

Mercato ATI: il test tedesco

Un mercato solido

Il mercato degli ATI nel primo trimestre del 2025 ha registrato 33 nuove emissioni per un controvalore complessivo in EUR di circa 24 mld, vedendo coinvolti un ampio spettro di emittenti, da quelli più solidi a quelli assimilabili a vere e proprie recovery stories.

Gli emittenti hanno dunque “onorato” l’atteso impegno con gli investitori dando continuità alla scelta di richiamare le emissioni Coco’s, operazione rispetto alla quale il *regulator* esige siano soddisfatti i criteri di economicità a fronte dell’emissione di un nuovo bond in sostituzione di quello richiamato.

La salute del mercato ATI è sostenuta anche dalle metriche delle principali banche europee che a fine 2024 risultano stabili ovvero in miglioramento. Il rapporto medio tra *loans* e *deposits* è sceso del 2.25% YoY, il *liquidity coverage ratio* (LCR) è salito al 167% mentre il *total capital ratio* è migliorato di 50bps. Altra area che conferma il momento di solidità dei bilanci bancari, la qualità degli attivi, ha visto il *median Stage 3* (dei *Not Performing Loans*) scendere di 13 bps attestandosi al 2.1%.

Il *rating momentum* è proseguito positivamente con una serie di *upgrades* che hanno riguardato CaixaBank, Sabadell, Santander, BCP, Novo Banco e Caixa Geral tra gli altri.

Emittente	Coupon	Emissione
Deutsche Bank AG	7,125	1.500.000.000
Credit Agricole SA	5,875	1.500.000.000
UBS Group AG	7	1.454.556.000
UBS Group AG	7,125	1.454.556.000
UBS Group AG	7,125	1.454.556.000
UBS Group AG	7	1.454.556.000
HSBC Holdings PLC	6,95	1.441.282.500
Barclays PLC	7,625	1.428.252.000
UniCredit SpA	5,625	1.000.000.000
CaixaBank SA	6,25	1.000.000.000
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	7,75	971.983.000
Standard Chartered PLC	7,625	971.194.000
Standard Chartered PLC	7,625	971.194.000
NatWest Group PLC	7,5	909.142.500
Lloyds Banking Group PLC	7,5	908.925.000
ABN AMRO Bank NV	5,75	750.000.000
AIB Group PLC	6	700.000.000
Bank of Ireland Group PLC	6,125	600.000.000
HSBC Holdings PLC	5	553.448.000
Danske Bank A/S	7	480.316.500
Aareal Bank AG	9,875	407.980.875
Julius Baer Group Ltd	7,5	384.253.200
Banque Internationale a Luxembourg	7,25	300.000.000
Metro Bank Holdings PLC	13,875	299.432.500
GRENKE AG	8,75	200.000.000
Luzerner Kantonalbank AG	3	159.970.500
Luminor Holding AS	7,375	150.000.000
Landsbankinn HF	8,125	95.730.900
UTB Partners PLC	13	60.446.000
Banca Sella Holding SpA	7	60.000.000
Sparebanken Vest	6,76	25.795.080
Sparebank 1 Sogn Og Fjordane	6,94	8.545.940
Hegra Sparebank	7,88	4.247.050
		23.660.363.545

Call or Not Call? The DB way

La maturità del mercato è stata recentemente testata dalla scelta di Deutsche Bank riguardo a due emissioni giunte alla data di call.

La banca tedesca ha esercitato la call dell'emissione DB 75% At1 per 1.5 bln USD alla data del 30 Aprile 2025 mentre non ha esercitato la stessa opzione su un'altra emissione, la DB 4.875% per 1.25 bln USD con la stessa data di call.

L'esercizio dell'opzione di richiamo avrebbe comportato delle non trascurabili perdite in conto tasso di cambio per l'emittente. Il tutto si lega al fatto che le banche tedesche contabilizzano le emissioni ATI come capitale di rischio (equity) fissando per quelle in divisa diverse dall'Euro, il tasso di cambio in vigore al momento dell'emissione. L'evoluzione sfavorevole del cambio EUR/USD avrebbe dunque generato una perdita pari a circa 180mln€ per l'emissione DB 7.50% e circa 240mln€ per l'emissione DB 4.789%.

La scelta di DB è stata quella di seguire una via mediata ma coerente con l'idea di rispettare criteri di economicità. La prima emissione è stata richiamata mentre la seconda è rimasta sul mercato.

Storicamente gli investitori in ATI hanno prestato enorme attenzione alle decisioni di richiamo o meno da parte degli emittenti e quella che nel tempo si è consolidata come una "*market practice*" (il richiamare le emissioni alla call date) ha retto anche al test della economicità dell'esercizio della call, ovvero alla necessità di rispettare quanto meno un equilibrio nei costi legati alla scelta di richiamare rispetto a quella di lasciare *outstanding* una emissione. Certo, altri fattori giocano un ruolo importante (attesa dei *bondholders*, rischio reputazionale nei confronti dei propri investitori, effetti della scelta sul complesso delle emissioni esistenti e sulla capacità di emettere futuri collocamenti), ma in questo caso la scelta fatta in virtù di considerazioni economiche ha prevalso.

A fronte di una non-call il mercato in passato avrebbe reagito in modo negativo con ribassi importanti nelle quotazioni e con un *repricing* complessivo dell'asset class vista la necessità di richiedere un rendimento maggiore a fronte dell'aumentato rischio (*extension risk*).

A ciò si aggiunga che DB ha negli anni offerto una immagine di banca "possibilista" nel non richiamare proprie emissioni, a cominciare dal 2008 quando, rompendo un vero e proprio tabù, non richiamò un Lower T2 per poi proseguire nel 2020 rinunciando alla call dello stesso ATI non richiamato in questi giorni.

Il bond non richiamato, forte di un reset spread di circa 436 bps sul *5yr swap rate*, fisserà per i prossimi 5 anni un coupon di circa l'8.40% rendendo meno dolorosa per gli attuali holder il mancato esercizio della opzione di richiamo. La reazione del mercato è stata dunque benigna.

Deutsche Bank's 4.789% Notes Jump After Non-Call Decision Price of AT1 notes



Successivamente a queste notizie, DB ha poi lanciato l'emissione di un nuovo AT1 in EUR per 1.5 bln al 7.125% raccogliendo sul mercato interessi per circa 10 bln.

Questo conferma, da un lato che il mercato ha riconosciuto la politica di DB riguardo alle proprie emissioni e la tendenza a far prevalere l'elemento dell'economicità nella scelta, dall'altro ha comunque deciso di "far pagare" questo modus operandi di una banca ancora in fase di *recovering*, con dei rendimenti superiori al proprio *peer group* ma confinati nell'alveo della razionalità e non spinti in alto da elementi emotivi o punitivi.

Un altro segnale, se mai ce ne fosse stato bisogno, di come il mercato degli AT1 abbia fatto passi in avanti rispetto ai periodi di indiscriminata sensibilità sistemica ed ora riconosca e valuti la specificità di ogni caso.

DISCLAIMER

Le presenti informazioni sono state elaborate da Valori Asset Management SA (Svizzera), autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari FINMA.

Questo materiale viene fornito da Valori Asset Management SA (Svizzera) esclusivamente a scopo informativo, è destinato esclusivamente al vostro uso e non costituisce un'offerta o un impegno, una sollecitazione di un'offerta o di un impegno, né un consiglio o una raccomandazione a effettuare o concludere alcuna transazione (alle condizioni indicative indicate o in altro modo).

Questo materiale è stato elaborato da Valori Asset Management SA (Svizzera) sulla base di ipotesi e parametri determinati in buona fede. Le ipotesi e i parametri utilizzati non sono gli unici che potrebbero essere utilizzati e pertanto non si garantisce l'accuratezza, la completezza o la ragionevolezza di tali quotazioni, divulgazioni o analisi. Una serie di ulteriori ipotesi o parametri, o altri fattori di mercato e altre considerazioni, potrebbero portare a differenti analisi o valutazioni in buona fede delle transazioni sopra descritte. I risultati passati non devono essere considerati come un'indicazione o una garanzia dei risultati futuri e non viene fornita alcuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, in merito ai risultati futuri. Le opinioni e le stime possono essere modificate senza preavviso. Le informazioni sopra riportate sono state ottenute o basate su fonti ritenute affidabili da Valori Asset Management SA (Svizzera), ma Valori Asset Management SA (Svizzera) non ne dichiara né garantisce l'accuratezza o la completezza. Questo materiale non ha la pretesa di contenere tutte le informazioni che un soggetto interessato potrebbe desiderare. In ogni caso, le parti interessate dovrebbero condurre le proprie indagini e analisi delle transazioni descritte in questo materiale e dei dati in esso contenuti.

Valori Asset Management SA (Svizzera) può, di volta in volta, partecipare o investire in altre operazioni di finanziamento con gli emittenti dei titoli citati nel presente documento, prestare servizi per tali emittenti o sollecitarne l'attività, e/o avere una posizione o effettuare operazioni sui titoli o sui loro derivati.