

Les émissions 'high yield' repartent en trombe

Les émetteurs dégradés en catégorie « spéculative » profitent d'un appétit exceptionnel pour le rendement afin d'obtenir de nouveaux financements.

Fresenius Medical, UPC, Virgin Media, Pernod Ricard, Wind, Fiat, Wendel, Renault ou plus récemment HeildebergCement, les émetteurs européens à « *haut rendement* » (ou *HYB* pour « *high yield bonds* ») se pressent à nouveau sur le marché depuis mi-mai pour trouver des financements, portant à près de 20 milliards d'euros les émissions HYB en 2009, après une année vierge en 2008 (voir le graphique). « *Le marché primaire est reparti encore plus vite aux Etats-Unis pour atteindre déjà 140 milliards de dollars* », explique Philippe Descheemaeker, spécialiste produits crédit chez Axa IM, qui y gère 5,5 de ses 6 milliards de dollars sur cet univers. Fin 2008, les spreads moyens des obligations (marges de rendement du prêt - coupons plus ou moins prime/ décote d'achat - par rapport au taux sans risque, NDLR) se sont écartés à des niveaux historiques, attirant à nouveau les investisseurs... Ces flux massifs ont d'abord concerné les obligations « *investment grade* », avec des spreads moyens proches des 800 points de base (pb) début 2009, avant de gagner, à partir du moment où ces spreads ont baissé, les obligations « *speculative grade* » (notées au-dessous de BBB- chez S&P et Fitch et au-dessous de Baa3 chez Moody's). Essentiellement via le marché secondaire, où les investisseurs sont venus dans un premier temps chercher de fortes décotes par rapport à la valeur faciale des titres, décotes synonymes de fortes prévisions de défauts et de rendements accrus (L'Agefi Hebdo du 4 juin). Après deux années difficiles, les fonds spécialisés ont ainsi annoncé des performances de 20 % à 60 % depuis début 2009, « *et une grande partie du rattrapage est faite* », estime Hugues Rialan, directeur de la gestion financière chez Banque Robeco, reconnaissant par ailleurs que « *ces obligations pourraient être en l'état moins sensibles à une remontée des taux* ».

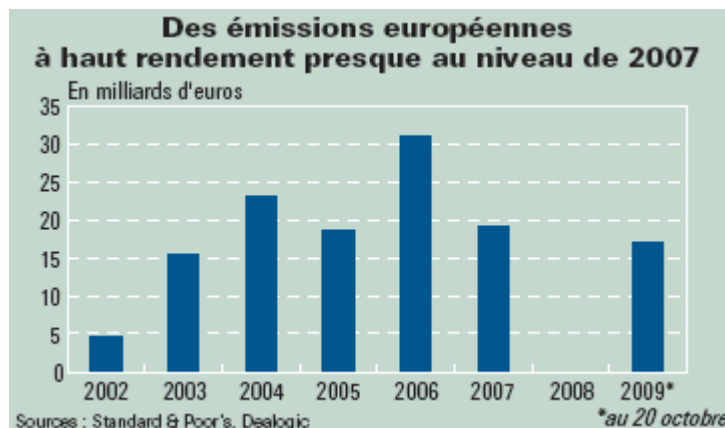
« **Fallen angels** »

« *Tant que les 'spreads' étaient très élevés, il était difficile pour les émetteurs 'speculative grade' de lever de nouvelles obligations sans que cela ne leur coûte très cher* », explique Sune Højholt Jensen, senior portfolio manager de la société danoise Sparinvest. A partir du moment où, face à l'augmentation de la demande, ces spreads se sont réduits, les émissions nouvelles sont progressivement redevenues possibles et les liquidités se sont (en partie) transférées du marché secondaire vers le marché primaire. Résultat : vingt nouvelles émissions « *spéculatives* » (en comptant Peugeot, à la limite de la catégorie) depuis le 16 mai en Europe, où le marché s'est rouvert beaucoup plus tard qu'aux Etats-Unis... Les premières entreprises concernées, comme UPC, Virgin Media ou Wind et ISS, ont émis avec des coupons encore très attractifs - et alors coûteux - dans une logique de refinancement de leurs dettes bancaires ou obligataires approchant de la maturité.

La grande nouveauté tient dans la nature de ces émetteurs qui, comme Pernod Ricard, Renault ou Fiat, viennent essentiellement de la catégorie « *investment grade* » mais ont été dégradés avec la crise. « *On n'est pas encore revenu à un marché dynamique comme en 2006, quand on voyait des émetteurs nouveaux via des entreprises moyennes, parfois même non cotées dans le cadre de LBO (leveraged buyout, NDLR) notés CCC, qui se refinaient avec ces obligations* », analyse Denis Loubignac, directeur général de Delff Asset Management (groupe LFPUFG). Même aux Etats-Unis, le marché concerne encore surtout des entreprises notées BB ou B, peu de CCC. Cela rassure les investisseurs, qui connaissent ces entreprises cotées passées « *sub-investment grade* », a priori de manière provisoire... « *C'est un processus graduel, note un banquier, responsable origination high yield. Le marché s'est rouvert vers des produits plus risqués, mais aussi*

là où la liquidité est la plus forte : donc en premier lieu vers ces 'fallen angels' (anges déchus, NDLR). Cela finira par se répercuter sur des noms moins connus. Pour l'instant, les 'spreads' sont encore élevés pour les entreprises moyennes, donc elles attendent d'être face à un besoin vital. » Dès lors, le risque pour les investisseurs est-il suffisamment rémunéré ? Si les spreads se sont resserrés rapidement ces derniers mois, leur niveau reste meilleur qu'en 2006 ou 2007 : avec par exemple 300 pb (contre 100 à l'époque) pour une dette BBB, 500 pb (contre 150) pour une dette BB, et 900 pb (contre 400) pour une dette CCC, ils offrent une bonne hiérarchisation entre les différents niveaux de risques. Alors que simultanément, l'engouement pour la dette et les faibles taux d'intérêt sans risque amènent les investisseurs à abaisser leur seuil de risque acceptable pour obtenir du rendement.

Le rendement moyen actuel des HYB se situe aux environs de 10 %, avec un coupon sur le marché primaire autour de 8 %.



Défauts réduits

« La notion de risque doit être mise en perspective avec le taux de défauts », rappelle Sébastien Barthélémi, responsable de la recherche crédit chez Louis Capital Markets, citant quand même des défaillances emblématiques, comme Belvédère, Akerys, LyondellBasell, Wind Hellas ou Truvo : « Avant juin, les agences de notation anticipaient que le taux de défaut atteindrait environ 24 % en cette fin d'année aux Etats-Unis, qui restent le marché de référence même si les défauts y sont statistiquement supérieurs à l'Europe : depuis, leurs craintes se sont atténuées et elles voient le pic dépasser à peine les 12% en novembre, avant une baisse en 2010 à des niveaux très raisonnables, de 6% ou moins. » Pour Philippe Descheemaeker, « si on en reste là, les défauts n'auront finalement jamais atteint les taux anticipés par les 'spreads' ». « L'essentiel des émissions se font dans une logique de refinancement à court terme. Or, l'afflux de liquidités, massif et inégalé depuis 2003, notamment provenant d'institutionnels ayant sous-pondéré le crédit puis raté le début du 'rally' début 2009, a commencé à reculer mécaniquement (dans le temps) les risques de défaillance des entreprises qui trouvent de quoi se refinancer », explique aussi Denis Loubignac.

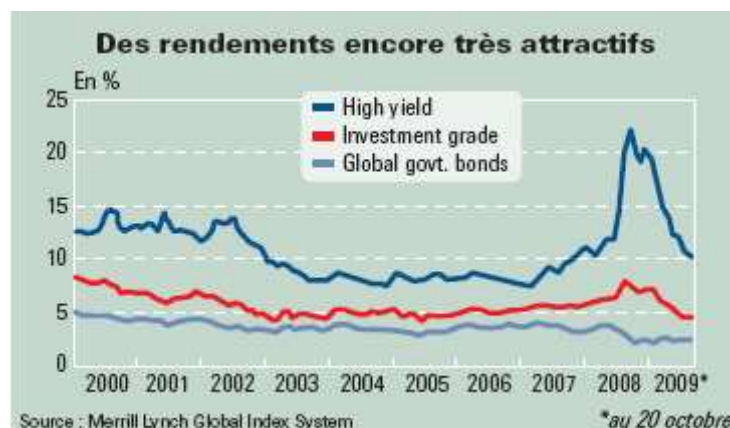
Ces afflux de liquidités vont rouvrir des possibilités pour les émetteurs... Et provoquer une hausse sur le marché secondaire, où les valorisations sont encore peu élevées, certaines obligations se négociant avec une forte décote (de 20 % à 40 %) et laissant envisager, si retour vers le pair il y a, des rendements de plus de 20 %. La récente émission par HeidelbergCement, entreprise très cyclique notée B+ et proche du défaut l'hiver dernier, de trois tranches (5, 7 et 10 ans), pour 2,5 milliards d'euros avec plus de 10 milliards de souscriptions, est symbolique de l'appétit pour le « haut rendement ».

Négociations avec les prêteurs

En conséquence, les entreprises venues de l'« *investment grade* » ont pu émettre dans un certain climat de confiance, en conservant leur documentation habituellement allégée en covenants (clauses restrictives) techniques et financiers : « *La documentation est le reflet d'une offre et d'une demande ; on ne peut jamais dire si elle est trop légère car, à la signature, tout le monde la croit adaptée* », rappelle un spécialiste en réponse aux récentes études de Standard & Poor's ou Barclays Capital qui dénonçaient un retour possible aux dérives d'avant-crise. Ces covenants, incontournables pour les prêts bancaires, restent globalement appliqués aux classiques obligations high yield, notamment pour les protections en cas de changement de contrôle et de LBO* qui, bien qu'inexistants aujourd'hui, ont pu alourdir exagérément la dette d'entreprises comme ISS ou TXU en 2006-2007. « *Qui peut dire que les émetteurs actuels ne verront pas leurs comptes ou leurs bilans se dégrader dans trois ou cinq ans ?* », lancent certains analystes, arguant que les banques avaient tout à gagner en plaçant de larges volumes d'obligations. La crise économique ne semble pas fi nie, et les sorties de crise passent par des consolidations-fusions-acquisitions accrues...

En attendant, ces obligations peuvent parer à des menaces de bris de covenants sur la dette bancaire : les émetteurs n'ayant pas d'autre choix pour se refinancer, faute de nouvelle dette bancaire disponible, trouvent, à l'instar de Virgin Media fin octobre, un arrangement avec leurs banquiers seniors prêts à sortir au pair, ou pas loin, plutôt que de garder au bilan une dette mal valorisée en « *mark-to-market* »... Ces émissions nécessitent des négociations avec les anciens comme avec les nouveaux prêteurs, qui obtiennent désormais, même aux Etats-Unis sur de moyennes entreprises comme pour Ardagh Glass en juin ou Reynolds en octobre, des obligations HYB « *senior secured* », c'est-à-dire alignées « *pari passu* » sur les priorités de remboursement de la dette senior, avec aussi des garanties directes sur les actifs. Dans le deuxième cas, l'émission a également servi à financer la réorganisation capitalistique du groupe. « *Et l'arrivée d'émetteurs comme Campofrio Food, pour 500 millions d'euros mi-octobre, est le prémice d'un retour à la normale* », conclut Sébastien Barthélémi. Un retour vers un « vrai » marché *high yield* qui verra de nouveaux LBO venir s'y refinancer... Pour tous les spécialistes, une bonne sélectivité redeviendra alors, comme toujours en période de transition, une nécessité.

*Selon Bloomberg, la moitié des émissions du bas de la catégorie « *investment grade* » aux Etats-Unis l'ont été cette année avec des clauses de « *poison put* », qui permettent aux investisseurs d'être remboursés à 101 % en cas de changement de contrôle



Les obligations non notées aussi

Christian Dior, Rallye, Air France-KLM, Lagardère, Adidas, Heineken et récemment Havas... Une douzaine d'émetteurs non notés ont placé des obligations depuis septembre, faisant pour certains une première apparition remarquable sur le marché obligataire. Ces émissions témoignent d'une normalisation progressive du marché du crédit : à la recherche de rendement, les investisseurs se sont massivement positionnés sur ces opérations, même si certains d'entre eux ne sont autorisés à acheter des obligations non notées que de façon limitée. L'émission Air France-KLM a ainsi été relevée de 500 à 700 millions d'euros après avoir été plus de 10 fois sursouscrite ; idem pour les opérations A.P. Moller ou Heineken. En revanche, celle sur Lagardère, qui a quand même placé 1 milliard d'euros à 5 ans, souffre particulièrement... Le marché obligataire offre à ces groupes un coût de financement inférieur à celui des montants de maturités plus longues (7 ans pour Rallye, Air France-KLM, Campari ou Heineken). Avec l'appétit actuel pour le risque et la bonne notoriété de ces signatures, la différence de prix avec des émissions notées se réduit, même si la plupart restent considérées « high yield » par les investisseurs. Rarement présents sur ce marché, ces quelques émetteurs n'ont pas toujours d'intérêt à payer pour une notation, d'autant qu'ils préféreraient que l'engouement actuel se porte plutôt sur leurs actions...



L'AVIS DE...

Youssef Khat, responsable mondial de l'activité high yield capital markets de Calyon

« C'est la principale source de liquidités aujourd'hui »

Quelles sont les caractéristiques du marché « high yield » aujourd'hui ?

C'est devenu la principale source de liquidités pour les entreprises qui doivent refinancer leur dette bancaire et des emprunts obligataires, à court terme mais aussi à moyen-long terme. Certaines ont pris les devants dès la fin du printemps pour ne pas se retrouver dans un mouvement massif en 2010 ou 2011 : même si elles ont pu payer un peu cher au début, elles ne doivent pas le regretter. On en voit d'ailleurs qui recommencent de nouvelles émissions. D'autres tendent aussi à lever de l'argent frais pour de nouveaux investissements. Enfin, des sociétés sous LBO (leveraged buy-out, NDLR) pourraient bientôt venir se refinancer sur ce marché.

Voyez-vous affluer de nouvelles catégories d'investisseurs, par exemple « retail » ?

On parle effectivement d'investisseurs indirects plus retail et stables, notamment via les banques privées, mais uniquement sur certaines signatures très connues (comme Air France-KLM, Rallye, Campari, ou HeilbergCement qui a émis des titres à 1.000 euros, NDLR). Toutefois, le gros du marché reste composé d'institutionnels, qui y trouvent du rendement avec une volatilité limitée, bien plus élevée que sur les obligations « investment grade » mais sans doute moins que sur les actions...

Faut-il proposer systématiquement une forte prime d'émission ?

Cela a été déterminant à la réouverture du marché au printemps pour encourager les investisseurs qui possédaient déjà du papier de l'entreprise concernée à revenir, voire à refinancer des dettes existantes. Les conditions de marché sont porteuses aujourd'hui, donc cela peut paraître moins indispensable. Mais malgré une stabilisation du marché, il n'y a pas encore de règle standard, comme d'ailleurs pour la documentation juridique qui accompagne ces émissions : tout se négocie au cas par cas...

Fabrice Anselmi

© 2009 L'Agefi - Hebdo. Tous droits réservés.

L'utilisation du présent document est soumise aux lois internationales sur les droits d'auteur et fait l'objet d'une autorisation spécifique accordée pour la reproduction et la communication au public sur Internet.