

Le 4 janvier 2016

## Novo Banco

La Banque du Portugal vient d'annoncer le renvoi de 2mds€ d'obligations seniors de Novo Banco, vers la « bad bank » résiduelle de BES.

L'impact de cette décision est :

- Très positif pour Novo Banco qui voit ses fonds propres augmenter de 2mds€ soit plus que le besoin en capital identifié par la BCE.
- Très négatif pour les porteurs obligataires transférés, qui chercheront à démontrer l'illégalité des mesures prises en vue de compensations.
- Très positif - à court terme - pour les autres banques portugaises qui évitent ainsi de participer une nouvelle fois à la recapitalisation de Novo Banco.

Quels enseignements en tirons-nous ?

- 1- Les dispositions de la BRRD vont limiter en 2016 la liberté des Etats dans les résolutions bancaires pour des restructurations plus équitables, ralentissant le rythme des restructurations observé récemment.
- 2- Malgré le manque de transparence de ces décisions, elles recèlent toujours une logique politique forte et cohérente, à considérer dans la décision d'investissement.
- 3- Il ne faut pas sous-estimer l'impact futur des contentieux.
- 4- Enfin, nous saluons l'entrée en vigueur au 1er janvier de la BRRD dans le cadre de la Supervision Unique. Les mécanismes deviennent plus lisibles, plus appropriés et plus efficaces, et surtout en conformité avec les principes de base trop largement transgressés jusqu'à maintenant.



## Qu'a annoncé la Banque du Portugal mardi 29 décembre ?

Après avoir ordonné la suspension de la cotation des titres obligataires émis par Novo Banco, la Banque du Portugal a, dans la soirée, pris trois mesures :

- Décidé le transfert d'obligations seniors, pour un montant nominal de 1985M€, de Novo Banco, la « good bank » créée lors de la résolution de BES, vers BES, la « bad bank » résiduelle qui contient principalement les actifs liés à la famille Espirito Santo.
- Clarifié que la responsabilité éventuelle liée aux contentieux initiés après la résolution de BES incomberait au fonds de résolution et pas à Novo Banco.
- Fixé le périmètre définitif de résolution de BES – le découpage entre la « bad bank » et la good bank » est donc maintenant irrévocable.

### I. Dans quel contexte s'inscrit cette décision ?

La banque BES a connu de nombreuses péripéties depuis l'été 2014.

#### *- Etape 1 : le découpage*

Après la découverte de fraudes massives, la Banque du Portugal a prononcé la résolution de BES et les holdings du groupe ont été mises en faillites. Un découpage de BES a été organisé comme suit : ont été maintenus dans BES, devenue la « bad bank », tous les actifs de BES liés aux actionnaires de BES (principalement des prêts aux holdings familiales en faillite) ainsi que les passifs subordonnés et les dettes portées par les actionnaires de BES. Le reste des actifs et passifs, dont notamment un prêt de 3mds sur la filiale angolaise, préalablement provisionné à 100%, a été transféré à Novo Banco, nouvel établissement recapitalisé à hauteur de près de 5mds par le fonds de résolution portugais, donc les banques portugaises, et financé par un prêt de l'Etat portugais. Une première modification a été apportée au découpage lorsque la Banque du Portugal a découvert que Goldman Sachs était à la fois actionnaire de BES et détenteur de titres de dettes seniors structurés (« *Oak Finance* ») pour environ 1Mds€, qui ont donc été ajoutés au passif de BES « bad bank ». Ce plan de résolution pour le moins rocambolesque a déclenché une centaine de contentieux.

#### *- Etape 2 : la vente ratée*

Les autorités portugaises ont initié rapidement le processus de privatisation imposé par la Commission Européenne. Selon la presse portugaise, généralement bien informée, plusieurs groupes auraient fait des offres fermes – dont Santander pour 2mds€ - mais l'offre la plus haute, supérieure à 4mds€, émanait d'un assureur chinois. A l'été 2015 la vente s'est effondrée avec le retrait de l'acheteur pourtant entré en négociations exclusives, sans que l'on sache réellement si cela était dû à l'éclatement de la bulle spéculative sur le marché chinois ou aux craintes des repreneurs que l'avalanche de contentieux ne finisse par constituer un passif trop important. Plutôt que de vendre à des moins-disant et de constater une forte moins-value, le gouvernement portugais a décidé, dans un contexte électoral difficile, de relancer une nouvelle vente.



- *Etape 3 - Les stress tests et le plan de restructuration*

Ayant échappé aux stress-tests de 2014 pour cause de résolution, Novo Banco a été assujéti à un stress test et à une revue de qualité de portefeuille (« AQR ») en novembre 2015. La banque a passé avec succès le scénario dit de base mais échoué au scénario défavorable, avec un manque de 1,4Mds€, un résultat généralement considéré par le marché comme meilleur qu'attendu car facile à combler pour un repreneur intéressé. Dans la foulée la Commission européenne a annoncé qu'elle accordait un délai supplémentaire pour la privatisation, la banque a présenté un plan de restructuration principalement appuyé sur des ventes d'actifs, plan accepté par la BCE... le 22 décembre 2015, soit une semaine jour pour jour avant l'annonce de nouvelles mesures de résolution !

## **II. Quelles sont les obligations transférées ?**

Les obligations transférées de Novo Banco à BES ont été énumérées dans la décision de la Banque du Portugal. Il s'agit des obligations seniors en Euros ci-dessous : PTBEQBOM0010, 6,875%, 07/2016, PTBENIOM0016, 6,9% 06/2024, PTBENJOM0015, 4,75% 01/2018, PTBENKOM0012 4,0% 01/2019 et PTBEQKOM0019 2,625% 05/2017.

Aucune autre obligation n'a été transférée et plus de 13Mds€ de nominal d'obligations restent donc chez Novo Banco. Selon la décision de la Banque du Portugal ce découpage est définitif et plus aucune autre obligation ne sera transférée à BES.

Si les obligations semblent avoir été choisies de manière arbitraire, la décision recèle en réalité une logique claire puisqu'ont été transférées les obligations qui obéissaient à trois critères :

- Avoir été émises avant la première résolution de BES (donc pouvoir « contribuer » aux pertes)
- Ne pas avoir été restructurées après la première résolution
- Ne pas avoir été vendues à des particuliers – donc avoir une coupure minimale de 100 000€.

## **III. Quel est l'impact de cette décision ?**

- *Un impact très positif pour Novo Banco*

Pour Novo Banco la situation est à la fois simple et très positive : la banque voit son passif diminuer de 2mds€, sans contrepartie, et elle est explicitement déchargée de toutes les décisions de justice futures liées au plan de résolution. Ses fonds propres augmentent donc de 2mds€ - soit plus que le besoin en capital identifié par la BCE – et, de manière peut-être encore plus importante, les principaux risques contentieux futurs sont écartés.



- *Un impact très négatif pour les porteurs obligataires concernés*

Les nouveaux porteurs d'obligations seniors BES sont dans la situation où étaient les porteurs de dettes subordonnées BES avant le transfert de la dette « Goldman Sachs » : ils vont recevoir une partie des actifs issus de la liquidation de BES, sans doute guère plus de 100M€ puisque BES ne détient plus que des prêts à des entités en faillite. Si l'on en juge par la valeur de marché de ces obligations LT2, le prix des obligations seniors devrait approcher 10% tout au plus. Ces porteurs disposent toutefois de chances sérieuses de démontrer que les mesures prises sont illégales et ainsi obtenir des sommes compensatoires, ce qui justifie un prix plus élevé, même si la procédure sera longue.

- *Un impact très positif pour les autres banques portugaises – à court terme*

Les mesures annoncées sont *a minima* injustes, puisqu'elles traitent différemment des créanciers de même rang, et plus probablement illégales (cf. *infra*.) Elles devraient donc avoir un impact négatif sur tous les actifs portugais tant le marché a été choqué de l'arbitraire de ce transfert, une semaine après l'approbation d'un plan de restructuration.

Malgré cela, la recapitalisation de Novo Banco est une excellente nouvelle pour les banques portugaises. En effet, la différence entre le montant investi dans Novo Banco par le fonds de résolution (4,9Mds€) et le prix de vente aurait été supporté par les autres banques, via une contribution plus élevée au fonds. En se fondant sur le prix hypothétique de 2mds€ que Santander aurait été prêt à payer, la moins-value aurait sans doute forcé BCP, BPI ou même Caixa Geral à se recapitaliser. Le bail-in est souvent présenté comme un moyen de limiter les contributions des contribuables au sauvetage d'une banque. Il faut être très clair : il s'agit ici d'un cadeau de 2mds€ aux autres banques portugaises.

Un seul bémol toutefois : l'avalanche de contentieux ne va pas se tarir, bien au contraire. Si facture il y a, elle sera payée par le fonds de résolution, donc les banques portugaises, dans cinq ans ou dix ans, nul ne le sait.

#### **IV. Pourquoi une telle décision, pourquoi maintenant ?**

La décision de la Banque du Portugal ne peut pas s'expliquer par une pression de la BCE puisque celle-ci a toujours été très claire sur deux points : d'une part un échec aux stress tests doit certes donner lieu à des mesures correctives, mais dans des délais raisonnables (neuf mois généralement) et d'autre part il ne peut en soi justifier une décision de résolution – ce qui est logique puisque l'exercice de stress tests est éminemment théorique. La validation du plan le 22 décembre écarte d'ailleurs totalement cette hypothèse.

Novo Banco n'était pas non plus en situation de crise sur le plan de la liquidité ou de la solvabilité. Si une recapitalisation était à terme nécessaire, elle n'était pas urgente et le gouvernement disposait de suffisamment de temps pour organiser la vente et une recapitalisation ou pour l'introduire en bourse, à l'image de Pfandbriefbank en Allemagne.

En réalité, nous pensons que c'est la date choisie qui permet de mieux comprendre le choix des autorités portugaises. Dans trois jours entrent en vigueur les dispositions de la BRRD applicables au bail-in senior.



Souvenons-nous de la recapitalisation de National Bank of Greece quelques semaines plus tôt. Au cours d'une conférence téléphonique mouvementée, le management du prêteur grec expliquait sa stratégie : certain que la vente de sa filiale turque Finansbank en 2016 lui permettrait de remplir les objectifs en capital fixés par la BCE, la banque préférerait quand même ne pas courir le risque d'échec car celui-ci lui imposerait d'appliquer le bail-in senior tel que fixé par la BRRD donc en incluant les dépôts. Pour ne pas courir ce risque, NBG a donc choisi de mettre en œuvre un bail-in senior préventif, sans risque pour les dépôts, malgré sa solvabilité et sa viabilité évidentes (ratio de CET1 proche de 25% !) Les porteurs obligataires ainsi affectés ont certainement apprécié l'annonce de la vente de Finansbank quelques semaines plus tard.

C'est très probablement le même risque que le gouvernement portugais a voulu éviter : en cas d'échec de la vente de Novo Banco ou de sa mise en bourse, le bail-in senior « mode 2016 », incluant les dépôts, devenait un risque réel. Il était plus aisé de rendre la mariée plus belle dès 2015, donc sans risque pour les dépôts, en la recapitalisant pour 2mds€ et en supprimant les risques contentieux. La situation du secteur bancaire portugais a également certainement pesé dans la balance : une moins-value de plusieurs milliards, voire une perte totale de 4,9mds€ en cas de bail-in, aurait pu fragiliser toutes les banques portugaises, à l'exception sans doute de la filiale locale de Santander.

Une fois prise la décision de sanctuariser les dépôts et de soutenir les autres banques portugaises, il ne restait qu'à trouver les victimes idéales : les porteurs institutionnels d'obligations seniors.

## V. Quelles sont les prochaines étapes ?

Il ne fait guère de doute que la Banque du Portugal vient de déclencher une nouvelle vague de contentieux. Les motifs de plainte et d'illégalité sont nombreux :

- Atteinte aux principes d'équité et de non-discrimination : des créanciers de même rang (obligations senior) ont été traités de manières radicalement différentes sur la base de leur seule « nature » (institutionnels vs. particuliers)
- Atteinte au principe de confiance légitime : une semaine après la validation du plan de restructuration par la BCE, de nouvelles mesures de résolutions sont annoncées sans élément déclencheur objectif !
- Atteinte aux critères de résolution fixés par la BRRD : Novo Banco n'est ni en état de faillite ni en état de non viabilité puisqu'elle a passé le scénario de base des stress tests. Par ailleurs, les autorités n'ont cherché à mettre en œuvre aucune mesure alternative, pas même à recapitaliser la banque.
- Atteinte aux principes de hiérarchie des passifs : les porteurs obligataires ont été affectés sans même que les actionnaires soient touchés. Les règles européennes imposent qu'ils soient *a minima* fortement dilués et que les créanciers senior puissent voir leurs titres convertis en actions.
- Atteinte à l'un des sacro-saints principes des outils de résolution : celui selon lequel aucun créancier ne doit être moins bien traité qu'en faillite. Dans une faillite normale, les pertes

auraient été supportées par tous les créanciers seniors, soit plusieurs dizaines de milliards d'euros au lieu des seuls 2Mds€ transférés. Il est très difficile d'imaginer que l'issue d'une faillite aurait été à ce point différente que tous les créanciers seniors auraient subi des pertes de 90% ou plus !

- Acte anormal de gestion puisque le gouvernement disposait d'offres pour l'achat de la banque à un prix positif, ce qui aurait permis d'éviter le bail-in.
- Atteinte à la propriété privée pourtant protégée par la CESDH.

A toutes ces critiques, la Banque du Portugal opposera sans doute que cette nouvelle décision n'est qu'un complément de la décision d'origine (de 2014) et qu'en cas de faillite les créanciers seniors n'auraient reçu rien ou presque. La démonstration sera difficile, à tout le moins.

## **VI. Quels enseignements en tirons-nous ?**

Il nous semble qu'il faut tirer quatre enseignements de ce nouvel épisode de la saga BES.

Le premier, peut-être le plus important, est sans doute que les Etats ont compris que l'entrée en vigueur des dispositions de la BRRD relatives à la dette senior le 1<sup>er</sup> janvier 2016 limiterait fortement leur liberté de manœuvre en matière de résolution de crise bancaire et les forcerait à adopter des restructurations plus équitables, sans pouvoir abusivement protéger certains investisseurs pour des raisons politiques. Ni l'Italie ni la Grèce n'avaient d'ailleurs cherché à cacher ce motif lorsqu'ils ont décidé d'accélérer les résolutions de quatre petites banques régionales pour l'un et des quatre grandes banques du pays pour l'autre. Le Portugal a sans doute fait la même chose, d'abord avec Banif puis avec Novo Banco. L'accélération récente des résolutions bancaires en Europe pourrait donc connaître une halte soudaine le 1<sup>er</sup> janvier 2016.

Le second est que, malgré l'apparence parfois aléatoire de ces décisions, elles recèlent toujours une logique forte et cohérente, malheureusement plus souvent inspirée par des objectifs politiques que par une logique économique ou d'équité. C'est donc un paramètre clé à considérer dans la décision d'investissement.

Le troisième est qu'il ne faut pas sous-estimer l'impact futur des contentieux. En effet, certains Etats ayant adopté des mesures similaires se sont vus ensuite condamnés par les tribunaux (Irlande dans le cas de Anglo Irish Bank, Autriche dans le cas de HAA, etc.) ce qui a compliqué et augmenté le coût de résolution des crises. Dans le cas précis de Novo Banco, il est tout à fait possible que la décision de la Banque du Portugal ait été déclenchée en partie par une décision de justice négative sur les obligations « Oak Finance » de Goldman Sachs, ce qui aurait contribué à affaiblir les fonds propres de Novo Banco au-delà de l'acceptable. Compte tenu du caractère plus qu'audacieux de la décision du 29 décembre, il faut considérer qu'une décision de justice favorable aux porteurs obligataires est tout à fait possible, ce qui serait avant tout négatif pour les autres banques portugaises (via le fonds de résolution.)

Enfin, le quatrième, est que c'est avec un certain soupir de soulagement que nous accueillons l'entrée en vigueur de l'intégralité des dispositions de la BRRD le 1<sup>er</sup> janvier 2016. Elles doteront les Etats de mécanismes plus lisibles, plus appropriés et plus efficaces, et surtout en conformité aux principes que nous avons mentionnés. Elles valideront également notre thèse principale d'investissement pour 2016 :



une sous-pondération forte sur les obligations seniors, dont le marché n'a, pensons-nous, pas complètement intégré qu'elles seraient réellement mises à contribution en cas de crise sévère et une surpondération forte sur les obligations subordonnées, notamment les titres AT1 des grandes banques systémiques. Le coupon élevé de ces titres rémunère, selon nous, plus que le risque pris.

