

assenagon

Assenagon Credit

Flashnote

15. Februar 2019

Fokus: Contingent Convertibles - Präzedenzfall Banco Santander

BESONDERE GESTALTUNG DER COCOS: KÜNDIGUNGSRECHTE ("CALL")

Nachranganleihen (Contingent Convertibles, CoCos) von Banken weisen aufgrund ihrer Nähe zum Eigenkapital besondere Merkmale auf. Sie werden ohne feste Fälligkeit, dafür aber mit einer Kündigungsmöglichkeit ("Call") durch den Aussteller begeben. Die Kündigung ist für den Emittenten aber nur dann möglich, wenn die aufsichtsrechtlichen Kapitalvorgaben eingehalten werden und der Regulator zustimmt. Dabei soll der Anforderung an haftendes Eigenkapital, unwiderruflich, unbedingt und unbefristet zur Verfügung zu stehen, Rechnung getragen werden.

KAPITALAUSSTATTUNGEN ERLAUBEN KÜNDIGUNG ZUM ERSTEN TERMIN

In allen bekannten Fällen übererfüllen die CoCo-emittierenden Kreditinstitute die spezifischen regulatorischen Anforderungen. Ob ein CoCo dann aber auch zum ersten oder erst zu einem späteren Kündigungstermin zurückgezahlt wird, hängt von mehreren Faktoren ab und hat mitunter große Bedeutung für die zu erwartende Rendite.

Der nächstmöglich kündbare 6¼ % CoCo der Deutschen Bank in USD beispielsweise erzielt bei einem aktuellen Preis von USD 84,50 eine Rendite von 20,5 % zum ersten Kündigungstermin Ende April 2020. Ohne Kündigung läuft

die Anleihe dann mit einem variablen Kupon weiter, die Rendite beträgt in diesem Fall nur noch 8,1 %.

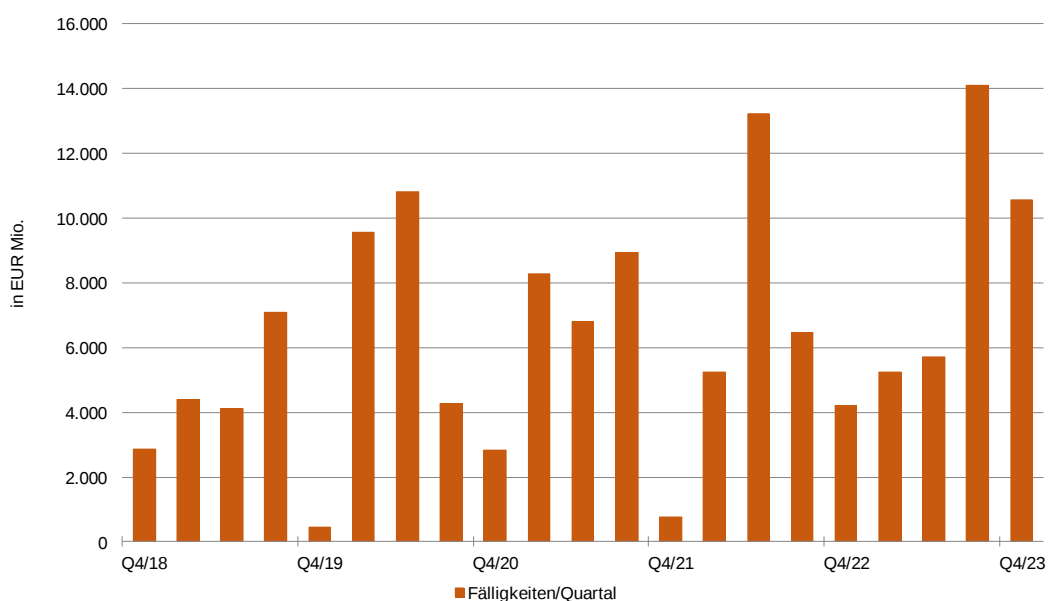
Unter der Voraussetzung der Einwilligung der Finanzaufsicht wird das Treasury einer Bank abwägen müssen zwischen den mitunter divergierenden ökonomischen Interessen der Stakeholder, den monetären Opportunitätskosten einer Kündigung mit gleichzeitiger Neuemission als Ersatz und nicht zuletzt möglichen Reputationsschäden als Folge einer Nichtkündigung.

Obwohl die individuelle Ausgestaltung der CoCos keine Pauschalierung über die Kündigungswahrscheinlichkeit erlaubt, lässt sich der monetäre Anreiz für jede Anleihe leicht ermitteln.

Dennoch berücksichtigen die weitaus meisten Banken auch nicht unmittelbar zu quantifizierende Kosten bei ihrer Entscheidung. Große Emittenten werden dafür Sorge tragen wollen, dass auch zukünftig der Zugang zu den Investoren im Rahmen der Liquiditäts- und Kapitalbeschaffung erhalten bleibt.

Nachdem viele CoCos mit einem ersten Kündigungsrecht nach fünf Jahren ausgestattet wurden und deren Emittenten nun erstmals die Möglichkeit zur Ausübung haben, kommt diesem Aspekt heute eine besondere Bedeutung bei der Beurteilung des zu erwartenden Ertragspotenzials zu.

VOLUMEN KÜNDBARER COCOS NACH QUARTALEN



Quelle: Eigene Berechnungen

Assenagon Credit

Flashnote

15. Februar 2019

SANTANDER SCHERT AUS

Die meisten Banken haben die mit CoCos maximal anrechenbare Quote von 1,5 % des Kapitals bereits ausgeschöpft. 2019 traten bislang nur die BCP, Santander und die UBS mit CoCo-Neuemissionen an den Markt. Im Falle der UBS stand dabei einem Emissionsvolumen von USD 2,5 Mrd. ein Orderbuch von mehr als USD 16 Mrd. gegenüber.

In den letzten Wochen haben die Credit Suisse, Société Générale, BBVA, KBC und Barclays Gebrauch von ihrem erstmaligen Kündigungsrecht gemacht.

Die Banco Santander hat insgesamt acht CoCos begeben, zwei davon 2014, die nun nach fünf Jahren zu par kündbar sind. Dabei handelt es sich um eine auf EUR lautende Anleihe mit einem Kupon von 6,25 %, kündbar zum 12. März 2019 sowie einen in USD ausgestellten CoCo mit Kündigungstermin zum 19. Mai 2019.

Allen Santander-CoCos ist gemeinsam, dass sie dem Emittenten das Recht einräumen, nach dem ersten Kündigungstermin alle drei Monate kündigen zu können. Ohne Kündigung zum ersten Termin wird aus dem bisherigen festen Kupon ein variabler für die nächsten fünf Jahre: Bei dem EUR-CoCo ist dies EUR-Swap +541 bp, der USD-CoCo verzinst sich in diesem Fall mit USD-Swaps +479 bp.

Als erstes Kreditinstitut hat sich nun die Banco Santander entschieden, den ersten Kündigungstermin für den auf Euro lautenden CoCo nicht zu nutzen. Nach Angaben der Bank beruhte die Entscheidung ausschließlich auf wirtschaftlichen Kriterien. Zum nächsten Kündigungstermin werde die Situation neu bewertet.

Aus Investorensicht ist diese Entscheidung überraschend, da Santander erst kurz zuvor einen USD-CoCo emittierte, dessen Ausgestaltung eine Kündigung nahelegte. Diese Neuemission gilt zum einen als teuer bzw. aus Sicht Santanders als günstig im Vergleich zu ausstehenden CoCos. Auch wurde die Anleihe überstürzt begeben, ohne für die Platzierung wichtige Märkte wie Asien oder die USA angemessen einzubeziehen.

Da die Bank nun über mehr CoCo-Kapital verfügt als sie regulatorisch anrechnen kann, entstehen daraus wirtschaftliche Nachteile für alle Stakeholder. Wir vermuten, dass Santander sehr wohl beabsichtigte, den CoCo zu kündigen, sich dabei aber zu kurzfristig entschied, um dies noch in der knappen verbliebenen Zeit¹ umsetzen zu können. Es ist daher gut möglich, dass nun der nächste Kündigungstermin² genutzt wird.

MARKTREAKTION UND BEURTEILUNG

Die Banco Santander gilt als Präzedenzfall, der von Marktteilnehmern mit Spannung erwartet wurde. Wie von uns erwartet und entgegen vieler Befürchtungen fiel die Marktreaktion jedoch sehr moderat aus. Am Tag der Bekanntgabe der Nichtkündigung und auch am folgenden Tag schloss der CoCo-Markt insgesamt positiv.

Von einer Neubewertung der CoCos aufgrund von nun anzunehmenden längeren Laufzeiten kann keine Rede sein. Gleichwohl ist die richtige Beurteilung der Kündigungswahrscheinlichkeit ein wichtiger Performance-Faktor bei CoCo-Investments geworden.

Auch wenn die Entscheidung Santanders, nicht zu kündigen, aus wirtschaftlicher Sicht in Teilen nachvollziehbar ist, so ist doch die Kommunikation mit dem Kapitalmarkt zu bemängeln. Insbesondere der Umstand, dass wenige Tage zuvor noch eine Neuemission begeben wurde und die Entscheidung hinsichtlich einer Kündigung als preisbeeinflussend zu werten ist, gilt als kritikwürdiger Umgang mit Investoren und fließt im Rahmen der Beurteilung der Corporate Governance und Stakeholder-Orientierung negativ in die Unternehmensbewertung ein.

Grundsätzlich wäre es zu begrüßen, eine sogenannte "Black Out Period" einzuführen, bei der – ähnlich wie bei der Bekanntgabe von Unternehmensergebnissen – im Vorfeld von Kündigungsentscheidungen keine CoCos emittiert werden dürfen.

¹ Laut Prospekt muss Santander mindestens 28 Tage vor dem Kündigungstermin die Rückzahlung ankündigen.

² Der nächste Kündigungstermin ist nun der 12. Juni 2019.

assenagon

Assenagon Credit

Flashnote

15. Februar 2019

FÜR COCO-INVESTOREN

Der Fonds Assenagon SubDebt and CoCo hält 2,6 % CoCos von Santander. Zusätzlich wurde am 30. Januar der nun nicht gekündigte 6¼ % EUR-CoCo als temporäres Investment in Höhe von 1 % des Fondsvolumens zu einem Preis von EUR 97,625 erworben. Dies entsprach einer Ren-

dite zum Kündigungstermin von 30 % und einer Rendite ohne Kündigung von 6,3 %. Am 13. Februar 2019 haben wir dieses Investment zu einem Preis von EUR 98,26 veräußert. Die Rendite zum nächsten Kündigungstermin betrug dabei 11,8 %, ohne Kündigung 6,1 %.

Lesen Sie dazu auch die Artikel in der Börsenzeitung und dem [Handelsblatt](#).

Michael Hünseler, Telefon +49 89 519966-401, michael.huenseler@assenagon.com

Mathieu Girard, Telefon +49 89 519966-404, mathieu.girard@assenagon.com

Verwaltungsgesellschaft: Assenagon Asset Management S.A., Aerogolf Center, 1B, Heienhaff, 1736 Senningerberg, Luxemburg, www.assenagon.com

Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemittelung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Die Wertentwicklung des Fonds in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung und bietet keine Garantie für einen Erfolg in der Zukunft. Alle Angaben dienen nur der Unterstützung Ihrer selbstständigen Anlageentscheidung und stellen keine Empfehlung der auflegenden Verwaltungsgesellschaft Assenagon Asset Management S.A. dar. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit der Angaben kann keine Garantie übernommen werden. Eine Haftung wegen Fehlerhaftigkeit der Angaben ist ausgeschlossen. Verbindlich sind allein die wesentlichen Anlegerinformationen und der Verkaufsprospekt sowie der aktuelle Jahres- und Halbjahresbericht, den Sie unter www.assenagon.com, bei der Verwaltungsgesellschaft oder bei den Vertriebs-, Zahl- und Informationsstellen kostenlos anfordern können. Der Nettoinventarwert des Fonds kann Schwankungen unterworfen sein. Der Verkaufsprospekt enthält dazu umfangreiche Risikohinweise. Alle Angaben können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die Ausführungen wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des US Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten und dieses Dokument ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds an US-Personen zu verstehen. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieser Präsentation oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Hinweise zum Datenschutz entnehmen Sie bitte dem Verkaufsprospekt.