AXIOM
ALTERNATIVE INVESTMENTS

David Benamou
+44 330822 03 74
david.benamou@axiom-ai.com

Jérôme Legras
+44 330 822 03 75
Jerome.legras@axiom-ai.com

Philip Hall
+33 1 44 69 43 91
p.hall@axiom-ai.com

Adrian Paturle
+33 1 44 69 43 92
adrian.paturle@axiom-ai.com

Le 12 octobre 2015

La loi qui valait 300 milliards d'Euros

I. La décision finale du FSB

Le Conseil de stabilité financière[1] (FSB en anglais) vient de publier les règles définitives applicables en matière de *Total Loss-absorbing Capacity* (et non pas Capital). Le document est conforme aux attentes : il ressemble fortement au premier projet et les différences essentielles avaient été habilement fuitées dans la presse. Rappelons tout d'abord le principe de base du TLAC : il s'agit d'imposer aux grandes banques un montant minimum de dettes qui peuvent être utilisées pour combler les pertes en cas de crise majeure. Le besoin supplémentaire d'émission pour satisfaire le ratio TLAC sera effectué en dette senior ou Tier 2 et donc ne concernerait donc pas des nouvelles émissions de CET1 ou d'AT1.
Les décisions clés sont les suivantes :

- Le TLAC est calibré de 16% des RWAs[2] en 2019 jusqu'à 18% en 2022 ; et de 6% de levier en 2019 jusqu'à 6,75% en 2022, mais chaque banque aura une exigence individualisée au moins égale à ce ratio. Idéalement, le régulateur attend des banques que 33% au moins des passifs TLAC soient émis sous forme de dette plutôt que de fonds propres. Le calibrage choisi signifie sans doute que le critère en RWA sera plus contraignant que celui sur le levier.

- Le TLAC est un ratio dit « Pilier 1 », donc obligatoire, et venant en supplément des coussins de capital.

- Sauf dans le cas de grands groupes ayant des sous-groupes eux-mêmes soumis au TLAC, le TLAC devra généralement être émis par la maison-mère en droit domestique (avec des exceptions.) Ce point est important puisque, en Europe notamment, de nombreux instruments de capital réglementaire sont émis par des filiales opérationnelles. Les banques auront donc intérêt à rembourser ces instruments pour en émettre de nouveaux au niveau des maisons-mères. Par ailleurs, les règles sont assouplies pour permettre le « TLAC interne » et éviter le démantèlement des grands groupes en cas de résolution (HSBC et Santander sont les principaux concernés.)[3]

- La question décisive et affreusement complexe de la subordination des instruments TLAC a été « résolue » comme suit :

[1] Le FSB regroupe 26 autorités financières nationales et plusieurs organisations internationales. Son objectif est de développer la coopération dans le domaine de la supervision et de la surveillance des institutions financières et d'établir des normes communes.
[2] Les RWA sont les actifs pondérés d'un coefficient (RW pour *Risk Weight*) censé mesurer le risque de crédit.
[3] Dans le premier projet du FSB, le TLAC d'une filiale devait être vendu dans le marché. En cas de résolution, il aurait été presque toujours converti en actions ce qui aurait entraîné le changement de contrôle de la filiale.

Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.

- Les titres TLAC doivent être contractuellement, statutairement (loi sur les faillites) ou structurellement (choix de l'entité d'émission) subordonnés par rapport aux passifs qui sont exclus du TLAC et qui sont considérés comme indispensable aux opérations de la banque, c'est-à-dire les dépôts garantis, les dépôts à vue, les produits dérivés, les dettes fiscales, *etc.*

- Si les passifs exclus du TLAC et *pari passu* des dettes seniors ne représentent pas plus de 5% des passifs, la règle précédente peut être écartée. Ceci est important pour les banques italiennes pour lesquelles les dettes seniors sont subordonnées aux principaux passifs exclus du TLAC, mais pas aux produits dérivés. Ainsi, par exemple, avec moins de 5% de produits dérivés, Unicredit pourrait donc inclure ses dettes seniors dans le TLAC.

- Enfin, pour les titres qui, en cas de faillite, sont *pari-passu* des passifs non éligibles au TLAC et qui respectent les autres critères (maturité, etc.), deux cas se présentent :

  - Ils sont éligibles si tous les passifs non éligibles au TLAC sont exclus du bail-in ;
  - Ils sont éligibles pour une quotité allant de 2,5% à 3,5% des RWA si les passifs non éligibles au TLAC ne sont exclus du bail-in que de manière « exceptionnelle » ;
  - Dans les deux cas, il faut toutefois être en mesure de prouver que l'exclusion d'un passif non TLAC du bail-in ne donnera pas lieu à des contentieux, ce qui sera un exercice difficile.

II. Quelles implications ?

a. Combien les banques devront-elles émettre pour respecter ce nouveau ratio ?

De manière très opportune, le Comité de Bale vient de publier une étude d'impact du TLAC – fondé sur le projet de règles annoncé en 2014, mais contenant suffisamment de scénarios alternatifs pour mesurer le besoin des banques. En écartant les pays émergents et en retenant le calibrage final (18% RWA – 6,75% levier) le besoin est chiffré à 755Mds€ sans tenir compte de la dette senior (estimation du comité de bale pour l'ensemble des banques systémiques hors Chine) et à 422Mds€ en tenant compte de la dette senior. **Les évolutions actuelles des lois sur les faillites (par exemple en Allemagne ou en Italie) ont donc pour objectif de réduire la facture de plus de 300Mds€** !

En se limitant à l'Europe, la situation est la suivante :

- L'Angleterre (HSBC, Barclays, RBS, Standard Chartered) va imposer des émissions exclusivement à partir des sociétés holdings têtes de groupe (« HoldCo ») et ainsi permettre l'inclusion de la dette senior (subordination structurelle). L'essentiel, pour ces banques, sera donc de remplacer les titres émis par les entités opérationnelles (« OpCo) par des titres HoldCo, ce qui est très positif pour les titres OpCo, y compris subordonnés.

- En Allemagne (Deutsche Bank), la nouvelle loi sur les faillites devrait permettre d'inclure toute la dette senior dans le TLAC.

Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.

- En Italie (Unicredit) la situation est plus ambiguë car le projet de loi sur les faillites subordonne les dettes seniors aux dépôts, mais pas aux produits dérivés. Unicredit pourra donc soit inclure la dette senior à hauteur de 2,5% à 3,5%, soit l'inclure entièrement si ses passifs dérivés ne dépassent pas 5%.

- Aux Pays-Bas (ING) en France (BNP, SG, Crédit Agricole, BPCE) et en Suède (Nordea), aucune modification à la loi sur les faillites n'a été adoptée. En théorie la dette senior pourrait être éligible à hauteur de 2.5% à 3.5%, mais nous pensons qu'il sera très difficile de justifier qu'en cas de résolution, les dépôts non garantis pourraient être protégés au contraire de la dette senior, sans soulever de risque contentieux important.

- En Espagne (Santander uniquement, puisque BBVA vient d'être exclue de la liste) une nouvelle loi permettra d'émettre du Tier 3, entre les dettes senior et Tier 2, mais ne change pas le rang de la dette senior.

- Enfin, la Suisse (Crédit Suisse, UBS) vient de se doter d'un nouveau régime de capital similaire, mais avec un ratio de levier plus contraignant, qui s'imposera donc.

Au total, pour l'Europe et sur la base des chiffres publiés fin 2014, nous pouvons faire les estimations ci-dessous*

Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.

En Mds

Pays	Besoin cas 1 (0% dette senior)	Besoin cas 2 (3,5% dette senior)	Besoin cas 3 (100% dette senior)	Commentaire
Suisse	7 231	0	0	Le nouveau régime suisse est plus contraignant.
Allemagne	38 288	23 019	0	La loi allemande sur les faillites permet selon nous l'inclusion de la dette senior.
Espagne	55 004	34 194	15 910	La loi espagnole actuelle ne rend pas les dettes seniors juniors des dépôts. Nous pensons que dans ce cas l'inclusion de la dette senior sera difficile à justifier.
France	133 113	67 085	2 084	La loi française actuelle ne rend pas les dettes seniors juniors des dépôts. Nous pensons que dans ce cas l'inclusion de la dette senior sera difficile à justifier. En adoptant la loi allemande le besoin tomberait à moins de 5Mds.
Italie	31 974	17 768	0	Selon qu'Unicredit est en dessous ou non du seuil de 5%, le besoin passe de 0 à 18Mds€ - car nous pensons que la subordination aux dépôts pourrait suffire à justifier l'inclusion de 3,5% de dette senior.
Pays-Bas	19 206	8 238	-	La loi néerlandaise actuelle ne rend pas les dettes seniors juniors des dépôts. Nous pensons que dans ce cas l'inclusion de la dette senior sera difficile à justifier.
Suède	9 213	4 101	-	La loi suédoise actuelle ne rend pas les dettes seniors juniors des dépôts. Nous pensons que dans ce cas l'inclusion de la dette senior sera difficile à justifier
Royaume-Uni	102 959	102 959	102 959	Le régulateur britannique exige de la dette « HoldCo ». Une partie importante du besoin (76Mds) sera donc satisfait en remplaçant de la dette senior OpCo par de la dette HoldCo
TOTAL	**358 700**	**234 346**	**120 952**	

**les cases en bleu correspondent à notre analyse de la situation actuelle, pays par pays et du scenario le plus probable selon nous*[4]

[4] Ces chiffres ne sont qu'estimés car il existe deux incertitudes principales : d'une part les régulateurs doivent clarifier la combinaison entre TLAC et les différents coussins de capital (CCB, Pilier 2, etc.) et d'autre part nous n'avons pas analysé la fraction des dettes actuellement émises qui ne respectent pas certains critères tels que la juridiction d'émission. Notre chiffre est par conséquent inférieur à celui estimé par le Comité de Bâle. Soulignons toutefois que les titres ayant des clauses non

Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.

Au total, compte tenu de la situation actuelle pays par pays, le besoin est estimé à 319Mds (somme des cases bleues), dont 76Mds comblé par le seul remplacement de la dette senior OpCo britannique par de la dette HoldCo. Une harmonisation de la loi sur les faillites sur le modèle allemand permettrait de réduire très substantiellement ce besoin.

a. MREL ≠TLAC

Malgré les efforts d'harmonisation, le MREL (*Minimum Required Eligible Liabilities*) diffère toujours du TLAC. En particulier, l'inclusion de la dette senior ne pose pas de difficultés et le ratio minimal (non pondéré par les RWA) sera supérieur à 8%. Pour certaines banques le besoin lié au MREL (qui s'appliquera à toutes les banques, pas uniquement aux banques systémiques) pourrait être supérieur. La calibration exacte du ratio n'est pas encore connue et il faudra donc rester vigilant – même si par définition les obligations émises pourront être senior, donc moins onéreuses.

b. Impact marché

Nous voyons plusieurs impacts du TLAC sur les prix de marché :

- Pour les banques ayant un fort besoin, le coût des émissions doit être intégré dans les modèles financiers et éventuellement peser dans les valorisations. Les principales banques concernées sont HSBC, BNP et Santander. Une bonne partie de ces coûts étaient déjà pris en compte par le marché, mais il pourrait y avoir quelques écarts importants avec les anticipations – dans un sens comme dans l'autre.

- Pour les banques anglaises, le *term-sheet* du FSB est très favorables aux émissions subordonnées non éligibles Bâle 3 et émises par les OpCo car elles perdent tout intérêt réglementaire. La publication du FSB pourrait déclencher une nouvelle vague de rachats dans le marché (call londs, Discos, *etc.*)

- Pour certaines banques, les besoins en émissions supplémentaires pourraient pousser à la hausse les spreads Tier 2 et senior (mais, selon nous, pas AT1) même si le FSB a pris soin de faire démarrer la réforme en 2019, ce qui laisse au marché plus que le temps nécessaire pour absorber les volumes.

- Compte tenu de l'avantage spectaculaire qu'elle procure, nous pensons que la réforme allemande pourrait s'étendre à d'autres pays, ce qui serait marginalement négatif pour les dettes seniors des banques concernées.

Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.