

Les FPUNV et le nouveau régime de « recapitalisation interne »

Messages clés

- Une nouvelle forme de billets de dépôt bancaires de premier rang sera lancée sur les marchés financiers au cours des prochains mois : les obligations de « recapitalisation interne ». Ce lancement fait suite à l'ajout, en 2014, des titres de créance de second rang de fonds propres d'urgence en cas de non-viabilité (FPUNV).
- Les titres de créance de second rang, les actions privilégiées et les obligations de « recapitalisation interne » de FPUNV comportent des dispositions contractuelles qui permettent à l'organisme de réglementation de les convertir en actions ordinaires s'il détermine qu'une banque n'est plus viable et qu'elle a besoin de capitaux supplémentaires.
- Les obligations de FPUNV nouvellement émises peuvent faire partie de l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada depuis le 1^{er} juillet 2017, mais celles qui ont été émises avant cette date n'y seront pas ajoutées immédiatement. Les obligations de recapitalisation interne pourront également être incluses dès leur émission, qui pourrait commencer dès janvier 2018.
- GPTD continue d'évaluer les répercussions de ces changements; plus important encore, nous considérons que la probabilité de non-viabilité et, par conséquent, de conversion des titres de créance en actions ordinaires est très faible pour les six grandes banques canadiennes.

Par suite de la crise financière mondiale de 2008-2009, le contexte réglementaire a été modifié dans l'espoir d'améliorer la suffisance des fonds propres des banques. En 2010-2011, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a adopté un cadre de travail pour l'élaboration d'un ensemble de nouvelles lignes directrices réglementaires volontaires, appelé « accord de Bâle III », pour tenter de résoudre les faiblesses financières qui avaient été mises au jour au cours de la crise financière, tout en établissant des critères minimaux plus stricts pour les fonds propres des banques.

Pendant la crise, de nombreuses banques étrangères ont été secourues grâce à des fonds ou des mesures de renflouement du secteur public. En d'autres termes, les porteurs d'obligations et d'actions n'ont pas absorbé les pertes que bon nombre d'institutions ont subies; ce sont plutôt les contribuables qui ont en fait renfloué de grandes institutions financières mondiales. Dans le cadre des nouvelles lignes directrices internationales prévues par l'accord de Bâle III, les banques se sont vu enjoindre de se doter d'instruments pour absorber leurs pertes.

Nouvelles réformes annoncées

Dans ce contexte, le ministère des Finances a récemment mis en place de nouvelles structures de titres de créance pour les institutions financières, dont deux – les fonds propres d'urgence en cas de non-viabilité (FPUNV) et, plus récemment, les obligations de recapitalisation interne – serviront à remplacer les titres de créance usuels des banques canadiennes.



Les FPUNV et le nouveau régime de « recapitalisation interne »

La principale caractéristique de ces deux types de titres est qu'ils comportent des dispositions contractuelles qui prévoient qu'ils peuvent être convertis en actions ordinaires si le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) statue qu'une banque est non viable et qu'elle a besoin de capitaux supplémentaires. De plus, les obligations de recapitalisation interne remplaceront les titres de créance de premier rang non garantis (souvent appelés « billets de dépôt »), qui prennent actuellement rang avant d'autres formes de titres de créance bancaires et qui font partie des obligations les plus populaires auprès des investisseurs canadiens. Les titres de créance de second rang ont déjà commencé à être remplacés par les FPUNV, et les nouvelles émissions de titres de créance bancaires seront assorties de cet attribut de conversion en actions ordinaires, qui ne peut être exécutée que par l'organisme de réglementation.

Contexte – pourquoi les institutions financières canadiennes émettent-elles des obligations de FPUNV?

Les obligations de FPUNV ont été émises pour la première fois au Canada en 2014 et elles totalisent aujourd'hui environ 22 G\$, dont 16 G\$ d'émissions en dollars canadiens. Il y a depuis des débats sur l'inclusion des obligations de FPUNV dans l'indice général des obligations canadiennes, portant principalement sur la nature hybride de ces obligations, qui présentent à la fois des caractéristiques semblables aux titres de créance et aux actions. La question cruciale porte sur le pouvoir de l'organisme de réglementation de convertir ces instruments en actions ordinaires en cas de non-viabilité. Autrement dit, si le BSIF juge qu'un émetteur de FPUNV est non viable, il peut titriser les détenteurs de créance.

Incidence sur l'indice

FTSE Russell a mené une vaste consultation sur le marché afin de déterminer quelles mesures prendre à l'égard de cette composante importante et croissante du paysage canadien des titres à revenu fixe. Le 5 juin 2017, FTSE Russell a annoncé que les titres FPUNV seraient admissibles à l'indice pour que les « indices de référence phares de FTSE Russell demeurent des mesures appropriées et représentatives du marché intérieur canadien des titres à revenu fixe ». Cette annonce précisait ce qui suit :

- Les obligations de FPUNV nouvellement émises (le 1^{er} juillet 2017 ou après cette date) **deviendront admissibles** à l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada à partir du 1^{er} juillet 2017.
- Les obligations de FPUNV émises avant le 1^{er} juillet 2017 **ne seront pas ajoutées immédiatement** à l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada, par suite de cette annonce.
- Une nouvelle consultation est en cours pour déterminer si les autres obligations d'une valeur de 16 G\$ actuellement en circulation doivent être intégrées à l'indice et, dans l'affirmative, la façon de le faire. Les réponses à ces questions sont attendues au plus tard le 30 juillet 2017.

Les annonces faites par FTSE Russell ont favorisé les écarts de taux des titres de créance de second rang de FPUNV en circulation, car la demande pour ces titres de créance pourrait augmenter une fois qu'ils feront partie de l'indice général canadien. Toutefois, on ne sait pas encore avec certitude si les obligations de FPUNV existantes seront incluses et quand elles le seront. GPTD continue de participer aux discussions et d'en surveiller l'évolution, compte tenu des conséquences pour les clients qui détiennent des placements à gestion tant active que passive.

Mise en place du régime de recapitalisation interne

En juin, le ministère des Finances a publié une proposition attendue depuis longtemps sur la réglementation de la « recapitalisation interne » qui régira la façon dont les banques sont financées. Le BSIF a ensuite

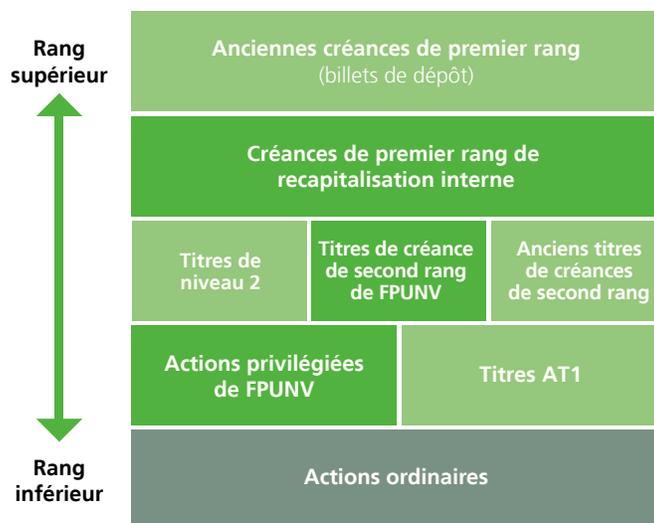
Les FPUNV et le nouveau régime de « recapitalisation interne »

présenté un projet de ligne directrice concernant la capacité totale d'absorption des pertes (TLAC), qui fixera à 21,5 % le niveau minimal des fonds propres totaux et des billets de premier rang pouvant être convertis en actions ordinaires si une banque était déclarée non viable par l'organisme de réglementation. Les titres de créance bancaires garantis actuels (comptes de chèques ou d'épargne, dépôts à terme et dettes garanties) ne seront pas admissibles à la conversion dans le cadre des nouvelles lignes directrices. Les dispositions réglementaires visant la recapitalisation interne autorisent l'émission de nouveaux titres de créance dès janvier 2018, et les banques sont censées se conformer aux exigences de la TLAC d'ici novembre 2021.

Les obligations de recapitalisation interne remplaceront en fin de compte les titres de créance bancaires de premier rang non garantis dans la structure du capital des banques et feront donc l'objet d'un traitement préférentiel afin que soit maintenue la priorité de rang. Plus précisément, les autres titres de rang inférieur dans la structure du capital seront entièrement convertis avant que ne soit envisagée la conversion des obligations de recapitalisation interne.

Les obligations de recapitalisation interne seraient converties par la suite au prorata, si bien qu'une banque déclarée non viable par l'organisme de réglementation serait en fin de compte recapitalisée adéquatement. Les obligations de recapitalisation interne recevraient également plus d'actions ordinaires, par rapport aux obligations de FPUNV et aux actions privilégiées, afin que l'ordre de priorité des demandes soit maintenu. Enfin, les obligations de recapitalisation interne des institutions financières canadiennes **pourront être ajoutées** à l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada une fois qu'elles auront été émises.

Structure du capital des banques canadiennes



Facteurs à prendre en considération à l'avenir pour les investisseurs

Il est possible que la demande ou l'approvisionnement pose des difficultés si les obligations de FPUNV actuellement en circulation sont déclarées admissibles à l'indice général - À l'heure actuelle, les obligations de FPUNV constituent un placement non inclus dans l'indice de référence, ce qui signifie que les investisseurs passifs et actifs qui sont contraints par l'indice de référence de détenir

Les FPUNV et le nouveau régime de « recapitalisation interne »

des titres dans les indices FTSE TMX Canada ne peuvent en posséder. Si ces obligations deviennent admissibles à l'indice, les investisseurs devront élaborer des stratégies de négociation pour acheter une grande quantité de titres de FPUNV, ce qui, au bout du compte, fera augmenter la demande pour les obligations, sans nouvel accroissement de l'offre. Il pourrait en résulter une hausse du prix des obligations de FPUNV existantes pour la simple raison qu'il y a plus d'acheteurs que de vendeurs.

Possibilité d'une hausse des coûts de financement (taux des titres de créance bancaires) - Il y a maintenant d'autres facteurs à prendre en considération au moment d'évaluer le risque parce que le gouvernement ne soutiendra plus systématiquement les titres de créance bancaires traditionnels, et les investisseurs pourront exiger une compensation pour ce risque supplémentaire. Même si nous croyons qu'un événement déclencheur de non-viabilité est un scénario très improbable aujourd'hui, nous effectuons des recherches fondamentales banque par banque pour nous assurer que nous comprenons parfaitement ces risques. En gardant cette possibilité à l'esprit, nous continuons de croire que cette augmentation possible du coût de financement des banques canadiennes sera gérable et aura peu d'incidence sur la rentabilité.

La composante la plus importante du marché canadien des obligations de sociétés pourrait être assortie d'une cote plus faible - Les billets de recapitalisation interne devraient normalement être assortis d'une cote de crédit inférieure à celle des titres de créance de premier rang existants non garantis en raison du retrait du soutien systématique du gouvernement. Les titres de créance bancaires de premier rang constituent l'un des types de titres les plus populaires auprès des investisseurs. Les anciens titres de créance de premier rang bénéficieront de droits acquis, mais ils seront progressivement retirés de l'indice et remplacés entièrement par des obligations de recapitalisation interne. Les titres de créance de second rang des FPUNV, qui occupent un rang inférieur dans la structure du capital, sont actuellement cotés A (RBC et TD) ou BBB (Banque Scotia, BMO, CIBC, Banque Nationale). L'ajout éventuel de titres de créance des FPUNV totalisant 16 milliards de dollars canadiens combiné à toutes les nouvelles émissions à venir contribue à la baisse des cotes. Il est possible que la cote de crédit moyenne globale des banques diminue en raison des cotes associées aux nouveaux instruments de recapitalisation interne et aux titres de créance des FPUNV.

Possibilité d'émission de titres de créance bancaires assortis d'une option de remboursement par anticipation - Les obligations de recapitalisation interne et de FPUNV dont l'échéance est inférieure à un an ne seront pas incluses dans le calcul de la TLAC. Les banques seront ainsi incitées à émettre des obligations avec une option de remboursement anticipé. Le scénario le plus probable serait une option de rachat d'une obligation un an avant la date d'échéance, pour la remplacer par un titre de créance qui demeurerait admissible à la TLAC. Un exemple simple pourrait être une obligation de 5 ans sans rachat possible avant 4 ans. À l'approche de la dernière année avant l'échéance, dans le cas d'une obligation à 5 ans avec option d'achat dans 4 ans, la banque pourrait refinancer la dette à une date d'échéance supérieure à un an de sorte qu'elle réponde aux exigences de la TLAC.

Les affaires continuent à GPTD

Les obligations de FPUNV n'ont rien de nouveau à GPTD. En fait, nos stratégies courantes de titres à revenu fixe participent à des émissions d'obligations de FPUNV depuis 2014. Même si de nouveaux développements sont en cours en ce qui a trait à l'ajout des FPUNV à l'indice général des titres à revenu fixe de premier ordre canadiens, nous détenons actuellement des placements dans ces titres de créance. Notre évaluation est fondée sur notre processus de recherche approfondie du crédit, qui nous permet de bien comprendre quels sont les avantages et les risques associés aux titres sous-jacents. La construction de portefeuilles est axée sur la recherche d'un rendement ajusté au risque supérieur.

* Sources : GPTD, FTSE TMX.

Changement hypothétique à la composition de l'indice

Les tableaux ci-dessous montrent comment l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada varierait si le montant total des obligations de FPUNV actuellement en circulation sur le marché était inclus au marché le 30 juin 2017. Étant donné la taille actuelle du marché (16 G\$), l'inclusion aurait peu d'incidence sur les principales caractéristiques lorsque le montant total serait ajouté au marché canadien des titres à revenu fixe évalué à 1 500 milliards de dollars. Le même scénario peut être observé si l'on considère uniquement les obligations des sociétés. Toutefois, on observe principalement une augmentation du nombre de titres à court terme, ce qui fait diminuer la durée légèrement, ainsi qu'une augmentation dans le segment des titres cotés BBB. Nous soulignons que ce n'est qu'un scénario hypothétique tenant compte de la valeur marchande au 30 juin 2017; l'aspect le plus important à prendre en considération est l'évolution du marché une fois que sera terminée la conversion aux obligations de recapitalisation interne et de FPUNV.

30 juin 2017	Indice obligataire universel FTSE TMX Canada, FPUNV inclus	Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	Différence
Valeur marchande	1 570,8 \$	1 554,9 \$	15,9 \$
Taux de rendement à l'échéance	2,18	2,17	0,00
Durée (modifiée)	7,52	7,56	-0,04
Coupon	3,41	3,41	0,00
Cote combinée	AA-	AA-	
Échéance	10,37	10,44	-0,07
Durée			
De 1 à 5 ans	45,77 %	45,31 %	0,46 %
De 5 à 10 ans	22,82 %	22,96 %	-0,14 %
De 10 à 20 ans	11,44 %	11,56 %	-0,12 %
20 ans et plus	19,97 %	20,17 %	-0,20 %
Total	100,00 %	100,00 %	0,00 %
Cotes			
AAA	40,30 %	40,71 %	-0,41 %
AA	33,79 %	34,14 %	-0,35 %
A	14,84 %	14,50 %	0,34 %
BBB	11,07 %	10,65 %	0,42 %
Total	100,00 %	100,00 %	0,00 %

30 juin 2017	Indice obligataire toutes les sociétés FTSE TMX Canada, FPUNV inclus	Indice obligataire toutes les sociétés FTSE TMX Canada	Différence
Valeur marchande (en milliards)	439,6 \$	423,7 \$	15,9 \$
Taux de rendement à l'échéance	2,67	2,68	-0,01
Durée (modifiée)	6,26	6,37	-0,10
Coupon	3,84	3,86	-0,02
Cote combinée	A-	A-	
Échéance	9,08	9,28	-0,20
Durée			
De 1 à 5 ans	54,45 %	53,08 %	1,37 %
De 5 à 10 ans	19,43 %	19,82 %	-0,39 %
De 10 à 20 ans	8,99 %	9,33 %	-0,34 %
20 ans et plus	17,13 %	17,77 %	-0,64 %
Total	100,00 %	100,00 %	0,00 %
Cotes			
AAA	3,37 %	3,50 %	-0,13 %
AA	13,67 %	14,18 %	-0,51 %
A	43,39 %	43,23 %	0,16 %
BBB	39,57 %	39,09 %	0,48 %
Total	100,00 %	100,00 %	0,00 %

Sources : GPTD, FTSE TMX. À titre indicatif seulement.

Pour en savoir plus, communiquez avec votre gestionnaire relationnel de GPTD.



Les renseignements aux présentes ont été fournis par Gestion de Placements TD Inc. à titre indicatif seulement. Les renseignements proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont présentés uniquement à titre d'illustration; ils ne reflètent pas la valeur future ou le rendement futur d'un placement. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun. Le présent document peut contenir des déclarations prospectives qui sont de nature prévisionnelle et pouvant comprendre des termes comme « prévoir », « s'attendre à », « compter », « croire », « estimer » ainsi que les formes négatives de ces termes. Les déclarations prospectives sont fondées sur des prévisions et des projections à propos de facteurs généraux futurs concernant l'économie, la politique et les marchés, comme les taux d'intérêt, les taux de change, les marchés boursiers et financiers, et le contexte économique général; on suppose que les lois et règlements applicables en matière de fiscalité ou autres ne feront l'objet d'aucune modification et qu'aucune catastrophe ne surviendra. Les prévisions et les projections à l'égard d'événements futurs sont, de par leur nature, assujetties à des risques et à des incertitudes que nul ne peut prévoir. Les prévisions et les projections pourraient s'avérer inexactes à l'avenir. Les déclarations prospectives ne garantissent pas les résultats futurs. Les événements réels peuvent différer grandement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans les déclarations prospectives. Un certain nombre de facteurs importants, y compris ceux énumérés plus haut, peuvent contribuer à de tels écarts. Vous ne devriez pas vous fier aux déclarations prospectives. Gestion de Placements TD Inc. est une filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc. 2017. « FTSE® » est une marque de FTSE International Ltd utilisée sous licence. « TMX » est une marque de commerce de TSX Inc. utilisée sous licence. Tous les droits dans les indices de FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc. ou les notations de FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc. sont dévolus à FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc. ou à ses concédants de licence. FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc. et ses concédants déclinent toute responsabilité quant aux erreurs ou omissions éventuelles dans ces indices ou notations ou les données sous-jacentes. Aucune autre diffusion des données de FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc. n'est autorisée sans l'accord écrit de FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc. Toutes les marques de commerce appartiennent à leurs propriétaires respectifs. ⁴¹⁰ Le logo TD et les autres marques de commerce sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion.