Helaba

Im Fokus: Credits

29. Juli 2021

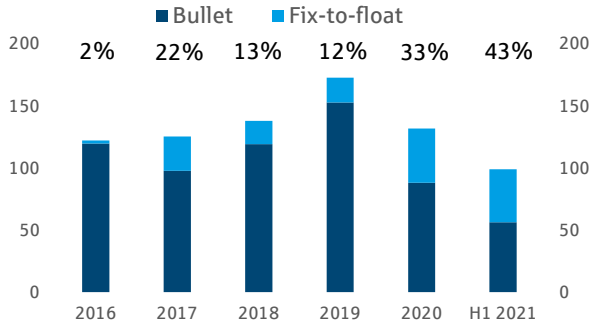
Regulatorische Kündigungsoption bei Non-preferred-Anleihen wird Standard

sk/ Bei Non-preferred Senior Bankanleihen im EUR Benchmark-Format erfreut sich die Ausgestaltung durch Kündigungsoptionen ein Jahr vor Endfälligkeit (Fixed-to-Float) immer größerer Beliebtheit. Dies ist durch neueste regulatorische Anforderungen an das gesamte Haftkapital MREL getrieben. Sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt sind bei einigen Fixed-to-Float-Papieren interessante Spread-Aufschläge zu finden.

Kündigungsmöglichkeit ein Jahr vor Endfälligkeit regulatorisch motiviert

Fixed-to-Float-Anleihen mit zunehmender Bedeutung

EUR-Benchmark-Emissionsvolumen in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Der Anteil von Non-preferred Senior Unsecured Emissionen mit einer Kündigungsoption ein Jahr vor Endfälligkeit nimmt stetig zu (auch Fixed-to-Float Bonds, siehe **„Primärmarkt Update EUR Benchmark Bankanleihen“** vom 7.7.2021). Ursache hierfür ist, dass Papiere zur Anrechenbarkeit auf das von großen und systemrelevanten Banken vorzuhaltende regulatorische Haftkapital MREL eine Mindestrestlaufzeit von einem Jahr aufweisen müssen (Artikel 72c CRR 2). Um eine nicht anrechenbare unterjährige Laufzeit zu vermeiden, räumen sich die Emittenten das Recht zur vorzeitigen Kündigung ein. Die Mindestanforderungen an die sogenannten ‘Eigenmittel und berücksichtigungsfähigen Verbindlichkeiten‘ (MREL – Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities) gelten grundsätzlich für alle Institute, die in den Anwendungsbereich des europaweit einheitlichen Abwicklungsregimes gemäß der Bankenabwicklungsrichtlinie BRRD (Bank Recovery and Resolution Directive 2014/59/EUR) fallen.

Große Banken mit gesetzlichen Mindestquoten bei gesamtem Haftkapital MREL

Die Höhe der Mindestanforderung legt die jeweilige Abwicklungsbehörde individuell fest. Für bestimmte Institutsgruppen gelten zusätzlich gesetzlich fixierte Mindestquoten: Für global systemrelevante Institute (G-SRIs)[1] sind bereits seit Ende Juni 2019 gesetzliche MREL-Mindestquoten in Kraft.[2] Für Top Tier-Banken gelten ab 1.1.2022 gesetzliche MREL-Mindestquoten. Hierunter fallen Häuser mit einer Bilanzsumme über 100 Mrd. EUR.[3] Ferner kann die Abwicklungsbehörde Institute als Top-Tier-Banken einstufen, bei denen die Bilanzsumme kleiner als 100 Mrd. EUR ist, wenn sie deren Ausfall mit hinreichender Wahrscheinlichkeit als Systemrisiko einschätzt (Fishing Option).[4] Mit Mindest-MREL-Quoten ist auch für die von der EZB beaufsichtigten Banken (Bilanzsumme ab 30 Mrd. EUR) zu rechnen.[5]

[1] Artikel 131 CRD, auf Ebene der G-20-Staaten legt das Financial Stability Board in Basel einmal jährlich 30 Institute fest, die auf globaler Ebene für systemrelevant gehalten werden. Für sie gelten gemäß G-20-Termsheet besonders strenge Anforderungen an das gesamte Haftkapital (in der Terminologie des Termsheets sogenanntes TLAC – Total Loss Absorbing Capacity).
[2] Artikel 92a CRR
[3] Artikel 45c Abs. 5 BRRD 2
[4] Artikel 45c Abs. 6 BRRD 2
[5] Die MREL-Anforderungen wurden im Rahmen des EU-Bankenpakets vom Juni 2019 im Zuge der Richtlinie (EU) 2019/879 (BRRD 2) und der Verordnung (EU) 2019/876 (CRR 2) weiterentwickelt. Die überarbeiteten MREL-Anforderungen nach CRR 2 gelten unmittelbar seit

MREL im Überblick
Positionen und Regelungen

	G-SIIs	„Top Tier"-Banken (> 100 Mrd. € Bilanzsumme und Fishing-Option)	andere Banken (für die eine Abwicklung vorgesehen ist)
Seit Inkrafttreten des Bankenpakets (28.6.2019)	16 % RWA 6 % LRE ggf. höhere institutsspezifische Anforderung	Institutsspezifische Anforderung	Institutsspezifische Anforderung
Ab 2022	18 % RWA 6,75 % LEA* ggf. höhere institutsspezifische Anforderung	13,5 % RWA 5 % LEA ggf. höhere institutsspezifische Anforderung	Institutsspezifische Anforderung
Ab 2024	siehe oben, zusätzlich 8 % TLOF**	siehe oben, zusätzlich 8 % TLOF** (aber höchstens 27% RWA)	Institutsspezifische Anforderung; zusätzlich 8 % TLOF** im Ermessen der Abwicklungsbehörde
Nachranganforderung	Diskretionäre Nachranganforderung		Einzelfallentscheidung (NCWO***- Prüfung)

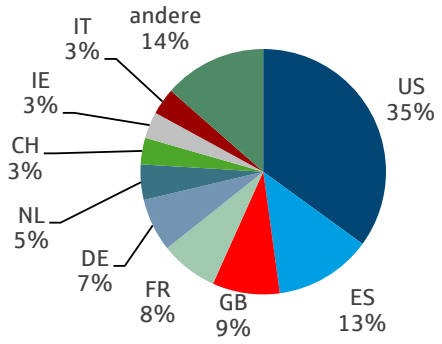
* LEA: Leverage Exposure Amount ** TLOF: Total Liabilities and Own Funds *** No Creditor Worse Off, Gläubiger dürfen nicht schlechter als bei Insolvenz gestellt werden
Quellen: Deutsche Bundesbank, BaFin, Helaba Research & Advisory

Fixed-to-Float inzwischen etabliertes Format

Waren Fixed-to-Float-Emissionen im Jahr 2016 im Euro-Raum noch relativ bedeutungslos, stieg ihr Volumen 2020 auf rund 44 Mrd. EUR. Im ersten Halbjahr 2021 erreichten sie bereits ein Volumen von rund 43 Mrd. EUR. Neben US-Häusern haben zuletzt insbesondere spanische Banken auf die regulatorische Kündigungsoption ein Jahr vor Endfälligkeit gesetzt. Zudem haben Banken aus anderen europäischen Ländern, allen voran aus Frankreich, ihre Refinanzierung bereits reichlich damit bestückt und sich so auf die entsprechenden gesetzlichen MREL-Anforderungen eingestellt.

Fixed-to-Float: 2021 hohes Angebot von US-Banken

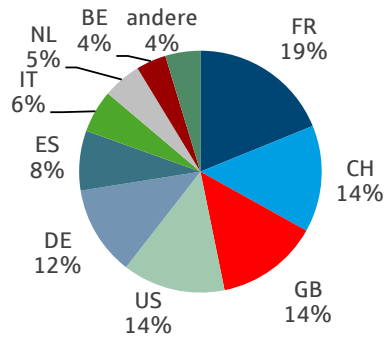
Fixed-to-Float Emissionen 1. Hj. 2021 (insgesamt rd. 43 Mrd. EUR)



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Regional breit gestreut

Fixed-to-Float Emissionen Gj. 2020 (insgesamt rd. 44 Mrd. EUR)



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Die Anzahl der Emissionen ist von 19 im Jahr 2017 auf 43 im Jahr 2020 gestiegen. Alleine im ersten Halbjahr 2021 waren es erneut 43 Transaktionen. Gleichzeitig ging die durchschnittliche Transaktionsgröße von 1,5 Mrd. EUR im Jahr 2017 auf 1,0 Mrd. EUR im ersten Halbjahr 2021 zurück; hierin spiegelt sich wider, dass neben den global systemrelevanten Banken zunehmend auch Top-Tier-Banken von den regulatorischen Anforderungen an das gesamte Haftkapital erfasst werden.

dem 27. Juni 2019. Die MREL-Anforderungen nach BRRD 2 mussten bis zum 28. Dezember 2020 national umgesetzt werden (in Deutschland über das sogenannte Risikoreduzierungsgesetz). Der bisherige MREL-Kriterienkatalog nach Artikel 45 BRRD 1 wurde in die CRR überführt (Artikel 72a bis 72c CRR 2) – inklusive dem Kriterium, dass Verbindlichkeiten u. a. nur dann MREL-fähig sind, wenn diese eine Restlaufzeit von mindestens einem Jahr aufweisen (Artikel 72c CRR 2). Zum Bankenpaket siehe auch Credit Special „**Riskantes Kreditwachstum bei Mager-Margen**", vom 22.1.2020

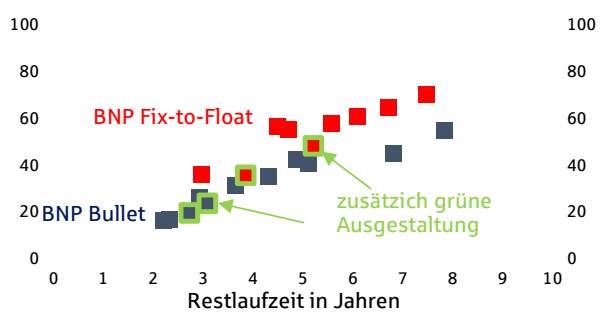
Attraktive Spread-Aufschläge bei Fixed-to-Float-Anleihen zu finden

Die Überzeichnungsquoten lagen bei Senior Non-preferred Anleihen mit Fixed-to-Float-Ausgestaltung seit 2019 spürbar höher als bei Senior Non-preferred Bullet-Anleihen ohne Kündigungsoption. Im Jahr 2020 waren Fixed-to-Float-Anleihen im Median 2,9 mal überzeichnet, gegenüber 2,4 mal bei Bullet-Anleihen. Die Anleihe-Kategorie scheint also, getrieben durch die Suche nach Renditeaufschlägen, recht gefragt.

Bei Fixed-to-Float-Anleihen sind gemäß unserer Einschätzung recht attraktive Spread-Aufschläge zu finden. Am Sekundärmarkt sind Spread-Aufschläge gegenüber vergleichbaren Bonds von bis zu 15 Basispunkten keine Seltenheit. Am Primärmarkt wurden die Papiere im bisherigen Jahresverlauf gemäß unserer Analyse im Median mit einem um rund 10 Basispunkte höheren Spread gepreist als vergleichbare Bullet-Emissionen.

Beispiel BNP Paribas: Fixed-to-Float mit attraktiven Spreads im Sekundär-...

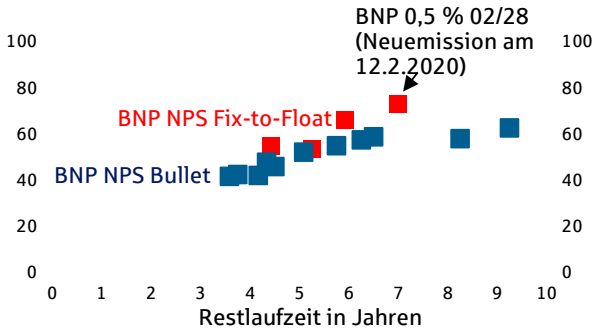
Z-Spread in Basispunkten aktuell*



* Non-preferred EUR-Benchmark-Format, fixer Kupon, 28.7.2021
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

... und Primärmarkt

Z-Spread in Basispunkten am 12.2.2020*



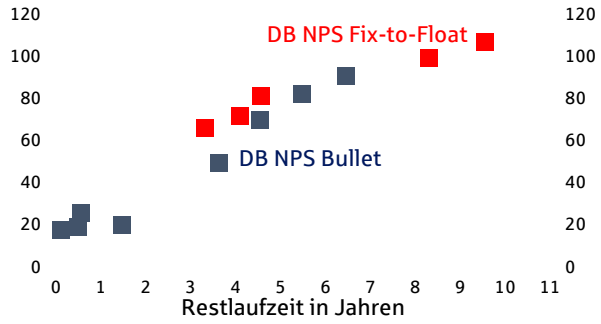
* Non-preferred EUR-Benchmark-Format, fixer Kupon
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Diese Analyse basiert auf der Annahme, dass die Emittenten den Kündigungstermin ein Jahr vor Fälligkeit wahrnehmen. Diese vergleichsweise teure Refinanzierung sollte u.E. für sie üblicherweise nicht mehr attraktiv sein, sobald der Vorteil der regulatorischen MREL-Anrechenbarkeit im letzten Jahr wegfällt. Allerdings bleibt ein Rest-Risiko, dass die Rückzahlung erst zum späteren Fälligkeitszeitpunkt erfolgt. Dabei werden die Emittenten jedoch Reputationsschäden in ihre Abwägung mit einbeziehen. Lediglich in einem Krisen-Szenario, in dem der Zugang zum Geldmarkt erheblich gestört ist, wäre dies nach unserem Dafürhalten plausibel. Wer dieses Restrisiko weiter senken möchte, sollte auf Emittenten hoher Bonität und mit umfangreicher-Kapitalmarktrefinanzierung setzen.

ANHANG:
Ausgewählte Fixed-to-Float-Emittenten
(jeweils Stand: 28.07.2021, Restlaufzeit unter Annahme vorzeitiger Kündigung)

Deutsche Bank NPS-Anleihen*

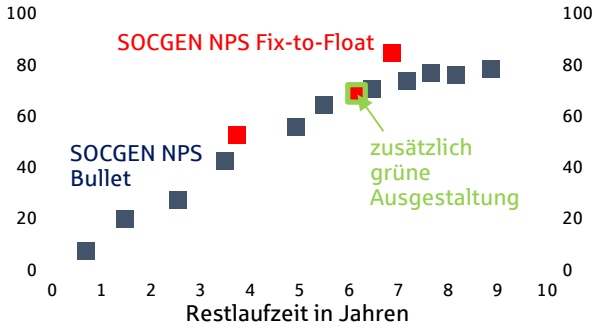
Z-Spread in Basispunkten aktuell



* Non-preferred EUR-Benchmark-Format, fixer Kupon
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Société Générale NPS-Anleihen*

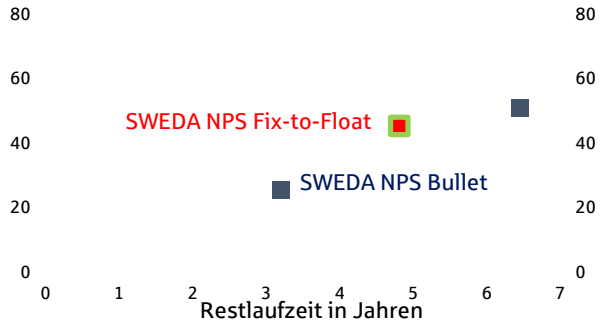
Z-Spread in Basispunkten aktuell



* Non-preferred EUR-Benchmark-Format, fixer Kupon
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Swedbank NPS-Anleihen*

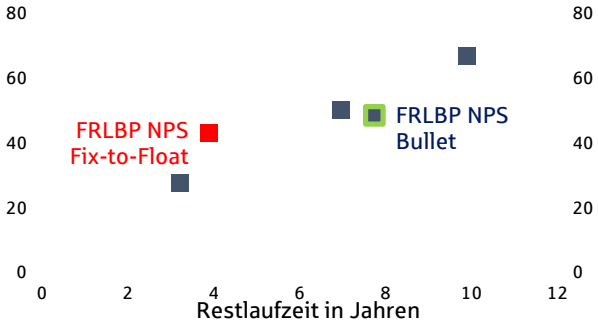
Z-Spread in Basispunkten aktuell



* Non-preferred EUR-Benchmark-Format, fixer Kupon
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

La Banque Postale NPS Anleihen*

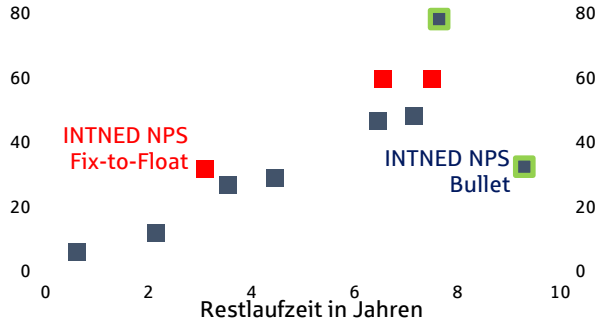
Z-Spread in Basispunkten aktuell



* Non-preferred EUR-Benchmark-Format, fixer Kupon
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

ING Group NPS-Anleihen

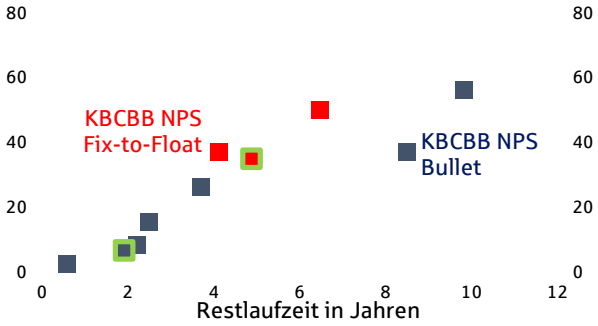
Z-Spread in Basispunkten aktuell



* Non-preferred EUR-Benchmark-Format, fixer Kupon
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

KBC Group NPS-Anleihen

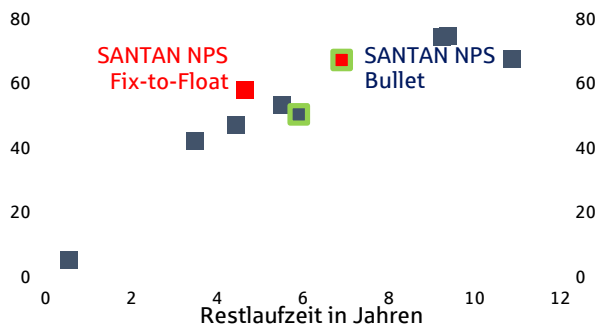
Info or Axis labeling / Information oder Achsenbeschriftung



* Non-preferred EUR-Benchmark-Format, fixer Kupon
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Banco Santander NPS-Anleihen

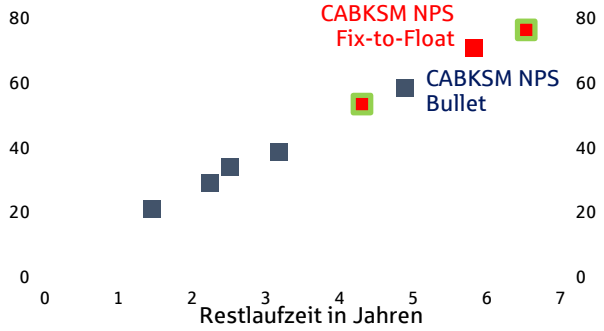
Z-Spread in Basispunkten aktuell



* Non-preferred EUR-Benchmark-Format, fixer Kupon
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

CaixaBank NPS-Anleihen

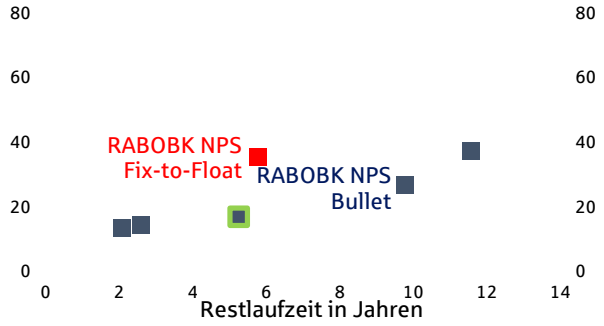
Z-Spread in Basispunkten aktuell



* Non-preferred EUR-Benchmark-Format, fixer Kupon
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Rabobank NPS-Anleihen

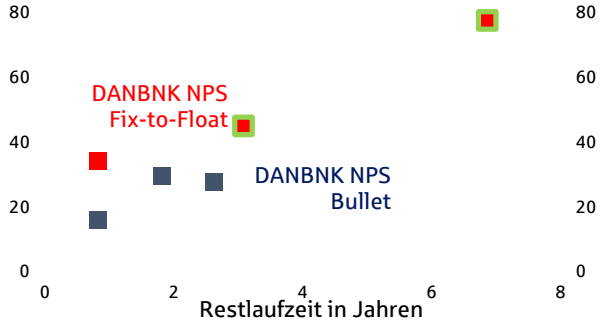
Z-Spread in Basispunkten aktuell



* Non-preferred EUR-Benchmark-Format, fixer Kupon
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Danke Bank NPS-Anleihen

Z-Spread in Basispunkten aktuell



* Non-preferred EUR-Benchmark-Format, fixer Kupon
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

https://news.helaba.de/research/



Dr. Susanne Knips
Senior Credit Analyst

Tel +49 69 / 91 32-32 11

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory
Redaktion Stefan Rausch
verantwortlich
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin /
Head of Research & Advisory
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-20 24
Internet: http://www.helaba.de

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.