

La BCE veut-elle en finir avec les CoCos ?

Le 22 | 04 | 2022

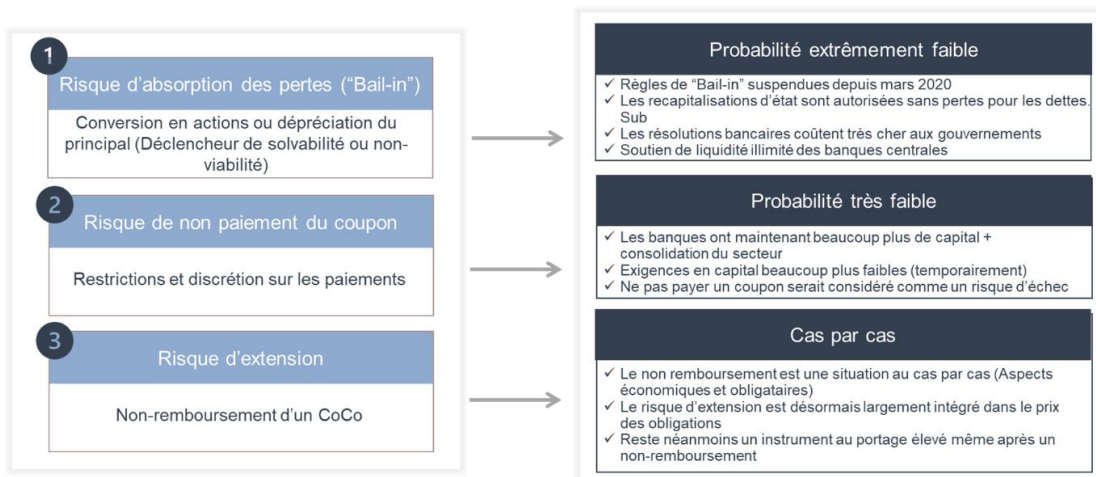
CoCos: “Il faut que tout change pour que rien ne change.” (Le Guépard)

La BCE a publié en mars une réponse à l'appel à avis lancé par la Commission européenne sur le cadre macroprudentiel des banques européennes (lien [ici](#)), avançant plusieurs propositions qui pourraient affecter le segment des CoCos Additional Tier 1 (AT1) en Europe... ou pas...

Tout d'abord, replaçons cette réponse dans son contexte et voyons comment elle pourrait éventuellement être transposée en loi. L'analyse de la Commission est vaste et englobe plusieurs sujets, parmi lesquels la manière dont les CoCos AT1 sont utilisées par les banques. La BCE agit en tant que conseiller sur ces questions, et d'autres organismes de réglementation feront également des recommandations (ABE, CERS), mais nous ne pouvons pas nier que l'avis de la BCE pèsera fortement dans ces ajustements macroprudentiels. La Commission devrait publier son rapport d'ici fin juin 2022. D'éventuelles propositions législatives d'ici fin décembre (ou plus tard) seraient suivies des versions du Parlement et du Conseil, avant que les modifications des règles ne soient finalisées, potentiellement en 2024 ou 2025. Il est important de souligner que (i) **tous les changements proposés ici ne seront pas mis en œuvre, dans la mesure où ils seront très certainement édulcorés ou supprimés** par les diverses parties prenantes qui rédigent et votent la loi (y compris les lobbies bancaires), (ii) **le calendrier de tout changement est très incertain**, mais nous n'attendons rien avant 2024 au plus tôt... pour une application au moins un an plus tard. Nous estimons que **la plupart des propositions avancées ici seront mises en œuvre de manière rationnelle et progressive pour éviter toute perturbation du marché, comme c'est souvent le cas avec les propositions réglementaires.**

Abordons maintenant les principales propositions de la BCE, triées selon leur impact sur les 3 principaux risques structurels que comportent les CoCos :

Illustration 1: notre évaluation actuelle des risques liés aux CoCos



Source: La Française AM.

1/ Risque d'absorption des pertes (déclencheurs de CoCos).

La BCE reconnaît que les déclencheurs liés à la solvabilité actuels pour les CoCos AT1 (soit 5,125 % et/ou 7 %) sont trop bas pour être jamais atteints. C'est vrai : ces déclencheurs sont complètement inutiles, car le « vrai » déclencheur est ce que les régulateurs appellent le « point de non-viabilité » (PONV), ce qui signifie que les régulateurs peuvent décider de déclencher l'absorption des pertes lorsqu'ils estiment que la banque n'est pas viable, ce qui relève de leur seule décision, sans aucune mesure spécifique de solvabilité/liquidité. C'est ce qui s'est passé pour Banco Popular en juin 2017, alors que les ratios de solvabilité de la banque étaient largement supérieurs aux seuils de déclenchement automatique lorsqu'elle a été mise en résolution par la BCE. La BCE est assez vague dans sa proposition, déclarant que les « déclencheurs devraient être fixés à un niveau permettant à la dépréciation ou à la conversion d'avoir lieu avant que l'institution ne soit déclarée défailante ou susceptible de l'être ».

Qu'est-ce que cela pourrait entraîner ? L'impact le plus certain serait la **disparition de ce que l'on appelle les « CoCos AT1 à seuil de déclenchement bas » (déclenchées lorsque le ratio CET1 descend sous les 5,125 %)**. Elle pourrait soit (i) imposer un seuil de déclenchement minimum de 7 % pour toutes les CoCos AT1, comme c'est déjà le cas en Suisse (et de nombreuses banques ont déjà des seuils de déclenchement de 7 % dans leur documentation obligataire en Europe), soit (ii) imposer un seuil de déclenchement minimum encore plus élevé (8 %, 10 % ?), ce qui nous semble très improbable (et les lobbies se battraient âprement si cela devait être le cas), soit (iii) supprimer complètement les seuils de déclenchement liés à la solvabilité pour ne garder que le seuil PONV. Ce serait la décision la plus intelligente à notre avis, car de nombreuses juridictions hors d'Europe n'incluent pas de déclencheurs de solvabilité, comme par exemple... les États-Unis. Cela ne constitue pas un obstacle aux résolutions bancaires, et ne va pas non plus à l'encontre de Bâle III. Cela signifierait cependant la fin des CoCos, qui seraient remplacées par d'autres types d'AT1, ce qui se traduirait théoriquement par des notations plus élevées et des spreads plus serrés pour les obligations nouvellement émises. En principe, les obligations AT1 européennes devraient alors s'échanger sur un pied d'égalité avec leurs homologues américaines (US Preferreds) ; ce serait une bonne nouvelle pour l'ensemble du segment.

Illustration 2: quelques caractéristiques structurelles des CoCos AT1 par rapport aux actions « US Preferreds ».

	AT1 CoCos	Preferred shares
Pays d'émission	EEE, Canada, Australie, Chine, Amérique du Sud, Russie...	USA
Traitement réglementaire	Capital Tier 1	Capital Tier 1
Déclencheur de solvabilité	Oui, explicite à 5.125% ou 7% du ratio CET1	Pas de conversion contractuelle
Distribution de coupons	Totalement discrétionnaire, report obligatoire en cas d'atteinte du capital	Totalement discrétionnaire, pas de report automatique
Dividend stopper*	Non pour les banques européennes, oui pour la plupart des pays en dehors de l'Europe	oui

Source: La Française AM.

*Clause qui empêche une banque de verser un dividende aux actionnaires ordinaires si elle ne paie pas le coupon de ses titres hybrides.

Que va décider la Commission européenne ? Nous ne pensons pas qu'elle supprimera complètement les déclencheurs (car cela serait considéré comme un assouplissement de ses exigences, ce qui est politiquement difficile à justifier), mais plutôt qu'elle **imposera un seuil de déclenchement de 7 % minimum pour toutes les CoCos**. Le marché des CoCos ne fait pas de distinction entre les déclencheurs CET1 à 5,125 % et à 7 % et ne l'a jamais fait, car ils ne sont de toute façon pas pertinents pour évaluer le risque d'absorption des pertes. Par conséquent, **nous ne voyons pas d'impact significatif sur le marché si une telle proposition devait être adoptée**.

Probabilité de changement: probable.

Impact potentiel sur le marché : négligeable pour les nouvelles obligations et positif pour les obligations à seuil de déclenchement bas existantes (c'est-à-dire bénéficiant d'une clause dite de grand-père), que les émetteurs seraient obligés de rembourser.

2/ Annulation de coupon.

La BCE déclare que « La définition du règlement CRR (Capital Requirements Regulation) des « éléments distribuables » (...) devrait être revue afin de s'assurer que seules les banques rentables ou ayant des bénéfices non distribués positifs pourraient effectuer des paiements de coupons AT1 / de dividendes CET1 ». En substance, les banques sont actuellement autorisées à effectuer des paiements de coupons AT1 tant qu'elles disposent d'éléments distribuables positifs, qui comprennent les bénéfices non distribués positifs et certaines autres réserves, qui sont généralement très importantes. Restreindre ce qui est inclus dans ces « éléments distribuables » impliquerait potentiellement de revenir à la situation éprouvante de la Deutsche Bank au début de 2016, alors que la banque allemande disposait de peu de réserves pour effectuer des paiements, puisqu'elles étaient calculées avec les règles comptables locales de l'époque. Ironie du sort, les règles avaient alors été simplifiées et unifiées en Europe pour éviter une telle situation !

Que va décider la CE ? Il serait très difficile de mettre en œuvre efficacement une suspension automatique de coupon en cas de perte nette, car il serait également totalement exclu de verser des dividendes (et tous les bonus des employés également, d'ailleurs !). Le coût moyen du capital pour les banques augmenterait de manière significative, et l'impact pourrait être considérable sur les AT1 comme sur les actions, car les annulations de coupon/de dividende se feraient beaucoup plus fréquentes. Cela reviendrait à tirer dans le pied des banques tout en leur ordonnant de se tenir droit debout.

La possibilité la plus **réaliste consisterait à apporter de légers ajustements à la définition des « éléments distribuables »**, mais cela n'en restreindrait pas beaucoup la définition. Cela irait encore à l'encontre de la tendance des réglementations extra-européennes, qui ont assoupli les annulations de coupons AT1 lorsque les banques n'étaient plus en mesure de maintenir leurs exigences minimales de solvabilité (Royaume-Uni et États-Unis) et pourrait ainsi désavantager les banques européennes par rapport à leurs concurrentes mondiales. Les lobbies et les régulateurs nationaux sont souvent enclins à défendre les banques contre des propositions aussi sévères, et cette fois ne devrait pas faire exception.

Probabilité de changement : changement significatif peu vraisemblable.

Impact potentiel sur le marché : difficile à évaluer, mais négatif pour les spreads si la Commission veut vraiment restreindre la définition des « éléments distribuables ».

3/ Exercice de calls.

La BCE se contente d'énoncer une proposition visant à limiter « la **possibilité de rembourser l'instrument uniquement s'il est remplacé par un instrument CET1 ou AT1 moins coûteux** ». C'est en fait ainsi que les choses fonctionnent déjà, plus ou moins, comme nous l'avons expliqué à plusieurs reprises (voir notre note « Apprendre à vivre avec des CoCos non remboursées »). Faire de

cette proposition une exigence réglementaire explicite pourrait accroître l'incertitude et la volatilité des CoCos lorsque leur option de call passe hors de la monnaie quelques mois avant la fenêtre de call. Cependant, **les investisseurs en CoCos se sont déjà habitués à gérer les probabilités de remboursement à mesure que les obligations se rapprochent de leur date d'exercice, et le risque d'extension est déjà largement intégré dans les cours des obligations.**

Probabilité de changement : changement significatif peu vraisemblable.

Impact potentiel sur le marché : négligeable.

En conclusion, ce document de la BCE pourrait inspirer quelques changements pour les CoCos AT1, mais dans tous les cas nous ne prévoyons pas de changement significatif sur ce segment de marché. Les changements concrets n'interviendront pas avant plusieurs trimestres et, en fin de compte, ils risquent fort d'être édulcorés. Nous avons cité « Le Guépard » dans le titre de cette note, mais cela pourrait plutôt se terminer par « Beaucoup de bruit pour rien ».

Jérémie Boudinet, Gérant de portefeuille crédit

Cette communication est destinée aux investisseurs professionnels au sens de la directive MIF 2.

Les informations contenues dans ce document sont données à titre d'information et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'investir, ni un conseil en investissement ou une recommandation sur des investissements spécifiques. Les éléments d'information, opinions et données chiffrées sont considérés comme fondés ou exacts au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, financier et boursier du moment et reflètent le sentiment à ce jour du Groupe La Française sur les marchés et leurs évolutions. Ils n'ont pas de valeur contractuelle, sont sujets à modification et peuvent différer des opinions d'autres professionnels de la gestion. Publiée par La Française AM FINANCE Services, dont le siège social est sis 128, boulevard Raspail, 75006 Paris, France et agréée par l'ACPR sous le n° 18673 en qualité d'entreprise d'investissement. La Française Asset Management est une société de gestion agréée par l'AMF sous le n° GP97076 le 1er juillet 1997.