

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.

Achmea B.V. Anleihe 2005 (15/und.)

Die Gründung der Achmea B.V. geht auf das Jahr 1811 zurück, als Ulbe Piers Draisma in einem kleinen friesischen Dorf namens Achlum ein Unternehmen gründete, um für die Bürger eine „Versicherung zu vernünftigen Preisen anzubieten“. Heute ist Achmea B.V. die größte Versicherungsgruppe der Niederlande. Sie ist in den letzten Jahrzehnten aus dem Zusammenschluss zahlreicher genossenschaftlicher Versicherer entstanden. Die heutige Eigentümerstruktur des nicht an der Börse notierten Unternehmens spiegelt die Entstehungsgeschichte wider. Der Hauptaktionär der Achmea B.V. ist die „Vereniging Achmea“, die der Struktur eines deutschen Versicherungsvereins auf Gegenseitigkeit (VVG) entspricht, d.h. die Versicherungsnehmer sind Mitglieder und Träger des Vereins. Gemeinsam mit der genossenschaftlichen Rabobank, die im Jahr 2005 ihre Versicherungstochter in die Gruppe einbrachte, hält der Versicherungsverein rund 95% des Grundkapitals. Es entspricht insoweit dem strategischen Zweck, eine konservative und ausgewogene Wertschöpfung für alle Stakeholder der Achmea B.V. zu erzielen.

Die Gruppe möchte der beste, kundenorientierteste und innovativste Anbieter von Lebens-, Kranken- und Sachversicherungen sein. 21.000 Mitarbeiter in acht europäischen Ländern versichern 8 Mio. niederländische und 5 Mio. internationale Kunden. Das Prämienvo-

lumen beträgt 20 Mrd. Euro. Eine hohe Solvabilitätsquote von 212%, das gute Risikoprofil der 44 Mrd. Euro Kapitalanlagen sowie 10 Mrd. Euro Eigenkapital sind Beleg für eine solide und starke Bilanz. Unser Interesse lenkten wir auf eine der drei Hybridanleihen, die Achmea B.V. in Höhe von 1,3 Mrd. Euro ausstehend hat. Diese Anleihe im Volumen von 500 Mio. Euro wurde im Jahr 2005 begeben. Bis zum 24. Juni 2015 (First Call) wird sie mit 5,125% p.a. verzinst. Danach erfolgt eine quartalsweise Verzinsung in Höhe des 3M-Euribor zzgl. einer Marge von 280 Basispunkten. Die Bedingungen der Anleihe schließen eine Beschneidung des Nennwerts aus. Dividendenzahlungen verpflichten die Versicherung zur Bedienung der Anleihe. Für ausgefallene Zinsen besteht eine Nachzahlungspflicht.

Wir rechnen aus mehreren Gründen mit einer Ablösung der von Standard & Poor's mit BBB gerateten Anleihe im Jahr 2015. Zum einen verliert sie nach dem First Call aufgrund ihrer spezifischen Zinsstruktur (Step-up) die Anrechenbarkeit zum Kernkapital nach Solvency II. Zum anderen hat Achmea B.V. bereits am 22. Mai 2012 die Ablösung der institutionellen Anleihe angekündigt. Für die beiden anderen, bei Privatanlegern platzierten Anleihen gilt diese Ankündigung nicht („Retail hybrids will only be redeemed if this is economically viable.“). Wir kauften die Anleihe zu einem durchschnittlichen Einstandskurs von 92%. Der aktuelle Börsenkurs beträgt 98%. Daraus ergibt sich eine laufende Verzinsung der Anleihe bis zum First Call von 6% p.a.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky