

OBLIGATIONS RT1

Ceci est une communication publicitaire destinée aux investisseurs professionnels et n'a pas vocation à constituer un conseil en investissement.

MAI
2024



Tout comprendre aux « Restricted Tier 1 » (RT1)

Résumé :

- Les dettes **RT1** sont des instruments de capital émis par les assureurs dans le cadre de la régulation Solvabilité II.
- Le marché des RT1 représente environ **22 milliards d'euros**, avec une majorité d'obligations européennes.
- Les RT1 sont des dettes subordonnées perpétuelles, avec une date de call entre 5 et 10 ans.
- Ces dettes **se rapprochent des AT1 bancaires dans leur structure**, mais ont également leurs spécificités.
- Investir dans les RT1 offre une opportunité de diversification par rapport aux AT1 bancaires. Néanmoins :
 - L'univers des émetteurs de RT1 est très concentré et limite les choix d'investissement.
 - Il est **encore non testé** en matière de pratiques de calls.



François Lavier, CFA
Responsable des stratégies de dettes
financières subordonnées



Alexis Lautrette
Senior Vice President
Analyste-gestionnaire



Charles Marcoux
Analyste-gestionnaire



Ibraheam Radi
Analyste-gestionnaire



Origines de l'instrument

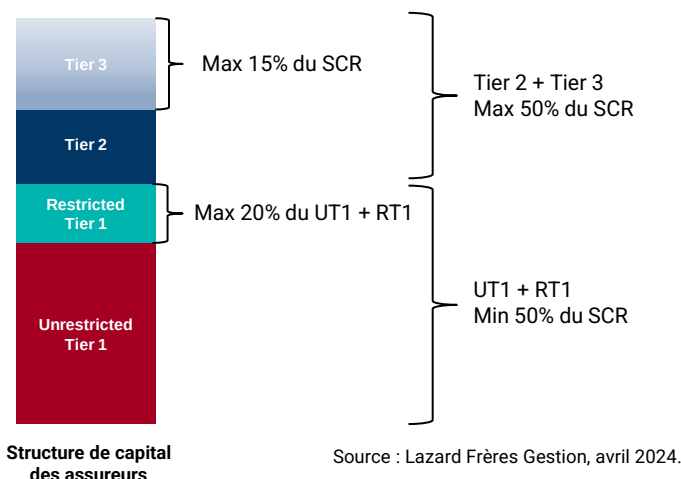
Les assureurs européens sont régis par le régime Solvabilité II. Ce cadre réglementaire, effectif depuis le 1^{er} janvier 2016, a remplacé le régime Solvabilité I qui avait une approche plus simpliste et standardisée dans l'évaluation des risques et du capital requis.

Contrairement à Bâle III, le régime réglementaire appliqué aux banques, **Solvabilité II est une réglementation limitée à l'Union Européenne**, avec des approches/implémentations similaires dans le reste de l'Europe.

Solvabilité II modifie la vision des risques et du bilan des assureurs, les exigences en termes de capital, ainsi que les critères d'éligibilité des titres subordonnés.

Les assureurs européens doivent détenir du capital pour couvrir le « Solvency Capital Requirement » (SCR) et le « Minimum Capital Requirement » (MCR). Pour faire simple, le ratio de couverture du SCR doit être supérieur à 100%, autrement dit un assureur doit avoir *a minima* une fois le montant de capital requis en capital réel.

Solvabilité II répartit les fonds propres des assureurs en quatre catégories :



Le passage du régime Solvabilité I à Solvabilité II a induit une longue période de transition **du 1^{er} janvier 2016 au 1^{er} janvier 2026** afin de laisser le temps aux assureurs d'appliquer le nouveau cadre réglementaire. **Les instruments de capital émis avant la période de transition ont ainsi pu être considérés comme du RT1 ou du Tier 2 jusqu'en 2026.** Ce stock de dette représente encore aujourd'hui €22,7 milliards d'euros¹.

À la fin de cette période, ces instruments perdront leur valeur réglementaire. Les assureurs devraient donc refinancer une grande partie voire la totalité de ces titres d'ici la fin de la période de « Grandfathering ».

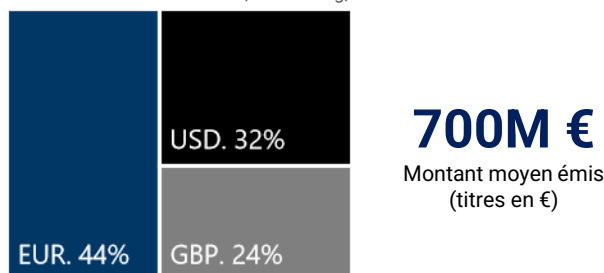
¹ Source : CreditSights, Janvier 2024

Profil du marché

À l'heure actuelle, le marché des RT1 représente **environ 22 milliards d'euros²**, avec une **majorité d'obligations libellées en euros**. Le marché se compose de 25 émetteurs pour 35 émissions². À terme, **le marché devrait se développer et pourrait doubler de taille**.

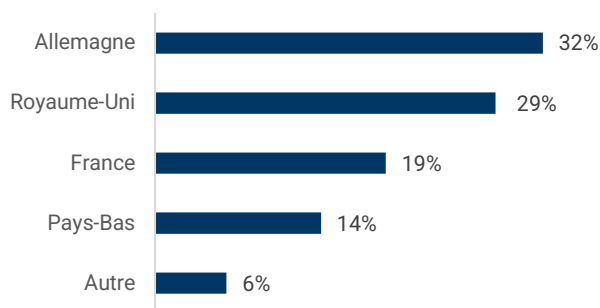
Un marché essentiellement €

Source : Lazard Frères Gestion, Bloomberg, avril 2024.



Répartition géographique des émissions

Source : Lazard Frères Gestion, Bloomberg, avril 2024.



L'assureur allemand **Allianz** a été l'un des premiers grands noms à venir sur le marché naissant des RT1 et représente encore un poids très important du marché (environ 30%). Celui-ci reste donc très « concentré » sur un nombre limité de signatures.

Poids des émetteurs sur le marché des RT1 (€)

Source : Lazard Frères Gestion, Bloomberg, avril 2024.

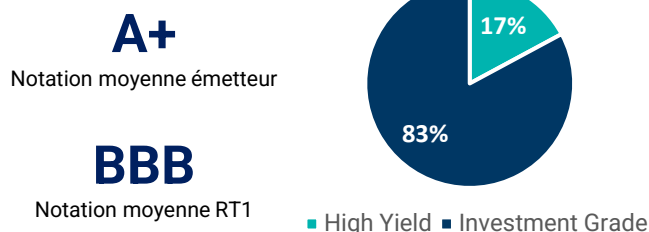


Un univers Investment-Grade

Ces obligations sont émises par des **assureurs de catégorie « Investment Grade »** et malgré la méthodologie des agences de notations (4 crans de moins en moyenne entre le rating émetteur et RT1), **les titres sont également en grande majorité « Investment Grade » : 83% des RT1 ont au moins un rating IG.**

Répartition HY/IG des émissions RT1 (notation des titres)

Source : Lazard Frères Gestion, Bloomberg, avril 2024



² Source : Lazard Frères Gestion, Bloomberg, sur la base de l'indice BCCGTREU, avril 2024

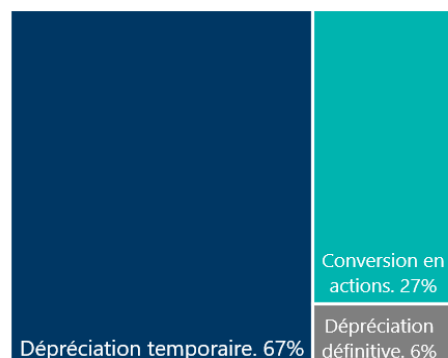
Principales caractéristiques

La dette Restricted Tier 1 **est la dette la plus junior de la structure de capital des assureurs**. Cet instrument est perpétuel mais le titre peut être remboursé par l'émetteur, à partir de 5 ans (parfois plus) après l'émission, sous réserve de l'approbation du régulateur.

Les obligations RT1 incluent également **une clause de conversion en capital ou de dépréciation du nominal, avec un standard de marché qui s'oriente vers des clauses de dépréciation temporaire**.

Répartition des RT1 par type de conversion

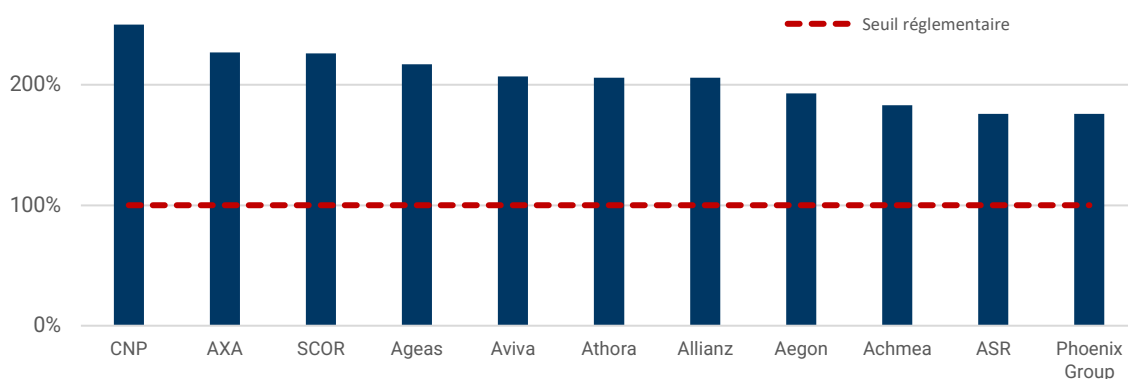
Source : Lazard Frères Gestion, Bloomberg, avril 2024.



Ces clauses s'activent si le ratio de solvabilité de l'émetteur passe en-dessous de 100%, à comparer à un ratio moyen >200% actuellement en moyenne. **En réalité, le risque de conversion / dépréciation correspond au risque de défaut de l'émetteur.**

Ratios de solvabilité des principaux émetteurs de RT1

Source : Rapports annuels 2023.



Le risque de défaut est historiquement très faible pour les assureurs. **Selon S&P, le secteur de l'assurance est le seul à avoir un taux de défaut de 0% en 2023 et 2022, et a également le taux de défaut le plus faible parmi tous les secteurs entre 1981 et 2023.**

En ce qui concerne le risque d'extension, contrairement aux instruments Tier 2 et Tier 3, les RT1 ne peuvent pas inclure d'incitation au call (une hausse du coupon prédéterminée si l'émetteur ne procède pas au call).

Cependant, si le titre n'est pas remboursé, **un nouveau coupon sera calculé** comme étant la somme du spread à l'émission (le « reset ») et du taux courant mid-swap à 5 ans dans la plupart des cas. Ainsi, suivant l'évolution du taux, le nouveau coupon sera plus haut ou plus bas que le coupon initial.

Principales différences avec les AT1 bancaires

À première vue, les RT1 et les AT1 sont assez similaires dans leur structure : dette perpétuelle callable, hybride, classée entre la dette Tier 2 et les fonds propres durs.

	RT1	AT1
Titres subordonnés	Oui	
Perpétuels ou datés	Perpétuels	
Remboursable à dates de “calls” prédéfinies	Oui	
Annulation du coupon	Discretionnaire	Réglementaire Discretionnaire
Dépréciation du nominal en cas de resolution	Non (mais probable dans le futur)	Oui
Conversion automatique ou réduction du nominal	Oui	

Néanmoins, il existe **trois différences notables** :

- 1) Les restrictions sur le paiement des coupons**
Le paiement du coupon sur les AT1 bancaires est soumis au respect de différents ratios réglementaires (Maximum Distributable Amount « MDA », Leverage-MDA, MREL-MDA). En cas de non-respect de ces ratios, les paiements discrectionnaires sont automatiquement limités pour les banques. **Ce mécanisme n'existe pas pour les assureurs et donc pour les RT1.**
- 2) Un risque d'extension encore non-testé**
Le risque d'extension, autrement dit le risque que l'émetteur ne call pas le titre, est difficile à évaluer pour les RT1. **La toute première date de call pour ce type d'instrument est fixée en janvier 2025 avec l'émetteur Phoenix Group.** Cette même année, trois RT1 ont également une date de call possible. Il est important de souligner que sur le marché des Tier 2, les assureurs ont historiquement presque tous callé leurs titres en-dehors de quelques exceptions. Néanmoins, le discours plus « agressif » du responsable du financement d'Allianz concernant le call des AT1/RT1 a nuancé les attentes du marché sur cet émetteur en particulier.
- 3) La liquidité de marché.**
Le marché des RT1 ne devrait pas représenter plus de **25% du marché des AT1 à terme (50 milliards d'euros, contre 200 milliards €)**. Les instruments RT1 sont donc historiquement moins liquides, même si celle-ci devrait s'améliorer avec la croissance du marché. Les émissions de RT1 ne représentent **que 12% du marché AT1** actuellement³.

Le point n°1 précédent, ainsi que le rating moyen IG, impliquent des spreads globalement plus faibles pour les RT1 que pour les AT1, partiellement contrebalancés par le point n°3 et, dans une certaine mesure, par le point n°2. **Notons par ailleurs que les RT1 sont généralement plus longs en duration (10 ans contre 5 ans pour les AT1 des banques), ce qui se traduit par une duration moyenne de l'univers RT1 d'environ 4,6, soit environ un point de plus que pour les AT1.** Ces différences se reflètent également dans le reset moyen qui est plus faible pour les RT1.

« Reset » moyen :

RT1 :
394 pdb

AT1 :
460 pdb

³ Source : Bloomberg, sur la base de l'indice BCCGTREU, Mars 2024.

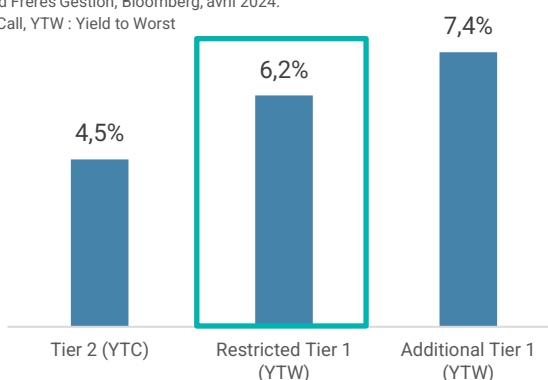
Conclusion : Intérêts pour l'investisseur

Les RT1 offrent une opportunité de diversification par rapport aux AT1 bancaires :

- **Les assureurs sont moins sensibles aux variations de cycles économiques.**
- **Le rating moyen BBB est IG sur les RT1 (contre BB+ pour les AT1).**
- **Les défauts sont inexistants sur le secteur des assureurs européens historiquement.**
- La durée est en moyenne plus élevée sur les RT1 (~4,6) que sur les AT1 (~3,4).
- **Le rendement est un peu plus bas que celui des AT1, du fait d'un profil d'émetteurs, de ratings, et de structures plus défensifs.**

Rendements (en euros)

Source : Lazard Frères Gestion, Bloomberg, avril 2024.
YTC : Yield to Call, YTW : Yield to Worst



Article rédigé en date du 22 mai 2024. Ce document n'a pas de valeur précontractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Lazard Frères Gestion SAS. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement. Ce document est la propriété intellectuelle de Lazard Frères Gestion – S.A.S au capital de 14.487.500€ – 352 213 599 RCS Paris 25, RUE DE COURCELLES – 75008 PARIS. Numéro d'agrément AMF : GP-04000068.

A propos du groupe Lazard :

Fondée en 1848, **Lazard** est l'une des principales sociétés de conseil financier et de gestion d'actifs au monde, avec des activités en Amérique du Nord et du Sud, en Europe, au Moyen-Orient, en Asie et en Australie. Lazard offre ses conseils en matière de fusions et acquisitions, marchés de capitaux, restructuration/gestion du passif, géopolitique et autres questions stratégiques, ainsi que des solutions de gestion d'actifs et d'investissement aux institutions, aux entreprises, aux gouvernements, aux partenariats, aux family offices et aux particuliers fortunés. Pour plus d'informations, veuillez consulter le site www.lazard.com.

Lazard Frères Gestion est la société de gestion d'actifs du groupe Lazard en France, spécialisée dans l'investissement dans les valeurs cotées. Elle bénéficie, pour accompagner ses clients, de tous les savoir-faire d'une grande maison de gestion adossée à un puissant groupe international : présence sur toutes les grandes classes d'actifs, implantation sur les zones géographiques majeures, ainsi qu'une équipe de recherche mondiale composée de plus de 100 analystes dédiés à la gestion d'actifs. Pour plus d'informations sur Lazard Frères Gestion, veuillez consulter le site www.lazardfreresgestion.fr.

**SUIVEZ
& PARTAGEZ**
l'actualité de Lazard Frères Gestion



Site Internet
www.lazardfreresgestion.fr



Blog
www.lazardfreresgestion-tribune.com



Twitter
[@LazardManagement](https://twitter.com/LazardManagement)



LinkedIn
Lazard Frères Gestion