

Was sind GIC-gesicherte Obligationen?

Ein neues Anlagevehikel bereichert den Frankenmarkt

Von Thomas Trauth*

Der Markt für GIC-gesicherte Bonds (Guaranteed Investment Contract) hat sich seit Mitte der neunziger Jahre weltweit, aber auch in der Schweiz stark entwickelt. US-Lebensversicherer haben sich mit ihrer Hilfe die Kapitalmärkte Europas erschlossen.

Der Markt für GIC-gesicherte Obligationen hat sich seit seinen Ursprüngen Mitte der neunziger Jahre in rasantem Tempo entwickelt. Seit 1997 wurden Obligationen mit Nominalwerten von 142 Mrd. \$ emittiert. Davon entfallen rund ein Drittel oder Obligationen im Gegenwert von etwa 53 Mrd. \$ auf Nicht-Dollar-Währungen. Der Frankenmarkt war seit den Anfängen dieser Entwicklung dabei und stellt nach den Euro-, Pfund- und Yenmärkten den viertgrössten Markt für solche Anlagen ausserhalb der Vereinigten Staaten. Dieses Jahr sind bereits fünf neue Obligationen emittiert worden: zwei von AIG, eine von Principal Life, eine von New York Life und eine von Metropolitan Life.

US-Lebensversicherer als Geburtshelfer

Ein GIC ist ein Versicherungsprodukt, das dem Versicherungsnehmer einen bestimmten Ertrag und darüber hinaus einen Kapitalschutz garantiert. Häufig kann der Versicherungskunde den vollen Betrag auch schon vor Vertragsende beziehen. In der Regel verkaufen US-Lebensversicherer GIC an betriebliche Pensionskassenpläne. Neben GIC-Produkten werden auch sogenannte Funding Agreements (FA) vertrieben. Diese unterscheiden sich von den GIC nur insofern, als die Käufer im Gegensatz zu den Pensionskassenplänen in der Regel keine Steuerprivilegien geniessen. Zudem sind die Laufzeiten der FA deutlich kürzer, nämlich weniger als ein Jahr, während GIC oft ein bis fünf Jahre laufen.

Mitte der neunziger Jahre verschärfte sich der Wettbewerb für die US-Lebensversicherer auf dem GIC- und FA-Markt deutlich, was die Margen sinken liess. Als Folge suchten sie nach neuen Möglichkeiten, Kapital aufzunehmen. Die Lösung bestand darin, GIC-gesicherte Obligationen zu begeben. Da GIC im Unterschied zu FA normalerweise an steuerprivilegierte Kunden abgegeben werden, wäre der Ausdruck «FA-gesicherte Anleihe» eigentlich treffender. – Damit eine US-Versicherungsgesellschaft ein GIC-ähnliches Pro-

dukt auf den Markt bringen kann, bedarf es eines sogenannten Special Purpose Vehicle (SPV) – eines Unternehmens, das nur dem Zweck dient, GIC-gesicherte Anleihen zu begeben. Dieses SPV erwirbt vom Lebensversicherer einen GIC oder FA und finanziert dies, indem es eine Anleihe am Kapitalmarkt placiert. Dadurch erhält der US-Lebensversicherer den Ertrag aus der Bondemission, und der Käufer dieser Anleihen erhält eine Obligation, die durch eine US-Lebensversicherungspolice gesichert ist.

Für die Versicherungsunternehmen ergeben sich eine Reihe von Vorteilen durch die Kapitalaufnahme über GIC-gesicherte Obligationen. Erstens erschliessen sich neue Kapitalquellen, vor allem auch in Europa. Zweitens weisen sowohl GIC als auch Funding Agreements aus der Sicht des Versicherers Nachteile auf, die durch GIC-gesicherte Obligationen vermieden werden können. Bei herkömmlichen GIC hat der Kunde meist die Möglichkeit, den Vertrag vorzeitig zu kündigen, während FA oft Verträge mit kurzer Laufzeit sind. Beides erschwert den Versicherern die Planung sowie ein effizientes Asset- und Liability-Management. – Der Investor erhält eine gesicherte Obligation und ist – im Fall eines Konkurses – einem Versicherungsnehmer gleichgestellt. Dieser wird vor den Eigentümern herkömmlicher Obligationen und vor den Aktionären bedient. Hier sei jedoch darauf hingewiesen, dass die Konkursregelungen in den USA Sache der einzelnen Gliedstaaten sind und daher unterschiedlich sein können. Im Zweifel sollte dieser Zusammenhang vor dem Kauf einer Anleihe abgeklärt werden. Trotzdem rentieren GIC-gesicherte Anleihen in der Regel besser als vergleichbare herkömmliche Obligationen desselben Schuldners. Ausserdem erhält der Anleger den Zugang zu einer neuen Klasse von Schuldnern (US-Lebensversicherer), was einen sehr hohen Diversifikationseffekt bietet.

Die Risiken solcher Anleihen liegen darin, dass der Schuldner zahlungsunfähig wird. Die amerikanischen Lebensversicherer, die GIC-gesicherte

Anleihen begeben, sind in der Regel allerdings sehr grosse Unternehmen, die in einer Vielzahl von Lebensversicherungsprodukten tätig sind. Sie verfügen meist über sehr hohe und stabile Kreditbewertungen. Die US-Lebensversicherer sind im Gegensatz zu den meisten europäischen Lebensversicherern mit einem nur sehr unbedeutenden Teil ihres Anlagevermögens am Aktienmarkt investiert. Der Grossteil ist in festverzinslichen Anleihen verschiedener Qualitäten angelegt.

Gute Diversifikation für Franken Anleger

Üblicherweise bieten GIC-gesicherte Anleihen einen Renditeaufschlag gegenüber herkömmlichen Anleihen derselben Schuldnerkategorie. Gleichzeitig werden sie in den meisten US-Teilstaaten vorrangig vor Standardanleihen und

gleichrangig mit Lebensversicherungs-Kontrakten behandelt. Der scheinbare Nachteil dieser Obligationen besteht darin, dass es sich um strukturierte Titel und nicht um herkömmliche Obligationen handelt und daher die Informationsbeschaffung betreffend den Emittenten schwieriger ist. GIC-gesicherte Anleihen bieten dem Schweizer Anleger den Zugang zu einer interessanten Klasse von Emittenten. Diese unterscheiden sich in ihrer Risikostruktur – unter anderem aufgrund des geringen Aktienanteils beim Anlagevermögen – deutlich von den meisten europäischen Lebensversicherern. Sie bieten damit einen ausgezeichneten Diversifikationseffekt.

* Dr. Thomas Trauth, CFA, leitet das Fixed Income & Credit Research bei der Credit Suisse, Zürich.