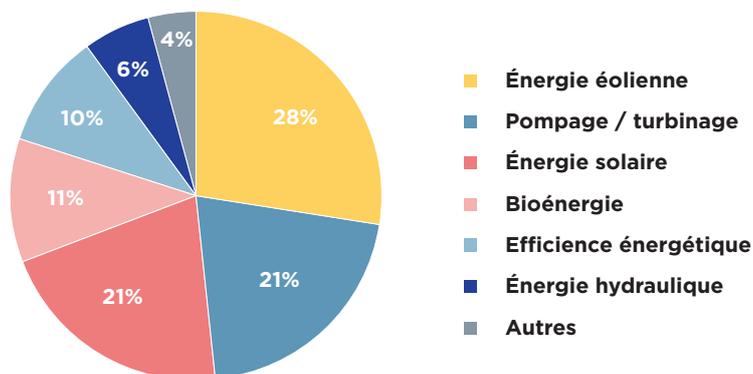
Source : Bloomberg, EDRAM - mars 2025

Alors que la prévalence des obligations vertes ne cesse de croître, **les émetteurs privilégient de plus en plus ces instruments dans leurs stratégies de levée de fonds**. L'alignement sur les normes de l'ICMA garantit que ces obligations soutiennent de véritables projets durables, renforçant ainsi leur crédibilité auprès des investisseurs prenant en compte des critères ESG. Ce cadre donne aux investisseurs l'assurance que leurs investissements contribuent à des avancées environnementales et sociales réelles. De plus, l'augmentation de la demande d'obligations vertes encourage les entreprises de divers secteurs à innover en proposant des solutions répondant à des critères environnementaux stricts, intégrant ainsi les considérations ESG dans leurs stratégies de développement. Cette évolution signifie non seulement un changement dans les priorités des investisseurs, mais marque également une période de transformation pour le marché européen des obligations hybrides.

## Obligations vertes : transparence et impact

L'une des caractéristiques majeures des obligations vertes est la répartition détaillée de l'allocation des fonds issus de l'émission. Par exemple, Engie, précise ligne par ligne les projets financés, ce qui permet d'évaluer l'impact de chacune de ses obligations vertes. Dans le cas de l'obligation 1 7/8% perpétuelle, par exemple, l'entreprise a financé des projets d'énergie renouvelable, ainsi que des investissements en matière de stockage et d'efficacité énergétique. Ces projets devraient permettre d'éviter au moins 4,54 millions de tonnes d'équivalent CO<sub>2</sub> chaque année.

**Graphique 12 :**  
**Répartition de l'utilisation des fonds de l'obligation Engie 1 7/8% perpétuelle**



Source : rapports Engie

## Pour le meilleur ou pour le pire : l'impact des émetteurs nord-américains sur les facteurs ESG

Dans ce contexte, une question clé est de savoir comment la croissance rapide des émetteurs américains affectera le volet ESG du marché actuel des obligations hybrides d'entreprises.

Tout d'abord, la nature de l'émission reste la même : les entreprises utilisent les obligations hybrides comme outil pour lever des fonds de manière efficace. Cela signifie que ces instruments ont tendance à être utilisés dans des secteurs pour lesquels les dépenses d'investissement sont importantes. Ils servent également à protéger les bilans des entreprises dans des scénarios spécifiques : pressions externes ou fusions et acquisitions par exemple. Par conséquent, tout comme sur le marché en euros, les services aux collectivités sont le secteur le plus important du marché des obligations hybrides d'entreprises en dollar (36%). Tout comme en Europe, le secteur de l'énergie se classe au deuxième rang. La décomposition sectorielle est donc sensiblement la même entre les deux régions. Cependant, il est important de noter que les services aux collectivités aux États-Unis, tout en investissant dans les énergies renouvelables, sont plus exposés au charbon qu'en Europe. Cela peut être dissuasif pour de nombreux investisseurs européens. En effet, sur les 21 *utilities* américaines ayant émis des obligations hybrides, plus de la moitié figurent sur la liste Urgewald<sup>9</sup> liée au charbon.

En ce qui concerne l'impact, l'une des principales différences entre l'Europe et les États-Unis tient à l'importance des obligations vertes. Seulement 4% du marché des obligations hybrides d'entreprises en dollar est composé d'obligations vertes<sup>10</sup>. Il s'agit d'un marché intrinsèquement différent en ce qui concerne les obligations labellisées, qui ne changera probablement pas dans un avenir proche. Par conséquent, la croissance des émetteurs en dollar américain aura un impact sur le pourcentage global d'obligations vertes du segment.

Au sein de notre univers (l'indice ICE BofA Global Hybrid Non-Financial Corporate Index), le score ESG moyen des émetteurs américains est de 12/20 (notation ESG Build propriétaire), supérieur à la moyenne des émetteurs européens (11,9). Bien qu'il s'agisse d'un point positif, il est important de garder à l'esprit que les scores ESG se concentrent sur les risques ESG financièrement pertinents, et pas nécessairement sur l'impact. Par conséquent, bien que le fait qu'un score ESG supérieur soit positif, il ne peut pas être considéré de façon isolée et une approche plus globale doit être adoptée. Par exemple, la forte présence de charbon et le faible montant d'obligations vertes peuvent être préoccupants. Chez Edmond de Rothschild Asset Management, nous prenons en compte le score ESG pour les fonds classés Article 8 SFDR, mais nous appliquons également des exclusions concernant l'exposition au charbon, le pétrole non conventionnel et l'alignement avec le Pacte mondial des Nations Unies, entre autres.

9. Global Coal Exit List (GCEL) est une base de données élaborée par l'ONG environnementale « Urgewald » concernant les entreprises actives sur l'ensemble de la chaîne de valeur du charbon thermique.

10. Source : Bloomberg - mars 2025

11. Classification SFDR : La politique d'investissement d'un fonds peut changer au fil du temps et donc entraîner éventuellement une modification de sa classification conformément au Règlement Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR). Si vous avez des doutes concernant la classification SFDR d'un fonds, veuillez contacter votre conseiller habituel.

Article 8 SFDR : Fonds article 8 selon le Règlement Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) : fonds qui promeuvent des caractéristiques environnementales ou sociales.

# Conclusion

Les obligations hybrides d'entreprises entrent dans une deuxième phase de croissance et de diversification de la classe d'actifs, créant ainsi de nouvelles perspectives. Tout comme en 2012 avec S&P, c'est un ajustement méthodologique qui est à l'origine de ce changement de paradigme, mais cette fois chez Moody's. Ce changement et cette expansion du marché des obligations hybrides d'entreprises en USD suscitent l'enthousiasme des émetteurs et des investisseurs. Les émetteurs y voient un nouvel outil de financement efficace et les investisseurs s'intéressent à la possibilité d'obtenir de meilleurs rendements tout en maintenant un risque de crédit limité.

Il est intéressant de noter que ce nouveau marché américain fait preuve d'une forme de singularité par rapport au marché européen sur plusieurs aspects : base d'investisseurs, univers des émetteurs, structure obligataire, et dans une moindre mesure, diversification sectorielle et profil ESG.

La convergence de ces deux marchés est possible, mais elle n'est pas encore évidente. Du point de vue d'un investisseur qui a la capacité d'investir sur ce segment avec une approche globale, une nouvelle source d'opportunités se dessine.

---

#### Liste des indices utilisés dans les tableaux 4 et 5 et graphiques 8 et 9.

	Indices
Obligations d'État de la zone euro	ICE BofA Euro Government Index
Obligations non financières de la zone euro	ICE BofA Euro Non-Financial Index
Obligations à haut rendement de la zone euro	ICE BofA Euro High Yield Index
Hybrides non financières mondiales	ICE BofA Global Hybrid Non-Financial Corporate Index
CoCo de grandes capitalisations	ICE BofA Large Cap Contingent Capital Index
Preferred à taux variable & Hybrides	ICE Variable Rate Preferred & Hybrid Securities Index
Bons du Trésor américains	ICE BofA US Treasury Index
Obligations indexées sur l'inflation américaine	ICE BofA US Inflation-Linked Treasury Index
Obligations d'entreprise américaines	ICE BofA US Corporate Index
Obligations à haut rendement américaines	ICE BofA US High Yield Index
Preferred à taux variable & Hybrides	ICE Variable Rate Preferred & Hybrid Securities Index

**AVERTISSEMENT :** Ceci est une communication marketing. Le présent support est émis par le groupe Edmond de Rothschild. Il n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information. Ce support ne peut être communiqué aux personnes situées dans les juridictions dans lesquelles il serait constitutif d'une recommandation, d'une offre de produits ou de services ou d'une sollicitation et dont la communication pourrait, de ce fait, contrevenir aux dispositions légales et réglementaires applicables. Ce support n'a pas été revu ou approuvé par un régulateur d'une quelconque juridiction. Les données chiffrées, commentaires, opinions et/ou analyses figurant dans ce support reflètent le sentiment du groupe Edmond de Rothschild quant à l'évolution des marchés compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations en sa possession à la date d'élaboration de ce support et sont susceptibles d'évoluer à tout moment sans préavis. Ils peuvent ne plus être exacts ou pertinents au moment où il en est pris connaissance, notamment eu égard à la date d'élaboration de ce support ou encore en raison de l'évolution des marchés. Ce support a vocation uniquement à fournir des informations générales et préliminaires aux personnes qui le consultent et ne saurait notamment servir de base à une quelconque décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation. En aucun cas, la responsabilité du groupe Edmond de Rothschild ne saurait être engagée par une décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation prise sur la base desdits commentaires et analyses. Le groupe Edmond de Rothschild recommande dès lors à chaque investisseur de se procurer les différents descriptifs réglementaires de chaque produit financier avant tout investissement, pour analyser les risques qui sont associés et forger sa propre opinion indépendamment du groupe Edmond de Rothschild. Il est recommandé d'obtenir des conseils indépendants de professionnels spécialisés avant de conclure une éventuelle transaction basée sur des informations mentionnées dans ce support cela afin de s'assurer notamment de l'adéquation de cet investissement à sa situation financière et fiscale.

Les informations sur les valeurs ne sauraient être assimilées à une opinion du groupe Edmond de Rothschild sur l'évolution prévisible desdites valeurs et, le cas échéant, sur l'évolution prévisible du prix des instruments financiers qu'elles émettent. Ces informations ne sont pas assimilables à des recommandations d'acheter ou de vendre ces valeurs. La composition du portefeuille est susceptible d'évoluer dans le temps.

Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps et peuvent être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change. Source d'informations : à défaut d'indication contraire, les sources utilisées dans le présent support sont celles du groupe Edmond de Rothschild. Le présent support ainsi que son contenu ne peuvent être reproduits ni utilisés en tout ou partie sans l'autorisation du groupe Edmond de Rothschild. Copyright © groupe Edmond de Rothschild - Tous droits réservés;



## **EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)**

47 rue du Faubourg Saint-Honoré  
FR - 75401 Paris Cedex 08

Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance  
au capital de 11.033.769 € - Numéro d'agrément AMF  
GP 04000015 - 332.652.536 R.C.S. Paris

**[www.edmond-de-rothschild.com](http://www.edmond-de-rothschild.com)**