

Marché primaire : Septembre 2017

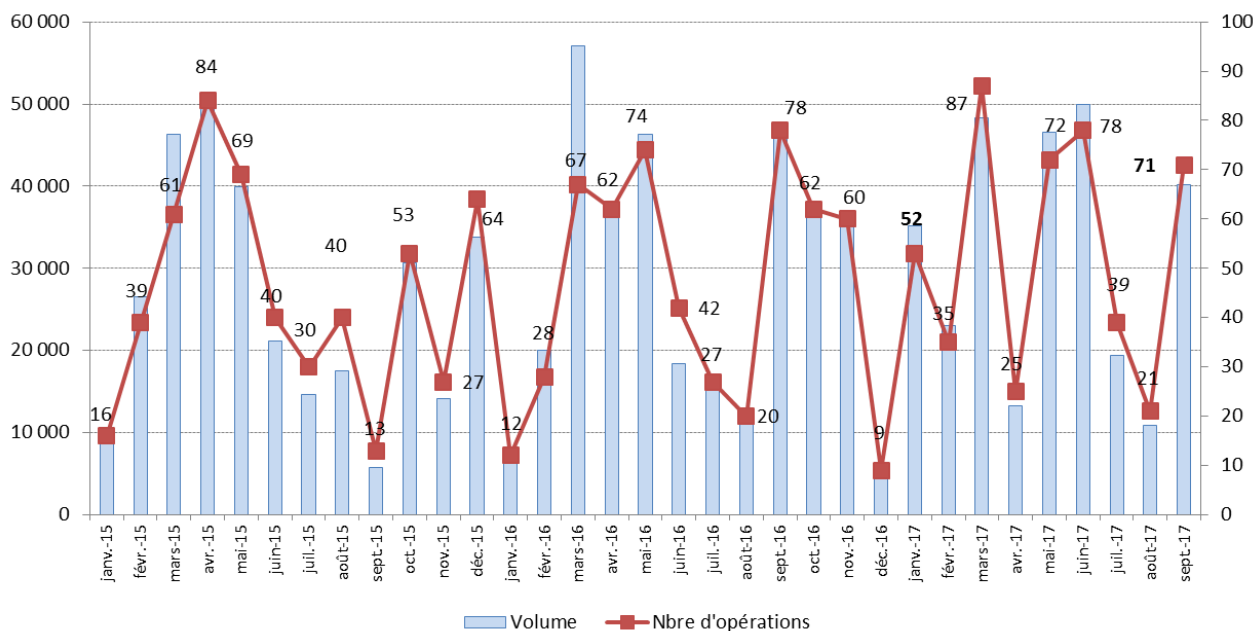
Le volume d'émissions a atteint **EUR 72.86Md** sur le mois à travers 119 opérations, à rapporter à un volume d'EUR 26.55Md en août 2017 et d'EUR 61.41Md au mois de septembre 2016. Le volume a ainsi plus que doublé (2.74x) d'un mois sur l'autre et est en hausse de 18.64% sur un an glissant.

Nous recensons 71 émissions « **Corporates** » en septembre pour un volume d'**EUR 40.15Md**, multiplié par 3.68x sur un mois et en baisse de 12% sur un an. Ce compartiment représente 55% du volume d'émissions mensuel. La catégorie « **Investment Grade** » représente 71% des émissions corporates avec **EUR 28.32Md**, tandis que le volume d'émissions « **High Yield et non-noté** » a atteint **EUR 11.83Md**.

Du côté des « **Financières** », le volume d'émissions a atteint **EUR 32.71Md** en septembre (soit 45% du volume consolidé), pour **48 opérations**. Il ressort en hausse (2.09x) sur un mois ainsi que sur un an. Le compartiment « **Covered** » représente 33% du volume d'émissions, soit **EUR 10.75Md** (+138.89% sur un mois et +169% sur un an) tandis que les souches « **Senior** » ont représenté un volume d'émissions d'**EUR 15.91Md** (+130.51% sur un mois et +71.80% sur un an) et les « **Subordonnées** » EUR 6.05Md (+42% sur un mois et +152% sur un an).

Emetteurs Corporate :

Graphique 1 : Emissions corporates depuis janvier 2015 (données Bloomberg / Carax)



En **septembre 2017**, le volume d'émissions sur le segment « corporates » a plus que triplé (+268.25%) par rapport à août 2017 à **EUR 40.15Md**, via **71 opérations**. Sur un an glissant, le volume a en revanche baissé de 12%. La catégorie « **Investment Grade** » a représenté **71%** du volume d'émissions (**44 opérations**), soit un volume d'**EUR 28.32Md**, en hausse de 227% par rapport au mois d'août. Par rapport au mois de septembre 2016, le volume émis a reculé de 10%

(contre EUR 31.42Md en septembre 2016). Sur le compartiment « **High Yield et non noté** », nous recensons un volume d'émissions d'**EUR 11.83Md**, contre EUR 2.26Md le mois précédent et EUR 14.33Md en septembre 2016 (respectivement une hausse de 425% et une baisse de 17% sur un an), via **27 opérations**. Cette catégorie représente 29% du volume de la catégorie corporate .

Catégorie Investment Grade

Nous recensons **44 émissions « Investment Grade »** ce mois-ci pour un volume d'émissions d'**EUR 28.32Md**. Parmi les émissions notables, nous retrouvons :

Icade (-/BBB+/-) qui a émis le 4 septembre un green bond d'EUR 600M à échéance 10 ans (septembre 2027) à MS + 80bp (contre un IPT de MS + 100bp), soit un coupon de 1.50%. L'émission, sursouscrite 3x, permettra de financer des actifs et projets de la foncière tertiaire en respectant des critères de certification au minimum HQE «Très bon» ou BREEAM «Very Good». Très beau resserrement en spread, cette souche traitant désormais autour de Z + 60bp.

Le 5 septembre, l'équipementier automobile **Valeo (Baa2/BBB/-)** a placé une souche d'EUR 600M à échéance 09/2022, assortie d'un coupon de 0.375%. Cette tranche a été pricée à MS + 25bp contre une guidance autour de MS + 25/30bp et un IPT autour de MS + 35/40bp. Le resserrement du spread (marché secondaire autour de Z+ 15bp aujourd'hui) a permis de compenser le mouvement de marché sur les taux.

Vivendi (Baa2/BBB/BBB) a placé le 11 septembre une souche d'EUR 850M, d'une durée de sept ans. La tranche a été émise à MS + 55bp contre un IPT à MS + 70bp, pour un coupon annuel de 0.875%. « L'emprunt a été sursouscrit près de 3x », annonçait le groupe de médias, précisant que la maturité moyenne de sa dette obligataire ressort désormais à 5.3 ans.

Anglo American (Baa3/BBB-/BBB-) a émis le 13 septembre une nouvelle souche d'EUR 600M à maturité huit ans. L'émission est ressortie à MS +110bp contre un IPT MS +140bp, soit un coupon de 1.625%. Parallèlement à cette opération, l'entreprise a lancé une opération de « tender offer » portant sur 4 souches à échéances 2018, 2019 et 2020 pour un montant cumulé d'EUR 945.8M

- EUR 394.6M sur la souche XS1211292484 ANGLO AMERICAN 1 ½ 04/01/2020 (encours d'EUR 600M) avec un spread de rachat à MS + 15bp, soit à 103.661%
- EUR 88.95M sur la souche XS0830380639 ANGLO AMERICAN 2.50% 18/09/2018 (souche d'EUR 248M) à un rendement de -0.15% soit un prix de 102.603%
- EUR 216.5M sur la souche XS0789283792 ANGLO AMERICAN 2 ¾ 07/06/20/2019 (d'EUR 574M) à un rendement de -0.10% soit un prix de 104.848%
- EUR 245.7M sur la souche XS0995040051 ANGLO AMERICAN 2 ⅞ 20/11/2020 (d'EUR 600M) @ MS + 20bp, soit un prix de rachat de 108.479%

Engie (A2/A/-) a émis le 19 septembre 3 souches obligataires dans le cadre de sa plus importante émission obligataire depuis mars 2015 dont 2 green bonds (les 2 tranches les plus courtes):

- La première tranche, d'EUR 500M, de maturité février 2027, est ressortie avec un spread à l'émission de MS +17bp, contre un IPT MS + 25/30bp, soit un coupon de 0.375%,

- Une deuxième tranche d'EUR 750M à échéance février 2029, a fait apparaître un spread à l'émission de MS +40bp, contre un IPT de MS +55bp, donnant un coupon de 1.375%,
- Enfin, une dernière souche (qui n'est pas un green bond) d'EUR 750M à échéance de 20 ans, a été pricée à MS +58bp (soit un coupon de 2%), contre un IPT MS +75bp

Le même jour, **Gecina (A3/BBB/-)** a émis un emprunt obligataire d'un montant d'EUR 700M, de maturité janvier 2028, avec un coupon de 1.375%, soit un spread à l'émission de MS +60bp, contre un IPT de MS + 75/80bp. Cette émission a été sursouscrite plus de 2x. Parallèlement, Gecina a lancé une tender offer qui s'est terminée le 26 septembre sur les trois souches obligataires suivantes : FR0011233337 GECINA 4 ¼ 04/11/2019 d'EUR 650M initialement, et dont l'encours s'élève aujourd'hui à EUR 439.7M, FR0012059202 GECINA 1 ¾ 07/30/2021 d'EUR 500M initialement, et dont l'encours s'élève aujourd'hui à EUR 236.1M et FR0011502814 GECINA 2 ¾ 05/30/2023 d'EUR 300M initialement, et dont l'encours s'élève aujourd'hui à EUR 242.6M. Le montant nominal apporté à l'offre s'élève à EUR 274M.

Pour résumer, nous recensons pour le mois de septembre les émissions Investment Grade suivantes :

2 – 5 ans : Mohawk Capital Finance (Euribor 3mois + 30bp) à 2 ans, Glaxosmithkline (MS+ 12bp), John Deere (Euribor 3mois +18bp), et Volkswagen (MS + 32bp) à 3 ans, Daimler (MS +22bp) et Asahi Group (MS + 30bp) à 4 ans, Valeo (MS + 25bp), RCI Banque (MS + 60bp), NorteGas Energia (MS + 68bp), une seconde John Deere (Euribor 3mois + 27bp) et PSA Banque France (MS + 48bp) à 5 ans.

6 – 8 ans : Engie (MS + 17bp) et John Deere (MS + 25bp) à 6 ans, Volkswagen (MS +80bp), Kimberly-Clark (MS +23 bp), Vivendi (MS +55bp), Ahold Delhaize (MS + 50bp), CPI Property (MS + 175bp), Total (MS + 17bp) à 7 ans, ENI (MS +57bp), Quintiles IMS (Bund + 287bp), Anglo American Capital (MS +110bp), Asahi Group (MS +60bp), Brenntag (MS + 60bp), Goodman Australia (MS + 78bp) à 8 ans.

9 - 11 ans : Glaxosmithkline (MS + 35bp) à 9 ans, Icade (MS + 80bp), Iberdrola (MS +58bp), Magna International (MS + 60bp), NorteGas Energia (MS +118bp), Brambles (MS + 70bp) à 10 ans, Telefónica (MS + 90bp), Gecina (MS + 60bp), Transurban Finance (MS + 95bp) à 11 ans.

+ de 11 ans : Italgas (MS + 72bp), Engie (MS + 40bp), Glaxosmithkline (MS + 45bp), Merlin Properties Socimi (MS + 140bp), London Stock Exchange (MS + 75bp), Autostrade Per l'Italia (MS + 80bp), Heineken (MS + 50bp) et Total (MS + 30bp) à 12 ans, Suez Environnement (MS + 50bp) et Engie (MS + 58bp) au-delà.

Emetteurs High Yield ou non notés

Nous avons recensé **27 opérations « High Yield et non-noté »** au mois de septembre 2017 pour un **montant consolidé d'EUR 11.83Md**, contre un volume d'EUR 2.25Md en août (pour 6 opérations). Sur un an glissant, le volume d'émissions a en revanche baissé de 17%.

Comme nous l'avons observé chez les émetteurs Investment Grade, quelques sociétés de la catégorie High Yield ont également profité des excellentes conditions de taux pour émettre de nouveaux titres et rembourser en parallèle par anticipations des souches émises au cours des 3 dernières années, permettant de réduire nettement leurs charges financières.

Equinix (B1/BB+/-) a émis le 6 septembre une souche obligataire senior unsecured d'un montant d'EUR 1Md sur un format 8 ans callable à partir de la 3^{ème} année. De maturité octobre 2025, cette nouvelle souche permet de financer le remboursement annoncé en date du 28 septembre 2017 (@ 102.44%) de la souche libellée en dollars US29444UAL08 EQUINIX 4.875% 01/04/2020.

Garfunkelux Holdcov (B2/B+/-) a également émis le 6 septembre une nouvelle dette senior secured à taux variable (Euribor 3 mois +350bp) sur un format 6 ans callable à partir de la 1^{ère} année pour un montant d'EUR 415M. Cette souche, qui a été émise via l'entité Garfunkelux HoldCo 3 SA, a permis de caller le 08 la souche d'EUR 415M XS1492372088 Garfunkelux HoldCo 3 Floater [Euribor 3 mois + 550bp] 01/10/2021 émise en septembre de l'année dernière. Cette dernière a été remboursée à 101% (plus les coupons courus dus depuis le 1er juillet 2017) le 1er octobre 2017.

L'opérateur de loteries grec **Intralot (B1/B/BB-)** a placé le 13 septembre une souche senior d'EUR 500M (montant relevé d'EUR 50M par rapport à l'objectif initial d'EUR 450M) sur un format 7 ans callable à partir de la 3^{ème} année. Le coupon a été fixé à 5.25%, contre un price talk de 5.375% environ. Cette émission, qui a été dirigée par Morgan Stanley (B&D), accompagnée de Citigroup, Deutsche Bank, Nomura et Société Générale, a permis de financer l'exercice du call sur l'intégralité de la souche senior unsecured d'EUR 250M XS1064899120 INTRALOT 6.00% 15/05/2021. Celle-ci était callable depuis le 15 mai 2017 @ 103.00% (+ les coupons courus soit 24.33€ par coupure de 1 000€). La date de remboursement a été fixée au 11 octobre 2017.

L'utility britannique **Viridian Power and Energy (B1/BB-/-)**, qui a émis le 13 septembre la souche d'EUR 350M XS1684813493 VIRIDIAN 4.00% 09/2025 nc. 09/2020 ainsi que la tranche libellée en livres sterling de GBP 225M XS1684812339 VIRIDIAN 4.75% 09/2024 nc. 09/2020 a annoncé le lendemain l'exercice du call sur la souche XS1179903544 VIRIDIAN 7.50% 1er mars 2020 (encours en circulation d'EUR 540M sur un encours initial d'EUR 600M) qui était callable @ 103.75% depuis le 1er septembre 2017. La date de remboursement a été fixée au 25 septembre, à un prix de 103.75% (soit EUR 560.25M) plus les coupons courus (soit EUR 2.7M), pour un montant total d'EUR 562.95M.

La holding **Louvre Bidco (B2/-/-)**, contrôlée par BC Partners, a placé le 14 septembre une émission senior secured sur un format 7 ans nc. 3 ans d'EUR 270M. Son produit sert en partie à payer l'acquisition du groupe MCS (B2/BB-/-), spécialisé dans l'acquisition et la gestion de créances bancaires, ainsi qu'à rembourser la souche d'EUR 200M XS1496169001 PROMONTORIA MCS SAS Floater [Euribor 3 mois + 575bp] 30/09/2021 émise en septembre 2016. Les teneurs de livre étaient Crédit Suisse, KKR, et la Société Générale. Pour rappel, avant son rachat cet été par BC Partners, MCS était contrôlé depuis 2014 par le fonds Cerberus.

Suite aux roadshows qui se sont terminés 20 septembre, **Eramet (non-noté)** a placé le 21 septembre une tranche senior unsecured à échéance février 2024. La forte demande a permis au groupe, de relever la taille émise (à EUR 500M finalement contre un objectif initial d'EUR 300M minimum, revu une première fois à EUR 400M) et de réduire le rendement offert à 4.20% finalement (avec un coupon de 4.196% et un reoffer à 99.999%), contre un IPT de 4.375% / 4.50%, revu dans la matinée à 4.25% environ +/- 0.05%. BNP Paribas, Crédit Agricole CIB (B&D), Deutsche Bank, Natixis et la Société Générale ont dirigé l'opération. Cette nouvelle souche a notamment permis de financer l'opération de tender-offer lancée sur la souche FR0011615699 ERAMET 4.50% 06/11/2020 (pour un montant maximal d'EUR 100M sur un encours d'EUR 525M) @ 106.125%. Le 29, Eramet a indiqué que les porteurs de la souche FR0011615699 ERAMET 4.50% 06/11/2020 avaient apporté « seulement » EUR 64.9M à l'opération de tender offer, un montant près de 2x inférieur au montant souhaité par la société (EUR 125M).

Enfin, **Ovako (B3/-/-)**, producteur et développeur suédois de solutions en acier, a émis le 21 septembre une nouvelle obligation senior secured d'EUR 310M, de maturité 5 ans, assortie d'un coupon de 5% contre un IPT de 5.25%. Cette

émission, qui a pour but de refinancer la dette existante (souche 2019), est callable à partir de la deuxième année. Moins d'une semaine plus tard, le groupe minier a annoncé l'exercice du call sur sa souche d'EUR 300M XS1028954367 OVAKO AB 6.50% 2019 en date du 15 octobre 2017 à un prix de 101.625% plus les coupons courus (soit un montant d'EUR 7.26M). Cette souche était callable à tout moment depuis le 1er juin 2016

Dans les autres émissions notables, nous recensons pour le mois de septembre :

Ingenico (non noté), qui a placé le 6 septembre une souche d'un montant d'EUR 600M à échéance septembre 2024 avec un coupon de 1.625%. La souche, pricée à MS +130bp contre un IPT MS + 150bp, a été sursouscrite environ 3x pour un livre d'ordres d'EUR 1.7Md. Le produit de cette émission sert à financer l'acquisition annoncée en juillet de Bambora, pour EUR 1.5Md. Il est à noter qu'un call sera appliqué à 100.5% si l'acquisition de la société suédoise spécialisée dans les services de paiement n'est pas achevée avant le 31 décembre 2017.

Le même jour, **Kronos International (B2/-/B+)** a émis une souche d'EUR 400M senior secured, de maturité septembre 2025 callable à partir de septembre 2020 @102.81. Le coupon a été fixé à 3.75%, dans le bas de la fourchette initiale (3.75%/4%). Cette nouvelle émission servira à rembourser certaines lignes de crédits, ainsi que les frais généraux de l'entreprise.

Le groupe de mode et d'habillement espagnol **Cortefiel (B2/B-)**, qui détient les marques Women'secret, Springfield, Cortefiel et Pedro del Hierro et détenu à 50-50 par les fonds CVC Capital Partners et PAI Partners a placé le 7 septembre 2 souches obligataires senior secured à échéance 7 ans pour un montant cumulé d'EUR 600M, l'une à taux fixe et l'autre à taux variable. Par rapport à ce qui avait été initialement annoncé, les termes ont été légèrement modifiés :

- Souche taux fixe senior secured pour un montant d'EUR 275M, revu en baisse par rapport à l'objectif initial d'EUR 300M. Elle a été émise sur un format 7 ans callable dès la 2^{ème} année alors que les premières discussions prévoient un format 7 ans nc. 3 ans. Le coupon est ressorti à 5.00% (vs IPT de 5.25% environ)
- Souche taux variable senior secured également pour un montant cette fois ci revu à la hausse à EUR 325M (vs objectif initial d'EUR 300M) sur un format 7 ans nc. 1 an, comme prévu. Le coupon est ressorti à Euribor 3 mois + 525bp avec un floor à 0.00% (vs IPT d'Euribor 3 mois + 525/550bp).

Les deux souches, pricées au pair, ont été émises sous l'entité Masaria Investments SAU.

L'aciériste autrichien **Voestalpine (non-noté)** a procédé le 20 septembre à l'émission d'une nouvelle souche senior unsecured d'un montant d'EUR 500M et de maturité 7 ans. Le spread à l'émission a été considérablement revu à la baisse, à MS + 95bp, contre un IPT de MS + 115bp environ.

Le laboratoire pharmaceutique allemand **Stada (B2/B+/BB-)** a placé le 22 septembre pour EUR 1 075M d'obligations à 7 et 8 ans via le holding Nidda Healthcare Holding. Face à la demande, Bain et Cinven, les nouveaux propriétaires du laboratoire pharmaceutique allemand, avaient choisi d'augmenter la taille de l'émission obligataire au détriment du prêt à terme, afin de renforcer la part à taux fixe du financement. Ainsi, le groupe a placé :

- Une tranche obligataire senior secured à 7 ans (callable à partir de la 3^{ème} année) émise via le holding Nidda Healthcare Holding AG d'EUR 735M. Le coupon est ressorti à 3.50% (contre un price talk de 3.50% / 3.75%).
- Une tranche senior unsecured à 8 ans, callable également à partir de la 3^{ème} année, émise via le holding Nidda BondCo GmbH, pour un montant d'EUR 340M. Le coupon est ressorti à 5.00% contre un price talk de 5.25% environ pour cette souche qui sera notée « Caa1/B-/B- ».

Enfin, Vallourec (-/B-/-) a placé le 27 septembre une émission d'OCEANE pour un montant final d'EUR 250M, bien supérieur à la fourchette d'EUR 170M à EUR 200M initialement visée. Ces obligations font ressortir une prime de 37.5% (contre un IPT compris entre 35% et 40%) sur le cours de référence de l'action qui se traitait à 5.011 euros au moment du pricing. Le nominal de ces titres est ainsi de 6.89€. Elles portent un taux d'intérêt annuel de 4.125% payable semestriellement (au milieu de la fourchette indicative comprise entre 3.75% et 4.50%). Le règlement-livraison a eu lieu le 4 octobre et leur admission sur le marché libre d'Euronext Paris interviendra dans les 30 jours à compter de cette date. «Ce placement plusieurs fois sursouscrit grâce à une prime et un rendement attrayants a suscité une demande particulièrement élevée émanant d'investisseurs européens de long terme, au Royaume-Uni et en France notamment», commente Eric Arnould, responsable mondial du marché primaire actions chez Natixis. Sauf conversion ou remboursement anticipé, le remboursement des titres interviendra en octobre 2022. La dilution maximale en cas de conversion de la totalité des OCEANE en actions nouvelles s'élèverait à 8% du capital actuel. Le produit net de l'émission servira aux besoins généraux du groupe. «Cette opération témoigne de la capacité de Vallourec à revenir sur le marché obligataire pour la première fois depuis 2014», relève Eric Arnould, en soulignant qu'elle permettra au groupe français «d'étendre la maturité de sa dette et de diversifier ses sources de financement en tirant parti de conditions de marché favorables». L'opération a été coordonnée par le Crédit Agricole et Natixis, aidés par BNP Paribas, la Société Générale et Banco Santander.

Pour résumer, les émissions High Yield du mois de septembre sont les suivantes :

2 – 6 ans : Escher Marwick (coupon de 7%), Hkscan (MS + 243.9bp), Ovako (Bund + 532bp), une convertible de Vallourec, Almaviva the Italian (Bund +749bp), Garfunkelux Holdco 3 (Euribor 3 mois +350bp), une convertible d'Artemis via sa filiale Archer Obligations

6 – 7 ans : Eramet (MS +376bp), Ingenico (MS + 130bp), deux Cortefiel via sa filiale Masaria Investments (une ressortant avec un coupon de 5% et l'autre avec un coupon flottant Euribor 3 mois + 525bp), Intralot Capital (coupon de 5.25%), DSV (MS + 135bp), Voestalpine AG (MS +95bp), Louvre Bidco (Oat + 414bp), Nidda Bondco (Bund + 350bp), Avantor (Bund + 475bp) et Huhtamaki (MS + 112bp)

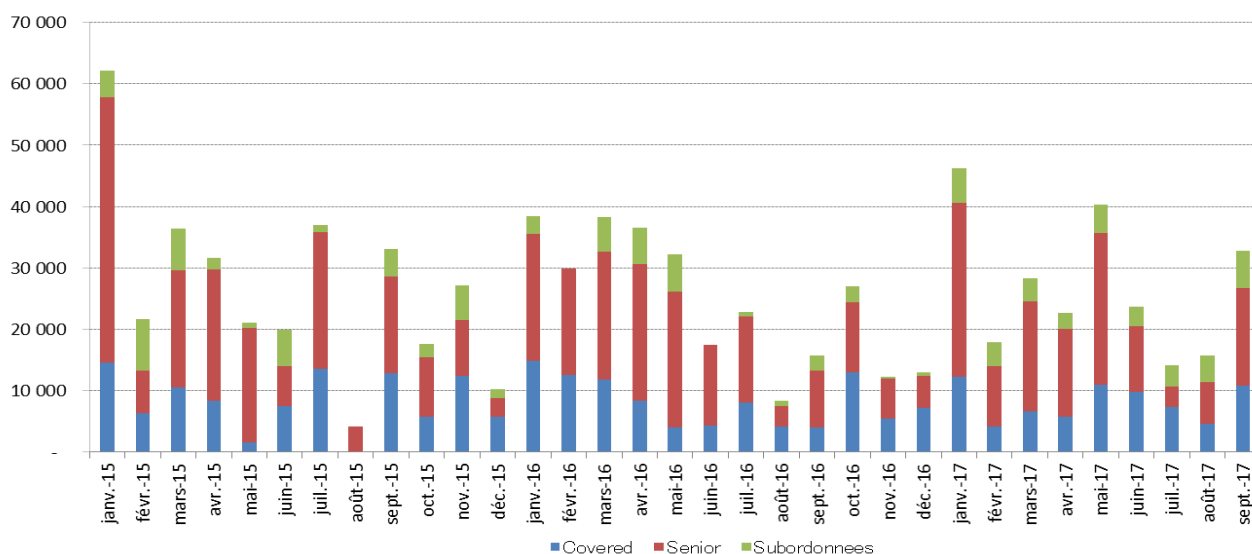
+ de 7 ans : Kronos international (Bund + 373bp), Belden (Bund + 286bp), Viridian Power and Energy (Bund + 392bp), SoftBank Group (MS + 256bp), Nidda Bondco (Bund + 486bp), Equinix (Bund +285bp), Metsa Board (MS + 190bp), Fluxys Belgium (MS + 87bp) et une deuxième SoftBank Group (MS + 300bp).

Financières: Senior, Subordonnées, Covered

Sur le **segment des financières**, le **volume d'émissions** a atteint **EUR 32.71Md** en septembre, contre EUR 15.65Md en août et EUR 15.66Md en septembre 2016. Les **émissions « Senior »** ont représenté **49% des émissions financières**, contre 33% pour les « **Covered** » et 18% pour les « **Subordonnées** ».

Le volume d'émissions « **Senior** » a atteint **EUR 15.91Md** sur le mois contre EUR 6.9Md en août 2017 (+130.51%) et EUR 9.26Md en septembre 2016 (+71.8%). Le volume d'émissions de titres « **Covered** » a progressé de 138.89% par rapport à août, à **EUR 10.75Md** (vs EUR 4Md en septembre 2016) tandis que le compartiment « **Subordonnées** » affiche un volume d'émissions d'**EUR 6.05Md** (contre EUR 4.25Md en août et EUR 2.4Md en septembre 2016).

Graphique 2 : Emissions financières depuis janvier 2015 (données Bloomberg / Carax)



Sur le compartiment des « **Seniors** », nous retrouvons 22 opérations (49% des émissions financières) pour un volume d'émissions d'EUR 15.91Md avec :

2 - 4 ans : trois Intesa Sanpaolo dont deux Intesa Sanpaolo Bank Ireland (Euribor 3 mois + 25bp) et une Intesa Sanpaolo Bank Luxembourg (Euribor 3 mois + 25bp) à 2 ans, De Volksbank (MS + 23bp) à 3 ans, Bank Of America (Euribor 3 mois + 37bp), Nordea Bank (Euribor 3 mois + 50bp), Bank Of Montreal (Euribor 3 mois + 50bp) et Santander Consumer Finance (MS + 45bp) à 4 ans.

5 - 6 ans : Belfius Bank (MS + 62bp), Lansforsakringar Bank (MS +37bp), Vorarlberger Landes- und Hypothekenbank (MS + 57bp), Mediobanca (MS +53bp), Leaseplan Corporation (MS + 60bp), Bank of Nova Scotia (Euribor 3 mois + 60bp) à 5 ans, Goldman Sachs (Euribor 3 mois + 62bp) et Standard Chartered (MS + 58bp) à 6 ans

+ de 7 ans : National Australia Bank (MS +28bp), Deutsche Kreditbank (Ms + 35bp) à 7 ans, Commerzbank (MS +63bp) à 8 ans, Lloyds Banking Group (MS + 80bp), Nordea Bank (MS + 28bp) et Standard Chartered (MS + 88bp) à 10 ans

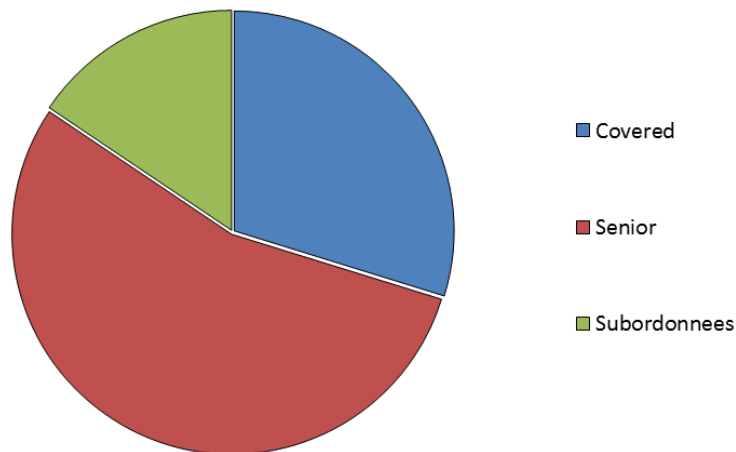
Sur le compartiment des « **Covered** », nous recensons 15 opérations :

5 – 6 ans : Vseobecna Uverova Banka (coupon de 0.375%), Nykredit Realkredit (Euribor 3 mois + 50bp) et Oversea-Chinese Banking Corporation (flat),

7 ans : PKO Bank (MS + 28bp), Banco di Desio e della Brianza (MS + 57bp), Cajamar Caja Rural (coupon de 1.15%), Ibercaja Banco (Euribor 3 mois + 60bp), Sr-boligkredditt (flat), Norddeutsche Landesbank Girozentrale (MS - 9bp) et Raiffeisen LB Niederoest (MS – 3bp).

+ de 7 ans : Compagnie de Financement Foncier (MS -2bp) à 8 ans, Crédit Mutuel - CIC Home Loan (flat), Banco Santander Totta (MS + 48bp), Caisse Francaise de Financement Local (MS -2 bp), UBI Banca (MS + 35bp) et Arkea Home Loans (MS -2bp) à 8 ans.

Graphique 3: Répartition des émissions financières par catégorie depuis le début de l'année (données Bloomberg / Carax)



Sur le compartiment des « **Subordonnées** » nous retrouvons 11 émissions, notamment :

Le bancassureur belge **KBC Groep (Baa1/BBB+/A)**, qui a placé le 11 septembre une souche subordonnée Tier 2 d'EUR 500M sur un format 2029 nc. 2024 @ MS + 125bp, soit un rendement à l'émission de 1.665%. Le spread a été revu en baisse par rapport à l'IPT de MS + 140bp, revu dans un premier temps à MS + 130bp +/- 5bp. Le coupon sera revu lors de l'unique call (18 septembre 2024) sur la base du MS 5 ans + le spread à l'émission (soit + 125bp)

La banque néerlandaise **ING Groep (Baa1/A-/A+)**, qui a placé le 19 septembre une souche subordonnée Tier 2 d'EUR 1Md sur un format 12 ans avec un call unique la 7ième année. Le spread à l'émission est ressorti à MS + 125bp (contre un IPT de MS + 145bp, revu une première fois à MS + 130bp), soit un rendement à l'émission de 1.748%. Le book a atteint environ EUR 4Md pour cette opération.

Pour résumer, sur un format daté, nous recensons également les émissions suivantes, émises notamment par les banques italiennes Banco BPM (Bund + 471.90bp soit un coupon de 4.375%) sur un format 2027 nc 2022, Banca Sella (MS + 531.20bp soit un coupon de 5.50%) sur un format 2027 nc. 2022 et Banca Popolare dell'Alto Adige (coupon de 5.625%) sur un format 2027 nc. 2022. A noter également l'émission Commonwealth Bank of Australia (MS + 145bp) sur un format 2029 nc. 2024.

Enfin, 4 émissions AT1 Perpétuelles ont été émises en septembre 2017.

Pour l'émission de sa nouvelle AT1 d'EUR 200M, la banque néerlandaise **NIBC Bank (Baa1/BBB-/BBB-)** a mandaté Citigroup, Deutsche Bank et Morgan Stanley (structuring advisor) en tant que « joint bookrunners » et NIBC Bank en

tant que « joint lead manager ». Cette tranche, émise le 22 et callable en octobre 2024, a été sursouscrite plus de 7x (livret d'ordres d'EUR 1.4Md), faisant tomber le coupon à 6% contre un IPT de 6.5%/6.75%. Ces titres comportent la clause « Temporary Write down » en cas de chute du CET1 ratio en dessous de 5.125%. Cette souche traite depuis son émission autour du pair (100.00/ 100.15% aujourd'hui).

La banque espagnole **Banco Santander SA (A3/A-/A-)** a placé le 26 septembre une souche « Non-Step Up Non-Cumulative Contingent Convertible Perpetual Preferred Additional Tier 1 Securities » d'EUR 1Md sur un format perpétuel callable à partir de la 6^{ième} année. Le coupon à l'émission est ressorti à 5.25%, contre un IPT de « low/mid 5% ». La marge à l'émission est ressortie quant à elle à MS + 499.9bp. Les coupons seront revus tous les 5 ans après le 1er call sur la base du MS 5 ans plus cette même marge. En cas de chute du CET1 ratio en dessous de 5.125%, ces titres seront obligatoirement convertis en actions. Barclays, BofA Merrill Lynch (B&D), BNP Paribas et Santander ont dirigé l'opération. Pour mémoire, la dernière émission AT1 émise par Santander remontait au 18 avril 2017. La banque espagnole avait alors dû payer un coupon de 6.75% pour lever EUR 750M sur une souche callable à partir d'avril 2022 (call 5 ans). Cette souche traite actuellement autour de 99.50% (-50cts vs reoffer).

La banque néerlandaise **ABN Amro (A1/A/A+)** est revenue le 27 septembre sur le segment des Additional Tier 1 pour sa 2^{ième} émission de ce type après l'émission inaugurale XS1278718686 ABN Amro 5.75% Perpétuelle callable à partir de 09/2020 émise en septembre 2015. Le coupon de cette nouvelle souche d'EUR 1Md, callable à partir de la 10^{ième} année (22 septembre 2027) est finalement ressorti à 4.75%, en ligne avec l'IPT et dans le haut de la fourchette de la guidance révisée (4.625% / 4.75%). Suite au 1er call, le coupon sera refixé tous les 5 ans sur la base du MS 5 ans + le spread à l'émission (soit +389.8bp). Ce titre est noté « BB+ » par Fitch. Le prospectus de cette souche (de droit néerlandais) prévoit une dépréciation du principal (« Principal write-down/write-up ») si le CET1 ratio chute en deçà de 5.125%. L'opération a été menée par ABN Amro, Goldman Sachs, HSBC, JPMorgan Chase et Morgan Stanley. Cette souche traite autour du reoffer (99.80 / 99.90).

Enfin, **Jyske Bank (A3/A-/A-)** a placé le 14 septembre une souche AT1 d'EUR 150M offrant un coupon de 4.75% et callable à partir de la 10^{ième} année. Cette souche traite aujourd'hui environ 1.5 points au-delà du reoffer.