

Globalisation du marché de la dette hybride d'entreprise

Janvier 2026



EDMOND
DE ROTHSCHILD

Détail d'un luminaire par le designer Philippe Druillet, salons de la banque, Paris.

Globalisation du marché de la dette hybride d'entreprise

Janvier 2026

Un an plus tard, l'heure du premier bilan

6

par **Marc LACRAZ, Vianney HOCQUET, Daniela SAVOIA**

1. Un marché de plus en plus incontournable pour les investisseurs obligataires
2. Pas de frein à cette tendance toujours entretenue structurellement par les besoins en électricité et en M&A
3. La « structure Moody's » une nouveauté qui séduit aux États-Unis mais aussi en Europe

Un an plus tard, l'heure du premier bilan



Marc LACRAZ
Gérant de portefeuille
Dettes hybrides d'entreprises



Vianney HOCQUET
Gérant de portefeuille
Dettes hybrides d'entreprises



Daniela SAVOIA
Gérante de portefeuille
Dettes hybrides d'entreprises

L'année dernière, nous publions un livre blanc dont le point de départ était le changement de méthodologie de Moody's concernant la dette hybride d'entreprise¹. Bien que d'apparence mineure, nous suspectons que cette évolution aurait de grandes conséquences sur cette classe d'actifs encore jeune à l'échelle des marchés de capitaux. En effet, l'attractivité de ces instruments pour les émetteurs américains s'en trouvait renforcée, ouvrant la voie à une augmentation des volumes d'émission. Des nouveaux émetteurs étaient également attendus, améliorant ainsi la diversification.

Presqu'un an jour pour jour après cette publication, le temps est venu de prendre un peu de recul pour mesurer l'impact réel sur le marché et se demander à quoi pourrait ressembler 2026.

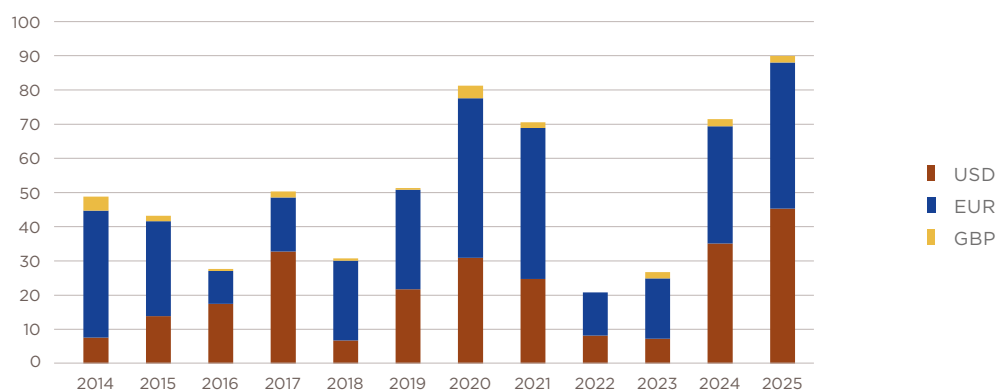
1. Dette subordonnée émise par des sociétés non financières. Ainsi les obligations dites hybrides d'entreprises combinent les caractéristiques des obligations, à l'instar des coupons, avec des attributs propres aux actions, notamment des échéances longues, voire perpétuelles, et des options de remboursement anticipé généralement 5 à 10 ans après l'émission. Classées par les agences de notation à 50% comme du capital et à 50% comme de la dette, elles permettent aux entreprises de lever des capitaux en bénéficiant d'un traitement fiscal avantageux puisque le coupon versé est déductible.



1. Un marché de plus en plus incontournable pour les investisseurs obligataires

L'année 2025 a pleinement confirmé nos intuitions en termes de croissance du marché. Il s'agit d'ailleurs de la plus grosse année d'émission sur la classe d'actifs sur la décennie écoulée avec près de 90 milliards de volume de nouvelles transactions avec une particularité : le dollar. En effet, le volume d'émission en USD a été très soutenu et a dépassé le volume d'émission en euro pour la deuxième année consécutive (cf. Graphique 1), soulignant cette tendance à l'internationalisation de la classe d'actifs que nous attendions.

Graphique 1 : Volume annuel d'émission par monnaie



Source : Edmond de Rothschild AM, Bloomberg.

Par ailleurs sur les 43 émetteurs en USD que nous avons recensés, 22 (51%) étaient des primo-émetteurs².

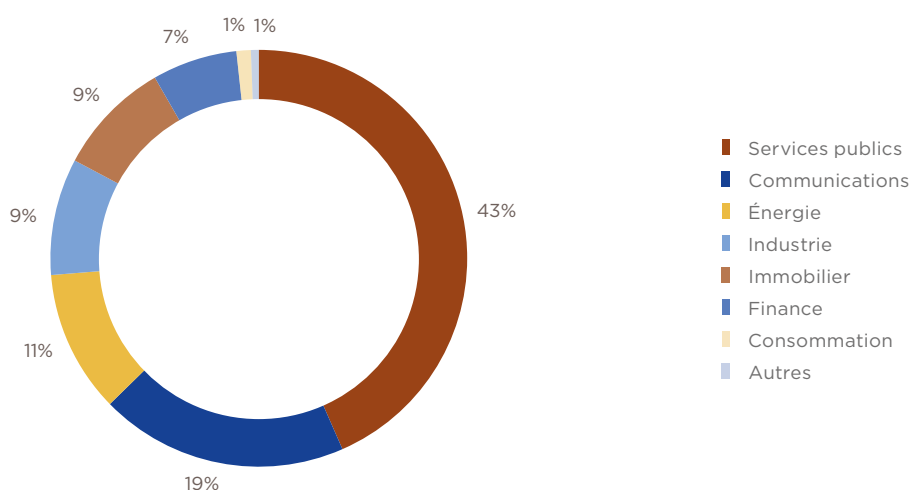
Nous anticipons que l'univers d'investissement ne devrait pas être fondamentalement modifié du point de vue sectoriel, ce qui s'est avéré exact. Les secteurs traditionnels que sont les services aux

2. Source : Edmond de Rothschild AM, données au 28 décembre 2025.

GLOBALISATION DU MARCHÉ DE LA DETTE HYBRIDE D'ENTREPRISE

collectivités et les télécommunications ont représenté une part très importante des émissions en USD avec 62% des souches émises. (cf. Graphique 2).

Graphique 2 : Répartition sectorielle des émissions en 2025



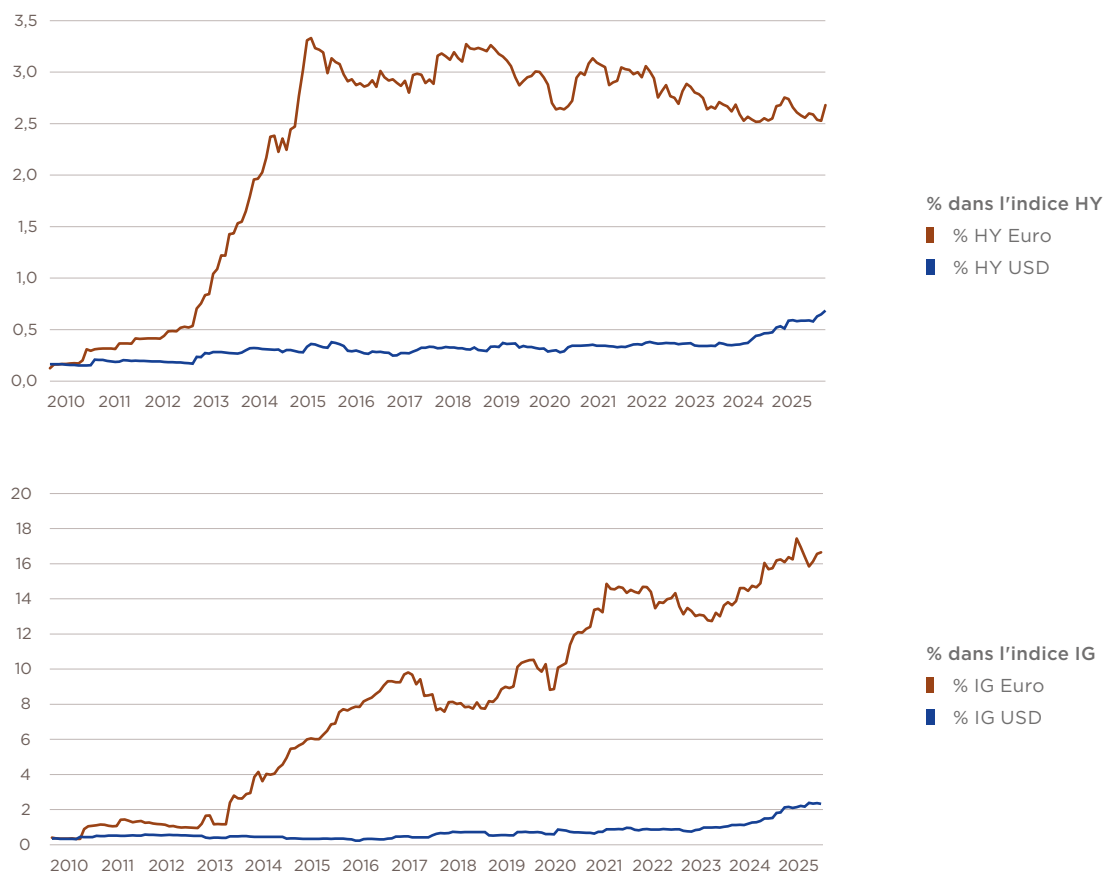
Source : Edmond de Rothschild AM, Bloomberg.

Les raisons structurelles de cette croissance devraient perdurer en 2026. C'est pourquoi nous continuons de penser que la taille totale du marché devrait doubler dans les prochaines années, en anticipant que les dettes *corporate* hybrides représenteront in fine aux États-Unis la même part de marché des indices « corporates » que celle qu'elles ont actuellement en Europe.



À cet égard le graphique 3 souligne la marge de croissance significative sur les deux segments USD *Investment Grade* (IG)³ et *High Yield* (HY)⁴ pour rattraper en proportion leurs homologues européens.

Graphique 3 : Part de marché des hybrides dans les indices IG et HY aux États-Unis et en Europe



Source : Edmond de Rothschild AM, Bloomberg.

3. Les titres « Investment Grade » désignent des titres obligataires émis par des entreprises dont le risque de défaut de paiement varie de très faible (remboursement presque certain) à modéré. Ils correspondent à une échelle de notation allant de AAA à BBB- (notation Standard&Poor's).

4. Les titres « High Yield » sont des obligations d'entreprises présentant un risque de défaut supérieur aux obligations *Investment Grade* (ou catégorie investissement) et offrant en contrepartie un coupon plus élevé.

2. Pas de frein à cette tendance toujours entretenue structurellement par les besoins en électricité et en M&A

Un cycle d'investissement massif s'ouvre aux États-Unis

« *Le principal obstacle auquel nous faisons face n'est pas le manque de puissance de calcul mais c'est l'énergie* » a déclaré le CEO de Microsoft Satya Nadella durant une interview⁵.

Après une longue période de stagnation, la demande en énergie aux États-Unis croit à nouveau de manière soutenue. L'IA, bien que représentant la moitié de cette nouvelle demande, n'est pas le seul facteur. On peut citer entre autres l'électrification de la flotte de véhicule ou bien encore le rapatriement d'activités industrielles aux États-Unis. S'il est encore difficile de prédire le montant exact des capacités additionnelles qui seront nécessaires, des études vont jusqu'à prédire un doublement de la production d'ici 2030⁶.

Une seule certitude, les compagnies électriques vont devoir investir massivement dans les sites de production mais aussi muscler le réseau de transmission.

À titre d'exemple, NextEra Energy⁷, un électricien américain émetteur de dette hybride prévoit de construire 15GWh de capacité pour répondre à la demande des centres de données aux États-Unis d'ici 2035. John Ketchum le CEO parle « d'hypothèse prudente » et confie que le potentiel pourrait atteindre 30GWh en prenant en compte tous les nouveaux besoins. À titre de comparaison, la capacité de génération actuelle équivaut actuellement à environ 75GWh⁸.

Ce contexte fait des entreprises électriques des candidats naturels à l'émission de dette corporate hybride. En effet, elles ont besoin de financer des investissements conséquents ce qui pèse sur leur endettement. Dans le même temps, elles doivent impérativement protéger leur notation *Investment Grade* afin d'obtenir du financement à des taux compétitifs.

En 2025, ce secteur a représenté 39% des nouvelles émissions et 77% des volumes⁹. Nous pensons qu'il restera dominant aux États-Unis en 2026.

5. Source : Financial Times.

6. Source : Financial Times, Grid Strategies.

7. Les informations sur les valeurs ne sauraient être assimilées à une opinion d'Edmond de Rothschild Asset Management (France) 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 peuvent être interprétées comme une recommandation d'acheter ou de vendre ces titres.

8. Source : NextEra Energy.

9. Source : Edmond de Rothschild AM, données au 28 décembre 2025.



Le retour si longtemps annoncé des fusions & acquisitions devient une réalité

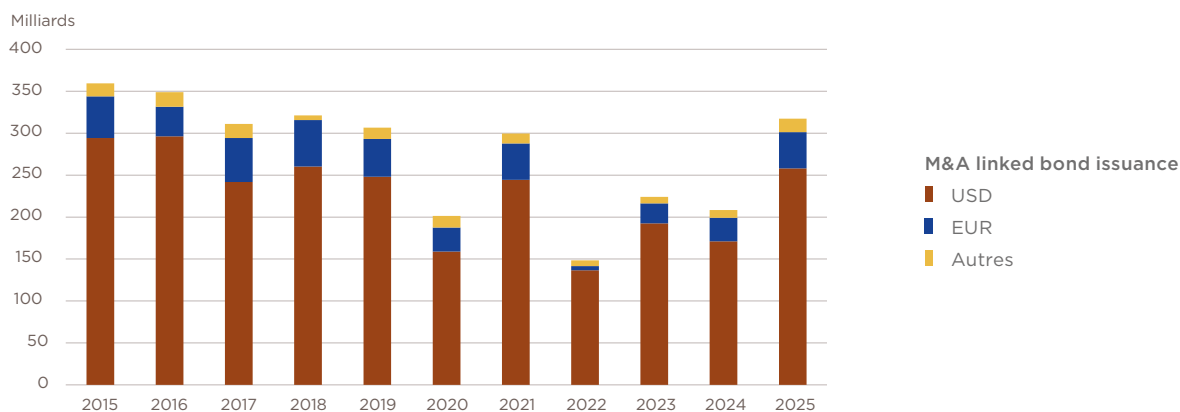
Dans la foulée de l'élection de Donald Trump, les marchés ont très tôt anticipé une reprise marquée des opérations de fusion-acquisition du fait du climat très « pro business » de la nouvelle administration. On peut notamment citer les nominations de nouvelles personnes aux postes clefs de directeurs du département de la justice (DOJ) et de l'agence fédérale de la concurrence (FTC).

Les premiers trimestres 2025 ont cependant été décevants, probablement du fait de l'incertitude créée par la guerre tarifaire. Cependant, une fois les marchés rassurés par les premiers accords conclus notamment avec la Chine et l'Europe, le climat des affaires s'est nettement réchauffé. Les opérations ont augmenté de manière spectaculaire faisant de 2025 la meilleure année pour la fusion-acquisition depuis le Covid (cf. Graphique 4). L'année 2026 s'annonce encore plus prometteuse comme l'illustre la bataille en cours pour la prise contrôle de Warner Bros Discovery.

Les opérations de fusion-acquisition sont un terrain fertile pour l'émission de dette hybride. En effet la société acheteuse s'endette dans un premier temps ce qui conduit les agences de notation à revoir négativement la notation de crédit. L'utilisation de dette hybride pour une partie du mix de financement peut atténuer la montée des ratios d'endettement et ainsi améliorer la perception des agences.

On citera pour exemple une autre opération emblématique annoncée en 2025 et qui devrait se conclure en 2026, l'acquisition de JDE Peets par Keurig Dr. Pepper. En effet, selon Fitch, le levier d'endettement devrait passer de 3x à 5,5x avant de redescendre à 4x sous les 24 mois puis 3x à moyen terme. L'utilisation de dette subordonnée hybride est explicitement mentionnée dans le rapport de l'agence car c'est un facteur qui permettra de limiter la détérioration du ratio. Fitch donne une note de BBB- (perspective stable) à l'émetteur post-transaction.

Graphique 4 : Montant du primaire obligataire lié aux opérations de fusion acquisition (en USD)



Source : Edmond de Rothschild AM, Bloomberg.

Le remplacement des *preferred shares*¹⁰

L'année dernière, nous avons émis l'hypothèse que les hybrides corporate pourraient, au moins en partie, se substituer au marché des actions préférentielles aux États-Unis. En 2025, nous avons déjà commencé à observer ce mouvement. Sempra⁶, une entreprise de services publics américaine de qualité *Investment Grade*, a émis une nouvelle obligation hybride de 800 M\$ arrivant à échéance en avril 2056, avec une option de remboursement à 5 ans. Le produit de cette émission a été utilisé pour racheter l'intégralité des actions préférentielles perpétuelles de série C de Sempra, assorties d'un coupon de 4,875%.

Cet exemple illustre que les entreprises reconnaissent les avantages des hybrides par rapport aux actions préférentielles dans le cadre de la nouvelle méthodologie de Moody's.

10. Les *preferred shares* (actions préférentielles) sont un type d'actions qui confèrent aux actionnaires une propriété partielle d'une société et un droit prioritaire aux dividendes, mais généralement aucun droit de vote.



3. La « structure Moody's », une nouveauté qui séduit aux États-Unis mais aussi en Europe

L'évolution de la méthodologie de Moody's a incité les émetteurs à utiliser une structure d'émission légèrement différente de la structure historique. Pour rappel :

- Les émissions se font avec une échéance de 30 ans, et une option de rappel anticipé après 5 ou 10 ans.
- Le traitement en « *equity* » à 50 %¹¹ de l'obligation est perdu après 10 ans si l'obligation est notée par S&P et en l'absence de *step-up*¹² sur les coupons. Ainsi certaines obligations hybrides avec une option de remboursement (*call*) à 5 ans ne perdent plus forcément le traitement après la première date de *call* ce qui force les investisseurs à ajuster leurs valorisations.
- Selon la place dans la structure de capital d'un émetteur ainsi que les termes de l'émission (rang de subordination, maturité, conditions de report des coupons), Moody's peut attribuer seulement un échelon de moins en termes de notation contre deux échelons dans le passé, faisant de ces obligations des instruments plus « défensifs ».

Dans les faits cette nouvelle structure a pris la part du lion dans les nouvelles émissions de dette hybride aux États-Unis représentant 72% du marché primaire en 2025.

Il est notable que cette structure a aussi commencé à conquérir le marché européen avec en général l'inclusion de *step-up* faisant coïncider la perte de traitement *equity* avec la première date de *call*, afin de correspondre aux usages en vigueur sur le vieux continent.

Ainsi 33% des émissions en euro ont été faites sous un format daté à 30 ans. Parmi ces émissions datées en Europe, toutes incluaient des *step-ups*.

Et maintenant, qu'attendre de 2026 ?

C'est un exercice difficile que celui des perspectives pour l'année 2026. Trois convictions concernant le marché de la dette *corporate* hybride font consensus au sein de notre équipe.

La première est que 2026 sera à nouveau une année de primaire important. En 2026 nous estimons qu'environ 60 milliards de dollars de notionnel seront à refinancer ce qui en fait une année très active¹³.

11. Traitement en *equity* à 50% signifie que 50% du montant de l'obligation est traité comme des capitaux propres et 50% comme de la dette dans l'analyse de crédit de l'agence.

12. Un *step-up* est une augmentation prédéfinie du coupon à une date donnée (par exemple après 5 ou 10 ans), souvent liée à une date de *call* ou à un changement de statut réglementaire ou comptable.

13. Source : Edmond de Rothschild AM & Bloomberg.

GLOBALISATION DU MARCHÉ DE LA DETTE HYBRIDE D'ENTREPRISE

En parallèle, le marché américain devrait continuer d'être le plus actif en termes de croissance nette, tiré en premier par les producteurs d'énergie qui doivent continuer de financer les investissements massifs et la fusion-acquisition.

La seconde est que la performance de la classe d'actifs proviendra en grande partie du portage¹⁴. La prime d'extension, que nous calculons simplement en retranchant de la prime totale la prime de crédit, a beaucoup baissé (cf. Graphique 5). Nous n'envisageons pas une hausse dans un avenir proche mais le potentiel de compression futur nous paraît désormais en grande partie épuisé.

Graphique 5 : Le premium d'extension au plus bas depuis 2020



Source : Edmond de Rothschild AM, Bloomberg.

Enfin, nous pensons que le **profil de risque de la dette corporate hybride qui permet de combiner un rendement élevé avec un risque de défaut assez similaire à l'Investment Grade** devrait continuer de séduire car il permet d'envisager un total return positif en incluant le portage dans une grande variété de scénarios, y compris ceux ayant pour hypothèse un ralentissement économique.

14. Le portage obligatoire correspond au rendement qu'un investisseur perçoit en conservant une obligation jusqu'à une date donnée (coupon encaissé + amortissement éventuel - coût de financement). Il reflète la performance « mécanique » liée au temps qui passe, indépendamment des variations de spread ou de taux d'intérêt.

Avertissement

Janvier 2026. 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 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, 75401 Paris Cedex 08
Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 11.033.769 euros
Numéro d'agrément AMF GP 04000015 - 332.652.536 R.C.S. Paris

www.edmond-de-rothschild.com

