JUILLET 2025

COMMUNICATION MARKETING

Obligations CoCos : Identifier des transactions de valeur relative pour amplifier l'alpha

Diquel Dos Santos
Responsable de la
Recherche quantitative Taux

Depuis leur lancement en 2009, les obligations convertibles contingentes (Contingent Convertible bonds ou CoCos) sont devenues un marché mature et liquide qui joue un rôle essentiel dans les structures de capital des banques. Le cadre réglementaire post-crise a mis du temps à se stabiliser, mais une fois que les banques ont normalisé les émissions et que les investisseurs se sont adaptés aux nouvelles règles, les CoCos se sont imposées comme un élément permanent du paysage financier.

Le marché a été mis à l'épreuve en mars 2023 avec la faillite de Crédit suisse, qui a brièvement ébranlé la confiance. Pourtant, dès la fin de cette même année, les CoCos avaient fortement rebondi : les émissions ont repris, les spreads se sont resserrés et les investisseurs ont été rassurés par les engagements répétés des régulateurs à respecter la hiérarchie d'absorption des pertes. Aujourd'hui, le marché bénéficie de banques plus solides, de taux plus élevés et les orientations réglementaires sont claires.

Pour les investisseurs, cependant, le véritable défi n'est pas simplement de posséder des CoCos. Il s'agit de savoir comment obtenir des performances supérieures à celles du marché. Chez Candriam, c'est la mission de notre stratégie de financières subordonnées (Subordinated Financials, « Sub Fins ») qui investit dans les différentes couches de la structure de capital des institutions financières. Cette stratégie combine une recherche fondamentale approfondie et des opportunités tactiques qui visent à générer de l'alpha.

CANDRIAM
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY

Notre approche se concentre sur deux types de transactions tactiques :

- **Les transactions de valeur relative,** qui comparent les obligations entre les émetteurs, les échéances ou les structures de capital afin d'identifier les anomalies de prix.
- **Les transactions sur le risque d'extension,** qui misent sur la possibilité qu'une obligation puisse être remboursée ou prolongée à l'approche de sa date d'échéance.

Ces dernières années, en raison du faible risque d'extension, l'essentiel des opportunités d'alpha provient des **transactions de valeur relative**. Pour cela, il faut deux choses :

1. Choisir les bons instruments à comparer (CoCos, obligations Tier 2, voire CDS).
2. Un cadre permettant d'identifier quand un instrument semble sous-évalué ou surévalué par rapport à ses pairs.

Pour résoudre ce problème, nous avons développé un modèle quantitatif exclusif de valeur relative en partenariat avec nos gestionnaires de portefeuille. Ce cadre, qui est déployé dans plusieurs stratégies de crédit, nous aide à classer les opportunités par ordre de priorité.

Dans les sections suivantes, nous décrirons les principales caractéristiques des CoCos, nous montrerons comment nous appliquons notre modèle et nous partagerons des exemples de transactions réalisées dans le cadre de la **stratégie Sub Fins.**

Du bail-out au bail-in : Le rôle des CoCos dans le capital des banques

Les obligations CoCos - connues sous l'appellation plus formelle de titres Additional Tier 1 (AT1) - sont devenues un élément essentiel des structures de capital des banques depuis leur lancement. Leur objectif est simple : absorber les pertes lorsqu'une banque subit des tensions, en protégeant les déposants et les créanciers de premier rang tout en maintenant la stabilité systémique.

Pour les banques, l'émission de CoCos est dictée par la réglementation. Dans le cadre de Bâle III (et de Solvabilité II pour les assureurs), les régulateurs ont exigé des banques qu'elles mettent en place des structures de capital plus résistantes en émettant des titres permettant d'absorber les pertes. Pour les investisseurs, cela a créé une nouvelle classe d'actifs hybride : en partie obligations, en partie actions, avec un potentiel de spreads attrayants, mais également des risques uniques.

a. La structure du capital dans son contexte

Pour comprendre où se situent les CoCos, il faut considérer la structure du capital d'une banque comme une échelle de risques. Au sommet, les instruments les plus sûrs, comme la **dette de rang supérieur privilégiée**, subissent rarement des pertes. En bas, le **Common Equity Tier 1 (CET1) (fonds propres de base de catégorie 1)** constitue la dernière ligne de défense pour absorber les chocs. Entre les deux, des couches telles que les **obligations de fonds propres de catégorie 2 (Tier 2)** et les **AT1** créent une séquence structurée qui détermine qui « qui encaisse les pertes » lorsqu'une banque est en difficulté.

1 - Bâle III - Commission européenne

Ce cadre, souvent qualifié de « bail-in » (les investisseurs privés supportent les pertes) plutôt que de « bail-out » (les contribuables), est à la base de l'existence des CoCos et explique pourquoi leur prix reflète à la fois le rendement et le risque.

Rôle du capital	Description	Couche de capital
Financement pur	Non conçu pour absorber les pertes	OpCo de rang supérieur privilégiée
Liquidation (Gone Concern)	Conçu pour être amorti en cas de défaillance de la banque, créant ainsi de nouveaux fonds propres pour la banque	• OpCo de premier rang non privilégiée • HoldCo de premier rang • Tier 2
Continuité de l'exploitation (Going Concern)	Conçu pour absorber les pertes si une banque est soumise à des tensions, mais continue d'opérer et constitue une activité viable	• AT1 / RT1 • CET1 (fonds propres)

b. Principales caractéristiques des CoCos

Les obligations AT1 combinent des caractéristiques des actions et de la dette :

- **Absorption des pertes :** Soit par la conversion en actions (dilution), soit par la dépréciation du capital (évitant la dilution des actionnaires, mais réduisant la valeur des détenteurs d'obligations).
- **Déclencheurs :** Des pertes peuvent être imposées lorsque les ratios de capital tombent en dessous des seuils réglementaires ou à la discrétion des régulateurs (ce que l'on appelle le point de non-viabilité). Dans la pratique, les régulateurs sont susceptibles d'agir avant que les déclencheurs formels ne soient franchis.
- **Échéance perpétuelle :** Les CoCos n'ont pas de date d'échéance fixe, mais les émetteurs prévoient généralement des options de remboursement anticipé (la première pouvant être appelée au bout de cinq ans).
- **Coupons :** Discrétionnaires et non cumulatifs, généralement à taux fixe puis flottant, réinitialisés après le premier remboursement anticipé. Il est important de noter qu'ils n'ont pas de caractéristiques « step-up » (prime de refinancement progressive) qui inciteraient à un remboursement anticipé.

c. Instruments connexes

Lorsqu'ils évaluent les valeurs relatives des AT1, les investisseurs doivent également tenir compte des instruments étroitement liés :

- **Obligations Tier 2 :** De rang supérieur aux AT1, avec des échéances fixes et des coupons obligatoires. La reconnaissance réglementaire en tant que Tier 2 disparaît progressivement au cours des cinq dernières années précédant l'échéance.
- **CDS financiers:** Depuis la réforme de 2014, les marchés des CDS se répartissent entre les catégories Senior, SLA (senior loss-absorbing) et Subordonnés. Bien qu'aucun CDS ne fasse directement référence aux AT1, le CDS financier subordonné est le plus corrélé aux spreads des AT1 et constitue un outil de comparaison utile dans le cadre de Candriam.

L'importance pour les investisseurs

Comprendre la logique réglementaire et les mécanismes des CoCos est la base d'un investissement efficace en valeur relative. Chez Candriam, nous utilisons ces relations capitalistiques pour informer directement la structure de nos transactions dans le cadre de notre stratégie Sub Fins. En comparant les AT1 à des obligations Tier 2 et à des CDS, nous cherchons à identifier les erreurs d'évaluation potentielles et à capter les rendements excédentaires pour les investisseurs.

Trouver de l'alpha dans les CoCos : l'avantage de Candriam en termes de valeur relative

Chez Candriam, notre approche des obligations CoCos repose sur un principe simple, mais puissant : **les spreads des AT1 et des instruments apparentés évoluent généralement de manière synchronisée, et lorsque ce n'est pas le cas, il y a probablement une opportunité à saisir**. Les écarts de prix sont souvent temporaires et ont tendance à se résorber, ce qui crée un terrain fertile pour les transactions de valeur relative.

Pour exploiter ces opportunités, nos gestionnaires de portefeuille associent des **outils quantitatifs** à des **convictions fondamentales**. Le cadre repose sur deux piliers : la sélection des pairs appropriés à des fins de comparaison et la modélisation des relations pour détecter les anomalies qui méritent d'être négociées.

a. Sélection dynamique des pairs

Toutes les CoCos ne peuvent pas être comparées les unes aux autres. Pour déterminer si une obligation AT1 semble surévaluée ou sous-évaluée, nous utilisons quatre prismes pour déterminer les pairs de comparaison les plus pertinents :

- L'obligation CoCo la plus proche du même émetteur et de la même devise (échéance similaire).

- L'obligation Tier 2 la plus proche du même émetteur et de la même devise.
- Un groupe de pairs composé de CoCos d'autres émetteurs dans la même devise et la même tranche d'échéance.
- Le CDS financier subordonné à 5 ans du même émetteur.

Ce processus est dynamique - l'ensemble des pairs évolue avec l'univers du marché à chaque instant. Il est important de noter que nous l'appliquons non seulement aux AT1, mais également aux RT1 des assureurs, ce qui élargit l'éventail des possibilités.

b. Modélisation et signaux de trading

Malgré le « bruit » des marchés, les relations entre les spreads ont tendance à être stables dans le temps. Nos modèles quantitatifs tentent d'identifier lorsqu'une obligation s'écarte trop de ses pairs et la signalent comme une transaction potentielle.

Alors que les universitaires modélisent souvent les spreads à l'aide de régressions linéaires, nos gestionnaires de portefeuille apportent une information clé issue de leur expérience : les investisseurs sur le marché des CoCos pensent en termes de ratios de spreads, plutôt qu'en termes de différences linéaires. Des tests rétrospectifs approfondis confirment notre opinion selon laquelle cette approche basée sur les ratios (log-linéaire) est plus efficace pour les CoCos.

Le résultat est simple pour l'équipe chargée du portefeuille : lorsque les spreads s'écartent de notre seuil interne, le modèle génère un signal de vente ou d'achat. Ces signaux sont ensuite recoupés avec les conditions du marché et nos opinions fondamentales avant d'être mis en œuvre :

Signal	Événement
Entrée	$ZS_t \geq T \Rightarrow \boldsymbol{Long\ CoCo}$ $ZS_t < -T \Rightarrow \boldsymbol{Short\ CoCo}$
Sortie	ZS_t croise le zéro (retour à la moyenne)

ZS_t = Z - Score des résidus de notre modèle

Nous intégrons également des conditions spécifiques supplémentaires pour déclencher des signaux de trading, reflétant les pratiques internes typiques de nos gestionnaires de portefeuille. Leur efficacité a également été validée par notre protocole de backtesting, que nous présenterons dans la section suivante.

c. Protocole de backtesting et principaux résultats

Pour valider le cadre, nous avons effectué un test rétrospectif sur sept ans (2018-2024) pour les CoCos, les RT1, les obligations Tier 2 et les CDS en euros, en dollars et en livres sterling. Les résultats sont cohérents entre les monnaies, les émetteurs et les instruments :

- **« Hit ratios » (taux de réussite) élevés :** Les transactions Long-Short ont réussi dans 75 à 85 % des cas (au cours de la période de test historique).
- **Solides performances :** Les stratégies Long-Only et Long-Short ont toutes deux généré des rendements ajustés du risque pendant la période du backtest.
- **Horizon commercial réaliste :** Duration moyenne des transactions de 2 à 3 mois, conformément à la dynamique actuelle du marché.

Les résultats complets du backtest peuvent être consultés ici :

La duration moyenne est mesurée en mois ZScore Threshold = 2		EUR	USD	GPB
AT1 Peer	Hit ratio	80,37%	79,82%	75,00%
	Sharpe(TR)	3,51	3,89	5,31
	Nb Signals	72	150	20
	Avg Duration	70	45	60
Tier 2 Peer	Hit ratio	77,24%	75,81%	80,62%
	Sharpe(TR)	4,03	4,07	5,56
	Nb Signals	101	81	21
	Avg Duration	62	48	44
CDS Peer	Hit ratio	88,66%	86,64%	89,76%
	Sharpe(TR)	7,66	3,74	5,00
	Nb Signals	71	120	21
	Avg Duration	58	56	51
Peer Index	Hit ratio	71,77%	70,21%	69,34%
	Sharpe(TR)	0,27	1,37	2,44
	Nb Signals	96	169	22
	Avg Duration	71	52	67

Source: Candriam, 30/06/2025

Cette cohérence renforce notre confiance dans notre cadre, indiquant que le modèle est bien calibré, exempt de surajustement et capable de fonctionner dans la pratique avec un solide degré de robustesse.

d. L'importance pour les investisseurs

Le cadre Candriam est conçu pour faire le gros du travail : analyser un univers vaste et complexe de CoCos et d'instruments connexes - qui représente aujourd'hui **plus de 300 milliards et 450 milliards de dollars US de valeur nominale en circulation, respectivement pour les obligations AT1 et Tier 2, pour près de 150 émetteurs dans le monde[2]** - afin d'identifier les erreurs potentielles d'évaluation et de générer des signaux. Toutefois, la décision finale revient toujours à nos gestionnaires de portefeuille, qui appliquent leur jugement, leurs convictions et leur analyse fondamentale.

Nous pensons que cette combinaison d'analyse quantitative, d'analyse fondamentale et d'appréciation humaine est ce qui transforme les données en alpha dans notre stratégie Sub Fins.

2 - Données Bloomberg

Études de cas :
Transformer les signaux en transactions

Comment mettre cela en pratique ? Chez Candriam, les signaux de trading ne sont jamais appliqués à l'aveuglette. Ils sont **interprétés à travers le prisme de l'analyse fondamentale et des convictions des gestionnaires de portefeuille**. Le résultat est un overlay discrétionnaire qui adapte les signaux quantitatifs aux décisions d'investissement dans le monde réel.

Dans notre **stratégie Sub Fins**, qui fait l'objet d'un benchmarking, les signaux Long-Short sont généralement traduits en **positions Surpondérés-Sous-pondérées**, plutôt qu'en paires de transactions pures. Nous présentons ci-dessous deux exemples récents qui montrent comment le processus fonctionne dans la pratique.

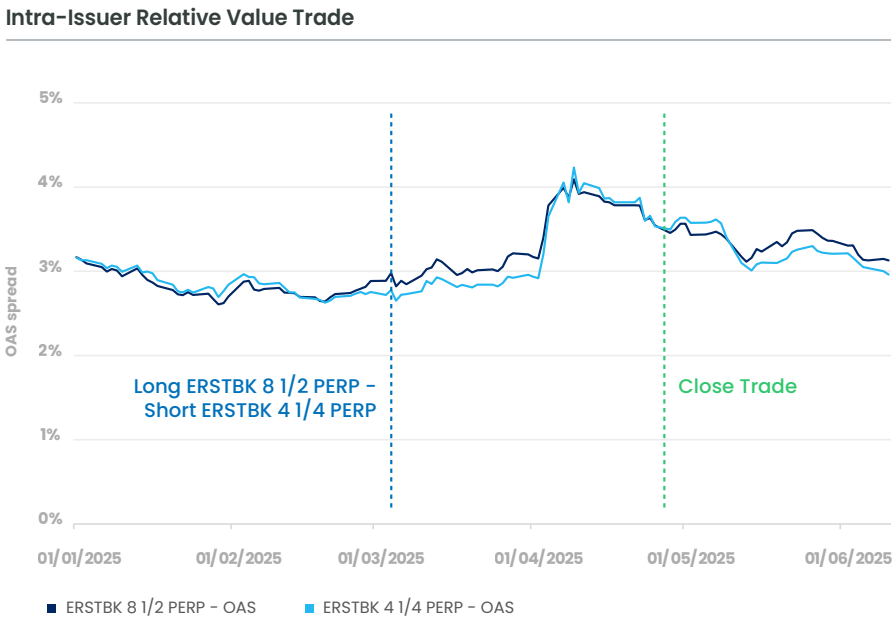
a. Transaction de valeur relative intra-émetteur

En mars 2025, notre modèle a mis en évidence une opportunité au sein de la banque autrichienne **Erste Group Bank AG :**

- **Long:** ERSTBK 8 ½ PERP (AT1)
- **Short:** ERSTBK 4 ¼ PERP (AT1)

Les deux obligations AT1 avaient des durations et des dates de remboursement anticipé très similaires, ce qui les rendait très comparables. Surtout, la position longue offrait un coupon plus élevé et des caractéristiques de réinitialisation plus attrayantes - une situation que notre bureau constate fréquemment.

La transaction a consisté à surpondérer l'obligation à coupon plus élevé et à sous-pondérer l'obligation à coupon plus faible. Un signal de clôture est apparu en avril, mais nos gestionnaires de portefeuille ont estimé que les spreads avaient encore de la marge. En juin, les spreads se sont effectivement creusés davantage.



Les performances passées ne préjugent pas des rendements futurs.

Source : Candriam, 30/06/2025

b. Transaction de valeur relative Inter-émetteurs

En janvier 2025, notre modèle a mis en évidence une transaction potentielle entre deux institutions financières néerlandaises :

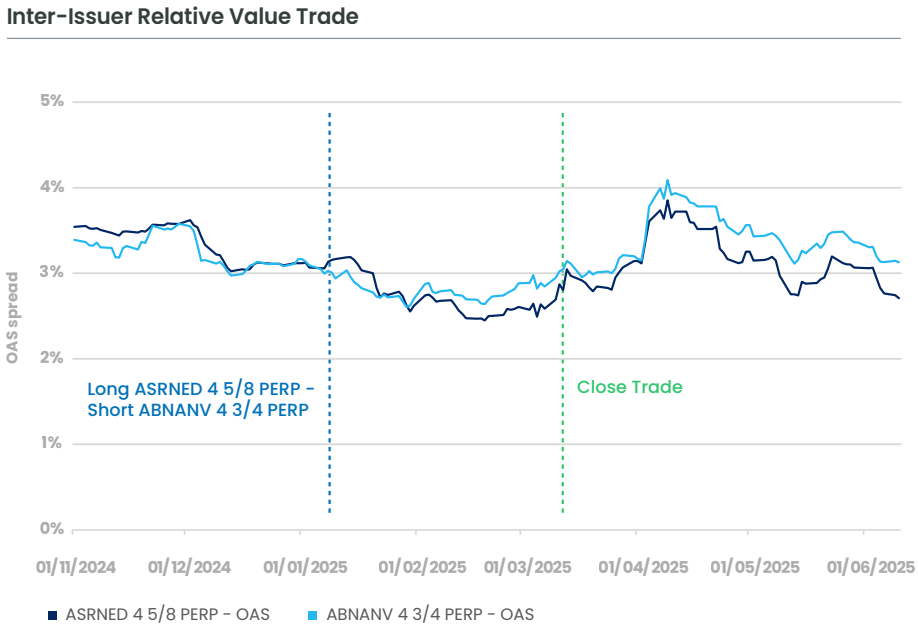
- **Long:** ASRNED 4 5/8 PERP (RT1) - ASR Nederland, un important groupe local d'assurance
- **Short:** ABNANV 4 ¾ PERP (AT1) - ABN Amro, un groupe bancaire de portée plus internationale

Les deux instruments avaient des notes, des coupons et des dates de remboursement anticipé quasi identiques, ce qui rendait l'écart de valeur relative intéressant. La position a été mise en œuvre en adoptant une position longue sur l'ASR RT1 et en réduisant l'exposition à l'ABN Amro AT1.

En mars, le modèle a généré un signal de clôture, mais a également révélé une nouvelle opportunité :

- **Long:** ABNANV 5 ¾ PERP AT1 (call 2033)
- **Short:** ABNANV 4 ¾ PERP AT1 (call 2027)

Plutôt que de les traiter séparément, nos gestionnaires de portefeuille ont consolidé les deux signaux en une seule position plus cohérente. En pratique, cela signifiait la clôture de l'obligation ASR et le transfert de ce capital dans une structure longue sur l'ABN Amro AT1 à coupon plus élevé et à échéance plus longue et courte sur l'ABN Amro AT1 à échéance plus courte. Cela a eu pour effet de rationaliser la transaction, et d'allonger l'exposition à la duration du portefeuille à la banque tout en gérant le risque de valeur relative.



Les performances passées ne préjugent pas des rendements futurs.

Source : Candriam, 30/06/2025

Conclusion :
Transformer la complexité en alpha

Le marché des CoCos est vaste, technique et souvent mal compris. L'identification de véritables opportunités de valeur relative nécessite plus qu'un traitement de données. Elle requiert un cadre capable de filtrer, de comparer et de mettre en évidence les transactions présentant le plus grand potentiel.

Chez Candriam, c'est exactement ce que font nos modèles quantitatifs. Ils analysent le marché à la recherche d'anomalies, génèrent des signaux et fournissent les bases d'une prise de décision disciplinée. Mais le véritable avantage provient du pouvoir discrétionnaire de nos gestionnaires de portefeuille, qui s'appuient sur leur jugement, leur recherche fondamentale et leur expérience du marché pour décider quand et comment agir.

Ce mélange d'expertise quantitative et de convictions humaines a déjà donné de bons résultats. Dans la pratique, les modèles mettent en évidence les erreurs de prix au sein d'un large univers, tandis que nos gestionnaires de portefeuille décident des transactions à mettre en œuvre, de leur taille et du moment où elles doivent être clôturées. Dans la stratégie de référence Sub Fins de Candriam, ce processus discipliné nous a aidés à capturer de l'alpha à partir d'opportunités de valeur relative, tout en contenant le risque dans l'un des segments les plus complexes du marché obligataire.

À l'avenir, nous pensons que les CoCos resteront un terrain fertile pour l'alpha. Avec des banques plus solides, une réglementation plus claire et une liquidité abondante, les opportunités de transactions de valeur relative sont plus convaincantes que jamais. Chez Candriam, nous sommes prêts à les saisir pour nos clients.

Risques

Tous les investissements de notre stratégie Sub Fins comportent des risques. Les principaux risques associés à l'investissement dans la stratégie sont :

- Risque de perte en capital
- Risque de taux d'intérêt
- Risque de crédit
- Risque lié à l'investissement dans les CoCos
- Rrisque lié aux instruments financiers dérivés.

La liste des risques n'est pas exhaustive et de plus amples détails sur les risques associés à l'investissement dans la stratégie sont disponibles dans les documents réglementaires.

Le présent document marketing est fourni à titre d'information uniquement. Il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, sauf convention contraire expresse. Bien que Candriam sélectionne soigneusement les données et les sources utilisées, des erreurs ou omissions ne peuvent être exclues a priori. Candriam ne saurait être tenue responsable des dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment et le contenu de ce document ne peut être reproduit sans autorisation écrite préalable. Candriam recommande aux investisseurs de consulter sur son site Internet www.candriam.com le document d'information clé pour l'investisseur, le prospectus et toute autre information pertinente, y compris la valeur liquidative des fonds (« VL »), avant d'investir dans l'un de ses fonds. Ces informations sont disponibles en français ou dans la langue locale de chaque pays où la commercialisation du fonds est autorisée.

Avertissement : les performances passées, les simulations de performances passées et les prévisions de performances futures d'un instrument financier, d'un indice financier, d'une stratégie ou d'un service d'investissement ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas garanties. Les performances brutes peuvent être influencées par des commissions, frais et autres charges. Les performances exprimées dans une autre monnaie que celle du pays de résidence de l'investisseur subissent les fluctuations du taux de change, pouvant avoir un impact positif ou négatif sur les gains. Si ce document fait référence à un traitement fiscal particulier, une telle information dépend de la situation individuelle de chaque investisseur et peut évoluer. Concernant les fonds monétaires, votre attention est attirée sur le fait qu'un investissement dans un fonds diffère d'un investissement en dépôt et que le capital investi est susceptible de fluctuer. Le fonds ne bénéficie d'aucun soutien externe garantissant sa liquidité ou stabilisant sa valeur liquidative. L'investisseur supporte le risque de perte de capital.