

Nachrang hat Vorrang, Teil II

Tier-1-Anleihen europäischer Versicherer weisen ein attraktives Chancen-Risiko-Verhältnis auf. Dies gilt insbesondere unter Berücksichtigung des historisch guten Call-Verhaltens der Branche.

Was Basel III für die Banken ist, ist Solvency II für Versicherungen. In beiden Fällen sollen verschärfte Kapital- und Aufsichtsregeln die Unternehmen der jeweiligen Branche bzw. deren Kunden vor Pleiten schützen. Dies hat zur Folge, dass bestimmte Tier-1-Nachrangsanleihen (siehe zur Erklärung Smart Investor 12/2012, S. 74) von Versicherungsunternehmen in einigen Jahren voraussichtlich nicht mehr in vollem Umfang zum haftenden Eigenkapital gerechnet werden dürfen. Dabei sollte die regulatorische Anrechenbarkeit insbesondere bei Papieren ohne Verlustteilnahmen sowie bei Anleihen mit „Step-up“ (Kündigungsanreiz des Emittenten zum erstmöglichen Kündigungstermin) entfallen. Unter Solvency II scheint es deshalb gerade für sehr solvente Versicherungen wenig sinnvoll, den jeweils ersten Call-Termin der Kündigungsmöglichkeit bei diesen Anleihen ungenutzt verstreichen zu lassen. Anders als bei den Banken ist aufgrund nationaler Widerstände mit einer Umsetzung von Solvency II allerdings frühestens 2015 zu rechnen. Manche Experten gehen sogar von einem noch späteren Zeitpunkt aus. Bis der regulatorische Anreiz zum Tragen kommt, kann es somit durchaus noch einige Jahre dauern.

Call-Reputation wichtiger als Zinskosten

Gemäß Untersuchungen der Steubing AG weist der Versicherungssektor im Vergleich zum Bankensektor andererseits einen kontinuierlicheren Track Record bei der Wahrnehmung der jeweils frühesten Rückzahlungsmöglichkeit (First Call) bei T1- und T2-Anleihen auf. Dies gilt selbst für solche Fälle, in denen die Rückzahlung zum ersten Call-Termin eine Verteuerung der Refinanzierung zur Folge hat. Ganz offensichtlich bewerten viele Versicherungen ihre Call-Reputation somit höher als die sich daraus ergebenden zusätzlichen Zinskosten. Zurückzuführen ist die stärker ausgeprägte Call-Neigung zum einen auf die insgesamt bessere wirtschaftliche Situation vieler Versicherer. Zum anderen verfügen diese durch die stetigen Prämienzahlun-

gen aber auch grundsätzlich über eine sehr viel stabilere langfristige Finanzierung. Fremdkapital in Form nicht gecallter Tier-1-Anleihen hat bei ihnen deshalb eine geringere Bedeutung als bei Banken. Dies gilt insbesondere für solche Versicherer, die eine hohe Solvency-I-Quote (vergleichbar mit dem Kernkapital bei Banken) aufweisen. Nach Einschätzung von Nicolas Schmidlin, Berater der Steubing AG in Sachen Hybridanleihen, sollte die entsprechende Quote bei mindestens 150% liegen. „Eine Quote oberhalb dieses Wertes stellt einen Sicherheitspuffer bezüglich der Kuponzahlungen dar, erhöht gleichzeitig aber auch die Wahrscheinlichkeit von First Calls, da mehr Solvenzkapital zur Verfügung steht.“ Zu dieser Gruppe zählen mit Werten von über 200% beispielsweise die Münchner Rück und die Zurich Insurance Group. AXA und Allianz bringen es zumindest noch auf über 170%.

Nationale Champions mit gutem Track Record

Aus Sicht von Schmidlin bieten sich bei der Auswahl interessanter Versicherungsnachrangsanleihen insbesondere zwei Strategien an. Die erste Variante besteht im Rückgriff auf „nationale Champions“ mit hervorragendem Track Record, was die vorzeitige Kündigung anbelangt. „Hierzu zählen beispielsweise die Tier-1-Anleihen von Allianz, AXA, Zurich Insurance und Achmea, dem größten niederländischen Versicherer, sowie den Rückversicherungsunternehmen Münchner Rück und Swiss Re.“ Aufgrund der relativ flachen Zinskurve im T1-Markt tendiert der Experte dabei zu verhältnismäßig kurzlaufenden Papieren mit erstem Call bis 2017 (siehe Tab. 1). Ein Beispiel ist die AXA-Anleihe mit der Wertpapierkennnummer A0GUYZ, die es aktuell auf eine laufende Verzinsung von 6,1% sowie eine jährliche Rendite zum ersten Kündigungstermin (Yield to Call – YTC) von 7,5% bringt. „Bisher weist die AXA eine solide Call-Tätigkeit bei Step-up-Papieren auf. Zuletzt wurde 2005 und 2010 gecallt.“

Versicherungen aus der zweiten Reihe

Anders als bei Banken, bei denen Schmidlin zu einem strikten Fokus auf qualitativ hochwertige Emittenten rät, können im Versicherungsbereich neben den nationalen Champions auch kleinere Versicherungen sowie Institute mit größerem Peripherie-Exposure interessant sein. Bezogen auf die erste Kündigungsmöglichkeit weist dieser Sektor na-

TAB. 1: AUSGEWÄHLTE TIER-1-ANLEIHEN VON „NATIONALEN CHAMPIONS“

EMITTENT	WKN	STÜCKE- LUNG, WÄHRUNG	KUPON IN %	LAUF. VERZIN- SUNG	ERSTER CALL- TERMIN	RENDITE P.A. ZUM 1. KÜN- DIGUNGSTERMIN	BRIEF- KURS IN %
ACHMEA	A0E 6GY	10.000 EUR	5,125	5,39	24.06.15	7,30%	95,08
ALLIANZ	A0D X0V	1.000 EUR	4,375	4,45	17.02.17	4,80%	98,41
ALLIANZ FRANCE	A0D X3T	1.000 EUR	4,625	4,67	10.06.15	5,01%	99,10
AXA	A0G VD0	50.000 GBP	6,667	7,02	06.07.16	8,31%	95,01
AXA	A0G UYZ	50.000 EUR	5,777	6,11	06.07.16	7,54%	94,60
AXA	A0T KQK	50.000 EUR	6,211	6,61	05.10.17	7,74%	93,99
SWISS RE	A0G R8H	50.000 EUR	5,252	5,17	25.05.16	4,72%	101,60

Quellen: Steubing AG, Deutsche Börse, onvista.de

turgemäß höhere jährliche Renditen auf. „Dem stehen in aller Regel allerdings geringere Solvency-Quoten gegenüber, und die Visibilität in Bezug auf die Wahrnehmung erster Call-Termine ist weniger ausgeprägt“, wie der Experte für Hybridanleihen zu bedenken gibt. „Eine Auswahl rein nach Yield to Call ist deshalb keine sinnvolle Herangehensweise.“ Interessant findet Schmidlin beispielsweise eine Tier-1-Anleihe der französischen CNP Assurance mit erster Kündigungsmöglichkeit im Dezember 2016 (WKN A0G3XK). Die laufende Verzinsung beträgt aktuell 5,7%, die jährliche Rendite liegt bezogen auf den ersten Call-Termin bei 9,7%. Zuletzt hat die CNP 2011 eine Nachranganleihe gecallt. Eine etwas bessere Bonität billigt Schmidlin dem Papier der Aviva plc. (WKN A0DGDU), Großbritanniens größtem Versicherungskonzern zu. Die Anleihe wird von Moody's mit Baa1 bewertet. Die erste Kündigungsmöglichkeit liegt im November 2014. Durch den frühen Zeitpunkt kann das Verhalten des Emittenten einen guten

Tab. 2: AUSGEWÄHLTE TIER-1-ANLEIHEN AUS DER ZWEITEN REIHE

EMITTENT	WKN	STÜCKE- LUNG, WÄHRUNG	KUPON IN %	LAUF- VERZIN- SUNG	ERSTER CALL- TERMIN	RENDITE P.A. ZUM 1. KÜNDI- GUNGSTERMIN	BRIEF- KURS IN %
AVIVA	A0D GDU	1.000 EUR	4,729	4,99	28.11.14	7,65%	94,86
CNP ASSURANCE	A0G 3XK	50.000 EUR	4,75	5,65	22.12.16	9,74%	84,00
ELM (SWISS LIFE)	A0N RPT	50.000 EUR	5,849	6,22	14.04.17	7,48%	94,10
GENERALI FINANCE	A0G TLX	50.000 EUR	5,317	6,63	16.06.16	12,59%	80,25
GENERALI FINANCE	A0L MFF	50.000 EUR	5,479	6,87	08.02.17	11,92%	79,76

Quellen: Steubing AG, Deutsche Börse, onvista.de

Anhaltspunkt für das Tier-1-Call-Verhalten von Versicherungen aus der zweiten Reihe sein. Von Aviva wurden 2011 und 2012 Nachranganleihen gecallt. Anders als bei vielen anderen Papieren dieses Typs beträgt die Mindeststückelung zudem nur 1.000 EUR, wodurch die Anleihe auch bei kleinerem Anlagevermögen eine sinnvolle Depotbeimischung darstellen kann. Für besonders risikotolerante Investoren könnten laut Schmidlin auch die Papiere der Generali interessant sein. Trotz schwieriger Marktbedingungen hat die italienische Versicherungsgruppe zuletzt erwartungsgemäß eine Tier-2-Anleihe gekündigt. ■

Dr. Martin Ahlers

Anzeige

Smart Investor Sonderausgabe „Gutes Geld“

Wie Geld in die Welt kommt, woran das herrschende System krankt und was eine gesunde Geldordnung ausmacht

Spätestens seit Beginn der Finanzkrise 2007/2008 kann jeder mit gesundem Menschenverstand erkennen, dass das herrschende Geldsystem, bei dem Geld nur als zinsbelasteter Bankkredit in die Welt kommen darf und das eine permanente Aufschuldung nach sich zieht, ein Problem darstellt. Doch statt die Geldsystemfrage anzugehen, tun Banken und Politiker – aus Eigeninteresse – alles, um dieses System zu retten und die Frage nach einer besseren Geldordnung nicht aufkommen zu lassen. „Smart Investor“, das Monatsmagazin für den kritischen Anleger, widmet dieser für jeden Staatsbürger kolossal wichtigen Frage eine 132seitige Sonderausgabe „Gutes Geld“, in der hochkarätige systemkritische Autoren die herrschende Geldordnung, seine Genese, seine akute Krise und die echten Reformalternativen aus marktwirtschaftlicher Sicht und für jedermann verständlich analysieren. Ein Kompendium zum Aufheben!

Mit Beiträgen von Philipp Bagus, Bruno Bandulet, Uwe Bergold, Kristof Berking, Peter Boehringer, Ralf Flierl, Gregor Hochreiter, Guido Hülsmann, Jesús Huerta de Soto, Steffen Krug, Ron Paul, Rahim Taghizadegan, Andreas Otto, Thorsten Polleit, Michael von Prollius, Frank Schäffler, Ronald Stöferle, Norbert Tofall, James Turk, Robert Vitye, Claus Vogt, Anthony Wile.

2. Aufl.; Preis: 10 EUR (zzgl. 1,80 EUR Versandkosten)



Jetzt bestellen!

Smart Investor Media GmbH • Hofmannstr. 7a • 81379 München • Deutschland
 +49 (89) 2000 339-0 • +49 (89) 2000 339-38 • info@smartinvestor.de
www.smartinvestor.de/sonderausgaben

