

Wir investieren in Gewinner. Das bedeutet, dass wir in starke Unternehmen investieren, die mit nachhaltigen Geschäftsmodellen, soliden Bilanzen und hohen Margen einen Mehrwert für ihre Anteilseigner schaffen. Wir halten die Risiken klein und investieren dann, wenn unser Engagement von einem positiven Ereignis beflügelt wird. Wir nennen das die Kombination aus Value und Event.

SRLEV N.V. Anleihe 2011 (16/unb.)

Die SNS REAAL N.V. zählt zu den größten Finanzinstituten der Niederlande. Der Konzern ist im Jahr 1997 aus dem Zusammenschluss verschiedener Versicherungen (REAAL) und Sparkassen (SNS) entstanden. Es folgte eine Expansionsphase in beiden Geschäftsbereichen. Als großer Fehler entpuppte sich die Übernahme einer Immobilieneinheit der ABN AMRO im Jahr 2006. Während das Versicherungsgeschäft profitabel blieb, litt die Immobilienfinanzierung („Property Finance“) unter enormen Ausfallraten. Dem Konzern, der bereits seit 2008 eine Staatshilfe von 750 Mio. Euro beanspruchte, misslang es, sich bilanziell und operativ zu sanieren. Am 1. Februar 2013 gab das niederländische Finanzministerium die Verstaatlichung bekannt.

Die Aktien sowie das Nachrangkapital der Holding (SNS REAAL N.V.) und der Bankensparte (SNS Bank N.V.) wurden enteignet. Das fast 500 Mio. Euro schwere Nachrangkapital der Lebensversicherung SRLEV N.V., die der Versicherungssparte REAAL N.V. untersteht, blieb verschont. Jedoch wurden die Zinszahlungen auf Verlangen der EU-Kommission am 28. März 2013 ausgesetzt. Standard & Poor's reduzierte daraufhin das Rating von BB+ auf D. Am 18. Dezember 2013 genehmigte die EU die Verstaatlichung unter der Auflage, dass die Immobilienfinanzierung aus der Bankensparte ausgegliedert und das in der REAAL N.V. gebündelte Versicherungsgeschäft ver-

kauft werden muss. Während die Ausgliederung bereits zum 31. Dezember 2013 erfolgte, ist der Verkaufsprozess für die Versicherungssparte in den letzten Zügen. Am 21. November 2014 vermeldete die niederländische Presse, dass der Versicherer ASR, unter Beteiligung von Swiss RE und CVC, die Erlaubnis zur Abgabe eines bindenden Kaufangebots erhalten habe. Während daraufhin unsere SRLEV-Anleihe im Volumen von 400 Mio. Euro, die wir bereits in unserem Investmentbericht von Dezember 2013 vorstellten, einen weiteren Kursanstieg verzeichnete, reagierte die SRLEV-Anleihe im Volumen von 105 Mio. CHF zunächst nicht auf diese Nachricht. Wir nutzten das kurze Zeitfenster und erwarben ein Nominalvolumen in Höhe von 8 Mio. CHF.

Das Kapital der CHF-Anleihe (Tier 2) wird bis zum First Call am 19. Dezember 2016 mit 7% p.a. verzinst. Danach beträgt der jährliche Zinssatz 5,625% zzgl. 5Y-CHF-Mid-Swap (derzeit 0,17%). Für ausgefallene Kupons besteht eine Nachzahlungspflicht. Mit dem Verkauf der Versicherung durch den niederländischen Staat werden die Wiederaufnahme der laufenden Verzinsung sowie die verzinste Nachzahlung der für die Jahre 2013 und 2014 ausgefallenen Kupons erfolgen. Im Anschluss wird ein positiver Rating-Trigger einsetzen. Wir kauften die Anleihe mit einer erwarteten Rendite bis zum First Call in Höhe von 6% p.a. Unter Betrachtung vergleichbarer Anleihen der bevorstehenden Käufer sollte sich das künftige Renditeniveau im Bereich von maximal 2% p.a. bewegen.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky