

Avis de l'Autorité bancaire européenne (ABE) sur les instruments Legacy

Le 21 octobre l'ABE a publié son avis tant attendu sur les instruments Legacy qui avait été retardé par le Covid 19. De nombreux investisseurs et analystes étaient un peu perplexes face à cet avis et ne savaient pas vraiment à quoi s'attendre.

- La crise de Covid conduirait-elle l'ABE à accepter à nouveau les obligations Legacy dans les ratios de capital ?
- Cela changerait-il les nouvelles règles adoptées dans le « Banking Package » ?
- L'ABE inciterait-elle les banques à ne pas rappeler les obligations Legacy afin de préserver le capital en période difficile ?

L'ABE a exprimé un avis très clair sur la nécessité de nettoyer le stock de "Legacy bonds", et ce le plus tôt possible. Citons l'ABE, "pour les instruments assortis d'une option de rappel (call) à court ou moyen terme, l'ABE prévoit raisonnablement que les établissements privilégieront cette possibilité dès que cela sera possible".

Globalement, cet avis est très favorable à la classe d'actifs Legacy. Vous pouvez trouver plus de détails dans notre analyse synthétique ci-dessous.

1 Pourquoi la réglementation a-t-elle adopté une position aussi dure ?

Selon nous il y a deux raisons principales qui expliquent cela :

- **La première** est évidemment que les banques l'ont vu venir : l'accord de Bâle instaurant la période de transition précédant la sortie des obligations Legacy du stock de capital a été publié il y a plus de dix ans ! Citons à nouveau l'ABE : « *l'ABE part du principe que l'élimination de ces instruments du bilan des institutions a été un élément important reflété dans leur planification depuis 2014.* »
- **La seconde est très technique**, on pourrait même dire obscure, mais aussi d'une importance cruciale. **L'un des principaux objectifs des réformes réglementaires depuis 2008 est d'organiser une gestion harmonieuse des crises bancaires. Cela inclut le cadre de résolution conçu pour régler la défaillance d'une banque en quelques jours sans déclencher une crise systémique.** Cette démarche a été couronnée de succès (même des faillites très médiatisées comme celle de la Banco Popular n'ont pas eu d'impact systémique), mais a soulevé des questions juridiques en raison de la hiérarchie complexe des instruments de capital qui subissent des pertes (« *bail-in* », ou « renflouement interne ») en cas de résolution. **Pour faire simple, les autorités veulent pouvoir traiter les créanciers en fonction du "classement réglementaire" des obligations qu'ils détiennent (AT1, Tier 2, etc.) et non en fonction de leur "classement juridique" (rang de subordination en liquidation), qui est généralement défini dans le prospectus.** Normalement, ces deux situations pourraient coïncider, mais la fin de la période de transition de Bâle 3 perturbe l'ensemble du système : les obligations qui ont été émises comme obligations (réglementaires) Tier 1 pourraient perdre leur statut (réglementaire) Tier 1 pour devenir par exemple du Tier 2, mais leur rang (juridique) de subordination, défini dans le prospectus, ne changera pas. **C'est ce que l'ABE appelle le "risque d'infection", c'est-à-dire le risque que les classements juridique et réglementaire soient complètement mélangés. Cela menacerait l'éligibilité des instruments de capitaux existants, normalement pleinement éligibles.**

Selon les instruments, l'ABE envisage trois options pour gérer ce risque d'infection :

- **Option 1** : rachat des obligations lorsqu'une date de call est disponible ou via des offres de rachat,
- **Option 2** : modification des termes et conditions des obligations (ce qui nécessite l'approbation des porteurs) et,
- **Option 3** : dans des cas exceptionnels, lorsque les options 1 et 2 ne sont pas disponibles (c'est-à-dire lorsqu'il n'y a pas d'option d'achat ou qu'une offre de rachat a laissé certaines obligations en circulation), conserver les obligations mais sans les utiliser comme capital ou MREL

La philosophie générale de l'avis de l'ABE est claire, mais, comme toujours avec les obligations Legacy, le diable est dans les détails et certaines réserves s'appliquent.

Nous voyons trois principaux problèmes :

- Dans un document publié le 21 octobre, le **Royaume-Uni a annoncé que les avis de l'ABE ne seront plus contraignants à partir de la fin de la période de transition**. Cependant, le régulateur anglais (the PRA) a exprimé des points de vue similaires (mais subtilement différents) sur ce sujet.
- **Certaines obligations pourraient rester dans une catégorie réglementaire qui n'entrave pas l'adéquation des classements réglementaires et juridiques. Pour ces obligations, le remboursement dépendra d'autres facteurs - tels que la compatibilité avec les nouveaux critères établis dans le CRR2. L'une des questions clés pour ces obligations sera la nouvelle période de transition applicable jusqu'en 2025.**
- **Dans le cadre de la transposition de la BRRD2, certains pays ont discuté de la possibilité d'une loi générale qui alignerait les classements réglementaires et juridiques** - ceci est fait pays par pays, car le droit de la faillite n'est pas harmonisé au niveau européen. **Cependant, nous ne sommes pas sûrs que cela affaiblirait effectivement l'opinion de l'ABE sur les obligations Legacy**. En effet :
 - L'ABE souligne explicitement que *"quelle que soit la manière dont l'article 48, paragraphe 7, de la directive BRRD est transposé en droit national, il ne peut être exclu que [...] certaines questions de classement relatives aux instruments Legacy [...] subsistent encore"*.
 - La modification du classement des obligations existantes en cas d'insolvabilité est susceptible de soulever d'importantes questions constitutionnelles et de droits de la propriété. Les États membres pourraient choisir d'aligner les classements réglementaires et juridiques uniquement pour les obligations à émettre.
 - Certains pays ont explicitement déclaré qu'ils ne suivront pas cette voie (la date limite de transposition du BRRD2 est fixée à décembre 2020).

Globalement, cet avis est très favorable à la classe d'actifs Legacy. Les banques devront faire face à un obstacle très important pour justifier le non-remboursement d'une obligation après la fin de la période de transition réglementaire, même si le remboursement est très coûteux. Toutefois, nous pensons que cela ne se fera que progressivement, car les banques ont besoin de temps pour digérer le contenu de cet avis très technique et le marché restera probablement sceptique - c'est-à-dire qu'il ne donnera pleinement du crédit à l'avis de l'ABE que lorsque les rachats seront devenus une pratique courante. D'ici là, nous pensons que des opportunités d'investissement subsisteront.

2 Rappel des risques spécifiques aux dettes subordonnées

Le risque de crédit

Depuis l'introduction de la directive résolution bancaire (BRRD), le risque de résolution d'une banque est le risque le plus fort pour un investissement long terme en dettes subordonnées. En cas de résolution, de défaillance ou de dégradation de la qualité des émetteurs (par exemple de la baisse de leur notation par les agences de notation financière) la valeur des obligations dans lesquelles est investi le fonds baissera entraînant une baisse de la valeur liquidative.

Le coupon

C'est la possibilité que le coupon ne soit pas payé (en dehors de toute situation de résolution).

Les titres subordonnés ouvrent des droits au versement d'un coupon à une fréquence déterminée. L'émetteur peut dans certaines conditions annuler le versement de coupon(s) : le non-paiement d'un coupon est définitif, à la discrétion de l'émetteur ou par obligation (il s'agit alors des cas liés aux règles limitant les paiements de coupon selon le niveau de capital).

L'extension

C'est la possibilité que la date de remboursement ne soit pas celle attendue. La date du terme initialement proposée est susceptible d'être dépassée. Ainsi l'investisseur risque de récupérer son capital à une date plus lointaine que celle initialement prévue.

Le risque de taux

Le porteur est exposé au risque de taux : le risque de taux correspond au risque lié à une remontée des taux des marchés obligataires, qui provoque une baisse des cours des obligations et par conséquent une baisse de valeur liquidative de l'OPCVM.

Pour une vision complète des risques liés à l'investissement dans les fonds Axiom AI, nous vous recommandons de se référer à la rubrique « Profil de risque » du prospectus.

Glossaire

1. **Les obligations AT1 et RT1** - constituent de nouvelles formes de dette subordonnée éligibles aux fonds propres réglementaires selon Bâle 3 et Solvabilité 2. Les coupons sont discrétionnaires et la valeur nominale peut être réduite soit en les convertissant en actions (" obligations contingentes convertibles " ou " obligations CoCo ") soit en réduisant la valeur nominale qui peut ensuite être restaurée. Les titres AT1 et RT1 absorbent les pertes lorsque le capital d'une institution financière est inférieur à un seuil de déclenchement prédéfini (5,125% ou 7% pour les banques en fonction de ce qui est écrit dans le prospectus et 75% des exigences de capital sous Solvabilité 2 pour les compagnies d'assurance).
2. **Banking package** - Le cadre réglementaire en matière d'exigence de fonds propres et d'éligibilité des instruments de dettes fixé par le comité Bâle a fait l'objet en 2013 de l'adoption par le Parlement et le Conseil européen d'une directive (CRD4) et d'un règlement (CRR). Ce sont ces textes qui ont instauré la période de transition réglementaire entre Bâle 2 et Bâle 3 ainsi que les règles de déqualification progressive des instruments Legacy. Le 16 avril 2019, un nouveau corpus réglementaire a été adopté – le « package bancaire » (CRR2, CRD5, BRRD2) - qui précise et prolonge ce cadre légal. Nous avons rédigé une note à ce sujet, disponible sur demande à l'adresse suivante contact@axiom-ai.com.
3. **Calls** - option donnée à l'émetteur de racheter une obligation avant son échéance, généralement – mais pas toujours – au pair. Ces rachats peuvent être réalisés à des dates d'exercice spécifiques ou être déclenchés par des événements réglementaires ou de crédit.
4. **Grandfathering** - c'est la période de transition après laquelle les anciens titres ne seront plus considérés comme des fonds propres réglementaires d'ici 2022 pour les banques et d'ici 2026 pour les assureurs.
5. **Legacy bonds** - Les dettes subordonnées (appelées également titres hybrides) sont des dettes émises par des institutions financières (banques et assurances) incluses dans le capital réglementaire, en substitution des fonds propres usuels, pour la mesure de leurs ratios de solvabilité sous Bâle 3 et non éligibles à ces ratios sous Bâle 2.
6. **Bâle 1, 2, 3** - le Comité de Bâle est un comité informel constitué de banquiers centraux et de régulateurs qui formule des propositions en matière de réglementation bancaire. Bien que ses propositions ne soient pas immédiatement applicables, elles sont ensuite transposées par les législateurs nationaux. Bâle 1 (" ratio Cooke ") a été le premier mécanisme international visant à garantir la solvabilité des banques au moyen d'une approche simple (ratio de 8% et pondérations de risques quasi universelles, à l'exception des établissements publics et de l'immobilier). Bâle 2 a introduit des pondérations basées sur les ratings afin de mieux prendre en compte les risques de crédit réels. Bâle 3 a transformé les fonds propres réglementaires et a considérablement durci les exigences minimales de fonds propres.
7. **MREL** - Le minimum requis pour les fonds propres et les passifs éligibles (MREL) est un règlement européen établi dans la directive sur le recouvrement et la résolution des banques (BRRD), qui définit le montant minimal des fonds propres et des instruments d'absorption des pertes dont une Banque européenne doit disposer.
8. **CRR2** - Le Règlement sur les exigences de fonds propres est une transposition législative de Bâle 3 dans l'UE. Comme il s'agit d'un règlement, il est directement applicable dans les États membres.
9. **Bail-in** - le mécanisme de « renflouement interne » ou bail-in est défini par la BRRD par opposition au renflouement externe ou bail-out et fait référence au fait que les détenteurs d'obligations et les actionnaires doivent supporter des pertes afin de maintenir la viabilité de la banque sans déclencher de procédure de faillite et sans avoir recours à l'argent des contribuables.

Avertissement

Ce document est conçu exclusivement à des fins d'information.

Ce support non contractuel ne constitue en aucun cas une recommandation, une sollicitation d'offre, ou une offre d'achat, de vente ou d'arbitrage, et ne doit en aucun cas être interprété comme tel.

Ce document ne constitue pas un conseil en investissement. De même, ce document ne constitue pas une offre d'achat ou une sollicitation de vente dans les pays dans lesquels l'OPCVM n'est pas autorisé à la commercialisation ou dans lesquels une telle offre ou sollicitation serait illégale.

Bien que ce document ait été préparé avec le plus grand soin à partir de sources qu'Axiom AI estime dignes de foi, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient, qui n'ont qu'une valeur indicative. Les informations et les opinions d'Axiom AI peuvent être modifiées sans préavis.

Les équipes commerciales d'Axiom Alternative Investments sont à votre disposition afin de vous permettre d'obtenir une recommandation personnalisée.