

CONTENTIEUX & ARBITRAGE

Quel avenir pour les CoCo Bonds ?

En mars 2023, le Conseil fédéral a pris des mesures variées pour empêcher la faillite imminente de Credit Suisse, dans le but de prévenir une crise financière et de limiter les dommages potentiels pour la place financière et l'économie du pays. En effet, une banque dite « *too big to fail* » constitue une institution essentielle pour la stabilité financière d'un pays et, en cas de chute, mettrait en péril la circulation des capitaux. En raison de cette interdépendance, la Confédération ne pouvait pas laisser tomber en faillite un tel établissement sans mettre en danger l'ensemble de l'économie suisse¹.

Ainsi, la FINMA a notamment exigé que Credit Suisse amortisse intégralement les obligations AT1 émises. En conséquence, les détenteurs de ces titres ont vu la valeur de leur investissement réduite à zéro, entraînant une perte totale d'environ 16 milliards de francs. Pour justifier cet amortissement, la FINMA explique s'être fondée sur les prospectus d'émission des emprunts ainsi que sur l'Ordonnance d'urgence du Conseil fédéral (cf. *infra*)².

Les titres en question sont connus sous le nom d'« obligations convertibles contingentes » (*Contingent Convertible Bonds*, « CoCo bonds ») ou d'« *Additional Tier 1 bonds* », d'où leur acronyme AT1. Ces obligations ont été émises durant la crise financière de 2008 pour aider les banques à accumuler du capital si nécessaire. En effet, par l'émission de *CoCo bonds*, la banque émet des obligations et obtient ainsi des fonds étrangers. En cas d'atteinte d'un certain « *trigger* », les AT1 sont convertis en fonds propres, ce qui permet de rééquilibrer le bilan d'un point de vue comptable. Ces obligations peuvent ainsi être converties en actions à certaines conditions (par exemple si le capital d'une banque passe en dessous d'un certain seuil), ou leur valeur peut simplement être réduite à zéro – tel a été le cas pour celles de Credit Suisse³.

¹ FLATTET Maxime/GROSSU Luca/SIEVERT Tobias, *Les CoCo dans les fonds propres des banques*, QFLR 2/15, pp. 11 ss.

² Ordonnance sur les prêts d'aide supplémentaires sous forme de liquidités et l'octroi par la Confédération de garanties du risque de défaillance pour les prêts d'aide sous forme de liquidités de la Banque nationale suisse à des banques d'importance systémique; Communiqué de presse FINMA, *La FINMA informe sur les bases de l'amortissement des instruments de capital AT1*, publié le 23 mars 2023.

³ FLATTET Maxime/GROSSU Luca/SIEVERT Tobias, *Les CoCo dans les fonds propres des banques*, QFLR 2/15 pp. 11 ss ; BÖCKLI Peter, *CoCos, Write-offs : Eigenkapitalschaffung mit dem Zauberstab*, RSDA 2012, p. 185.



Serge Fasel
Avocat Associé, Genève
sfasel@fbt.ch



Joanna Ybarra
Avocate, Genève
jybarra@fbt.ch

Genève

Rue du 31-Décembre 47
1207 Genève
T +41 22 849 60 40
info@fbt.ch

Paris

4, avenue Hoche
75008 Paris
T +33 1 45 61 18 00
info@fbt-avocats.fr



Pour plus d'actualités, nous vous invitons à nous suivre sur [LinkedIn](#)

Dans le cadre de la reprise de la banque par UBS, les détenteurs de ce type d'obligations ont dès lors perdu davantage que les actionnaires – lesquels ont pu conserver une partie de leur investissement –, alors que les premiers sont généralement prioritaires en cas de faillite bancaire⁴.

Certains saluent cette décision de la FINMA ordonnant l'amortissement intégral des instruments AT1 de Credit Suisse. Ils estiment qu'elle protège les contribuables et que l'intérêt général doit primer sur l'intérêt privé des porteurs de ces obligations. Les investisseurs connaissaient d'autant plus les risques que ces dernières comportent, qui sont souvent compensés par des coupons bien supérieurs à ceux des obligations standards⁵.

En raison de leur profil de risque et de leur conception en grosses coupures, les instruments AT1 sont d'ailleurs principalement détenus par des investisseurs institutionnels⁶.

D'autres y ont vu une opportunité: en mars 2023, Bloomberg a révélé que Goldman Sachs s'appropriait à commencer à négocier des créances sur les obligations de Credit Suisse. Les acheteurs de telles créances parieraient sur le fait qu'ils pourraient récupérer une partie des fonds, notamment à travers une procédure judiciaire⁷.

D'ailleurs, deux fonds d'investissement américains ont tenté de recevoir le paiement prévu par des « *Credit Default Swaps* » (CDS) sur les obligations de Credit Suisse. Les CDS sont des produits financiers dérivés qui permettent de transférer le risque de crédit d'un actif (tel qu'une obligation ou une dette) d'un détenteur à un autre. En mai 2023, ces *hedge funds* ont sollicité l'instance internationale qui supervise les CDS, l'*International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), afin qu'elle détermine si un « événement de crédit » lié à une intervention gouvernementale

s'était produit chez Credit Suisse, soit un cas couvert par les règles de l'ISDA – ce qui aurait permis à ces *hedge funds* d'être indemnisés par les vendeurs de protection. Cependant, le comité de l'ISDA a jugé qu'aucune faillite constitutive d'un événement de crédit n'avait eu lieu en l'espèce⁸.

Evidemment, de nombreux investisseurs n'acceptent pas la dépréciation complète des obligations AT1 ordonnée par les autorités. Environ 230 recours ont déjà été déposés auprès du Tribunal administratif fédéral. Le différend juridique porte principalement sur la question de savoir si les conditions d'annulation des obligations étaient remplies et s'il s'agissait d'une mesure proportionnée⁹.

Concernant ces conditions d'annulation, il convient en effet de préciser que les instruments AT1 émis par Credit Suisse prévoient contractuellement qu'ils seront entièrement amortis en cas d'événement déclencheur (« *viability event* »), notamment en cas d'octroi d'une aide publique exceptionnelle.

Selon la FINMA, la situation survenue chez Credit Suisse peut être considérée comme un « *viability event* », puisque des prêts d'aide extraordinaire sous forme de liquidités couverts par une garantie du risque de défaillance fournie par la Confédération ont été accordés à la banque en date du 19 mars 2023. Par ailleurs, l'article 5a de l'Ordonnance d'urgence, disposition entrée en vigueur le 19 mars 2023, autorise la FINMA à ordonner à l'emprunteuse et au groupe financier d'amortir des fonds propres de base supplémentaires¹⁰.

Si la justice devait donner raison à la FINMA, les détenteurs d'obligations pourraient encore tenter de se retourner contre la Confédération et l'attaquer notamment pour expropriation dans le cadre d'une nouvelle procédure judiciaire¹¹.

4 ALLEN Matthew, *Chute de Credit Suisse : l'amère pilule des obligations AT1*, publié le 16 juin 2023 in [swissinfo.ch](#).

5 FARINE Mathilde, *Pourquoi la Suisse a eu raison d'annuler les AT1 de Credit Suisse*, publié le 27 juin 2023 par [Le Temps](#).

6 Communiqué de presse FINMA, *La FINMA informe sur les bases de l'amortissement des instruments de capital AT1*, publié le 23 mars 2023.

7 BARRAT Anne/FARINE Mathilde/RUCHE Sébastien, *Les gagnants et les perdants de la disparition de Credit Suisse*, publié le 20 mars 2023 par [Le Temps](#); Reshmi BASU/Carmen ARROYO, *Goldman Readies Claims Trading for Wiped Out Credit Suisse Debt*, publié le 19 mars 2023 par [Bloomberg](#).

8 RUCHE Sébastien, *Comment des hedge funds ont tenté d'exploiter l'annulation des obligations AT1 de Credit Suisse*, publié le 5 juin 2023 par [Le Temps](#).

9 MORDRELLE Eflamm, *Die Abschreibung der AT1-Bonds der Credit Suisse war eine « Schutzmassnahme » der Finma*, NZZ n° 110 du 13 mai 2023, pp. 31 ss.

10 FROMM Roger, *Que sont les obligations AT1 ?*, publié le 6 avril 2023 par IGUV; Communiqué de presse FINMA, *La FINMA informe sur les bases de l'amortissement des instruments de capital AT1*, publié le 23 mars 2023.

11 RACINE Cynthia, *Née du sauvetage de Credit Suisse, la controverse des AT1 devant les tribunaux*, publié le 6 juin 2023 par la RTS.



Pour plus d'actualités, nous vous invitons à nous suivre sur [LinkedIn](#)

Aux Etats-Unis, des investisseurs ont déposé une action collective basée sur le droit suisse à l'encontre des anciens dirigeants de Credit Suisse les visant à titre personnel. Les plaignants leur reprochent notamment d'avoir manqué à leurs obligations de diligence, de prudence et de loyauté¹². Par ailleurs, des cabinets d'avocats asiatiques ont annoncé vouloir déposer une demande d'arbitrage international contre cette annulation des emprunts AT1.

En raison du nombre élevé de recours et de procédures, il est fort probable que les verdicts ne seront pas rendus avant plusieurs mois, voire quelques années. En tous les cas, les banques suisses risquent de subir des dommages collatéraux en raison de l'actuelle défiance des marchés financiers à l'encontre des obligations suisses. La Banque centrale européenne, elle, s'est empressée d'indiquer qu'elle n'annulerait pas les obligations AT1 aussi aisément que la FINMA en cas de défaillance bancaire. Il pourrait donc être judicieux à l'avenir de préciser avec plus de clarté les conditions régissant de nouveaux CoCo bonds, afin de pallier cette insécurité.

Affaire à suivre.

¹² RUCHE Sébastien, Credit Suisse : *plainte collective contre Brady Dougan, Tidjane Thiam et Thomas Gottstein*, publié le 30 juin 2023 par Le Temps.

Genève

Rue du 31-Décembre 47
1207 Genève
T +41 22 849 60 40
info@fbt.ch

Paris

4, avenue Hoche
75008 Paris
T +33 1 45 61 18 00
info@fbt-avocats.fr

