

## Contingent Capital

Le futur des titres subordonnées bancaires

► Cyril PARISON  
Head of Fixed Income Research  
+33 1 42 99 23 69  
cyril.parison@exane.com

26 Juin 2014

## 2014 : le cycle 2009-2013 est terminé

### ■ Peu de risque, mais peu d'upside

- ▶ Après un cycle 2009-2013 riche en spread mais avec une forte volatilité, 2014 s'annonce comme un miroir inversé.
- ▶ L'exercice 2014 se caractérise par peu de risques majeurs, mais également par des valorisations non attractives, laissant peu de chance à des *upsides* significatifs.
- ▶ Les bonnes nouvelles sont largement pricées, et toutes déceptions feront l'objet d'impact notable sur les valorisations.

|                        | Fondamentaux (=)   | Valorisation (-)   | Éléments Techniques (+)   |
|------------------------|--|--|---|
|                        | <b>Léger releveraging</b>  | <b>Des rendements au plus bas</b>  | <b>Beaucoup d'acheteurs, peu de liquidité</b>   |
| <b>IG (-)</b>          | Poche cash reste élevée<br>Très faible releveraging IG<br>Secteurs stables (Moody's)   | Cher, peu d'upside<br>Très sensible aux taux   | Nombreux acheteurs naturels<br>Emissions nettes négatives   |
| <b>HY (+)</b>          | Leverage en légère hausse (4.6x S&P)<br>Taux de défaut vers 2%-2,5%<br>Stabilisation des ratings   | Rendements histo bas<br>Préférer les single-B<br>Concurrence des equity                    | Mur de la dette éloignée<br>Couple Inflow / Primaire solide<br>Peu de liquidité en secondaire   |
| <b>Financières (+)</b> | 2014 encore en mode de-risking<br>Meilleur trend sur les NPL<br>Pression des régulateurs sur les FP  | Senior normalisé<br><b>Opportunités sur les Sub</b><br>CoCos vers 6%                       | Part des financières dans le HY<br>Retour des seniors périph<br>Nouveaux CDS bail-in  |
| <b>Souverains (-)</b>  | Pas d'inflexion positive sur la dette<br>Mais coût de financement s'améliore<br><b>Banques centrales crédibles</b><br>Faible reprise en Europe<br>Vigueur de l'économie US | Cher, risque en hausse<br><b>Attention à la contagion US</b><br>Bon momentum sur l'Irlande | Liquidité plus restrictives ?<br>(tapering US + LTRO conditionnel)<br><b>Attention au lien Banques / État</b><br>Moins d'émission de Bund en 2014 |

## Marché primaire : retour des dettes subordonnées

### ■ Corporates

- ▶ **IG** : fortes tombées des dettes 5Y de 2009 (environ EUR190Md). Le flux net devrait être proche de l'équilibre.
- ▶ **Hybrides corporates** : encore EUR15-20Md d'émissions potentielles (ENEL, EDF, Orange, ....).
- ▶ **HY** : Les émissions ont doublé sur 2013, avec 43% de primo-émetteurs. EUR22Md de First call au S1 2014. On devrait être au-delà des EUR60Md d'émissions sur 2014.

### ■ Financières

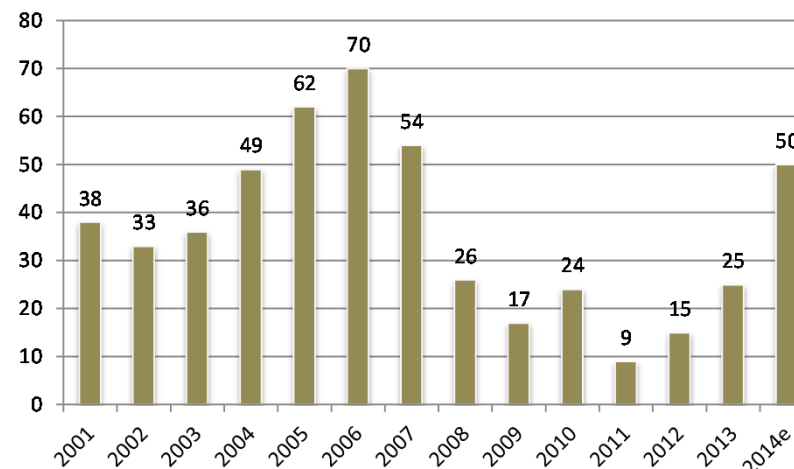
- ▶ 2014 marquera la seconde année de reprise sur le marché des titres subordonnés.
- ▶ On s'attend à minima à EUR50Md d'émissions dont au moins EUR20Md de CoCos.
- ▶ Moins de refinancement à venir sur les émissions Sub d'assurance (environ EUR5Md).
- ▶ Pas de croissance des portefeuilles de loans, donc covered bonds et senior unsecured globalement en ligne avec 2013.
- ▶ Probablement plus d'émissions du côté des banques périphériques.

2014 s'annonce très dynamique sur les Sub  
(source Dealogic, Exane fixed income research)

| Primary Market (EURbn) |         |         |         |         |      |         |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|------|---------|
|                        | FY 2009 | FY 2010 | FY 2011 | FY 2012 | 2013 | 2014e   |
| Bank senior unsecured  | 150     | 150     | 130     | 120     | 120  | 100-120 |
| Bank subordinated      | 17      | 24      | 9       | 15      | 25   | 50-60   |
| Covered bonds          | 120     | 180     | 180     | 110     | 100  | 120-130 |
| Investment Grade Corp  | 252     | 110     | 90      | 165     | 180  | 180-190 |
| High Yield Corporates  | 25      | 40      | 30      | 30      | 65   | 55-65   |

*Source Exane Fixed Income Research*

Dettes subordonnées en euros  
(source Dealogic, Exane fixed income research)



## Banques : du mieux pour 2014

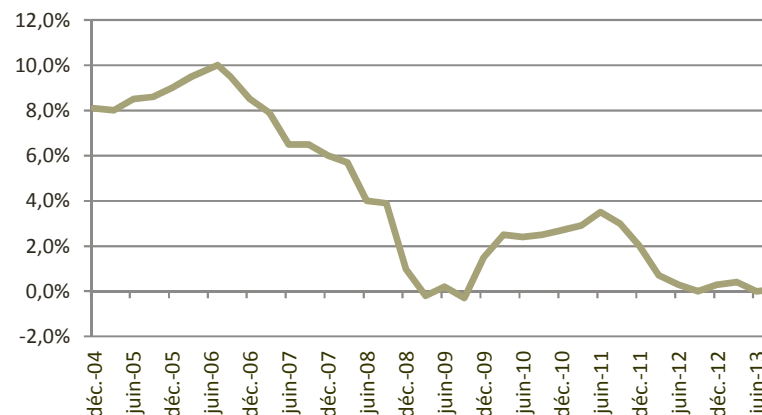
### ■ Que retenir des grandes tendances ?

- ▶ **Top Line** : des revenus nets d'intérêts généralement en retrait en 2013 en raison de volumes de prêts faibles et de taux d'intérêt bas. Sous Bâle3 les prêts aux entreprises consomment 10x plus de FP que les emprunts d'Etat (5% vs 0.5%).
- ▶ **Dépenses opérationnelles** : les efforts de réduction de coûts ont porté leurs fruits et ont permis d'amortir la baisse des revenus. Cela devrait continuer en 2014.
- ▶ **Coût du risque** : les NPL continuent leur trend ascendant même si on note une décélération du coût du risque sur certaines zones (Espagne, Italie, Irlande). Les efforts de provisionnement ont augmenté notablement sur les Pays-Bas.

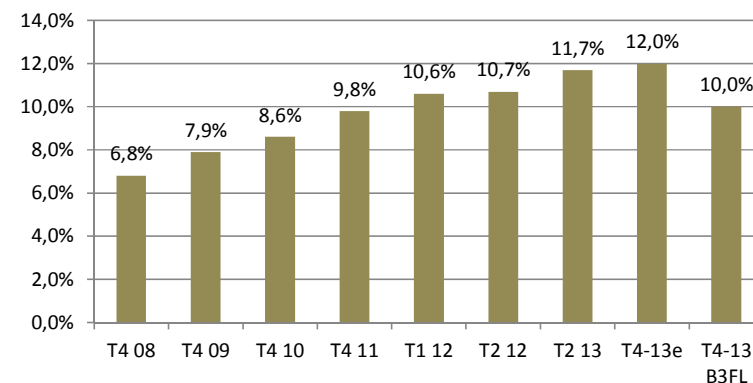
### ■ Les banques resteront en mode Fonds Propres sur 2014-2015

- ▶ Selon S&P, les 50 premières banques européennes ont encore besoin de EUR110Md de FP pour stabiliser leurs notations.
- ▶ Une réduction du besoin en capital de EUR35Md avait déjà eu lieu au S1 2013.
- ▶ **Ratios de capitalisation** : la génération de CT1 s'est poursuivie (environ 12% de ratio à fin 2013). Les banques périphériques ont bénéficié d'éléments exceptionnels (transformation des DTA en Espagne, revalorisation de la Banque d'Italie). La baisse des RWA s'est poursuivie, permettant de cadrer les demandes sur les ratios de *leverage*.

Loans to Eurozone Households (annual growth, %) - ECB



European Banks - average CT1 ratio (%)  
Source Exane fixed income research, EBA



## Des stress tests plus ambitieux pour 2014

### ■ Quelques détails sur la conduite des stress tests

- ▶ 130 banques passées au crible (85% du système bancaire européen). En France concernera également LCH Clearnet, RCI et Banque PSA
- ▶ **Evaluation prudentielle des risques** (Liquidité, Leverage, Funding)
- ▶ **AQR (sur bilan à fin 2013)** : se concentrera sur les parties les plus risquées (portefeuille High Risk, CRE et shipping), vérifiant l'adéquation des provisions, bonne valorisation du collatéral).
- ▶ L'évaluation sera faite avec les nouvelles définitions de l'EBA sur les NPL (prêts restructurés passés en NPL en Espagne, Italie, Irlande).
- ▶ Concernant les RWA, pas de réévaluation des modèles internes mais plutôt des ajustements sur les écarts les plus importants entre banques et sur la pondération des risques.
- ▶ **Tests de résistance** : seuil de référence fixé à 6% de CT1 (not Fully Loaded mais phased-in). Ce ratio transitoire semble facile à respecter car continuera à inclure les aides d'Etat et certaines formes de capital hybride. Incertitude par contre sur le niveau de stress des dettes souveraines.
- ▶ **Conclusion** : des tests d'une plus grande ampleur que par le passé. Résultats novembre 2014. Probablement très peu de recalés .

## Banques : le *bondholder* perd peu à peu ses protections

### ■ Un triple risque à avoir en tête

- ▶ **Risque contractuel** : le risque d'absorption de perte était présent dans les prospectus des Legacy Tier1. Il est désormais clairement explicite pour les contingent capital (Tier2 & AT1) et pour les nouvelles dettes Tier2 non contingentes qui font référence au point de non viabilité (PNV) & RDD (Rabobank, SocGen, Intesa ou BPCE 2023).
- ▶ **Risque législatif** : beaucoup de pays intègrent désormais une loi nationale quant à la possibilité d'absorber des pertes pour les titres subordonnés Tier 2. La nouvelle loi bancaire en France inclut cette possibilité mais ne devrait pas inclure la dette senior comme dette bail-in (contrairement à la Suède par exemple).
- ▶ **Risque européen** : le schéma est désormais très clair, la dette senior entrera dans le scope des dettes « *bail-inable* » en 2018 . **Dès Août 2013, la dette subordonnée peut absorber de la perte en cas de faillite.**

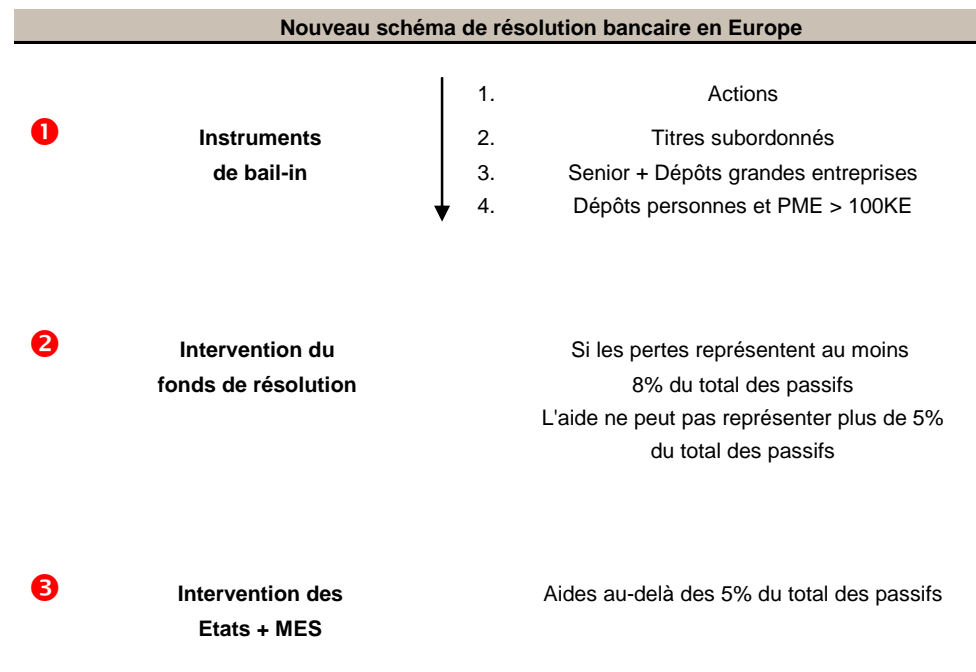
#### Evolution historique

|                     | Risque contractuel<br>(prospectus) | Risque Législatif<br>(loi nationale) | Risque réglementaire européen<br>(RDD Bâle 3) |
|---------------------|------------------------------------|--------------------------------------|---|
| Covered bonds       |                                    |                                      |   |
| Dette senior        |                                    |                                      | x   |
| Legacy Lower Tier 2 |                                    | x                                    | x   |
| New Tier 2 CRD4     | x                                  | x                                    | x   |
| Legacy Tier 1       | x                                  | x                                    | x   |
| Contingent Capital  | x                                  | x                                    | x   |

## Pourquoi émettre des obligations contingentes ?

### ■ La procédure de *bail-in* est efficace

- ▶ Si cette procédure avait été appliquée lors de la faillite de Lehman Brothers, il a été analysé que le créanciers seniors n'auraient perdu que 20 à 30% au lieu de 80%.
- ▶ Le risque est faible pour les créanciers seniors des grandes institutions où le **buffer Actions + Dettes sub est largement suffisant.**
- ▶ De plus, il est probable que dans les **pays riches** on cherche systématiquement à soutenir les *bondholders* senior (risque de contagion).
- ▶ Par contre, pour les banques de petite taille, peu capitalisées et ayant déjà transformé leurs dettes subordonnées, **la perte pourrait aller jusqu'à 80% sur la dette senior.**



Exane Fixed Income Research

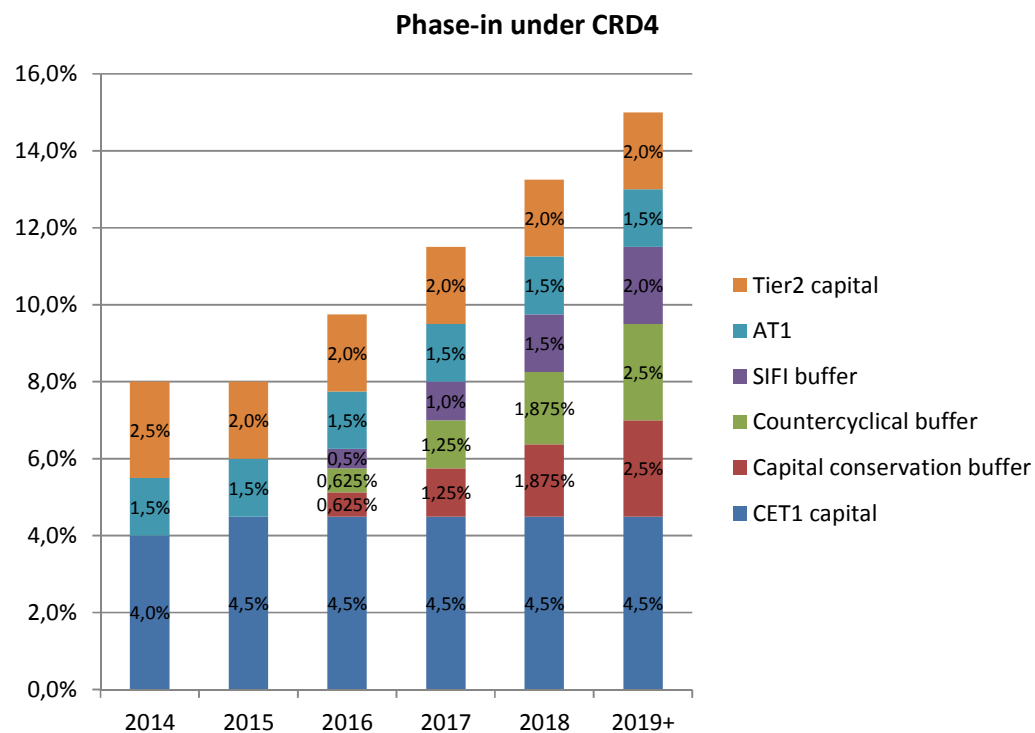
## Pourquoi émettre des obligations contingentes ?

### ■ L'intérêt des titres AT1 est réel pour le coût du capital

- ▶ **Nouvelles exigences CRD4 pour les titres hybrides** : contingent, suivi du régulateur (point de non-viabilité), pas de *step up*.
- ▶ Les dettes contingentes sont **non dilutives et tax deductible**.
- ▶ Intéressant pour le coût du capital en plus de l'aspect purement réglementaire.
- ▶ Les titres AT1 rentrent dans le calcul du ratio de leverage. **Cela poussera les grands établissements à en émettre davantage.**

### ■ De plus en plus de Loss absorbing capital

- ▶ **Les prochaines années mettront en évidence la montée des différents buffer** : conservation buffer + countercyclical buffer + SIFI buffer
- ▶ La somme de ces *buffers* est appelé sous CRD4 le CBR (combined buffer requirement).
- ▶ La montée en puissance de ces buffers se fera entre 2016 et 2019 comme le montre le graphique ci-contre.



*Source CRD4, cas d'un établissement systémique avec surcharge de 2%*



## Tier 1 : la rotation du gisement se poursuit en 2014

### Au minimum USD10Md de tombées de Tier1 à refinancer sur 2014

- ▶ Si la case des 1.5% de RWA est totalement remplie par les banques, le gisement AT1 seul pourrait monter à EUR150Md à terme.
- ▶ Beaucoup de grands établissements bancaires sont attendus sur 2014 : HSBC, Santander, Deutsche Bank, BNP, BPCE, RBS, Unicredit.
- ▶ Sur les USD20-30Md d'AT1 qui pourraient être émis sur 2014, USD10Md viendront simplement des refinancements de tombées de dettes.
- ▶ A noter que les dettes « CMS » ne sont pas comptabilisées dans les dettes potentiellement rappelables sur 2014 en raison du faible track record sur cette structure depuis trois ans.
- ▶ **Le gisement du capital contingent était de USD40Md à fin 2013. On s'oriente vers USD100Md d'ici fin 2015**

| Main Tier 1 bonds called in 2013 |                          |       |            |           |         |         |
|----------------------------------|--------------------------|-------|------------|-----------|---------|---------|
| Ticker                           | NAME                     | CRNCY | FIRST CALL | NEXT CALL | RTG_SP  | STEP UP |
| BNP 5.868 01/29/49 Corp          | BNP PARIBAS CAP TRST VI  | EUR   | 16/01/2013 | called    | BBB+    | Yes     |
| DANBNK 6 03/20/16 Corp           | DANSKE BANK A/S          | EUR   | 20/03/2013 | called    | BBB-    | Yes     |
| UBS 8.836 04/29/49 Corp          | UBS AG                   | EUR   | 11/04/2013 | called    | BBB-    | No      |
| SOCGEN 7.756 05/29/49 Corp       | SOCIETE GENERALE         | EUR   | 22/05/2013 | called    | BBB-    | No      |
| SHBASS 6.4611 06/29/49 Corp      | SVENSKA HANDELSBANKEN AB | GBP   | 12/06/2013 | called    | BBB+ /- | No      |
| DANBNK 4.25 06/20/16 Corp        | DANSKE BANK A/S          | EUR   | 20/06/2013 | called    | BBB-    | Yes     |
| HSBC 4.61 12/29/49 Corp          | HSBC CAPITAL FUNDING LP  | USD   | 27/06/2013 | called    | NR      | Yes     |
| BNP 8.667 09/29/49 Corp          | BNP PARIBAS              | EUR   | 11/09/2013 | called    | BBB     | No      |
| SHBASS 5.375 09/29/49 Corp       | SVENSKA HANDELSBANKEN AB | GBP   | 04/09/2013 | called    | BBB+ /- | Yes     |
| CS 11% 10/29/49 Corp             | CREDIT SUISSE            | USD   | 23/10/2013 | called    | BBB-    | No      |
| SOCGEN 5.419 11/29/49 Corp       | SOCIETE GENERALE         | EUR   | 10/11/2013 | called    | BBB-    | Yes     |
| STANLN 8.125 05/29/49 Corp       | STANDARD CHARTERED       | USD   | 27/11/2013 | called    | BBB+    | No      |
| LLOYDS 7.875 11/29/49 Corp       | LLOYDS Banking Group     | USD   | 29/11/2013 | called    | BB      | No      |
| CS 8.25 06/29/49 Corp            | CLAUDIUS (CREDIT SUISSE) | USD   | 27/12/2013 | called    | BBB-    | No      |
| RABOBK 5.26 12/29/49 Corp        | RABOBANK CAPITAL FUND II | USD   | 31/12/2013 | called    | A-      | Yes     |

*Source Exane Fixed Income Research*

| Main Tier1 bonds with first call in 2014 |                      |       |               |            |             |         |
|--|----------------------|-------|---------------|------------|-------------|---------|
| Ticker                                   | NAME                 | CRNCY | AMOUNT        | FIRST CALL | SPREAD POST | STEP UP |
| BBVASM 8.5 10/29/49 Corp                 | BBVA INTL PREF       | EUR   | 644 650 000   | 21/10/2014 | 574         | No      |
| BBVASM 9.1 10/29/49 Corp                 | BBVA INTL PREF       | GBP   | 251 050 000   | 21/10/2014 | 570         | No      |
| SANTAN 11.3 07/29/49 Corp                | SANTANDER FIN PFD    | GBP   | 661 000 000   | 27/07/2014 | 766         | No      |
| BPCEGP 5.25 07/29/49 Corp                | BPCE SA              | EUR   | 470 831 000   | 30/07/2014 | 184         | Yes     |
| ACAFP 9.75 06/29/49 Corp                 | CREDIT AGRICOLE SA   | USD   | 1 350 000 000 | 26/12/2014 | Fix         | No      |
| AGFRNC 4.605 04/29/49 Corp               | AGENCE FRA DEV       | EUR   | 300 000 000   | 22/04/2014 | 132         | Yes     |
| SEB 4.958 03/29/49 Corp                  | SEB                  | USD   | 407 367 000   | 25/03/2014 | 183         | Yes     |
| NDASS 6.25 07/29/49 Corp                 | NORDEA BANK          | GBP   | 300 000 000   | 18/07/2014 | 235         | Yes     |
| HSBC 5.3687 10/29/49 Corp                | HSBC CAPITAL FUNDING | EUR   | 1 400 000 000 | 24/03/2014 | 200         | Yes     |
| BACR 4.875 12/29/49 Corp                 | BARCLAYS BANK PLC    | EUR   | 1 000 000 000 | 15/12/2014 | 105         | No      |
| STANLN 9.5 06/29/49 Corp                 | STANDARD CHARTERED   | USD   | 1 500 000 000 | 24/12/2014 | 678         | No      |

*Source Exane Fixed Income Research*

## Grands principes du mécanisme

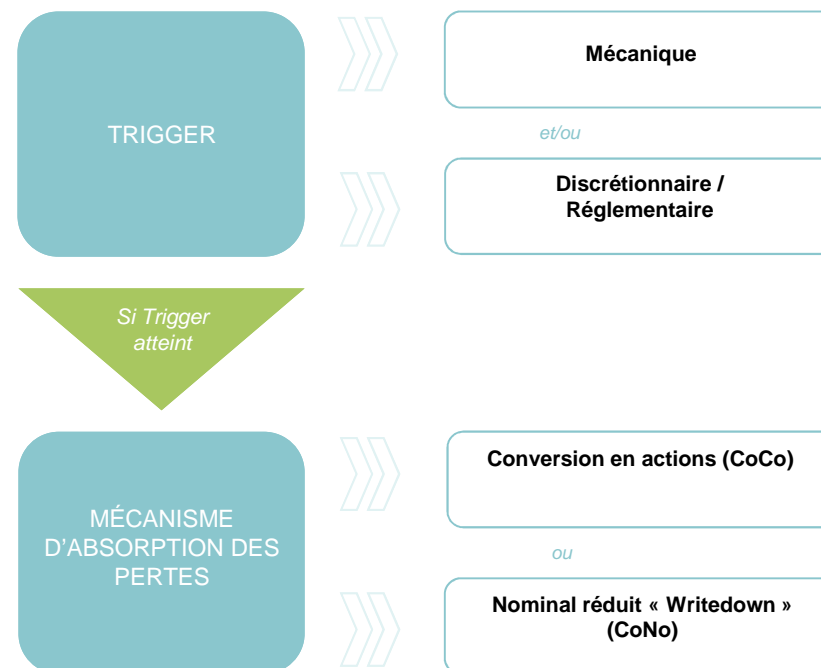
### 1) Mécanisme d'absorption des pertes

Deux catégories existent :

- Les obligations qui se convertissent en actions (dites CoCos),
- Les obligations dont le nominal se réduit totalement « *Total write down* » ou partiellement « *Partiel write down* » (dites CoNos).

### 2) Trigger

- ▶ Le Trigger est le niveau qui active le mécanisme d'absorption des pertes.
- ▶ Une obligation *Contingent Capital* peut avoir un ou plusieurs triggers (dans ce cas, le mécanisme se déclenche au premier Trigger atteint). Les Triggers peuvent être basés sur des critères mécaniques ou selon la volonté du régulateur (ex PONV trigger – point de non viabilité).
- ▶ Dans le cas des Trigger mécaniques, c'est généralement un ratio « capital » par « actifs pondérés des risques » (ou *RWA – Risk Weighted Asset*). Le plus connu étant le CET1 (Common Equity Tier 1).



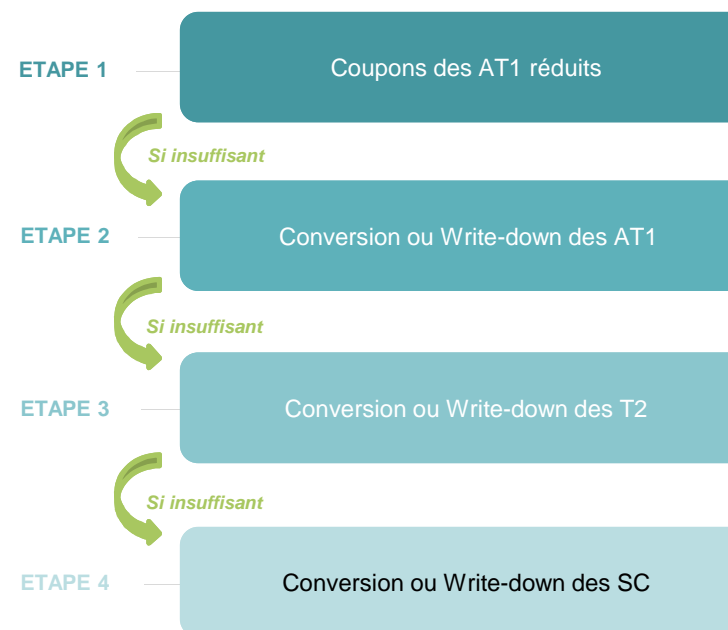
Source : Exane Derivatives, 30/01/2014.

## Grands principes du mécanisme

### ■ Rangs de séniorité

- Senior Capital Contingent (SC), environ 5% du gisement actuel),
- Tier 2 capital, environ 45% du gisement décomposable en :
  - T2 Low Trigger / généralement un seuil de CET1 autour de 5,125%
  - T2 High Trigger / généralement un seuil de CET1 autour 7%
- et Additional Tier 1, environ 55% du gisement également décomposable en :
  - AT1 Low Trigger et,
  - AT1 High Trigger.
- NB : Dans les Additional Tier 1 (nouvelle version Tier 1 compatibles avec Bâle 3), l'émetteur a la capacité de supprimer ou réduire le coupon de ces obligations dans le but de piloter le respect de la réglementation.

### Comment une banque réagirait à une insuffisance de capitaux propres ?



Source : Exane Derivatives, 27/01/2014.

## Premier risque : le coupon

### ■ La réglementation reste très favorable sur les deux prochaines années

- ▶ **Deux structures cohabitent actuellement** : Tier2 sur lesquels il n'y a pas d'option de différer le coupon tant que les ratios réglementaires sont respectés ...
- ▶ ... et les structures AT1 sur lesquelles le risque de perdre un coupon est plus élevé.
- ▶ Concernant les structures AT1, le management a toujours la possibilité à sa **discretion** de ne pas payer le coupon (non cumulatif)
- ▶ **Il n'y a pas de dividend pusher / stopper** : dans les textes, un dividende peut être payé et sans que le coupon AT1 soit payé (le coupon AT1 n'est pas senior au dividende)
- ▶ Le coupon n'est pas payé (**mandatory**) en cas de breach des ratios réglementaires.
- ▶ Enfin, à partir de 2016, le paiement des coupons devra se référer à la règle du **MDA** (Maximum Distribuable Amount).

### ■ Qu'est-ce que le MDA des AT1 ?

- ▶ Le MDA est introduit dans CRD4 par l'Article 141.
- ▶ Il se déclenche en cas de *breach* du CBR (combined buffer requirement)
- ▶ Le CBR est défini comme = capital conservation buffer + countercyclical buffer + SIFI buffer
- ▶ A noter que les banques suisses n'ont pas de coupon basé sur le CBR (elles n'ont pas à respecter CRD4)
- ▶ En cas de breach du CBR, le coupon payé ne pourra être qu'un % du résultat net dégagé de l'année (pas sur les réserves)
- ▶ **Conclusion** : ce risque supplémentaire n'est pas pour tout de suite. Le CBR ne sera implémenté qu'à 25% en 2016, et fully phased-in en 2019

#### Example for a 6% CBR

| Level of CBR               | MDA   |
|----------------------------|---|
| CBR reduced to 0%          | No distribution of div, bonus or AT1 coupon |
| First Quartile (0-1.5%)    | No distribution of div, bonus or AT1 coupon |
| Second Quartile (1.5%-3%)  | 20% of net profit                           |
| Third Quartile (3% - 4.5%) | 40% of net profit                           |
| Fourth quartile (4.5%-6%)  | 60% of net profit                           |
| CRR 6% or above            | 100% net profit                             |

Source CRD4

## Second risque : l'absorption des pertes

### ■ L'historique des pertes montre que le déclenchement d'un événement est peu probable à moyen terme

- ▶ Malgré la crise financière 2008-2013, on notera que les pertes comptables significatives en année pleine n'ont pas été aussi répandues parmi les émetteurs de CoCos.
- ▶ **Beaucoup de pertes comptables ont été dues à de fortes dépréciations de goodwill** (on pense aux participations chez Crédit Agricoles ou chez IntesaSP). Or le goodwill n'est déjà plus pris en compte sur les ratios CET1 B3FL.
- ▶ Le tableau ci-dessous montre le niveau de perte (destruction de capital réglementaire) qu'il faudrait atteindre pour déclencher les triggers sous une base B3FL.

Data at end-March 2014

|                             | Distance trigger | Equivalent Loss (bn) | Histo Max Net loss (bn) | Remarks                                       |
|-----------------------------|------------------|----------------------|-------------------------|---|
| <b>SocGen</b>               | 578              | 19,9                 | No annual net loss      |   |
| <b>Credit Agricole</b>      | 448              | 13,4                 | 2012 : -6,5             | Mainly goodw ill depreciation                 |
| <b>KBC</b>                  | 808              | 7,4                  | 2009 : -2,47            | 2008 was also in the red at -2.45bn           |
| <b>IntesaSP</b>             | 460              | 12,8                 | 2011 : -8,2             | Mainly goodw ill depreciation                 |
| <b>Unicredit</b>            | 478              | 19,9                 | 2013 : -15,0            | Mainly goodw ill depreciation, 2011 at -9.2bn |
| <b>Credit Suisse</b>        | 768              | 21,5                 | 2008 : -8,13            | Potential litigation costs will be much lower |
| <b>Barclays</b>             | 260              | 11,2                 | No annual net loss      |   |
| <b>Lloyds Banking Group</b> | 330              | 8,7                  | 2009 : -13,9            | 2008 also in the red at -6,7bn                |
| <b>BBVA</b>                 | 648              | 19,0                 | No annual net loss      |   |
| <b>Banco Popular</b>        | 568              | 4,8                  | 2012 : -2,5             | Royal decree on Loan Loss Provisions          |
| <b>Bank of Ireland</b>      | 405              | 2,2                  | 2009 : -2,97            | Bond maturing in 2016                         |
| <b>Danske Bank</b>          | 700              | 62,8                 | No annual net loss      | 1EUR=7,46DKK                                  |
| <b>Santander</b>            | 547              | 29,5                 | No annual net loss      |   |
| <b>Santander Mexico</b>     | 830              | 45,2                 | No annual net loss      | 1USD=13 peso                                  |

Exane Fixed Income Research

## Quelle protection en cas de conversion ?

- La conversion en equity permet un vrai retour à meilleure fortune

- La crise crédit 2008-2013 a clairement montré les perspectives de rebond sur les equity bancaires. On pense évidemment aux cas des banques UK et US dont les cours de bourse ont fortement remonté après avoir connu un krach sans précédent.
- Deux types de conversion sur le marché pour les CoCo : i) le *conversion price* est fixé à l'avance, et on connaît donc le nombre d'actions ordinaires que le porteur de CoCo recevra (cas de Barclays et Lloyds) ; ii) le *conversion price* est un Max entre le prix de marché au moment du trigger (VWAP), le floor price (fixé à l'avance) et le nominal de l'action (très bas). Dans ce cas, le nombre d'actions reçu peut fluctuer selon le niveau de l'equity.
- Concernant le premier cas, le tableau montre que le break even pour les CoCo Barclays correspond à une baisse de l'action d'environ 33%.
- Concernant le second cas, le floor price apporte quand même de la protection. Il correspond à une baisse de l'action de -33% par rapport au cours actuel chez Credit Suisse, ou de -53% pour BBVA. **Le floor price limite le niveau de dilution lors de l'augmentation de capital.**

### Conversion à prix fixés

| 16/06/2014       | BACR 8.25 (\$) | BACR 6.625 (\$) | BACR 8% (EUR) | BACR 6.5% (EUR) |
|------------------|----------------|-----------------|---------------|-----------------|
| Current Price    | 4,05           | 4,05            | 2,99          | 2,99            |
| Conversion price | 2,64           | 2,77            | 1,99          | 2,02            |
| Breakeven        | -34,8%         | -31,6%          | -33,4%        | -32,4%          |

### Conversion avec floor price

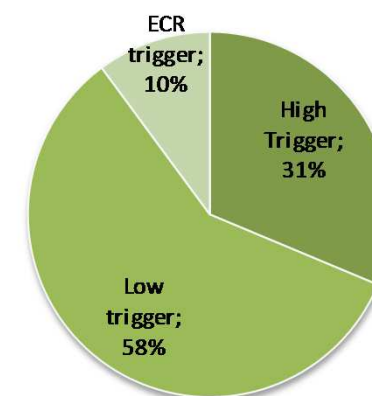
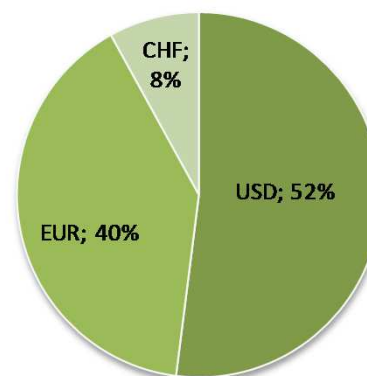
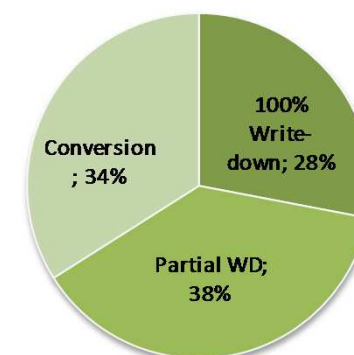
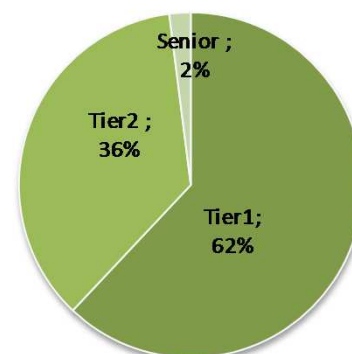
| 16/06/2014                      | CS (USD) | BBVA (USD) | BBVA (EUR) | SANTAN (EUR) |
|---------------------------------|----------|------------|------------|--------------|
| Current Price                   | 29,86    | 13,08      | 9,66       | 7,8          |
| Conversion price                | ns       | ns         | ns         | ns           |
| Higher of [ Market price (VWAP) | ?        | ?          | ?          | ?            |
| Floor Price                     | 20       | 5          | 4,5        | 4,34         |
| Breakeven                       | ?        | ?          | ?          | ?            |
| Break even floor price          | -33,0%   | -61,8%     | -53,4%     | -44,4%       |

## Principales caractéristiques du gisement (hors GBP)

### ■ Un point sur notre gisement couvert

- ▶ Notre couverture (USD + EUR bonds) est actuellement constituée de 50 obligations
- ▶ Si le gisement a commencé à se construire autour des émissions Tier2, ce sont bien les émissions d'AT1 qui représentent le gros du gisement sur 2014. Actuellement, 62% du nombre d'émissions sont des AT1.
- ▶ De même, si les structures 100% write-down ont été les premières structures émises, la majorité des obligations sont aujourd'hui soit des CoCos, soit des Conos avec partial writ down.
- ▶ Même si les émissions EUR (et en GBP) se sont multipliées sur 2014, le gisement en USD reste prépondérant avec 52% du stock d'émissions.
- ▶ A noter que les deux pays d'Amérique latine où les normes Bâle3 ont été adoptées sont le Mexique et le Brésil. Des émissions actuellement : Santander Mexico et Banco de Brasil.

Breakdown of contingent capital issuances



## Des ratings le plus souvent BB

### ■ Les agences de notation affutent leurs méthodologies

- ▶ Les créanciers subordonnés et hybrides ne bénéficient plus de soutien systémique pour le rating. Le point de départ pour les obligations contingente et Tier2 CRD4 est donc le rating BCA ajusté.
- ▶ Cette méthodologie concerne les non-viability securities (Tier2 CRD4 + AT1 pref)
- ▶ Un cran de notation supplémentaire par rapport à un titre Sub sans référence contractuelle au PNV: incertitude sur le timing du déclenchement du PNV est un risque.
- ▶ Moody's ne note pour le moment que les obligations où le trigger est éloigné du PNV : ainsi l'agence ne note pas les « high trigger » contingent car elle estime que ces titres pourraient absorber *in fine* plus de perte que les autres titres junior ou même les actions.

### ■ Du côté de S&P

- ▶ A noter que S&P limite la prise en compte des hybrides dans son calcul des ratios de capitalisation (Risk Adjusted Capital) à 33% des Common Equity.
- ▶ Les titres AT1 et Tier 2 High Trigger reçoivent un Equity Content « Intermédiaire » chez S&P. Ils sont notés 4 à 5 crans sous la dette SACP chez S&P.

#### METHODOLOGIE MOODY'S

| Traitement réglementaire | Sub traditionnelles | Contractual Non-viability | Remarque  |
|--------------------------|---------------------|---------------------------|---|
| Tier 2 capital           | Adj BCA - 1         | Adj BCA - 2               | Tier2 CRD4 non contingentes<br>Incertitude du timing de loss absorption |
|                          |                     | Adj BCA - 3               | Tier2 CRD4 contingentes<br>Timing + severité du write-down (100%)       |
| Additional Tier1 (AT1)   | Adj BCA - 3         | Adj BCA - 4               | AT1 contingent<br>Incertitude du timing de loss absorption              |

Source Moody's

#### METHODOLOGIE S&P

| Traitement réglementaire | Sub traditionnelles | Contractual Non-viability | Remarque                     |
|--------------------------|---------------------|---------------------------|------------------------------|
| Tier 2 capital           | SACP - 1            | SACP - 2                  | Low Trigger contingent       |
|                          |                     | SACP -3                   | High Trigger contingent      |
| AT1 (CASA et SocGen)     | Min SACP-2          | SACP-4                    | Coupon deferral & write-down |

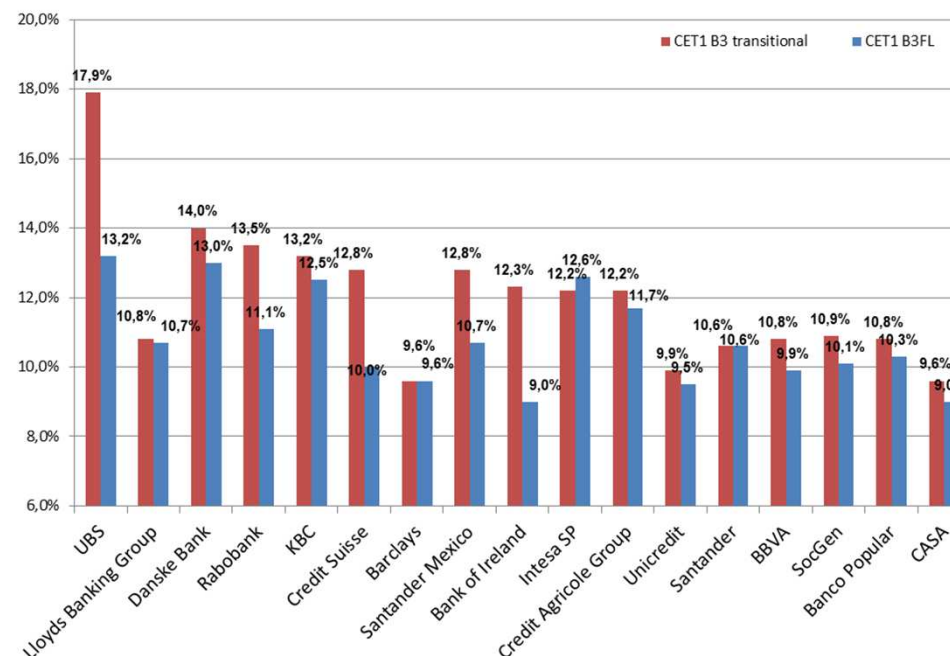
SourceS&P



## Les émetteurs affichent des ratios rassurants

- Très bonne visibilité à horizon 2 ans sur les ratios de capitalisation
  - ▶ **Le marché est porteur pour les investisseurs** : les banques demeurent dans une phase d'optimisation des ratios CT1 (forte baisse des RWA chez les suisses et les britanniques, notamment dans la BFI, cession des legacy assets, mise en place de modèles internes, refinancement des aides d'Etat, DTA).
  - ▶ Derniers exemples en date : augmentation de capital de Bank of Ireland, RBI, Monte Paschi, Banco Sabadell, ... Accélération du remboursement des aides d'Etat chez KBC ou ING Group.
  - ▶ **Ne pas oublier que les ratios sont testés sur une base transitoire (ratios phase-in).**
  - ▶ La pression du régulateur (PRA au UK, FINMA en Suisse, stress tests BCE) laisse peu de place à des politiques financières alternatives (notamment pression sur le *leverage*).
  - ▶ **Conclusion** : peu de risque de voir s'effriter les ratios de capitalisation sur les deux prochaines années.
  - ▶ Le ratio CET1 B3FL moyen est actuellement de 10.8% pour les émetteurs de CoCos, et de 12.7% en B3 phase-in.

Niveau des ratios CET1 B3FL à fin mars 2014 (%)  
(Rabobank, Bol et Santander Mexico sont à fin 2013)



## Principales caractéristiques du gisement

|                       |                            | 16/06/2014 |        |            |         |      |               |                         |          |
|-----------------------|----------------------------|------------|--------|------------|---------|------|---------------|-------------------------|----------|
|                       |                            | CRNCY      | Amount | Next call  | Moody's | S&P  | Trigger Level | Loss absorption         | Write-up |
| Senior                | RABOBK 6.875 03/19/20 Corp | EUR        | 1 250  | Bullet     | NR      | NR   | ECR <7%       | Write-down n 75%        | No       |
|                       | LLOYDS 7.625 10/14/20 Corp | EUR        | 226    | Bullet     | Ba1     | BB+  | CET1 <5%      | Conversion (£0,592)     | Yes      |
|                       | LLOYDS 15 12/21/19 Corp    | EUR        | 487    | Bullet     | Baa3    | BBB- | CET1 <5%      | Conversion (£0,592)     | Yes      |
| Tier2<br>low trigger  | UBS 7.625 08/17/22 Corp    | USD        | 2 000  | Bullet     | NR      | BBB  | CET1 <5%      | Write-down n 100%       | No       |
|                       | UBS 7.25 02/22/22 Corp     | USD        | 2 000  | 22/02/2017 | NR      | BBB  | CET1 <5%      | Write-down n 100%       | No       |
|                       | UBS 4.75 05/22/23 Corp     | USD        | 1 500  | 22/05/2018 | NR      | BBB  | CET1 <5%      | Write-down n 100%       | No       |
|                       | UBS 5.125 05/15/24 Corp    | USD        | 2 500  | Bullet     | NR      | BBB  | CET1 <5%      | Write-down n 100%       | No       |
|                       | UBS 4.75 02/12/26 Corp     | EUR        | 2 000  | 12/02/2021 | NR      | BBB  | CET1 <5%      | Write-down n 100%       | No       |
|                       | CS 5.75 09/18/25 Corp      | EUR        | 1 250  | 18/09/2020 | NR      | BBB  | CET1 <5%      | Write-down n 100%       | No       |
|                       | CS 6.5 08/08/23 Corp       | USD        | 2 500  | Bullet     | NR      | BBB  | CET1 <5%      | Write-down n 100%       | No       |
|                       | BSANTM 5.95 01/30/24 Corp  | USD        | 1 300  | 30/01/2019 | Ba1     | BB   | CET1 < 4.5%   | Temporary w rite-down n | Yes      |
|                       | CS 7.125 03/22/22 Corp     | CHF        | 750    | 22/03/2017 | NR      | NR   | CET1 <7%      | Conversion (VWAP)       | Yes      |
|                       | CS 7.875 02/24/41 Corp     | USD        | 2 000  | 24/08/2016 | NR      | NR   | CET1 <7%      | Conversion (VWAP)       | Yes      |
| Tier2<br>high trigger | BACR 7.625 11/21/22 Corp   | USD        | 3 000  | Bullet     | NR      | BB+  | CET1 <7%      | Temporary w rite-down n | No       |
|                       | BACR 7.75 04/10/23 Corp    | USD        | 1 000  | 10/04/2018 | NR      | BB+  | CET1 <7%      | Temporary w rite-down n | No       |
|                       | BKIR 10 07/30/16 Corp      | EUR        | 1 000  | Bullet     | NR      | NR   | CET1 <8,25%   | Conversion (VWAP)       | Yes      |
|                       | ACA FP 8.125 09/19/33 Corp | USD        | 1 000  | 19/09/2018 | NR      | BBB- | CET1 <7%      | Temporary w rite-down n | No       |
|                       | NYKRE 4 06/03/36 Corp      | EUR        | 1 000  | 03/06/2021 | NR      | NR   | CET1 <7%      | Write-down n 100%       | No       |
|                       | KBC 8 01/25/23 Corp        | USD        | 1 000  | 25/01/2018 | NR      | BBB- | CET1 <7%      | Temporary w rite-down n | No       |
|                       | CS 6 09/29/49 Corp         | CHF        | 290    | 04/09/2018 | NR      | NR   | CET1 < 5.125% | Write-down n 100%       | No       |
|                       | CS 7.5 12/11/49 Corp       | USD        | 2 250  | 11/12/2023 | NR      | BB   | CET1 < 5.125% | Write-down n 100%       | No       |
|                       | CS 6.25 12/29/49 Corp      | USD        | 2 500  | 18/12/2024 | NR      | BB   | CET1 < 5.125% | Write-down n 100%       | No       |
|                       | BAERVX 5.375 03/29/49 Corp | CHF        | 250    | 19/03/2018 | NR      | NR   | CET1 < 5.125% | Write-down n 100%       | No       |
| Tier 1<br>low trigger | BAERVX 4.25 06/29/49 Corp  | CHF        | 350    | 05/06/2020 | NR      | NR   | CET1 < 5.125% | Write-down n 100%       | No       |
|                       | DB 6 05/31/49 Corp         | EUR        | 1 750  | 30/04/2022 | Ba3 /-  | BB   | CET1 < 5.125% | Temporary w rite-down n | Yes      |
|                       | DB 6.25 05/29/49 Corp      | USD        | 1 250  | 30/04/2020 | Ba3e    | BB   | CET1 < 5.125% | Temporary w rite-down n | Yes      |
|                       | SOCGEN 8.25 09/29/49 Corp  | USD        | 1 250  | 29/11/2018 | Ba3     | BB+  | CET1 < 5.125% | Temporary w rite-down n | Yes      |
|                       | SOCGEN 7.875 12/29/49 Corp | USD        | 1 750  | 18/12/2023 | Ba3     | BB+  | CET1 < 5.125% | Temporary w rite-down n | Yes      |
|                       | SOCGEN 6.75 04/07/49 Corp  | EUR        | 1 000  | 07/04/2021 | Ba3e    | NR   | CET1 < 5.125% | Temporary w rite-down n | Yes      |
|                       | ACA FP 7.875 01/29/49 Corp | USD        | 1 750  | 23/01/2024 | NR      | BB+  | CET1 < 5.125% | Temporary w rite-down n | Yes      |
|                       | ACA FP 6.5 06/23/49 Corp   | EUR        | 1 000  | 23/06/2021 | NR      | BB+  | CET1 < 5.125% | Temporary w rite-down n | Yes      |
|                       | KBCBB 5.625 03/29/49 Corp  | EUR        | 1 400  | 19/03/2019 | NR      | BB   | CET1 < 5.125% | Temporary w rite-down n | Yes      |
|                       | UCGIM 8 04/03/49 Corp      | USD        | 1 000  | 03/06/2024 | NR      | NR   | CET1 < 5.125% | Temporary w rite-down n | Yes      |
|                       | BBVASM 9 05/29/49 Corp     | USD        | 1 500  | 09/05/2018 | NR      | NR   | CET1 < 5.125% | Conversion (VWAP)       | Yes      |
|                       | BBVASM 7 12/29/49 Corp     | EUR        | 1 500  | 19/02/2019 | NR      | NR   | CET1 < 5.125% | Conversion (VWAP)       | Yes      |
|                       | SANTAN 6.25 03/12/49 Corp  | EUR        | 1 500  | 12/03/2019 | Ba2     | NR   | CET1 < 5.125% | Conversion (VWAP)       | Yes      |
|                       | SANTAN 6.375 05/29/49 Corp | USD        | 1 500  | 19/05/2019 | Ba2     | NR   | CET1 < 5.125% | Conversion (VWAP)       | Yes      |
|                       | POPSM 11.5 10/29/49 Corp   | EUR        | 500    | 10/10/2018 | NR      | NR   | CET1 < 5.125% | Conversion (VWAP)       | Yes      |
| Tier1<br>high trigger | BACR 8.25 12/29/49 Corp    | USD        | 2 000  | 15/12/2018 | NR      | B+   | CET1 FL < 7%  | Conversion (USD2.64)    | Yes      |
|                       | BACR 6.625 06/30/49 Corp   | USD        | 1 211  | 15/09/2019 | NR      | B+   | CET1 FL < 7%  | Conversion (USD2.77)    | Yes      |
|                       | BACR 8 12/15/49 Corp       | EUR        | 1 000  | 15/12/2020 | NR      | B+   | CET1 FL < 7%  | Conversion (EUR1.99)    | Yes      |
|                       | BACR 6.5 06/15/49 Corp     | EUR        | 1 077  | 15/09/2019 | NR      | B+   | CET1 FL < 7%  | Conversion (EUR2.02)    | Yes      |
|                       | LLOYDS 6.375 06/27/49 Corp | EUR        | 750    | 27/06/2020 | NR      | BB-  | CET1 FL < 7%  | Conversion (0.78)       | Yes      |
|                       | LLOYDS 7.5 04/30/49 Corp   | USD        | 1 675  | 27/06/2024 | NR      | BB-  | CET1 FL < 7%  | Conversion (USD1.072)   | Yes      |
|                       | CS 9.5 07/29/49 Corp       | USD        | 1 725  | 23/10/2018 | NR      | NR   | CET1 <7%      | Conversion (USD16.57)   | Yes      |
|                       | DANBNK 5.75 10/31/49 Corp  | EUR        | 750    | 06/04/2020 | NR      | BBB- | CET1 <7%      | Temporary w rite-down n | Yes      |
|                       | RABOBK 8.375 07/29/49 Corp | USD        | 2 000  | 26/07/2016 | NR      | NR   | ECR < 8%      | Temporary w rite-down n | No       |
|                       | RABOBK 8.4 11/29/49 Corp   | USD        | 2 000  | 29/06/2017 | NR      | NR   | ECR < 8%      | Temporary w rite-down n | No       |
|                       | ISPIM 9.500 10/29/49 Corp  | EUR        | 478    | 01/06/2016 | Ba3     | BB   | Tier1 < 8%    | Temporary w rite-down n | Yes      |
|                       | UCGIM 9.375 07/29/49 Corp  | EUR        | 339    | 21/07/2020 | B1      | BB   | Tier1 < 8%    | Temporary w rite-down n | Yes      |

## Principales caractéristiques du gisement

16/06/2014

| Bonds                      | Next call  | Distance to trigger | Ask price | YTC    | Z-spread | YTM  | Remarks   |
|----------------------------|------------|---------------------|-----------|--------|----------|------|---|
| RABOBK 6.875 03/19/20 Corp | Bullet     | 910                 | 120,57    | Bullet | 215      | 2,94 | ECR was 15.4% at end-2013                             |
| LLOYDS 7.625 10/14/20 Corp | Bullet     | 900                 | 110,90    | Bullet | 465      | 5,53 | Exchanged for new AT1                                 |
| LLOYDS 15 12/21/19 Corp    | Bullet     | 900                 | 155,42    | Bullet | 307      | 3,79 | Exchanged for new AT1                                 |
| UBS 7.625 08/17/22 Corp    | Bullet     | 1350                | 118,88    | Bullet | 250      | 4,81 | Reassuring distance to trigger                        |
| UBS 7.25 02/22/22 Corp     | 22/02/2017 | 1350                | 110,35    | 3,18   | 236      | 5,85 | Reassuring distance to trigger                        |
| UBS 4.75 05/22/23 Corp     | 22/05/2018 | 1350                | 105,31    | 3,29   | 197      | 4,39 | Reassuring distance to trigger                        |
| UBS 5.125 05/15/24 Corp    | Bullet     | 1350                | 100,63    | Bullet | 242      | 5,04 | Reassuring distance to trigger                        |
| UBS 4.75 02/12/26 Corp     | 12/02/2021 | 1350                | 107,09    | 3,53   | 258      | 3,74 | Reassuring distance to trigger                        |
| CS 5.75 09/18/25 Corp      | 18/09/2020 | 780                 | 111,94    | 3,59   | 271      | 4,00 | Reassuring distance to trigger                        |
| CS 6.5 08/08/23 Corp       | Bullet     | 780                 | 111,37    | Bullet | 247      | 4,94 | Duration risk   |
| BSANTM 5.95 01/30/24 Corp  | 30/01/2019 | 830                 | 105,13    | 4,70   | 316      | 5,38 | Reassuring distance to trigger                        |
| CS 7.125 03/22/22 Corp     | 22/03/2017 | 330                 | 108,86    | 3,70   | 361      | 5,61 | Weak remuneration for permanent write-down            |
| CS 7.875 02/24/41 Corp     | 24/08/2016 | 330                 | 108,70    | 3,72   | 311      | 6,40 | Weak remuneration for permanent write-down            |
| BACR 7.625 11/21/22 Corp   | Bullet     | 590                 | 113,80    | Bullet | 321      | 5,55 | Weak remuneration for permanent write-down            |
| BACR 7.75 04/10/23 Corp    | 10/04/2018 | 590                 | 112,00    | 4,32   | 306      | 6,35 | Weak remuneration for permanent write-down            |
| BKIR 10 07/30/16 Corp      | Bullet     | 405                 | 112,14    | Bullet | 359      | 3,95 | Close to maturity, credit quality improving           |
| ACAFFP 8.125 09/19/33 Corp | 19/09/2018 | 490                 | 115,25    | 4,19   | 278      | 6,63 | We prefer the new AT1                                 |
| NYKRE 4 06/03/36 Corp      | 03/06/2021 | 900                 | 101,56    | 3,74   | 273      | 3,62 |   |
| KBC 8 01/25/23 Corp        | 25/01/2018 | 620                 | 114,88    | 3,58   | 241      | 6,17 | Repricing already done                                |
| CS 6 09/29/49 Corp         | 04/09/2018 | 768                 | 106,22    | 4,35   | 415      | 5,23 | Reassuring distance to trigger                        |
| CS 7.5 12/11/49 Corp       | 11/12/2023 | 768                 | 109,13    | 6,21   | 373      | 6,26 | High duration but attractive yield                    |
| CS 6.25 12/29/49 Corp      | 18/12/2024 | 768                 | 102,13    | 5,97   | 331      | 5,62 |   |
| BAERVX 5.375 03/29/49 Corp | 19/03/2018 | 1578                | 104,41    | 4,08   | 393      | 5,04 | Very large distance to trigger                        |
| BAERVX 4.25 06/29/49 Corp  | 05/06/2020 | 1578                | 99,25     | 4,40   | 391      | 4,19 | Very large distance to trigger                        |
| DB 6 05/31/49 Corp         | 30/04/2022 | 808                 | 104,31    | 5,32   | 418      | 5,36 |   |
| DB 6.25 05/29/49 Corp      | 30/04/2020 | 808                 | 103,50    | 5,54   | 363      | 4,93 |   |
| SOCGEN 8.25 09/29/49 Corp  | 29/11/2018 | 578                 | 109,38    | 5,83   | 437      | 7,40 | Attractive valuation, write-up                        |
| SOCGEN 7.875 12/29/49 Corp | 18/12/2023 | 578                 | 105,75    | 7,04   | 457      | 6,88 | Attractive valuation, write-up                        |
| SOCGEN 6.75 04/07/49 Corp  | 07/04/2021 | 578                 | 106,65    | 5,56   | 461      | 5,97 | Attractive spread vs Legacy Tier1                     |
| ACAFFP 7.875 01/29/49 Corp | 23/01/2024 | 448                 | 109,88    | 6,49   | 402      | 6,55 | Low volatility expected on CET1                       |
| ACAFFP 6.5 06/23/49 Corp   | 23/06/2021 | 448                 | 107,53    | 5,21   | 422      | 5,58 | Low volatility expected on CET1                       |
| KBCBB 5.625 03/29/49 Corp  | 19/03/2019 | 808                 | 102,69    | 4,99   | 435      | 5,33 | Still at par, short call, improving credit quality    |
| UCGIM 8 04/03/49 Corp      | 03/06/2024 | 478                 | 105,00    | 7,29   | 477      | 7,12 | Higher carry than the 8.125% in euro (+260bp)         |
| BBVASM 9 05/29/49 Corp     | 09/05/2018 | 568                 | 111,00    | 5,83   | 457      | 8,68 | Attractive valuation, conversion                      |
| BBVASM 7 12/29/49 Corp     | 19/02/2019 | 568                 | 108,12    | 5,04   | 442      | 6,32 | Attractive valuation, conversion                      |
| SANTAN 6.25 03/12/49 Corp  | 12/03/2019 | 547                 | 105,28    | 5,00   | 436      | 5,79 | Attractive valuation, conversion                      |
| SANTAN 6.375 05/29/49 Corp | 19/05/2019 | 547                 | 100,75    | 6,20   | 457      | 6,41 | Attractive valuation, conversion                      |
| POPSM 11.5 10/29/49 Corp   | 10/10/2018 | 568                 | 120,82    | 6,00   | 544      | 9,14 | Still fragile but real catalysts                      |
| BACR 8.25 12/29/49 Corp    | 15/12/2018 | 260                 | 108,25    | 6,14   | 467      | 7,69 | Interesting spread pick up vs Tier2 and Legacy Tier1  |
| BACR 6.625 06/30/49 Corp   | 15/09/2019 | 260                 | 101,50    | 6,29   | 453      | 6,63 |   |
| BACR 8 12/15/49 Corp       | 15/12/2020 | 260                 | 112,03    | 5,77   | 488      | 6,76 | Interesting spread pick up vs Tier2 and Legacy Tier1  |
| BACR 6.5 06/15/49 Corp     | 15/09/2019 | 260                 | 102,75    | 5,89   | 518      | 6,35 |   |
| LLOYDS 6.375 06/27/49 Corp | 27/06/2020 | 370                 | 108,31    | 4,78   | 395      | 5,57 | Consensual BUY for investors. Low distance to trigger |
| LLOYDS 7.5 04/30/49 Corp   | 27/06/2024 | 370                 | 108,94    | 6,29   | 371      | 6,41 | Consensual BUY for investors. Low distance to trigger |
| CS 9.5 07/29/49 Corp       | 23/10/2018 | 580                 | 116,13    | 5,48   | 439      | 6,58 | Short duration, call highly probable                  |
| DANBNK 5.75 10/31/49 Corp  | 06/04/2020 | 700                 | 104,71    | 4,81   | 401      | 5,29 | Nice distance to trigger                              |
| RABOBK 8.375 07/29/49 Corp | 26/07/2016 | 810                 | 108,90    | 3,96   | 338      | 7,39 | Expensive for contingent feature                      |
| RABOBK 8.4 11/29/49 Corp   | 29/06/2017 | 810                 | 113,13    | 3,80   | 285      | 7,86 | Expensive for contingent feature                      |
| ISPIM 9.500 10/29/49 Corp  | 01/06/2016 | 460                 | 112,49    | 2,89   | 254      | 7,43 | Decent yield for a short call bond                    |
| UCGIM 9.375 07/29/49 Corp  | 21/07/2020 | 560                 | 121,81    | 5,12   | 429      | 6,84 | Nice relative value with the new AT1                  |

## SYSTEME DE RECOMMANDATION

| -                                   | =                                 | +                                    |
|-------------------------------------|-----------------------------------|--------------------------------------|
| Dégradation de la qualité de crédit | Stabilité de la qualité de crédit | Amélioration de la qualité de crédit |

L'opinion sur un instrument de dette est une recommandation à horizon un an pour un investisseur obligataire, sans considération de benchmark :

- **Acheter** : le rendement est attractif en relatif au gisement (de risque de crédit comparable)
- **Conserver** : le rendement est en ligne avec celui au gisement
- **Vendre** : le rendement est inférieur celui au gisement

| -                   | =                      | +                    |
|---------------------|------------------------|----------------------|
| Vendre l'instrument | Conserver l'instrument | Acheter l'instrument |

## MENTION DES EVENTUELS CONFLITS D'INTERETS

|  |            |
|--|------------|
| <b>1. SERVICES D'INVESTISSEMENTS</b><br>Est-ce que Exane Derivatives est intervenu, au cours des douze derniers mois, en qualité de chef de file ou de chef de file associé d'une offre portant sur des instruments financiers de l'émetteur rendue publique ?   | <b>NON</b> |
| Est-ce que Exane Derivatives a reçu une rémunération liées à la fourniture de services d'investissement dans les douze derniers mois ou prévoit de recevoir une rémunération dans les trois prochains mois ?   | <b>NON</b> |
| <b>2.TENUE DE MARCHE</b><br>A la date de publication du rapport, est-ce que Exane Derivatives est un teneur de marché sur des obligations émises par un émetteur ?<br><b>A la date du présent rapport, Exane Derivatives est amené à intervenir en tant que teneur de marché sur certaines obligations émises par les sociétés suivantes : BNPP, BPCA, Crédit Agricole, Crédit Foncier de France, Société Générale, BFCM, EDF.</b> | <b>OUI</b> |
| <b>3.LIEN AVEC L'EMETTEUR</b><br>Est-ce que l'analyste financier principalement en charge de l'élaboration de ce rapport ou une personne qui lui est liée intervient en tant que dirigeant ou en tant que membre d'un comité consultatif de la société ?   | <b>NON</b> |
| <b>4.INTERETS FINANCIERS DE L'ANALYSTE</b><br>Est-ce que l'analyste financier principalement en charge de l'élaboration de ce rapport a un intérêt financier significatif sur un ou plusieurs instruments financiers faisant l'objet de la recommandation ?  | <b>NON</b> |
| <b>5.PARTICIPATION FINANCIERE SIGNIFICATIVE</b><br>Est-ce que Exane Derivatives détenait une participation de 1% ou plus dans la/les société(s) faisant l'objet de recommandation à la fin du mois précédent la publication du rapport ou à la fin du mois d'avant si le rapport a été publié mois de dix jours après la fin du mois ?   | <b>NON</b> |
| Est-ce que Exane Derivatives détient plus de 5% de la totalité du capital émis par l'émetteur ?  | <b>NON</b> |
| <b>6.COMMUNICATION AVEC L'EMETTEUR</b><br>Est-ce qu'une copie de ce rapport, ne contenant pas les recommandations ou les objectifs de prix, a été communiquée à l'émetteur dans le seul but de vérifier l'exactitude des données factuelles ?  | <b>NON</b> |
| Est-ce que les conclusions du rapport ont été modifiées suite à cette communication avec l'émetteur et avant sa publication ?  | <b>NON</b> |
| <b>7.AUTRES CONFLITS D'INTERETS SIGNIFICATIFS</b><br>Est-ce que Exane Derivatives a connaissance d'autres conflits d'intérêts significatifs liés à la distribution de ce rapport ?   | <b>NON</b> |

## Exane Fixed Income Research

|  |  |
|--|--|
| <b>Cyril PARISON</b>   | <a href="mailto:cyril.parison@exane.com">cyril.parison@exane.com</a>     |
| Head of Fixed Income Research (bank, insurance, real estate) | +33 1 42 99 23 69  |
| <b>Benjamin SABAH</b>  | <a href="mailto:benjamin.sabahi@exane.com">benjamin.sabahi@exane.com</a> |
| Analyst (chemicals, telecoms, media)                         | +33 1 42 99 50 97  |
| <b>Romuald URVOAS</b>  | <a href="mailto:romuald.urvoas@exane.com">romuald.urvoas@exane.com</a>   |
| Analyst (automotive, building materials, capital goods)      | +33 1 44 95 53 36  |
| <b>Cyril BENAYOUN</b>  | <a href="mailto:cyril.benayoun@exane.com">cyril.benayoun@exane.com</a>   |
| Analyst (utilities, consumer goods, energy, transport)       | +33 1 42 99 24 98  |

## GROUPE EXANE

### PARIS

**Exane S.A. - Exane Derivatives**  
16 avenue Matignon  
75008 Paris  
France  
Tel : (+33) 1 44 95 40 00  
Fax : (+33) 1 44 95 40 01

### LONDRES

**Exane Ltd**  
**Filiale d'Exane S.A.**  
1 Hanover Street  
Londres W1S 1YZ  
Royaume-Uni  
Tel : (+44) 207 039 9400  
Fax : (+44) 207 039 9440

### FRANCFORT

**Succursale d'Exane S.A.**  
Europa-allee 12  
3<sup>e</sup> étage  
D-60327 Francfort  
Allemagne  
Tel : (+49) 69 42 72 97 300  
Fax : (+49) 69 42 72 97 301

### GENEVE

**Succursales d'Exane Derivatives et d'Exane S.A.**  
Rue du Rhône 80  
1204 Genève  
Suisse  
Tel : (+41) 22 718 65 65  
Fax : (+41) 22 718 65 00

### MADRID

**Succursale d'Exane S.A.**  
Calle Serrano, 73  
5<sup>ème</sup> étage  
Madrid 28006  
Espagne  
Tel : (+34) 91 114 83 00  
Fax : (+34) 91 114 83 01

### MILAN

**Succursales d'Exane Derivatives et d'Exane S.A.**  
Via dei Bossi 4  
20121 Milan  
Italie  
Tel : (+39) 02 89 63 17 00  
Fax : (+39) 02 89 63 17 01

### STOCKHOLM

**Bureau de représentation d'Exane S.A.**  
Nybrokajen  
111 48 Stockholm  
Suède  
Tel : +46 (0)8 5090 3500  
Fax : +46 (0)8 463 1802

### NEW YORK

**Exane Inc**  
**Filiale d'Exane S.A.**  
640 Fifth Avenue  
15th Floor  
New York, NY 10019  
Etats-Unis  
Tel : (+1) 21 2634 4990  
Fax : (+1) 21 2634 5171

### SINGAPOUR

**Succursale d'Exane Ltd**  
20 Collyer Quay  
#07-02  
049909 Singapour  
Tel : (+65) 6212 9059  
Fax : (+65) 6212 9082

## DISCLAIMER

Ce document a été établi par un analyste financier d'Exane Derivatives. Exane Derivatives, entité du groupe Exane (composé d'Exane SA et de l'ensemble de ses filiales directes ou indirectes) a reçu l'agrément de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et régulée par l'Autorité des Marchés Financiers et l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution.

Les développements contenus dans le présent document ont un caractère purement informatif. Les développements se basent sur des informations provenant de sources considérées de bonne foi comme fiables, mais dont l'exactitude ne saurait être garantie, et ils ne prétendent en aucun cas fournir un état complet des titres, marchés et évolutions indiqués. Les opinions et autres informations figurant sur ce document peuvent faire l'objet de modifications sans avis préalable et Exane Derivatives n'est pas tenue de les actualiser.

Ce document a été préparé uniquement pour une clientèle de professionnels et de contreparties éligibles. Les développements contenus dans ce support informatif n'ont pas vocation à servir à une quelconque évaluation. Ils ne constituent nullement une offre d'achat ou de vente de produits financiers et ne sauraient être considérés comme un conseil en investissement.

Les développements disponibles sur ce document ne tiennent pas compte des besoins spécifiques de certaines personnes. Les instruments financiers présentés ne conviennent pas à tous les investisseurs et le négoce de ces instruments peut présenter des risques. Il appartient au client d'effectuer sa propre analyse des caractéristiques et des risques liés aux instruments financiers mentionnés dans ce document, en recourant le cas échéant à ses propres conseils. Exane Derivatives décline toute responsabilité quant à d'éventuels dommages ou pertes résultant de l'utilisation de ces développements ou de parties de ceux-ci.

Les données financières incluses dans ce document peuvent faire référence à des performances passées. Les performances passées ne constituent pas un indicateur fiable des performances futures. Les cours de change des monnaies étrangères peuvent avoir une incidence négative sur la valeur, le prix ou les revenus de produits mentionnés dans le document.

Exane Derivatives et/ou toute entité du groupe Exane peut avoir ou avoir eu des intérêts ou des positions longues ou courtes dans les produits financiers décrits sur ce document ou peut effectuer à tout moment des achats et/ou des ventes pour son propre compte ou pour le compte de tiers ou peut agir ou avoir agi en qualité d'acteurs de ce marché. De plus, Exane Derivatives et/ou toute entité du groupe Exane peut avoir ou avoir eu des relations d'affaires avec des entreprises citées ou fournir ou avoir fourni à celles-ci des services relatifs au financement d'entreprise, au marché des capitaux et/ou des services d'autre nature.

Les développements contenus dans le présent document ne pourront faire l'objet de reproductions partielles ou totales sans le consentement écrit préalable d'Exane Derivatives. Les personnes qui viendraient à se trouver en possession de ce présent document, sont invitées à se renseigner et à respecter toutes les lois et règlements applicables relative à la possession ou à la distribution de tels supports d'information.