

Restricted Tier1 Capital – Neues Kapitel der Finanzierung von Versicherern wird aufgeschlagen

Wachstumspotential, Funktionsweise und Renditen

- Axa, Gjensidige und NN haben dieses Jahr bereits RT1 Anleihen begeben
- Das Ende der Grandfathering Periode führt zu weiteren RT1 Neuemissionen
- Zusätzliches Risiko gegenüber Tier 2 Kapital wird mit mehr als 200 Bps kompensiert
- RT1 Kapital der Versicherer ist interessanter als Banken AT1

Aufgrund des Auslaufens der Grandfathering Periode alter Tier1 Anleihen im Dezember 2025 erwarten wir im laufenden und nächsten Jahr eine höhere Anzahl neuer RT1 Emissionen.¹ Bereits in der zweiten Woche des Jahres platzierte Axa RT1 Kapital mit einem Coupon von 6.375% im Umfang von EUR 1.5 Mrd. Die beiden Versicherer NN und Gjensidige folgten mit weiteren Emissionen, so dass das emittierte Gesamtvolumen per Mitte März 2024 bereits bei über EUR 2.25 Mrd. liegt. Für das gesamte Jahr 2024 rechnen wir mit einem Neuemissionsvolumen von bis zu EUR 5.0 Mrd. Welche Gründe sprechen für die Emission von bzw. Investition in RT1 Anleihen von Versicherern?

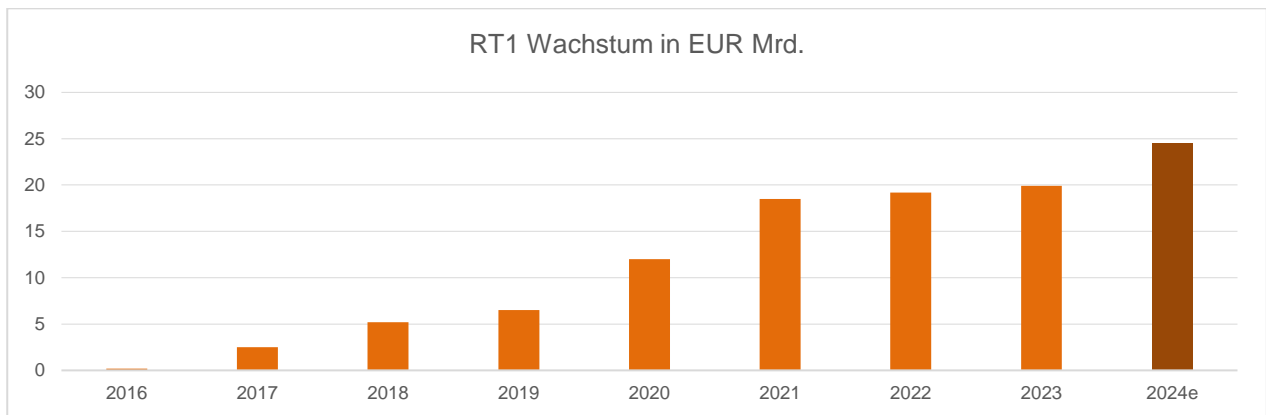
Was sind RT1?

RT1 sind die nachrangigste Form hybrider Anleihen, die von europäischen Versicherern begeben werden können, ähnlich den AT1 Anleihen von Banken. Die EU Solvency II Direktive schreibt die Klassifizierungskriterien dieser Anleihen vor. Demnach haben sie kein Fälligkeitsdatum, verfügen über diskretionäre Kupons und das Kapital kann abgeschrieben oder in Aktienkapital gewandelt werden, sollten aufsichtsrechtliche Kapitalanforderungen des Emittenten unterschritten werden. In diesem Fall fällt auch der Coupon aus (non-cumulative). Die Schwelle für die Wandlung in Aktien oder Abschreibung ist ein Unterschreiten der Solvency II Ratio von 100% während 3 Monaten oder 75% einmalig. Die Abschreibung des Nennwertes ist ausschliesslich von der Solvency II Ratio abhängig und Regulatoren verfügen über keinerlei Diskretion, was das Ausmass der Abschreibung betrifft. D.h. eine «non viability» Klausel wie sie bei den Banken üblich ist, gibt es bei Europäischen RT1 nicht – in der Schweiz wird es wahrscheinlich eine solche Regelung nach der geplanten Reform des Aufsichtsrechts geben, wobei unklar ist, ob Schweizer Versicherer von RT1 unter diesen Bedingungen Gebrauch machen werden.

Wachstum des RT1 Segmentes (Mrd. EUR)

Nach Inkrafttreten von Solvency II dauerte es eine Weile, bis die erste RT1 Anleihen begeben wurde. Mit dem Wegfall der Grandfathering Periode wird das Wachstum stark anziehen – aus derzeitiger Sicht scheint ein emittiertes Gesamtvolumen von 35 Mrd. EUR möglich.

¹ Im Vorgriff auf die Einführung von Solvency II am 1. Januar 2016 nutzten viele europäische Versicherer in den Jahren 2014-15 die Übergangsregelungen und emittierten günstigere unbefristete Tier-2-Schuldtitel, die sie bis Ende 2025 als RT1-Kapital anrechnen dürfen.



Quelle: Plenum Investments AG

Beispiel: Allianz 2.6% Restricted Tier 1 Notes mit quantitativem Trigger

Gemäss des Emissionsprospekts tritt ein "Auslöseereignis" ein, wenn die Anleihen nicht vollständig abgeschrieben sind und mindestens eine der beiden folgenden Bedingungen erfüllt ist:

- Eigenmittelbestandteile der Emittentin (ausschließlich auf individueller Basis, nicht auf konsolidierter Basis) beläuft sich auf 75 % der betreffenden Solvenzkapitalanforderung oder weniger oder
- die Solvency II Ratio beläuft sich auf weniger als 100 %, aber mehr als 75 % und hat sich nicht innerhalb von drei Monaten, nachdem diese Nichteinhaltung der Solvenzkapitalanforderung erstmalig festgestellt wurde, auf mindestens 100 %.

RT1 im Vergleich zu Tier 2 Kapital

RT1 und Tier 2 Kapital sind die wichtigsten Formen hybrider Anleihen bei Versicherern. Die Unterschiede werden in der nachstehenden Tabelle erläutert.

	Restricted Tier1	Tier 2
Anrechenbarkeit	Tier1 Kapital mindestens 50% des Gesamtkapitals Restricted Tier1 nicht mehr als 20% des Gesamt-Tier1 Kapitals	Tier2 + Tier3 nicht mehr als 50% des Gesamtkapitals
Laufzeit	Undatiert (erstmalig kündbar nach 5 Jahren). Rückzahlung nur bei Genehmigung des Regulators	Mindestens 10 Jahre (erstmalig kündbar nach 5 Jahren). Rückzahlung nur bei Genehmigung des Regulators
Verlustabsorption	Couponausfall bei SCR-Verletzung/Coupon fully discretionary Verlustabsorbierender Nennwert (Zwangsumwandlung in Aktien oder Abschreibung)	Coupon- und Principalaufschub bei SCR-Verletzung
Nennwertverlust	Verlustabsorbierender Nennwert (Zwangsumwandlung in Aktien oder Abschreibung)	Nur bei Insolvenz

Quelle: Plenum Investments AG

Beide Kapitalformen haben für ihre jeweiligen Kapitalmassnahmen den gleichen Trigger – nämlich eine Solvenzverletzung, d.h. ein Unterschreiten der Solvency II Ratio unter die erforderlichen 100%. Da die Eintrittswahrscheinlichkeit der Kapitalmassnahme dieselbe ist und sich beide Kapitalformen lediglich in ihrer Konsequenz beim Eintreten der Unterdeckung unterscheiden, stellt sich die Frage, inwieweit das Spread-Differential (Strukturprämie) von über 200 Basispunkten zwischen beiden Kapitalformen gerechtfertigt ist. Da aus unserer Sicht die Wahrscheinlichkeit der Solvenzunterdeckung bei den bisherigen Emittenten gehandelter institutioneller Anleihen äusserst gering ist, sehen wir das Spread-Differential bzw. die Strukturprämie als grosszügig an. Allerdings kann in Einzelfällen der Spread deutlich abweichen.

Tabelle: Strukturprämie gemessen am Asset Swap

	Tier 2	RT1	Strukturprämie (bps)
Achmea	253	449	196
Aegon	196	406	210
Ageas	207	468	261
Allianz	143	354	211
ASR	294	487	193
Athora	423	480	57
Aviva	260	437	177
Axa	148	358	210
Direct Line	311	699	388
Just	407	584	177
Legal & General	167	405	238
Macif	270	621	350
Phoenix	230	555	325
Pension Insurance	230	469	239
Royal London	306	556	250
Rothesay	350	543	193
Unipol	145	425	280
Utmost	386	700	314

Quelle: Bloomberg, Januar 2024

Weshalb sind RT1 von Versicherer attraktiver als AT1 von Banken?

Banken und Versicherer verfolgen völlig unterschiedliche Geschäftsmodelle. Der grösste Unterschied liegt im Run-Risiko. Bei Banken können Einlagen sehr schnell bei einem Vertrauensverlust abgezogen werden und dies ohne nennenswerte Kosten zulasten des Einlegers.

Bei Versicherern hingegen ist das Abziehen von Kapital nur in der Lebensversicherung möglich und mit hohen Kosten verbunden – beispielsweise ist der *Rückkaufswert* einer Police deutlich tiefer als die Ablaufleistung. Dies hat zur Konsequenz, dass bei Banken sich eine kleine Krise schnell zu einem unkontrollierbaren und existenzbedrohenden Ereignis entwickeln kann. Bei Versicherern gehören dagegen negative Überraschungen zum Geschäftsmodell und werden mittels aktuariellen Methoden im vornherein berechnet und durch Rückversicherungsverträge abgesichert. Selbst ein Vertrauensverlust in einen Versicherer ist kaum existenzbedrohend, da das Solvency II Modell auch Kapital für Policenrückkäufe bereitstellt.

Daher haben im Durchschnitt 85% aller RT1 Anleihen (28 von 33 Anleihen) ein Investment Grade Rating (Bloomberg Composite), bei den Banken sind es deutlich weniger. Die nachstehende Tabelle zeigt die Ratings der grössten Emittenten jeweils auf Stufe der Emission.

Anleiheratings der grössten Emittenten bei Banken und Versicherungen

5 grössten Bankemittenten	AT Emissionsrating*	5 grössten Versichereremittenten	RT1 Emissionsrating*
Barclays	BB	Allianz	A-
HSBC	BBB-	Axa	BBB+
BNP	BBB-	Phoenix	BBB+
UBS	BB+	Rothesay	BBB
Banco Santander	BB+	CNP	BBB

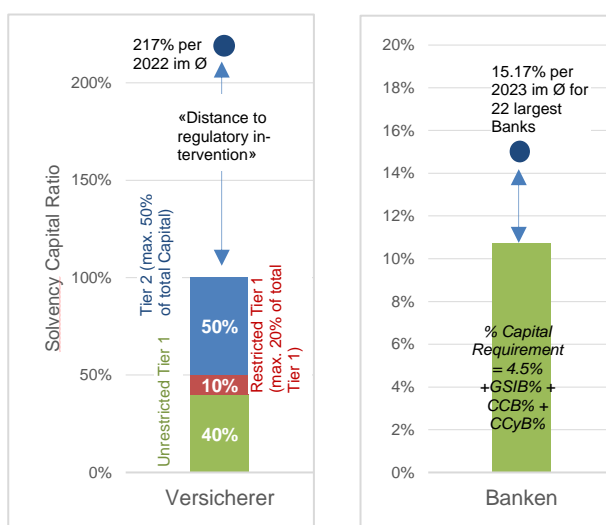
* Bloomberg Composite

Quelle: Bloomberg

Wie erwähnt kommt der Solvency II Ratio bei der Beurteilung des Risikos einer RT1 Anleihe eine überragende Bedeutung zu. Die Solvency II Ratio liegt bei allen Emittenten deutlich über der Mindestanforderung von 100% - im Durchschnitt lag die Solvency II Ratio per Ende 2022 bei 217%, woraus sich eine sehr grosse «*distance to regulatory intervention*» ergibt. Bei einer Verschlechterung der Kapitalposition bleibt dem Versicherer Zeit, die üblichen Standardinstrumente aus dem CFO-Werkzeugkasten zu ziehen, um das Kapital wieder zu erhöhen wie zum Beispiel: Dividendenkürzungen, Rückversicherung, Einstellen von unprofitablem Geschäft, Kapitalerhöhung. Zudem messen Versicherer regelmässig die Sensitivität der Solvency II Ratio gegenüber Schwankungen von Zinsen, Spreads, Aktienkursen, Immobilienbewertungen oder Rating-Herabstufungen.

Die sog. *distance to regulatory intervention* ist bei Banken deutlich tiefer und kann durch verschiedene Zusatzpuffer, die ad-hoc verlangt werden können, schnell weiter absinken. Zudem ist, wie im Fall der Credit Suisse, auch eine Abschreibung des Instruments möglich, sollte der Regulator den *Statutory Point of Non Viability* als überschritten sehen.

«Distance to regulatory intervention»



Quelle: Plenum Investments AG

Darüber hinaus ist die Leverage Ratio im Versicherungssektor nach wie vor gering - die meisten grossen Versicherer arbeiten mit einer maximalen Leverage Ratio von 20-30%. Viele RT1 Emissionen stammen von Kompositversicherern die über ein gut diversifiziertes Geschäftsmodell verfügen, bei dem die Cash Flows über Sparten und Geographien gut verteilt sind.

Kündigungsdisziplin bei RT1 Anleihen

Im Januar 2025 wird die erste Benchmark Size Solvency II-konforme RT1-Anleihe (PHNXLN 5.625% perp-25) ihren ersten Kündigungstermin haben. Anders als bei Tier 2-Papieren, bei denen sogenannte «non-economic Calls» marktüblich sind, gibt es für neue RT1-Papiere noch aufgrund fehlender Präzedenzfälle keine derartige Marktpraxis. Es kann gut sein, dass die Praxis zwischen den Emittenten je nach Geschäftsmodell des Versicherers und je nach Reputation des Versicherers im Kapitalmarkt variiert. Es ist beispielsweise schwer vorstellbar, dass ein Versicherer wie Phoenix, dessen Wachstum stark vom Kapitalmarktzugang abhängt, eine Anleihe nicht zum ersten Kündigungstermin vom Markt nimmt.

Ausblick und Potential

Das Gesamtvolumen nachrangiger Anleihen von Europäischen Versicherern beläuft sich auf ca. 180 Mrd. EUR. Dem stehen etwa 500 Mrd. EUR an hybriden Schuldtiteln von europäischen Banken gegenüber, von denen 190 Mrd. EUR AT1 sind. Infolgedessen wird der RT1-Raum natürlich kleiner bleiben aber in den kommenden zwei Jahren wachsen.

Ca. 85% der Emissionen verfügen über mindestens ein Investment-Grade-Rating, und die Renditen in diesem Bereich sind vergleichbar mit denen von AT1-Anleihen und liegen über denen von High Yield Bonds. In Anbetracht der höheren Ratings und der hervorragenden Kapitalisierung dieses Sektors bietet diese Anlageklasse unserer Ansicht nach ein besseres Risiko-/Ertragsverhältnis als High Yield Bonds und AT1 Anleihen, was sie für Inverstoren hochattraktiv macht.

Hinweis:

Die auf diesem Dokument veröffentlichten Informationen werden ausschliesslich zu Informationszwecken bereitgestellt und stellen weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten, zur Tätigung von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes dar. Die veröffentlichten Informationen stellen auch keine Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder sonstige Beratungsfragen dar. Zudem dürfen allein aufgrund dieser Angaben keine Anlage- oder sonstigen Entscheide gefällt werden. Bei Anlageentscheiden wenden Sie sich bitte an eine qualifizierte Fachperson oder fragen Sie unser Kundenberater. Sämtliche Informationen werden von der Plenum Investments AG unter grösster Sorgfalt zusammengestellt. Die veröffentlichten Informationen und Meinungen stammen aus von uns als zuverlässig erachteten Quellen. Die Plenum Investments AG übernimmt keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität dieser Dokumentation veröffentlichten Informationen. Der Inhalt dieses Dokumentes kann jederzeit und ohne vorherige Ankündigungen geändert werden. Die Plenum Investments AG macht darauf aufmerksam, dass die zukünftige Performance von Investitionen nicht aus der Kursentwicklung der Vergangenheit abgeleitet werden kann. Der Wert einer Investition kann steigen oder fallen und im Extremfall zum Verlust des eingesetzten Kapitals führen. Anlagen in Fremdwährungen unterliegen zusätzlich Währungsschwankungen. Anlagen mit hoher Volatilität können hohen Kursschwankungen ausgesetzt sein. Diese Kursschwankungen können die Höhe des angelegten Betrages ausmachen. Die Erhaltung des investierten Kapitals kann somit nicht garantiert werden. Genaue Informationen über Risiken erhalten Sie von der Plenum Investments AG. Plenum Investments AG übernimmt keine Haftung für Verluste bzw. Schäden (sowohl direkte als auch indirekte und Folgeschäden) irgendwelcher Art, die sich aus der Benützung dieser Dokumentation oder sich aus der Verwendung irgendeiner unserer Publikationen ergeben könnten. Die Verwertung und Verwendung der publizierten Informationen erfolgen auf eigenes Risiko und auf eigene Gefahr des Benutzers.