

**ANNEXE 7D à l'avis de Sibelga relatif à la décision
20230627-232 de BRUGEL**

Memo de BNPParibas sur le coût de la dette

31 Août 2023



Introduction

Il y a quelques années, BNP Paribas avait conseillé à Sibelga de diversifier ses sources de financement afin d'obtenir des moyens autres que les crédits bancaires traditionnels. L'objectif étant :

- De ne plus être dépendant d'une seule source de financement
- De réduire sa dépendance au système bancaire (cf. la reprise de Crédit Suisse par UBS ou la faillite récente de plusieurs de banques américaines ont rappelé la fragilité du système bancaire)
- De garder les lignes de crédits bancaires disponibles en cas de besoins de financement urgents pour des montants importants
- D'accéder à des investisseurs différents
- De faciliter toute nouvelle transaction sur le marché des capitaux grâce à l'exercice marketing effectué
- De promouvoir le nom de Sibelga auprès de la communauté d'investisseurs du marché des capitaux
- D'accéder au marché des capitaux avec un niveau faible d'endettement (et de bénéficier dès lors de très bonnes conditions) plutôt que d'effectuer une transaction dans quelques années avec un niveau d'endettement plus élevé
- D'assurer la stabilité financière de Sibelga

Instruments de financement

Lors de l'appel d'offres organisé par Sibelga en juin 2022 et remporté par BNP Paribas, nous avons analysé différentes options de financement. BNP Paribas étant actif sur l'ensemble des instruments du marché des capitaux (à la différence de la plupart des banques relationnelles de Sibelga), il n'y a pas eu de biais vers un instrument de financement en particulier.

Sur base des critères de l'appel d'offres, les besoins de financement étaient en format bullet (soit non amortissable)¹. BNP Paribas a identifié 5 instruments de financement :

1. Crédit bancaire – instrument accessible pour Sibelga

Bien que cette option de financement était disponible pour Sibelga, il est cependant important de noter que:

- Le crédit bancaire ne remplit pas les objectifs de diversification des sources de financement de Sibelga
- Un crédit bancaire de €180-190m représente un montant significatif pour un tel instrument et n'aurait été accessible que par le concours de plusieurs banques, ce qui aurait pu conduire à des taux d'intérêt différents en fonction des établissements bancaires
- La disponibilité du financement bancaire n'est pas illimitée. Garder des lignes bancaires disponibles permettra à Sibelga d'avoir un accès direct et rapide à du financement bancaire ultérieurement (dans le cas où Sibelga aurait des besoins de financement supplémentaires ou si le marché des capitaux était fermé suite à une grande volatilité de marché ou de primes de risque élevées).

¹ Un financement bullet est habituellement plus cher qu'un financement amortissable car sa durée de vie moyenne est plus longue du fait de son remboursement intégral à l'échéance.



2. *Eur Public Benchmark – instrument non accessible pour Sibelga*

Sur base des besoins de financement de Sibelga de €180-190m, ce marché (utilisé par Fluvius) n'était pas accessible pour Sibelga. La taille minimum pour accéder à ce marché est de €350m (le montant idéal est de €500m). De plus, un rating de S&P, Moody's ou Fitch est fortement recommandé afin d'étendre la base d'investisseurs et réduire le risque d'exécution ainsi que la prime de risque à payer par l'émetteur. En effet, sans la notation d'une agence de rating, le coût de financement augmente de 60 à 80 points de base (pdb) (prime requise par les investisseurs).

Le coût d'un rating auprès de Moody's, S&P ou Fitch est important lors de sa mise en place. A cela, s'ajoute une cotisation annuelle significative ainsi que des ressources continues à mettre en œuvre par l'entreprise pour le suivi de cette notation (la contribution du management est requise).

3. *Placement Privé en Euro (Eur PP) – instrument accessible pour Sibelga*

Sur base des besoins de financement de Sibelga de €180-190m, ce marché (utilisé également par Fluvius) était accessible pour Sibelga. Cependant, comme pour l'emprunt public (Benchmark), un rating de S&P, Moody's ou Fitch est aussi recommandé afin d'éviter le surplus de prime de risque de 60 à 80 points de base (pdb).

De plus, afin de pouvoir avoir le meilleur accès aux marchés des capitaux par un emprunt public (Benchmark) ou un Placement Privé, un émetteur doit avoir une documentation juridique obligatoire préparée avant lancement d'une émission. Ceci aurait signifié plus de temps de préparation et de coûts pour Sibelga, le programme MTN n'étant pas accepté par tous les investisseurs.

4. *US Private Placement (USPP) - instrument accessible pour Sibelga*

Ce marché est accessible pour un émetteur à partir de besoins de financement supérieurs à €50m et peut compter sur un grand nombre d'investisseurs en recherche constante d'émetteurs ayant une bonne qualité crédit. En fonction des circonstances de marché, son prix peut être bien plus favorable qu'un Placement Privé en Eur, surtout pour les émetteurs sans rating. En effet, les investisseurs USPP utilisent des comparables différents pour évaluer la prime de risque. Aussi, à la différence des investisseurs en Placement Privé Européen, ils n'exigent pas une prime supplémentaire en cas d'absence de rating (« unrated premium » d'environ 60 à 80 pdb).

Ce marché est généralement plus stable et moins sujet à la volatilité de marché du Placement Privé ou des emprunts publics (Benchmarks).

Par ailleurs, ce marché est très profond en termes de demande, ce qui permet à Sibelga d'aisément le ré-exploiter dans le futur, en cas de besoins de financement additionnels.

5. *Schuldscheine - instrument non accessible pour Sibelga*

Ce marché a été analysé et nous n'avons pas rencontré d'intérêt significatif de la part des investisseurs à un prix attractif.



Stratégie de financement

Sur base de notre analyse, le US Private Placement proposait les meilleures caractéristiques en termes de financement pour Sibelga. En effet, il offrait :

- Un prix attractif par rapport aux autres instruments de financement disponibles pour Sibelga
- Un risque faible d'exécution (voire extrêmement faible après avoir réalisé des réunions exploratoires avec des investisseurs avant de débiter le processus c'est-à-dire un « non deal-roadshow »)
- Une diversification en termes de financement
- Un accès à de longues maturités
- La possibilité de laisser le crédit bancaire toujours totalement disponible
- La possibilité d'avoir un accès futur facilité au marché USPP du fait que les investisseurs connaissent Sibelga
- Le prélèvement des fonds peut être retardé plusieurs mois sans frais (ce qui réduit le risque d'exécution et augmente la flexibilité)

BNP Paribas a organisé deux « non deal *roadshow* » pour Sibelga (en septembre 2022 & janvier 2023) au cours desquels Sibelga a rencontré plus de 25 investisseurs du marché des USPP (NY Life, Metlife, Pricoa, ...). Cet exercice marketing a été mis en place afin de sonder, en amont, l'intérêt potentiel des investisseurs pour un US Private Placement qui serait émis par Sibelga (taille, prime de risque, durée, ...).

Suite à un feedback très positif et constructif reçu de la part de ces investisseurs, Sibelga a décidé de mettre en place un USPP d'une taille de €150m. Pour des raisons de marketing, la taille annoncée au marché a été limitée à €150m alors que les besoins de financement étaient fixés entre €180-190m.

Le livre d'ordres, dans lequel se matérialise la demande des investisseurs sur plusieurs maturités, a été 4x sursouscrit. Les maturités de 10 ans et 30 ans ont été les plus demandées. Cette sursouscription a permis de réduire la prime de risque initiale communiquée aux investisseurs de 123 à 118 pdb, soit une réduction de 5 pdb.

Sur base de ces éléments, le 16 février, Sibelga a décidé de fixer la taille de la transaction à €190m sur une durée de 10 ans. Le coupon a été fixé à 4.22%, reflétant la prime de risque de 118 pdb.

Détermination de la prime de risque et du taux d'intérêt du coupon

Il est important de préciser que la méthodologie suivie par les investisseurs USPP est différente de celle utilisée par les investisseurs en Euro :

- Les investisseurs USPP regardent des comparables en USD
- Les investisseurs USPP ne prennent pas en compte la présence ou non de rating de l'émetteur

A titre d'information, le tableau ci-dessous reprend des comparables que les investisseurs USPP regardent afin de d'estimer la prime de risque qu'ils exigeraient pour Sibelga



Regulated Utility Comps

Issuer	Ratings (M/S/F)	Coupon	Issue Date	Maturity	Years to Maturity	Amount (\$mm)	T-Spread	G-Spread	Price (\$)	Yield (%)
Regulated Electric & Gas Utilities										
FLORIDA POWER & LIGHT CO	Aa2/A+/AA-	2.450%	12-Jan-22	3-Feb-32	9.00	1,500	T+80	G+79	86.982	4.20
DTE ELECTRIC CO	Aa3/AA+	3.000%	16-Feb-22	1-Mar-32	9.08	500	T+98	G+97	89.738	4.38
DUKE ENERGY PROGRESS LLC	Aa3/A-	3.400%	14-Mar-22	1-Apr-32	9.16	500	T+104	G+103	92.214	4.44
CONSUMERS ENERGY CO	A1/AA+	3.600%	1-Aug-22	15-Aug-32	9.54	350	T+84	G+84	94.981	4.25
ALABAMA POWER CO	A1/AA+	3.940%	9-Aug-22	1-Sep-32	9.58	450	T+108	G+108	95.831	4.48
COMMONWEALTH EDISON CO	A1/AA	4.900%	3-Jan-23	1-Feb-33	10.00	400	T+102	G+102	103.789	4.42
AMEREN ILLINOIS CO	A1/A-	3.850%	15-Aug-22	1-Sep-32	9.58	500	T+86	G+85	96.810	4.26
SAN DIEGO G & E	A1/AA	3.000%	7-Mar-22	15-Mar-32	9.12	500	T+103	G+102	89.331	4.44
ATMOS ENERGY CORP	A1/A-	5.450%	27-Sep-22	15-Oct-32	9.70	300	T+106	G+105	107.693	4.46
CENTERPOINT ENER HOUSTON	A2/AA	4.450%	12-Sep-22	1-Oct-32	9.66	500	T+94	G+94	100.816	4.34
WISCONSIN ELECTRIC POWER	A2/AA+	4.750%	14-Sep-22	30-Sep-32	9.66	500	T+97	G+97	102.860	4.38
ONE GAS INC	A3/A-	4.250%	4-Aug-22	1-Sep-32	9.58	300	T+106	G+105	98.388	4.46

En termes de méthodologie, les investisseurs Eur regardent des comparables émettant en Eur (par exemple Fluvius) et plus précisément :

- Le niveau secondaire des obligations existantes de Sibelga (prix donné par les traders). Malheureusement, le Eur PP de Sibelga en circulation n'est pas vraiment liquide, ce qui le rend non-pertinent.
- Des comparables dans le même secteur que Sibelga (Utilities) disposant d'un rating et ayant des transactions sur le marché secondaire en Eur. Ceci permet de déterminer leur niveau secondaire et la prime de risque qu'un nouvel instrument de Sibelga devrait payer aux investisseurs, c-à-d la *Fair Value*.
- Une prime de nouvelle émission d'environ 5 à 25 pdb qu'il faut ajouter à la Fair Value afin d'inciter les acheteurs à acheter la nouvelle émission obligataire de Sibelga.
- Dans ce contexte, Fluvius (rating A3 selon Moody's) est le meilleur émetteur comparable disponible dans le marché obligataire en Eur. Cependant, il est important de souligner que :
 - o Le Eur marché public (transaction benchmark) est accessible pour une taille minimale de €350m (taille standard est de €500m) alors que le placement privé en Eur est disponible pour une taille plus limitée.
 - o Le marché du Placement Privé en Eur exige une prime de risque plus élevée qu'un emprunt public en Eur du fait de son manque de liquidité sur le marché secondaire.
 - o Un rating public de S&P, Moody's ou Fitch est essentiel pour accéder au marché de l'emprunt public ou du Placement Privé. Sans un rating,
 - Une prime de risque additionnelle de 60 à 80 pdb sera exigée par les investisseurs en Europe (ce qui n'est pas le cas pour les investisseurs USPP)
 - La base d'investisseurs est plus limitée
 - Le risque d'exécution est plus élevé (le marché non-noté ou « unrated market » est quasi inexistant depuis le début de 2023)

Afin d'évaluer si le taux d'intérêt du coupon atteint pour le USPP était attractif, nous l'avons comparé aux taux d'intérêt qui auraient été atteints sur des instruments de financement utilisés par Fluvius

- Emissions obligataires publiques de Fluvius
- Placements privés de Fluvius



Transactions publiques Eur récentes émises par Fluvius

Emetteur	Rating	Date de lancement	Durée	Taille	Coupon	Spread au lancement	Fair Value	NIP
Fluvius	A3 Moody's	2-Mai-23	10 ans	Eur 700m	3.875%	MS+95	MS+77	18 pdb
Fluvius	A3 Moody's	29-Juin-22	10 ans	Eur 500m	4.000%	MS+175	MS+145	30 pdb

Pour rappel, étant donné que Sibelga n'a pas de rating, une prime de 60 à 80 pdb doit être ajoutée au prix d'un instrument en Eur. Ce qui n'est pas le cas pour un USPP.

Méthodologie:

- Fair Value d'obligations existantes de Fluvius (Mai 2023)	MS+77pdb
- Ajout d'une prime de nouvelle émission	+ 15pdb
- Ajout d'une prime suite à l'absence de rating	+ 60pdb

	MS+ 152pdb

Placements Privés en Eur émis par Fluvius

Emetteur	Rating	Date de lancement	Durée	Taille	Coupon	Spread au lancement
Fluvius	A3 Moody's	28-Nov-22	20 ans	Eur 35 m	4.254%	MS+175
Fluvius	A3 Moody's	26-Oct-22	12 ans	Eur 50m	4.625%	MS+155
Fluvius	A3 Moody's	18-Oct-22	20 ans	Eur 50m	4.778%	MS+173
Fluvius	A3 Moody's	13-Sep-22	12 ans	Eur 50m	4.28%	MS+168

Pour rappel, étant donné que Sibelga n'a pas de rating, une prime de 60 à 80 pdb doit être ajoutée au prix d'un instrument en Eur. Ce n'est pas le cas pour un USPP.

- Fair Value d'obligations existantes de Fluvius (à la date de leur lancement ²)	MS+155bps
- Ajustement à une durée de 10 ans (sur base de la transaction du 26 octobre 22)	- 2bps
- Ajout d'une prime de nouvelle émission	+ 15bps
- Ajout d'une prime suite à l'absence de rating	+ 60bps

	MS+ 228bps

² Les Placements Privés ne sont pas liquides (car ils n'ont pas de cotation sur le marché secondaire). Il n'est donc pas possible de déterminer la prime de risque à un moment donné pour ce type d'instrument



Conclusions

Alors qu'un instrument de 10 ans pour Sibelga aurait coûté un prix de MS+152/MS+228pdb dans le marché Eur (respectivement marché public ou Placement Privé), **le USPP a offert à Sibelga:**

- Un meilleur prix par rapport aux autres instruments du marché des capitaux: Sibelga a payé une prime de risque 118 pdb pour un USPP de €190m sur 10 ans. Ceci est à comparer avec une prime de risque de MS+152 pdb (niveau qui aurait pu être atteint, au mieux, avec un emprunt public). Ceci représente une réduction du coût de financement de 34pdb. Sur une taille de €190m, nous parlons d'un gain d'environ Eur 5m.
- **Un très faible risque d'exécution:** le marché du Placement Privé en Eur est actuellement moins actif que celui du USPP, surtout pour des émetteurs sans rating. Aussi, il très dépendant de la volatilité du marché en général, ce qui aurait engendré un risque d'exécution bien plus important.
- **Une alternative de financement solide et durable** par rapport au financement bancaire traditionnel
- **La disponibilité du financement bancaire pour des besoins financements futurs**
- **Un instrument de financement libellé en Euro** (alors que les investisseurs sont localisés aux USA ou au Royaume Unis)

En résumé, comparé aux autres instruments de financement, le USPP était l'instrument de financement le plus approprié pour Sibelga et correspondait à toutes les exigences requises dans l'appel d'offre (faible risque d'exécution, prix attractif, différentes durées disponibles, ...).

Il est important de rappeler que BNP Paribas est actif sur l'ensemble des instruments du marché des capitaux (à la différence de la plupart des banques relationnelles de Sibelga), ce qui nous rend totalement agnostique sur le choix de l'instrument qui était utilisé par Sibelga

Katherine Dior
Head of Domestic Debt Market Benelux

Antonino Patrone
Director Domestic Debt Market Benelux

Lexique

- Eur Public Benchmark (= Eur public market): Obligations publiques ayant généralement une taille de Eur 500M (taille minimum de Eur 350m) offrant une certaine liquidité aux investisseurs, cotation par les traders sur le marché secondaire.
- US Private Placement/Placement Privé en Eur: Titres qui ne sont pas vendus par le biais d'une offre publique, mais plutôt par le biais d'une offre privée, principalement à un petit nombre d'investisseurs choisis. Eur/US précise le marché sur lequel les investisseurs sont présents.
- Programme MTN (= Medium Term Notes): programme de documentation qui permet d'émettre des titres négociables à moyen terme. Ils permettent aux entreprises d'offrir et de vendre une large gamme de titres de créance, qui peuvent avoir des durées similaires ou différentes, sur une base périodique et/ou continue, en utilisant des documents d'offre et de distribution préalablement convenus et une procédure de règlement (clearing process) simplifiée.
- Non deal Roadshow: ensemble de présentations investisseurs durant lesquelles un émetteur présente sa société à ces investisseurs sans pour autant avoir lancé une transaction.
- Roadshow: ensemble de présentations investisseurs durant lequel un émetteur présente sa société à ces investisseurs généralement dans le cadre d'une transaction.
- Credit spread: prime de risque qui reflète la qualité crédit d'un emprunteur sur le marché des capitaux. Dans le cadre d'émissions obligataires, cette prime de risque est le plus souvent ajouté au taux Midswap pour former le taux d'intérêt à payer par l'emprunteur.
- Mid-swap (ou MS): courbe du marché interbancaire au-dessus de laquelle s'ajoute la prime de risque pour former le taux d'intérêt de l'émission d'une obligation à taux fixe.
- Fair Value: prime de risque d'un émetteur déterminé soit sur la base de sa courbe d'émissions obligataires existantes sur le marché secondaire, ou sur base de de titres comparables déjà présents sur le marché

