



Titres Hybrides, Titres Formidables

Sylvie Malécot,

Président de Millenium – Actuariat & Conseil

Membre du Club des Investisseurs de Long Terme du Centre des Professions Financières

Petit- Déjeuner du 13 décembre 2016 de l'Académie de Comptabilité

« Croire est tellement médiocre.

Douter est tellement absorbant.

Rester vigilant, c'est vivre ! »

Oscar WILDE

J'ai intitulé mon propos « **Titres Hybrides, Titres Formidables** ».

Les titres hybrides sont formidables en ce sens qu'ils combinent les caractéristiques des produits de capitaux propres et des produits de dette.

Mais, leur caractère hybride les définit aussi comme une forme d'OGM financiers, mi-actions, mi-obligations. En ce sens, les titres hybrides sont formidables au sens étymologique du terme, du latin « *formido* », qui fait peur.

Les titres hybrides sont, au pied de la lettre, des titres qui empruntent des caractéristiques à la fois des actions et des dettes. Historiquement, on appelait titres hybrides les obligations convertibles ou les obligations remboursables en actions sont des titres hybrides.

Par Hybrides, sans préciser titres, on entend désormais des obligations de caractère perpétuel entraînant une rémunération perpétuelle. Ce sont les anciens titres super-subordonnés qui ont été rebaptisés. Leur durée indéterminée provient de l'absence d'un engagement contractuel de remboursement qui s'effectue au gré de l'émetteur : celui-ci y a intérêt, lorsqu'au bout d'un certain moment la rémunération du titre est revue contractuellement à la hausse.

En cas de liquidation, les titres hybrides sont remboursés après les autres créanciers, après les prêts subordonnés simples. Ces titres ont une rémunération annuelle qui est conditionnelle au paiement d'un dividende, ou à la réalisation d'un résultat.

Ainsi, de prime abord, les titres hybrides semblent pouvoir être assimilés à des capitaux propres.

En fait, ils sont le plus souvent représentatifs de l'endettement d'une entreprise.

Ainsi, l'obligation convertible est une obligation qui donne à son détenteur, durant une ou des périodes de conversion connues dès l'émission, la possibilité de l'échanger contre une ou plusieurs actions de la société émettrice. L'obligation convertible s'assimile à une obligation classique avec une option d'achat sur des actions nouvelles de l'émetteur.



Pourtant, l'investisseur doit être vigilant. L'émetteur crée de la dette, avec l'objectif de la convertir en fonds propres en quelques années. Mais si la conjoncture économique est défavorable, la conversion peut ne jamais intervenir et, dans ce cas, l'émetteur devra avoir la surface financière suffisante pour rembourser l'obligation à son échéance.

Ainsi, la bulle Internet, qui s'est formée à la fin des années 1990, a-t-elle failli être fatale au marché des obligations convertibles. Bulle spéculative, elle a concerné les valeurs des secteurs des technologies de l'information, des nouveaux médias et des télécommunications, alors que le déploiement d'Internet s'enclenchait.

À la fin des années 1990, la « nouvelle économie » fascinait tous les investisseurs de la planète. Au travers d'obligations convertibles, les jeunes sociétés émettaient de la dette à faible coût, en espérant à cinq ans générer mécaniquement l'augmentation de capital qui leur permettrait de poursuivre leur croissance.

On a assisté à la multiplication d'introductions boursières et d'émissions de convertibles dans le secteur des *dot-com*. Beaucoup de *start-up* furent achetées aveuglément par des investisseurs décidés à jouer le coup du siècle, en trouvant une société au potentiel de croissance comparable à celui d'Apple ou Microsoft. Cette chasse aux pépites technologiques dura cinq ans. Elle a notamment profité au secteur des télécoms (opérateurs) et des équipementiers qui se lancèrent eux-mêmes dans une vague de fusions/acquisitions pour accélérer leur virage vers la « toile ». Pour ces groupes, il s'agissait d'acquérir des « dot-com » à la technologie prometteuse, quel que soit leur prix. Cet afflux de billets fit flamber les prix d'acquisition, permettait d'émettre des convertibles à des taux toujours plus bas. En mars 2000, le PER (*Price Earning Ratio*) de certaines entreprises issues de la nouvelle économie montait jusqu'à 200, alors qu'un niveau de 25 est déjà considéré comme excessif en temps normal. La folie *dot-com* n'épargna ni la France, ni l'Europe.

Le point haut du phénomène fut atteint le 13 mars 2000 lorsque le Nasdaq Composite, l'indice technologique américain culmina à 5 048,62 après avoir progressé de 3 757 points en 3 ans, soit une progression de 291 %.

L'éclatement de la bulle a entraîné la disparition d'une myriade de sociétés proches de la « nouvelle économie. La « nouvelle économie », qu'Alan Greenspan, président de la Fed, la Réserve fédérale américaine, stigmatisait en dénonçant « l'exubérance irrationnelle » des marchés, est retombée comme un soufflet. Faillites à la chaîne. À court d'argent, les centaines de *start-up* basculèrent comme des dominos. Les cours des sociétés qui n'ont pas fait faillite se sont effondrés... et donc, les investisseurs n'optaient plus pour la conversion en actions des obligations convertibles. Beaucoup de sociétés n'avaient plus les moyens de rembourser leur dette.

La Fed a elle-même contribué au processus de déséquilibre financier de ces sociétés, dans la mesure où elle orchestra la remontée de ses taux d'intérêt pour doucher « l'exubérance » des marchés. Les taux à long terme de la Réserve fédérale passèrent ainsi de 4 % au 1^{er} semestre 1998 à près de 7 % en mars 2009.

Le marché des obligations convertibles s'est remis difficilement de cette longue crise. Le risque de non-conversion générait la défiance des investisseurs, qui préféraient investir directement soit dans des actions, soit dans des obligations, où ils identifiaient le risque de crédit de manière pure.



Néanmoins, le montant des convertibles en circulation a crû de 270 milliards de US dollars en 2002 à environ 700 milliards en 2006. Alors que, jusqu'en 2000, les obligations convertibles étaient achetées principalement par les *desks* d'arbitrage des banques, la classe d'actifs a intéressé de nouveaux acteurs, les *hedge funds*, soit dans le cadre de produits multi-stratégies, soit en gestion d'arbitrage des différentes composantes de l'obligation convertible (*call arbitrage*, *credit spread*). Les six principaux fonds spécialisés en arbitrage de convertibles – Aristeia, CQS, Advent, Jabre Capital Partners, Waterstone et Ferox Capital – totalisaient en 2007 15 milliards de US dollars d'actifs sous gestion.

Par chance, en Europe, les assureurs, mutuelles et institutions de prévoyance se sont intéressés à nouveau aux obligations convertibles depuis dix ans, car la classe d'actifs bénéficie d'un traitement favorable en termes de chargement en fonds propres dans le contexte de la formule standard de la Directive Solvabilité II.

Le marché des obligations convertibles s'est en parallèle modernisé, pour qu'investisseurs et émetteurs retrouvent de l'attrait. Bien entendu, cela est d'autant plus aisé que le marché offre des perspectives d'opérations spéciales sur titres, offres d'échanges ou de rachat, qui bénéficieront aux actionnaires, mais également aux porteurs d'obligations convertibles. Le gisement s'est élargi de manière significative à partir de 2011, en termes de taille de sociétés, et de secteurs économiques impliqués.

Les produits hybrides donnent l'impression de faire appel à des techniques d'ingénierie financière très complexes, à base d'options, qui nécessitent des modèles de *pricing* spécifiques.

En réalité, leur utilisation est souvent liée à des opportunités pour l'émetteur, dans des contextes de marché favorables. Parfois, l'émission est la résultante des difficultés financières de l'entreprise qu'elle essaie de surmonter en recourant à ce type d'instrument, ou traduit les difficultés de placement qu'elle rencontre auprès d'investisseurs plutôt enclins à investir dans des produits financiers plus ordinaires.

Au plan comptable, en normes françaises, les titres hybrides sont classés en « autres fonds propres » si leur rémunération est due même en l'absence de bénéfices ou en cas d'insuffisance de ceux-ci. Sinon, ils sont classés en « capitaux propres ».

Toutefois, dans le cas d'émissions subordonnées perpétuelles – *Tier 1*, les régulateurs ne considèrent pas comme des quasi-fonds propres les emprunts perpétuels comportant un *put*, c'est-à-dire remboursables au gré du porteur.

En normes IFRS, à ce jour, les titres hybrides sont classés en capitaux propres si leur rémunération est discrétionnaire, par exemple si elle est conditionnelle au versement d'un dividende. A défaut du respect de cette condition, ils sont classés en « dettes ».

On retrouve dans les titres hybrides historiques les obligations convertibles, les bons de souscription, éventuellement intégrés dans une OBSA, les obligations remboursables en actions, les actions privilégiées ou encore les certificats d'investissement.

Les risques pour les investisseurs sont différents sur les titres hybrides de seconde génération, tels les titres super-subordonnés.



Créés par la Loi de la Sécurité Financière du 1er août 2003, les titres super-subordonnés ont une durée indéterminée ; ils sont non amortissables, et le remboursement s'effectue au gré de l'émetteur. En cas de liquidation de l'entreprise, leurs détenteurs sont remboursés après tous les autres créanciers, y compris les porteurs de prêts subordonnés, tout en étant remboursés avant les apporteurs de capitaux propres.

Dans le Code des Assurances, et de manière équivalente pour les acteurs relevant du Code de la Mutualité et pour les institutions de prévoyance régies par le Code de la Sécurité Sociale, les titres perpétuels sont classés en R 332-20, et non pas, comme les titres obligataires à échéance finale connue, en R 332-19 : le traitement comptable et prudentiel pour l'investisseur est donc distinct.

Créés en 1985, les titres subordonnés sont une des catégories de titres obligataires les plus émises en France : de 12 à 15 milliards d'euros par an en moyenne ces dix dernières années, avec une accélération depuis 2013, quand les émissions s'approchent des 20 milliards.

Il existe trois dénominations, pour des produits différents, mais proches dans l'esprit : les TSDI, Titres Subordonnés à Durée Indéterminée, les TSR, Titres Subordonnés Remboursables, apparus en 1988, et, de création plus récente, les TSS, Titres Super-Subordonnés.

Alors que les TSR, titres à échéance connue, sont plutôt émis par des entreprises industrielles, TSDI et TSS restent des instruments prisés des émetteurs financiers, banques et compagnies d'assurance.

Les dettes subordonnées permettent à l'émetteur de renforcer ses fonds propres, en évitant de lancer une augmentation de capital. Elles sont en effet considérées, d'un point de vue comptable, comme des quasi-fonds propres. Les TSS appartiennent au *Tier 1*, c'est-à-dire au noyau dur des fonds propres, des banques ou compagnies d'assurance. Les TSDI relèvent, quant à eux, du *Tier 2*.

Les titres super subordonnés sont les titres de dette les plus risqués. Certes, ils offrent une rentabilité sensiblement supérieure aux autres titres de dette. Mais cela traduit simplement un risque hautement supérieur. La rémunération annuelle peut être conditionnelle au paiement d'un dividende, ou à la réalisation d'un résultat.

En leur permettant d'émettre des titres de dette d'un rang de priorité inférieur aux prêts et titres participatifs, et d'organiser à leur gré la subordination de leurs divers types de dettes, la Loi de 2003 donne aux entreprises les moyens de financer leur activité par l'émission de titres obligataires assimilables – sur le plan prudentiel - aux quasi-fonds propres. En émettant des titres super-subordonnés, une entreprise peut ainsi renforcer la structure de son bilan sans être affectée par l'effet dilutif mécaniquement attaché à toute augmentation du capital social, et surtout sans provoquer un alourdissement de son endettement senior.

En ce sens, ces titres peuvent constituer une alternative intéressante pour les émetteurs aux «*preferred shares*» et autres titres hybrides permettant l'accès au capital d'une entreprise.

Les titres super subordonnés sont ainsi régulièrement utilisés par les institutions financières pour renforcer leurs capitaux propres. Notamment, en France, ces titres ont été souscrits en 2009 par l'État français pour venir en aide aux établissements financiers fragilisés par la crise. Par ailleurs, les sociétés commerciales et les établissements publics peuvent également tirer parti de cet instrument hybride dans le cadre de la gestion de leur bilan et du financement de leurs opérations de croissance externe.



Les coupons de certaines émissions super-subordonnées peuvent être suspendus si l'émetteur ne respecte pas certains ratios réglementaires ou ne paie pas de dividende sur ses actions ordinaires. Selon les contrats, les coupons suspendus peuvent être cumulatifs ou non cumulatifs. Dans le premier cas, ils seront payés si, par exemple, l'émetteur reprend le paiement de son dividende. Dans le second cas, ils sont perdus.

À titre d'exemple, Groupama SA a pris la décision d'exercer son option de ne pas procéder au paiement d'intérêts optionnel le 22 octobre 2012 sur les titres super-subordonnés émis en octobre 2007 (ISIN : FR0010533414). Groupama a décidé, conformément aux modalités du prospectus du 19 octobre 2007 desdits titres (TSS 2007), de ne pas procéder au paiement des intérêts dus lors de l'échéance 2012 de paiement d'intérêt, soit le 22 octobre. Conformément à l'article 3(h) des modalités, le non-versement des intérêts ne constituait pas un cas de défaut. L'intérêt non versé était perdu pour les porteurs du titre TSS 2007 et ne pourrait plus être exigible à une date ou une échéance ultérieure.

Cette décision s'inscrivait dans le plan d'actions exceptionnel initié par Groupama en début d'année 2012, destiné à renforcer les capitaux propres du Groupe, qui associait toutes les parties prenantes : les investisseurs porteurs du titre super-subordonné, les caisses régionales et les salariés. Il avait été annoncé que cette décision se limiterait aux intérêts dus le 22 octobre 2012. De nombreux investisseurs institutionnels avaient pourtant craint que le titre ne paie pas son coupon également en 2013 et, par précaution, avaient provisionné le montant de leur créance... qui a finalement été honorée, conformément à ce qu'avait annoncé le groupe d'assurances à forme mutuelle.

Enfin, depuis 2009, certaines émissions obligataires subordonnées peuvent être obligatoirement converties en actions, dans le cas de non-respect de certains ratios par l'émetteur. Ces émissions sont appelées « *Compulsory Convertible Bonds* », ou « *Contingent Convertible Bonds* » : les CoCos.

C'est la troisième génération de titres hybrides, avec un niveau de risque supplémentaire pour les investisseurs. En effet, les CoCos sont des titres de dettes convertibles en actions en cas d'urgence, si la solvabilité de l'entreprise émettrice chute en dessous d'un seuil prédéterminé. Le Crédit Agricole a fixé ce seuil à 7% pour son émission en septembre 2013, un niveau sensiblement plus élevé que celui choisi par la Société Générale : 5,125%.

Les émissions de CoCos sont le fait de banques européennes exclusivement. Ces titres ont été créés par les Britanniques au plus fort de la crise financière afin de sauver RBS et Lloyds.

En juin 2013, le régulateur bancaire européen a validé que les « CoCos » étaient des instruments de suffisamment bonne qualité pour entrer dans le calcul du ratio de solvabilité exigé par Bâle III.

Avec cet adoubement des « cocos » par le régulateur, les banques disposent d'un moyen supplémentaire pour renforcer leurs bilans, au-delà des augmentations de capital, opérations de mises en réserve de bénéfices et autres cessions d'actifs. Un moyen qu'elles utilisent d'autant plus volontiers que l'émission de « CoCos » est bien moins onéreuse qu'une augmentation de capital.

En contrepartie d'un rendement élevé, l'acheteur de « CoCos » prend le risque de se retrouver, au final, avec tout autre chose que le produit initialement souscrit : si la solvabilité de la banque passe en deçà du seuil prédéterminé, l'investisseur en « CoCos » ne sera plus qu'un simple actionnaire, la catégorie des porteurs qui devront, les premiers, mettre la main à la poche en cas de crise bancaire.



Tant que tout va bien, le CoCo est une obligation à rendement élevé. En revanche, si la banque commence à avoir des problèmes, le CoCo devient une part de capital : l'investisseur devient donc propriétaire de la banque, et à ce titre, devient deuxième sur la liste (après les actionnaires) pour perdre sa mise initiale.

Depuis plusieurs mois, il y a des inquiétudes récurrentes sur la solidité des banques européennes. Deutsche Bank a présenté de mauvais résultats, les banques italiennes sont à la peine, leurs bilans remplis de créances douteuses, le Portugal éponge encore la faillite il y a deux ans de sa plus grande banque, la Banco Espírito Santo, et plus globalement, le contexte actuel (taux très bas, pétrole en baisse, pays émergents sur le déclin) n'est pas porteur pour les banques. Les prix des CoCos ont donc plongé ; pourtant à ce jour, aucun CoCo Bond n'a muté. La question est donc de savoir si la baisse des prix des CoCos est un symptôme de la crise, ou la cause, puisqu'elle entretient la défiance.

En conclusion, les titres hybrides présentent un réel intérêt.

Ils offrent aux entreprises émettrices un potentiel de créer des quasi fonds propres à moindre coût. Si titres super-subordonnés ou CoCos sont plutôt réservés à de grandes entreprises, principalement banques ou assureurs, les obligations convertibles offrent un accès au marché financier à des structures de type ETI.

Pour les investisseurs, c'est l'espérance d'un rendement supérieur à un titre classique, avec une option de conversion en actions. Dans le contexte actuel de taux bas, toute possibilité de rendement additionnel a de quoi séduire. Même si l'on ne doit pas oublier que le rendement supérieur a pour corolaire un risque supérieur, voire très supérieur, à celui de produits de dette classiques. Nombre de porteurs de titres subordonnés l'ont appris à leurs dépens en 2008.

Les différentes générations de titres hybrides ont déplacé le niveau de risque, en transférant tout ou partie du processus de conversion de l'investisseur vers l'émetteur. L'obligation convertible contient une option de conversion en actions, que le porteur est libre ou non d'exercer dans les fenêtres de temps préalablement définies. La non conversion pénalise d'abord l'entreprise émettrice, qui ne reçoit pas le complément de fonds propres attendu, et doit rembourser sa dette.

Pour les titres super-subordonnés, le non-remboursement du titre à la date de call attendue, ou le non-paiement de certains coupons, est conditionné à une situation de fragilité financière de l'émetteur, qu'on espère temporaire. L'émetteur se donne du temps pour passer une situation de crise. L'investisseur subit le non-paiement, mais peut avoir la satisfaction de contribuer au sauvetage. Dans le cas des Cocos, la conversion se fait à l'initiative de l'émetteur, dans des conditions de solvabilité précisées dans le prospectus, et l'investisseur subit la situation, avec une perte en capital significative, puisque le titre obligataire initial devient des actions au cours très bas. Le retour à meilleure fortune pour le porteur peut se révéler longue et périlleuse.

Warren Buffet disait que « *c'est quand la mer se retire qu'on voit ceux qui nageaient nus* ».

C'est dans la période à venir de remonter des taux que l'on mesurera la qualité d'endettement des émetteurs de titres hybrides, leur capacité de remboursement, et leur niveau de solvabilité...

Et que l'on verra si tous les risques sous-jacents, propres à chaque titre, ont bien été intégrés dans les modèles d'analyse des investisseurs.

Achévé de rédiger le 13 décembre 2016