

Section 07 : Marché des obligations corporatives

GSF-3100 Marché des capitaux

Simon-Pierre Boucher¹

¹Département de finance, assurance et immobilier
Faculté des sciences de l'administration
Université Laval

Automne 2021

Introduction

La principale différence entre les obligations gouvernementales et corporatives se situe au niveau du risque de crédit:

- ▶ Il faut tenir compte de la probabilité que l'émetteur ne soit pas en mesure de payer les coupons et/ou la valeur nominale.

Principaux instruments financiers:

- ▶ Obligation corporative (corporate bond);
- ▶ Billet à moyen terme (medium-term note);
- ▶ Autres instruments.

Primes de risque de crédit et d'insolvabilité

- ▶ Lorsqu'il existe une probabilité de défaut, il faut considérer le taux de rendement espéré $E(r)$, soit l'espérance des taux de rendement interne obtenus sous différents scénarios.
- ▶ Prime de risque de crédit: $y^{corp} - y^{réf}$.
- ▶ Prime d'insolvabilité: $y^{corp} - E(r^{corp})$.
- ▶ Un investisseur averse au risque va acheter une obligation corporative seulement si la prime de risque de crédit est supérieure à la prime d'insolvabilité: Il faut que $E(r^{corp}) > y^{réf}$.
- ▶ Bien investir dans les obligations corporatives implique donc une bonne évaluation de $E(r^{corp})$.

Obligation corporative

Caractéristiques générales:

- ▶ Inclut un acte de fiducie (indenture) décrivant les caractéristiques de l'émission;
- ▶ Peut inclure un fonds d'amortissement (sinking fund) pour étaler le fardeau du remboursement de la dette sur plusieurs années;
- ▶ Priorité sur les actionnaires lors d'une liquidation;
- ▶ Obligation avec aucune garantie: Débenture;
- ▶ Garanties possibles: Immobilisation, autres titres financiers, équipement, filiales, endossement;
- ▶ Rang de priorité lorsque la même garantie est offerte sur plus d'une émission.

Obligation corporative

Clauses optionnelles courantes:

- ▶ Rachat (call): L'émetteur a l'option de rembourser l'obligation avant l'échéance;
- ▶ Remboursement (refund): L'émetteur a l'option de rembourser l'obligation pour se refinancer (à de meilleures conditions);
- ▶ Conversion: L'investisseur a l'option de convertir l'obligation en actions de la compagnie;
- ▶ Échéance rapproachable: L'investisseur a l'option d'obtenir un remboursement avant l'échéance;
- ▶ Échéance reportable: L'investisseur a l'option de retarder le remboursement.

Agences de notation

- ▶ Description: Organismes spécialisés dans l'évaluation du crédit des sociétés faisant des émissions de titres à revenu fixe.
- ▶ Leur évaluation finale du risque de crédit d'une émission est notée à l'aide d'une cote de crédit. L'obtention d'une cote de crédit est essentielle à la réussite d'une émission.
- ▶ Leur capacité à remplir leurs fonctions dépend de leur grande réputation d'objectivité et de jugement.

Principales agences de notation

Canada

- ▶ Standard Poor's (www.sandp.com), achat de CBRS (Canadian Bond Rating Service) en 2000;
- ▶ DBRS Morningstar, achat de DBRS (Dominion Bond Rating Service) en 2019 (www.dbrsmorningstar.com);
- ▶ Moody's Investors Service (www.moodys.ca).

USA

- ▶ Moody's Investors Service (www.moodys.com);
- ▶ Standard Poor's (www.sandp.com);
- ▶ Fitch Ratings (www.fitchratings.com).

Cotes de crédit

Les cotes sont divisées en trois catégories:

- ▶ Qualifiée pour l'investissement (investment grade):
 - ▶ AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-;
- ▶ Nettement spéculative (distinctly speculative):
 - ▶ BB+, BB, BB-, B+, B, B-;
- ▶ Principalement spéculative (predominantly speculative):
 - ▶ CCC+, CCC, CCC-, CC, C, D.

Analyse de crédit

- ▶ L'analyse de crédit est le nom de la méthodologie que les firmes de notations utilisent pour évaluer le risque de défaut d'une obligation corporative et en déterminer la cote de crédit.
- ▶ Les trois principaux facteurs considérés dans l'analyse de crédit:
 - ▶ Provisions de l'émission (covenants);
 - ▶ Garanties de l'émission (collaterals);
 - ▶ Capacité de payer de la firme.

Analyse de crédit

Analyse des provisions de l'émission:

- ▶ Examen des protections offertes aux détenteurs d'obligations qui limitent la discrétion des gestionnaires de la firme émettrice.
- ▶ Deux types de provisions:
 - ▶ Provisions affirmatives ou positives: L'émetteur promet de faire certaines choses;
 - ▶ Provisions négatives ou restrictives: L'émetteur ne peut faire certaines choses.
- ▶ Provisions les plus courantes: Limites sur la capacité d'endettement de la firme.

Analyse de crédit

Analyse des garanties de l'émission:

- ▶ Examen des protections offertes aux détenteurs d'obligations qui garantissent la valeur d'une obligation en cas de défaut de la firme émettrice.
- ▶ Deux types de faillite:
 - ▶ Liquidation: Les bénéfices d'une liquidation sont distribués aux créiteurs en ordre de priorité absolue, à partir des plus sécurisés;
 - ▶ Réorganisation: La priorité absolue n'est souvent pas respectée, mais les créiteurs plus sécurisés ont un pouvoir de négociation plus grand.

Analyse de la capacité de payer de la firme

Examen de la capacité d'un émetteur à générer suffisamment de flux monétaires pour être en mesure de payer ses obligations.

1-Évaluation du risque d'affaires: Analyse du risque associé aux flux monétaires opérationnels, établie à partir des perspectives économiques de la firme et de son industrie (cycle économique, perspectives de croissance, compétition, dépenses en recherche et développement, sources de l'offre, niveau de réglementation et ressources humaines);

Analyse de la capacité de payer de la firme

2- Évaluation du risque de gouvernance: Analyse de la structure de propriété de la firme, des pratiques suivies par l'équipe de gestion et des politiques de divulgation financière de la firme;

Deux catégories de mécanisme de gouvernance:

- ▶ Alignement des intérêts des gestionnaires avec ceux des actionnaires;
- ▶ Établissement d'un système efficace de contrôles internes, à commencer par un conseil d'administration indépendant.

Analyse de la capacité de payer de la firme

3- Évaluation du risque financier: Analyse de ratios financiers et d'autres éléments du financement de la firme.

Éléments les plus pertinents des états financiers:

- ▶ Couverture d'intérêt;
- ▶ Endettement;
- ▶ Flux monétaires;
- ▶ Actifs nets;
- ▶ Liquidité (working capital).

Obligation à haut rendement

- ▶ Description: Obligation corporative qui représente un investissement de catégorie nettement spéculative ou principalement spéculative (i.e. avec une cote de crédit inférieure à BBB-).
- ▶ Deux types:
 - ▶ Émission originale ≈ 70 % du marché;
 - ▶ Ange déchu (fallen angel) ≈ 30 % du marché
 - ▶ Chute de cote de crédit due à une acquisition par endettement (leveraged buyout) ou une recapitalisation, ou d'autres raisons (difficulté financière, etc.).

Obligation à haut rendement

- ▶ Les obligations à haut rendement peuvent présenter des structures plus complexes et plus attrayantes pour les émetteurs, leur donnant une plus grande flexibilité en cas de situation difficile:
 - ▶ Obligation à coupons différés: Possibilité de repousser le paiement de certains coupons;
 - ▶ Obligation **step-up**: Taux de coupon qui augmente graduellement;
 - ▶ Obligation **payment-in-kind**: Possibilité de refinancer les coupons aux mêmes conditions que l'obligation.

Obligation à haut rendement

- ▶ Même en situation de défaut, les conséquences varient grandement d'une obligation à l'autre dépendamment du niveau de pertes encourues.
- ▶ Le taux de recouvrement (recovery rate) indique le pourcentage de la valeur nominale récupérée. Il dépend grandement de la priorité.
- ▶ Certaines agences de notation publient des cotes de recouvrement (recovery ratings) pour évaluer le risque associé au faible recouvrement.

Billet à moyen terme

- ▶ Description: Titre d'endettement normalement émis par une corporation distribué de façon continue par un agent de l'émetteur (i.e. une firme de courtage) plutôt que par achat ferme ou par adjudication.
 - ▶ Se différencie d'une obligation corporative standard par son mode de distribution.
- ▶ Échéances: Initialement émis pour des échéances de moyen terme (5 ans), mais maintenant offert pour un terme de 9 mois à 30 ans et plus.
- ▶ Peut être structuré selon diverses caractéristiques, comme avoir un coupon en une autre devise ou fonction d'un indice boursier.

Autres instruments du marché des obligations corporatives

- ▶ Billet structuré (structured note): Titre créé par l'émission d'un billet à moyen terme accompagné d'une transaction simultanée de produits dérivés qui personnalise le titre pour les investisseurs.
- ▶ Prêt bancaire (bank loan):
 - ▶ Prêt qualifié (investment-grade loan), aux firmes hautement cotées, ou prêt à haut risque (leveraged loan), pour les autres firmes;
 - ▶ Prêt syndiqué (syndicated bank loan), fait par un groupe de banques.
- ▶ Obligation garantie sur prêt (collateralized loan obligation): Titre adossé à des prêts bancaires.