

## BANKEN EN VERZEKERAARS MET STAATSSTEUN MOETEN EERST LANGS IN BRUSSEL VOORDAT ZE OBLIGATIES MOGEN TERUGKOPEN



houdt die negen procent tegoed.

### COUPONRISICO'S

Op het eerste gezicht lijkt deze obligatie aantrekkelijk. De rentevergoeding is goed en de gezakte koers, tot 68,5 %, kan mooie rendementen mogelijk maken. Toch zijn er wat risico's en dat ligt vooral in de mogelijkheid dat de coupon niet wordt uitbetaald.

Op zich heeft moederbedrijf SNS Reaal redelijk wat vlees op de botten. De solvabiliteit, de mate waarin een verzekeraar in de toekomst aan zijn verplichtingen kan voldoen, bedroeg eind september 185% maar daalde wel.

Punt is dat de partij die zich garant stelt voor de obligatie, SR LEV, de couponbetaling niet helemaal in eigen hand heeft. Zo kan de Europese Commissie nog voor problemen zorgen, omdat SNS Reaal nog geen duidelijk plan heeft hoe zij voor eind 2013 (binnen twee jaar) haar schuld aan de Staat (€847,5 miljoen) gaat aflossen.

Officieel wordt er geen coupon betaald als de onderneming in problemen verkeert, in jargon een zogenaamd 'Capital Adequacy Event'. Denk hierbij bijvoorbeeld aan de situatie waarin het eigen vermogen flink afneemt.

Van zo'n situatie is bij de levensverzekeringsspoort van SNS geen sprake. Maar levensverzekeringssactiviteiten liggen onder druk, ook al door de lage hypothekproductie, waar levensverze-

keringen vaak aan gekoppeld zijn. Vooral SNS Reaal is hier gevoelig voor.

Ook is SRLEV net als alle verzekeraars erg gevoelig voor de lage rentes op Nederlandse staatsleningen. Die drukken de solvabiliteit. Onder normale omstandigheden keert SRLEV een dividend uit aan de moedermaatschappij ('dividend pusher'), maar bij een lager eigen vermogen ten opzichte van het vreemd vermogen wordt die kans kleiner. De couponbetaling aan obligatiehouders is gekoppeld aan die interne dividenduitkering.

Dat doet niets af aan het gegeven dat couponbetalingen cumulatief zijn: ook bij passeren houdt de belegger ze tegoed en bij de huidige koers is er een couponrendement van 13% te behalen.

Het uitstellen van een couponbetaling zou overigens niet goed zijn voor de reputatie van SNS Reaal op de financiële markten. Een uitstel van betaling zou voor een deuk in het vertrouwen zorgen.

Bestaat de kans dat SNS Reaal deze obligatie snel uit de markt gaat vissen, zoals partijen dat deden met eeuwigdurend schuld papier?

Het lijkt vooralsnog niet reëel, ook al omdat deze obligatie nog geen jaar uitstaat. Over pakweg twee jaar kan dit wel gaan spelen en dan is voor het rendement de koers van dat moment bepalend. Maar ook dan geldt dat obligatiehouders niet verplicht zijn om op het voorstel in te gaan.

Onderneming	Coupon in %	Rendement in %		S&P rating	Voorwaarden en aflossingsdatum
		coupon	effectief		
SNS Reaal	9,00	13.14#	15.65^	BBB	Achtergesteld, Fix-to-float, 1st aflossingsoptie 15 april 2021, daarna 12m Euribor + 616.5 bps
ING Groep	2,81	4,50	niet reëel	BBB	Achtergesteld, perpetueel floater, 1e aflossingsoptie 30 juni 2013, 10 jaar's Ned Staat +50bps, kwartaal reset
ING Groep	2,41	4,01	niet reëel	BBB	Achtergesteld, perpetueel floater, 1e aflossingsoptie 30 juni 2014; 10 jaar's Ned Staat +10bps, kwartaal reset
ING Groep	4,00	4,06	4,35	A+t.(Fitch)	Senior, fixed, aflossing 23 december 2016

^ uitgaande van aflossing a pari bij eerste aflossingsmogelijkheid; # coupon rendement op basis van 9%; ( ) oorspronkelijk bedrag bps: basispunten, eenhonderste van een procentpunt, peildatum 17 januari 2012

### OVER DE AUTEUR

■ Nico van Geest is obligatiespecialist bij Keijser Capital

■ Hij belegt in besproken instrumenten.

■ [www.keijsercapital.nl](http://www.keijsercapital.nl)