

BILLETS AVEC REMBOURSEMENT DE CAPITAL À RECOURS LIMITÉ : UN NOUVEL INSTRUMENT SUR LE MARCHÉ OBLIGATAIRE CANADIEN

Par Kevin Minas et Ebad Saif¹

1. Sommaire

- Une émission inaugurale de billets avec remboursement de capital à recours limité (BCRL) a été effectuée en juillet 2020.
- Ces billets sont des obligations, mais la structure des fonds propres occupe le même rang que les actions privilégiées.
- Les billets s'adressent exclusivement aux investisseurs institutionnels.
- Après avoir mené des consultations dans le milieu de l'investissement, FTSE Russell a décidé pour le moment de ne pas inclure les BCRL dans les indices obligataires FTSE.
- Les rendements sont actuellement intéressants pour les investisseurs en obligations, mais ce type d'instrument comporte des particularités en matière de risques.

2.1 Introduction

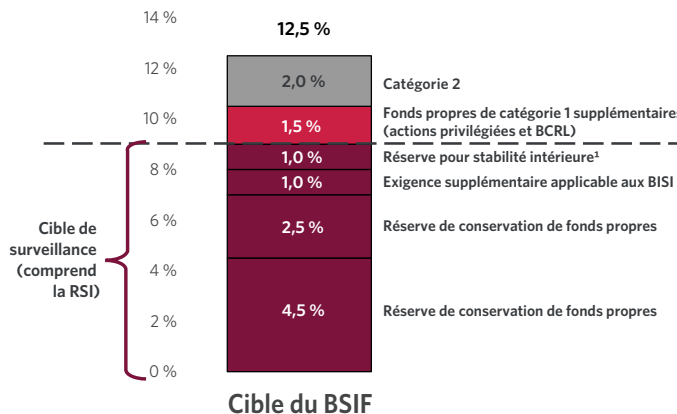
Le 21 juillet 2020, RBC a procédé à la première émission de billets avec remboursement de capital à recours limité (BCRL) au Canada. Il s'agit d'un nouveau titre hybride qui est classé comme une obligation, mais occupe le même rang que les actions privilégiées dans la structure des fonds propres de la Banque. Cette classification signifie que les BCRL sont traités comme des fonds propres de catégorie 1 supplémentaires, ce qui a une incidence tant sur les marchés obligataires que sur ceux des actions privilégiées au Canada. Le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) a approuvé l'émission de BCRL par les institutions financières sous réglementation fédérale.

Figure 2 : Évolution des fonds propres réglementaires



Source : Marchés mondiaux CIBC

Figure 1 : Catégories de fonds propres exigées par le BSIF



Source : Marchés mondiaux CIBC

La réglementation financière oblige les banques et les compagnies d'assurance réglementées à respecter certaines exigences en matière de fonds propres. Les niveaux minimaux de fonds propres sont atteints par le recours à divers instruments financiers, soit des actions ordinaires, des actions privilégiées, des titres de créance subordonnés et des titres de créance de premier rang. Après la grande crise financière de 2007-2008, plusieurs nouvelles formes de fonds propres des banques ont été mises en place; celles-ci ont été assorties de caractéristiques de conversion qui s'appliquent au gré des organismes de réglementation si et quand la viabilité d'une institution financière systématiquement importante est mise en doute. En 2013, la notion de fonds propres d'urgence en cas de non-viabilité (FPUNV) a été introduite en tant que moyen d'absorber les pertes des actions privilégiées et des titres de créance subordonnés; en 2018, des obligations requalifiables ont été introduites de sorte que les anciens titres de créance de premier rang des banques ont été progressivement retirés. Les placements de BCRL marquent la phase subséquente des instruments de fonds propres réglementaires des banques.

¹Kevin Minas et Ebad Saif sont gestionnaires de portefeuilles de titres à revenu fixe. Ont également contribué à la rédaction du présent article John Van Boxmeer, analyste de recherche principal sur le crédit et gestionnaire de portefeuille d'actions privilégiées, et Carlo DiLalla, gestionnaire principal de portefeuille.

En général, les fonds propres de catégorie 1 supplémentaires proviennent du marché des actions privilégiées. Pour l'émetteur, cependant, les actions privilégiées présentent des inconvénients, c'est-à-dire que ce marché constitue essentiellement un marché de détail dont la liquidité est limitée et que les dividendes des actions privilégiées ne sont pas déductibles d'impôt.

Les services de trésorerie des banques s'efforcent toujours de réduire le coût du capital, d'améliorer la liquidité et de diversifier leur bassin d'investisseurs. Les BCRL sont le résultat d'années de pourparlers entre les organismes de réglementation et les émetteurs dans le but de tenter de concilier les besoins des émetteurs et ceux des parties prenantes. La nouvelle structure déductible d'impôt procure aux banques une latitude supplémentaire et leur offre des options de diversification afin de consolider leurs fonds propres de catégorie 1; quant aux investisseurs institutionnels, ils ont ainsi accès à un nouveau type d'obligation offrant un potentiel de rendement intéressant. De plus, cet instrument devrait susciter l'intérêt des investisseurs étrangers parce qu'il ne donne pas lieu à une retenue d'impôt.

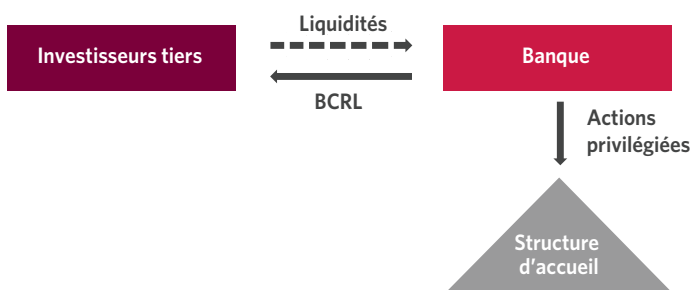
Des banques ont déjà émis des BCRL et les compagnies d'assurance devraient tirer parti de cette structure et retirer les émissions à coût plus élevé d'actions privilégiées en circulation.

2.2 Principales caractéristiques des BCRL

Les BCRL sont des obligations dont les profils de risque s'apparentent beaucoup plus à ceux des actions privilégiées qu'à ceux des titres à revenu fixe traditionnels. Les billets ont une valeur nominale de 1 000 \$ tout comme les obligations traditionnelles, mais sont potentiellement perpétuels, leur taux correspondant à celui des obligations du gouvernement du Canada à 5 ans, plus un écart de taux; le taux est révisé tous les cinq ans, comme c'est le cas de certaines actions privilégiées.

Dans l'ensemble, les BCRL présentent une structure complexe et sont fortement subordonnés. En outre, ils intègrent des fonctions de remboursement par anticipation qui avantagent l'émetteur; aussi est-il essentiel d'exercer une surveillance active si l'on investit dans ce nouveau segment du marché obligataire. À l'heure actuelle, ces titres offrent toutefois des taux intéressants et élargissent l'éventail des options pour les gestionnaires chevronnés.

Figure 3 : Structure des émissions de BCRL



Source : BSIF

2.3 Conséquences pour un portefeuille

Après des consultations auprès des participants au marché, le comité consultatif sur les titres à revenu fixe de FTSE Canada a décidé d'exclure les BCRL de l'indice des obligations universelles FTSE Canada ou de ses autres indices de titres à taux fixe. Pour prendre cette décision, le comité a recueilli les commentaires externes du BSIF et des pupitres des marchés des titres de créance et a procédé à une vaste consultation du marché. Gestion d'actifs CIBC a participé à la consultation du marché et a recommandé que les BCRL soient exclus de l'indice pour le moment.

Vu le caractère distinct des BCRL, la structure ne s'harmonise pas avec les règles en vigueur de l'indice FTSE pour les raisons suivantes :

- La nature perpétuelle et l'option de remboursement par anticipation des billets rendent difficile la détermination de la date d'échéance probable; par conséquent, la durée de cet instrument est indéterminée.
- Les versements de coupons étant révisés tous les cinq ans au taux en vigueur des obligations du gouvernement du Canada à 5 ans plus l'écart de taux initial, il est impossible de déterminer avec précision les versements d'intérêts futurs.

Cependant, l'histoire des indices FTSE rend compte de cas dans lesquels les critères d'inclusion dans l'indice ont évolué. Les titres de créance subordonnés des FPUNV ont été lancés sur le marché en 2014 et la décision de les inclure dans l'indice n'a été prise qu'en 2017. D'autres indices obligataires mondiaux comprennent des instruments perpétuels de sorte qu'il y a des précédents à cet égard. Compte tenu des avantages des BCRL pour les émetteurs et de l'élargissement de l'éventail des investissements qu'ils offrent aux investisseurs institutionnels, nous nous attendons à ce que ce marché prenne de l'expansion au fil des ans et à ce que la question de leur inclusion dans l'indice soit réévaluée par FTSE Russell une fois que le marché aura acquis de la maturité. Une autre possibilité serait que FTSE crée un indice des BCRL semblable à l'indice des obligations feuille d'érable.

L'augmentation des émissions de BCRL s'accompagnera aussi d'une diminution des émissions d'actions privilégiées par les institutions financières; les concentrations sectorielles changeront, car la pondération du secteur financier sera revue à la baisse avec le temps.

2.4 Analyse de scénarios

Pour mieux comprendre quelques-unes des caractéristiques sous-jacentes des BCRL, nous avons analysé le comportement de ce type d'instrument dans trois différents scénarios de marché.

i. Conditions normales du marché

- Le coupon est révisé tous les cinq ans au taux en vigueur des obligations du gouvernement du Canada à 5 ans plus l'écart de taux initial.
- Le titre peut rester en circulation pendant une période indéterminée et les intérêts sont versés aux investisseurs chaque semestre, ou le billet est remboursé à la date de révision.
- La volatilité des taux d'intérêt des BCRL devait être fortement corrélée au taux des obligations du gouvernement du Canada à 5 ans.

ii. Événements particuliers

- En cas de rapport sur les résultats aux organismes de réglementation ou aux autorités fiscales
- Autre événement particulier à prendre en considération : la banque décide d'exercer son pouvoir de livrer des actions privilégiées détenues dans une structure d'accueil aux porteurs de BCRL en remplacement du principal et des intérêts courus impayés. Après la livraison des actions privilégiées, les BCRL seraient annulés. Ce type d'événement ne serait pas traité comme un cas de défaut.

iii. Périodes de crise

- En cas de non-versement ou d'insolvabilité, les actions privilégiées détenues dans la structure d'accueil sont livrées aux porteurs de BCRL.
- En cas de déclenchement des FPUNV, les actions privilégiées sont converties en actions ordinaires à raison d'une action privilégiée pour une action ordinaire.

Les fonds propres d'urgence en cas de non-viabilité (FPUNV)

Les fonds propres d'urgence en cas de non-viabilité (FPUNV) sont destinés à absorber les pertes des instruments qui sont convertis en actions ordinaires au point de non-viabilité. La non-viabilité s'entend du point auquel le BSIF juge que la banque est non viable et le gouvernement décide d'injecter des fonds propres. Les FPUNV présentent l'avantage proposé de procurer un coussin de fonds propres supplémentaires pendant que la banque est en exploitation et de supprimer l'obligation de verser des coupons fixes lorsque les FPUNV sont convertis en actions ordinaires, ce qui donne une plus grande marge de manœuvre financière.

2.5 Notre point de vue

En ce qui concerne les lignes directrices des politiques d'investissement auxquelles les gestionnaires de placements sont assujettis, nous estimons que les BCRL émis par des banques canadiennes devraient être traités comme des titres de créance fortement subordonnés. Compte tenu de la forte subordination des billets, les émetteurs ont obtenu jusqu'à maintenant une variété des cotes publiques allant de première qualité à rendement élevé. Cet type d'instrument devrait être exposé à une volatilité plus grande que les autres titres de créance des banques en raison de l'incertitude entourant sa durée et de sa cote de crédit inférieure à celles des titres de créance de premier rang et d'autres dettes moins subordonnés. Comme nous l'avons noté précédemment, les BCRL sont actuellement exclus des principaux indices obligataires canadiens et, par conséquent, ne peuvent être investis dans des mandats en gestion passive. Bien qu'ils soient exclus des indices et

qu'ils présentent des risques plus élevés, nous sommes d'avis que nos capacités d'analyse approfondie du crédit et notre maîtrise de la gestion de portefeuilles nous procurent un cadre de référence pour déterminer un équilibre approprié entre le risque et le rendement de ces instruments par rapport à des tranches de capital occupant un rang supérieur. L'attrait des BCRL étant appelé à fluctuer, il serait bon que les gestionnaires actifs aient la latitude de prendre des décisions à cet égard au nom des investisseurs.

Nous recommandons que dans les mandats en gestion active de base et d'obligations de sociétés, les gestionnaires de portefeuilles aient la latitude d'investir dans des BCRL de première qualité en tant que titres hors indice; dans les stratégies « de base plus », nous recommandons que les gestionnaires puissent acquérir tant des BCRL à rendement élevé que des BCRL de première qualité, également en tant que placements hors indice. Les BCRL doivent être évalués en regard de leur incidence sur le risque du portefeuille total dans tous les types de mandats et devraient être traités comme des placements opportunistes.

Dans le contexte de faiblesse des taux de 2020, cet instrument offre aux gestionnaires actifs un levier de plus pour rehausser les rendements des portefeuilles. À l'heure actuelle, les investisseurs ont la possibilité de détenir des titres de créance de première qualité de banques canadiennes, assortis de coupons dont les taux sont supérieurs à 4 %. À titre de comparaison, le taux des obligations du gouvernement du Canada à 5 ans est nettement inférieur à 1 % et les obligations de sociétés cotées BBB offrent en moyenne un taux de 2,2 %. Les investisseurs peuvent bénéficier des écarts de taux des obligations à rendement élevé en acquérant des titres de première qualité, mais rappelons que les BCRL présentent évidemment des différences cruciales par rapport aux obligations de première qualité.

2.6 Conclusion

Les billets avec remboursement de capital à recours limité sont un nouveau type d'instrument de fonds propres sur le marché canadien et nous nous attendons à ce que d'importantes émissions soient effectuées au cours des prochaines années. Les BCRL offrent aux investisseurs institutionnels en titres à revenu fixe une solution de rechange aux obligations traditionnelles et présentent des taux intéressants, mais ils ont un profil de risque distinctif. Des analyses fondamentales en matière de crédit et une gestion de portefeuille avertie seront indispensables pour que le profil risque-rendement de ces titres soit adéquatement évalué au fil du temps. De plus, il serait bon que les politiques régissant les placements en gestion active prennent ce type d'instrument en considération.

Parlons ensemble

Si vous avez des questions au sujet de ce rapport ou de tout autre sujet, n'hésitez pas à communiquer avec :

Kevin Minas, CFA, CAIA

Gestionnaire de portefeuille, Titres à revenu fixe
Gestion d'actifs institutionnels
kevin.minas@cibc.com
416 784-6761

²Indice des obligations universelles FTSE Canada au 30 novembre 2020.

2.7 Annexe

Les éléments ci-dessous représentent les composantes clés de la structure des BCRL :

1. Les émissions par institution financière sont assujetties à un plafond de 0,75 % des actifs pondérés en fonction des risques (-50 % de la tranche des fonds propres de catégorie 1).
2. Les BCRL s'adressent exclusivement aux investisseurs institutionnels.
3. La durée avant l'échéance, à l'émission, doit être d'au moins 60 ans, ce qui est obligatoire pour que les BCRL puissent être classés dans la catégorie des fonds propres dits perpétuels.
4. Le coupon doit être révisé tous les cinq ans au taux en vigueur des obligations du gouvernement du Canada à 5 ans plus l'écart de taux initial.
5. La décision du BSIF n'autorise le rachat que si le coût de portage des billets dépasse le coût de remplacement (ou que, s'ils ne sont plus nécessaires, les billets sont remplacés par des fonds propres de qualité supérieure, p. ex. des actions ordinaires ou des bénéfiques non répartis, dont le coût serait en général nettement plus élevé pour l'émetteur).
6. Coupons fixes semestriels, révisés tous les cinq ans, non reportables.
7. À l'émission, deux instruments sous-jacents sont créés : a) des BCRL et b) des actions privilégiées. Les BCRL sont vendus aux investisseurs et les actions privilégiées sont émises et détenues dans une structure d'accueil. Dans certains cas, des actions privilégiées sont livrées aux porteurs de BCRL. L'instrument à utiliser en cas de recours, en l'occurrence des actions privilégiées, est émis dès le départ pour prévenir les problèmes qui pourraient survenir s'il était créé en période de crise.
8. La structure d'accueil est pour l'essentiel une fiducie qui assure la garde des actions privilégiées au nom des porteurs d'obligations et livrera ces dernières en remplacement des obligations, dans certains scénarios de crise préétablis.
9. Ces actions privilégiées sont assorties du même taux de distribution (bien que la distribution porte sur un dividende, et non sur un coupon) et sont assujetties à d'autres conditions, sauf la date d'échéance, tout comme les BCRL.
10. Les BCRL occupent dans les faits le même rang que les actions privilégiées parce que le rang ne peut dans aucune situation déterminer que les investisseurs continueront ou non de détenir les BCRL.
11. Les billets (BRCL) et les actions privilégiées doivent avoir une valeur nominale ou déclarée minimale de 1 000 \$ CA, contrairement aux actions privilégiées, dont la valeur nominale déclarée est de 25 \$.
12. L'émetteur a droit à des déductions fiscales au titre des billets, contrairement aux dividendes des actions privilégiées, qui sont versés en dollars après impôts.

Toutes les données au 15 décembre 2020.

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de Kevin Minas et d'Ebad Saif, et non celles de Gestion d'actifs CIBC inc. Ce document vise à donner des renseignements généraux et ne vise aucunement à donner des conseils financiers, de placement, fiscaux, juridiques ou comptables. Il ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. La situation personnelle et la conjoncture doivent être prises en compte dans une saine planification des placements. Toute personne voulant agir sur la foi des renseignements contenus dans le présent document doit d'abord consulter son conseiller. Sauf indication contraire, toutes les opinions et estimations figurant dans le présent document datent du moment de sa publication et peuvent changer.

Certains renseignements que nous vous avons fournis pourraient constituer des énoncés prospectifs. De tels énoncés sont associés à des risques, connus ou non, des incertitudes et d'autres facteurs qui peuvent faire en sorte que les résultats ou les rendements diffèrent sensiblement des résultats ou des rendements dont il est fait mention de façon explicite ou implicite dans les énoncés prospectifs.

FTSE Global Debt Capital Markets Inc. (« FTDCM »), FTSE International Limited (« FTSE »), le groupe d'entreprises London Stock Exchange (la « Bourse ») ou TSX Inc. (« TSX ») et conjointement avec FTDCM, FTSE et la Bourse, les « concédants de licence ». Les concédants de licence ne donnent aucune garantie et ne font aucune déclaration, expressément ou implicitement, concernant les résultats susceptibles d'être obtenus à la suite de l'utilisation de l'indice des obligations universelles FTSE Canada (« l'indice ») et/ou la valeur affichée par ledit indice à un moment ou un jour donné. L'indice est compilé et calculé par FTSEDCM et tous les droits sur les valeurs et les composantes de l'indice sont dévolus à FTDCM. Les concédants de licence ne peuvent en aucune manière être tenus responsables (que ce soit par négligence ou toute autre cause) à l'égard de quiconque des éventuelles erreurs touchant l'indice et les concédants de licence ne sont pas tenus d'aviser quiconque dans le cas où l'indice contiendrait de telles erreurs. « FTSE® » est une marque de commerce de FTSE International Limited et est utilisée sous licence par FTDCM.

^{MD} Gestion d'actifs CIBC et le logo CIBC sont des marques déposées de la Banque Canadienne Impériale de Commerce (la Banque CIBC), utilisées sous licence. Le contenu du présent document est la propriété exclusive de Gestion d'actifs CIBC et ne doit pas être distribué sans son consentement préalable.