



## **LES CoCos BONDS (CONTINGENT CAPITAL OBLIGATIONS) UNE NOUVELLE CLASSE D'ACTIFS A FORT POTENTIEL**

La crise financière de 2008 a mis en exergue le risque systémique que font peser les banques sur le système financier mondial.

Historiquement, il était demandé aux banques de disposer de 8% de fonds propres. Ainsi une banque disposant de 1 milliard de capital pouvait prendre un engagement de 12,5 fois cette somme, soit prêter 12,5 milliards.

En tenant compte de la pondération moindre de certains crédits, de par leur faible risque (émission notée AAA) ou du nantissement d'actifs, ce ratio de 12,5 fois pouvait être significativement dépassé. De ce fait, le levier de certaines banques se chiffrait jusqu'à parfois 25 fois les fonds propres.

La crise de 2007 des crédits hypothécaires (subprimes) s'est propagée de manière dramatique en raison de l'insuffisante capitalisation des banques américaines.

Pour sauver le système financier international de la banqueroute, il a fallu demander aux établissements les plus solides tels que JP MORGAN, BANK OF AMERICA, BNP de venir au secours de leurs concurrents WACHOVIA, MERRILL LYNCH et FORTIS et de faire appel à l'aide publique.

Afin de ne plus revivre de tels épisodes et d'éviter que les Etats (les contribuables des Etats) ne soient, de nouveau, mis à contribution dans les sauvetages bancaires, le comité de Bâle et les Etats souhaitent dorénavant que les pertes soient supportées par les actionnaires et certains créanciers des banques.

Dans cette optique, les règles de Bâle 3 ont considérablement renforcé la réglementation bancaire :

- le montant de fonds propres réglementaires a été significativement relevé,
- une catégorie de banques dites systémiques a été identifiée dont les fonds propres et coussins devront représenter 16 à 18% de leur engagement à horizon 2018,
- les pouvoirs des régulateurs nationaux ont été réaffirmés ; ils peuvent contraindre les banques à suspendre la distribution de dividende afin d'augmenter leurs fonds propres.

En FRANCE, la BNP, la SOCIETE GENERALE, le CREDIT AGRICOLE et le groupe BPCE font partie des banques qualifiées de systémiques.

En SUISSE et au ROYAUME-UNI, le régulateur est très proactif dans la régulation de leur système bancaire domestique.

En ALLEMAGNE, le gouvernement a fait voter une loi qui met à contribution les détenteurs d'obligations seniors à hauteur de 10% en cas de faillite d'une banque.

Cette mesure qui consiste à créer un niveau de séniorité entre les dépôts et la dette senior risque de se généraliser à toute l'Europe.

Afin de diversifier la source de fonds propres bancaires (augmentation de capital, mise en réserve des résultats) un nouveau format de dettes subordonnées éligibles comme Tier 1 additionnelles a vu le jour, il s'agit des Contingent Capital Obligations (les fameux CoCos Bonds).

Les CoCos sont des obligations perpétuelles, rachetables au gré de l'émetteur via une option d'achat de maturité allant de 3 à 10 ans.

Contrairement aux obligations classiques, le coupon servi est discrétionnaire, sujet à la décision du régulateur bancaire, et différé si les profits distribuables sont insuffisants.

Si le ratio Tier 1 de la banque émettrice baisse sous un seuil prédéfini (5,125% ou 7%), un mécanisme d'absorption des pertes s'active.

Il se matérialise :

- soit par une dépréciation de la valeur nominale de l'obligation au prorata des fonds propres à combler,
- soit par une conversion de l'obligation CoCo en actions.

Les CoCos ne peuvent excéder 1,5% du capital de la banque et se substituent progressivement aux anciennes obligations Tier 1.

En cas de faillite d'une banque, les pertes sont d'abord supportées par les détenteurs d'actions puis par les détenteurs de CoCos.

Par construction, le taux de recouvrement sur ce type de produit est très faible, voire nul en cas de faillite.

Compte tenu du niveau de risque élevé, les agences de notation attribuent, quasi systématiquement, aux CoCos une note inférieure de 4 crans à la dette senior de la banque émettrice.

Afin d'attirer les investisseurs, ces titres servent des taux de rendement significatifs.

La BNP qui est l'une des meilleures signatures bancaires européennes, au regard des critères d'évaluation des agences de notation ainsi que l'analyse interne de la société, a ainsi émis en juin 2015, un CoCo avec un call d'échéance 7 ans, en servant un coupon de 6,125%, soit environ 4,5% de rémunération supérieure à sa dette de premier rang.

Dans une période du cycle économique et monétaire qui se caractérise :

- par une réduction de la taille des bilans bancaires,
- par une augmentation significative des fonds propres réglementaires,
- par la séparation des activités bancaires pour compte propre de celles pour compte de tiers,
- par une vigilance accrue des régulateurs.

Les primes de risque servies par les CoCos apparaissent particulièrement attractives dans un environnement de taux bas.

Pour l'émetteur de CoCo, l'attrait de ces dettes réside:

- dans une ressource en capital moins onéreuse qu'une augmentation de capital,
- non dilutive pour les actionnaires,
- et d'une déductibilité de l'impôt des intérêts payés par la banque.

et pour l'investisseur, l'attrait provient:

- de la perception d'un rendement généreux de l'ordre de 6% en euro et de 8% en dollar, très supérieur à celui servi par la dette senior,
- en contrepartie d'un risque durant une période porteuse où la priorité des banques est d'augmenter leurs fonds propres et de réduire leur risque.

Ces produits sont considérés comme complexes par les régulateurs : ainsi la FCA (UK) en a interdit la vente directe aux particuliers non avertis.

Ces instruments hybrides sont effectivement nettement plus risqués qu'une obligation classique, mais offrent une rentabilité particulièrement attractive, selon nous dans la phase du cycle de crédit.

- Ainsi le CoCo Unicredit 6,75% 2049 call 2021 a servi un taux de rendement 2015 de 6,3% tandis que le rendement de l'action dividende inclus était nul.

Composition des Fonds Propres bancaires :

<b>Coussin pour le risque systémique</b>	<b>0 à 5%</b>	} <b>8% Capital minimum requis</b>
<b>Coussin contrat cyclique</b>	<b>0 à 2,5%</b>	
<b>Coussin de conservation</b>	<b>2,5%</b>	
<b>Tier 2</b>	<b>2%</b>	
<b>Additional Tier 1</b>	<b>1,5%</b>	
<b>Core capital (Action/Fonds propres)</b>	<b>4,5%</b>	

(Source Gefip)

Nous sommes dans une période de rendements obligataires proches de zéro pour les papiers les mieux notés, qui sont ainsi devenus des obligations très risquées en terme de couple rentabilité risque avec une sensibilité élevée : 10 centimes de hausse de taux correspond à une perte en capital de 1% pour le Bund 10 ans et une perte de 2,5% pour le Bund 30 ans !

Les CoCos sont des supports particulièrement intéressants mais avec un risque proche d'un risque actions, donc il peut y avoir une perte en capital.

Comme tout actif risqué, les techniques classiques de diversification, de risque émetteur notamment, sont indispensables. Dans la plupart des cas les CoCos nous semblent plus attrayantes que les actions d'un quelconque émetteur bancaire.

Arnaud Puiseux, Associé Gestion Financière Privée (Gefip)  
arnaud.puiseux@gefip.fr

#### **AVERTISSEMENT**

- *Cette analyse n'a pas été élaborée conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières, par ailleurs le prestataire de services d'investissement n'est pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication (art 313 28 2° RGAMF).*
- *Les personnes concernées intervenant dans la production de ce type d'analyse au sein de la société n'exécutent pas de transactions personnelles sur les instruments financiers sur lesquels porte cette note ou sur tout autre instrument financier lié (art 313-27 2° RGAMF).*
- *Les informations contenues dans ce document, bien que puisées aux meilleures sources (Bloomberg, factset), ont un caractère uniquement informatif et n'emportent aucun engagement juridique ou autre de la part de GEFIP. Elles ne doivent en aucun cas être assimilées à une incitation d'opérer sur les valeurs et marchés cités. En conséquence, GEFIP ne saurait être tenue pour responsable de l'utilisation qui pourrait en être faite par le client et des préjudices directs ou indirects qui pourraient résulter de cette utilisation.*
- *La société ou le collaborateur ou toute personne qui a participé à l'élaboration de cette note n'a aucun intérêt financier significatif portant sur un ou plusieurs instruments financiers faisant l'objet de l'analyse ou un conflit d'intérêts significatif avec un émetteur auquel se rapporte la recommandation. (article 315-5 du RGAMF)*
- *L'émetteur n'est soumis à aucune obligation d'actualiser les informations. Plus généralement, il est rappelé que les performances financières passées ne préjugent pas des performances futures et que certains instruments financiers ou opérations peuvent engendrer des risques substantiels, notamment de perte en capital. En aucun cas la responsabilité de l'émetteur ne pourra être recherchée en raison d'erreurs ou d'omissions pouvant figurer au présent document.*