



# Les entreprises aussi sont tentées par l'émission d'obligations hybrides

Les sociétés non financières, telle EnBW, sont actives sur les dettes subordonnées. Mais ce financement reste surtout réservé aux émetteurs du secteur des « utilities ».

PAR XAVIER DIAZ

Les dettes hybrides ne sont plus l'apanage des sociétés financières. De plus en plus d'entreprises les adoptent aussi : cette année, le danois Dong Energy, le belge UCB, l'autrichien OMV et l'allemand EnBW.

Ces obligations subordonnées sont dites hybrides en raison de leur caractère mixte, entre les fonds propres et la dette. « Outre la flexibilité financière offerte par ce type de financement de long terme, le principal intérêt d'émettre ce genre d'obligation pour une société est de renforcer son profil financier afin de défendre son 'rating' », note Nolwenn Le Roux, responsable crédit satellite de Natixis AM. De fait, ces dettes sont en partie considérées comme des fonds propres par les agences de notation. « L'émission de dette hybride visait à mieux sécuriser nos objectifs de structure de capital », explique le groupe énergétique danois Dong Energy.

## Coût de financement

Même motivation pour EnBW, dernière entreprise non financière à avoir émis de la dette hybride en euros fin octobre. « EnBW cherchait à protéger sa notation dans la perspective d'une augmentation de ses dépenses d'investissement, en raison notamment du futur arrêt de la production d'électricité nucléaire en Allemagne », indique Antoine Loudenot, responsable de la structuration d'instruments de capital chez Société Générale CIB, conseil de l'opération. En août, Moody's avait mis sa note sous surveillance négative et EnBW voulait renforcer son profil financier sans faire appel à ses actionnaires, notamment publics.

Mais l'intérêt est aussi lié au coût de financement. « Comparé à une émission mixte actions plus dette, une



émission de titres hybrides est en règle générale plus avantageuse, rappelle Antoine Loudenot. L'avantage financier pour les opérations déjà réalisées sur ce marché se chiffre en centaine de points de base (pb). « Ce qui compense finalement le coût supplémentaire de ce type d'émission par rapport à une obligation classique. Le groupe allemand a émis 750 millions d'euros dans le cadre de cette opération avec un coupon de 7,375 % et une échéance à 60 ans. Cette durée n'est toutefois que théorique. L'émetteur dispose en effet d'un call, c'est-à-dire d'une option de remboursement de l'obligation au bout de cinq ans. « Lorsque nous investissons dans ce type de titres, nous attendons un remboursement à la date du premier 'call' », précise Stéphane Mazel, gérant chez Groupama AM. Les émetteurs sont d'ailleurs fortement incités à rembourser l'obligation dès la première option : le coupon est revu en fonction de l'évolution des taux de marché et un step-up, (augmentation du spread) peut alors être appliqué.

« Ces titres sont intéressants car ils permettent de dynamiser la performance de nos portefeuilles obligataires avec des signatures de qualité », souligne un gérant. Dans le cas d'EnBW, le spread à l'émission s'est élevé à 540 pb. Dans le contexte actuel de tension sur

les marchés, les écarts de taux ont même augmenté à près de 700 pb.

Malgré tout, ce compartiment reste peu significatif. Après une année 2010 prolifique avec 5 milliards d'euros d'émissions, dont un record pour RWE à 1,75 milliard en septembre, 2011 est moins porteuse avec 2,5 milliards depuis janvier. « Le marché des dettes hybrides est encore peu profond et se limite à un certain type d'émetteurs, relève Stéphane Mazel. Ce type de titres ne représente pas plus de 1 % de nos portefeuilles obligataires. » Principal frein au développement de ce compartiment, le risque supplémentaire inhérent à ce type d'instrument. « Pour être intéressantes, ces obligations doivent offrir une prime élevée, poursuit Stéphane Mazel. Mais cet apport de 'spread' n'est pas gratuit. Il rémunère un risque plus important que pour une obligation classique du fait de la possibilité de différer le coupon, du caractère subordonné de l'instrument et de l'incertitude sur l'échéance. » Mais aujourd'hui, la première inquiétude des investisseurs est la liquidité de ces obligations. « Ces titres sont peu populaires car leur liquidité est limitée, rapporte Nolwenn Le Roux. Une faiblesse plus marquée dans des marchés difficiles comme actuellement, qui se traduit par des fourchettes de 'spreads' à l'achat et à la vente très larges. » Enfin, ce type de financement n'est pas ouvert à toutes les corporates et reste encore plutôt réservé aux acteurs de services aux collectivités, compte tenu de la visibilité de leur cash-flow et de leur actionariat souvent public, bien adapté à des maturités très longues.

Cela dit, des émissions sont en projet. Mais le regain de volatilité sur le marché en a remis quelques-unes en attendant une accalmie plus durable. Après une première tentative en septembre, EnBW avait dû attendre une fenêtre de tir favorable fin octobre. ■

Après une année 2010 prolifique avec 5 milliards d'euros d'émissions, 2011 est moins porteuse avec 2,5 milliards depuis janvier.