

**Die Bedeutung einer  
sorgfältigen Auswahl  
von Investitionen im  
Versicherungsbereich**

**September 2022**



info@twelvecapital.com – www.twelvecapital.com –  [Folgen Sie uns](#) auf LinkedIn

---

**Marketingmaterial nur für professionelle/qualifizierte Anleger**

## Zusammenfassung

- Der Versicherungssektor bietet attraktive Renditen, die aufgrund der Komplexität des Sektors eine besondere Spezialisierung der Manager erfordern.
- Themen wie Klimawandel, Inflation, steigende Zinssätze und geopolitische Unsicherheiten sind für die Branche insgesamt bewältigbar. Sie können jedoch Versicherungsunternehmen und Teilsektoren unterschiedlich treffen.
- Dies führt zu einer breiten Streuung der Renditen bei Investitionen in Versicherungsaktien und -Anleihen.
- Daher ist die Auswahl der Wertpapiere und Anlagen für die Portfoliorendite entscheidend.
- Mit einem Team von Fachleuten mit umfassender Versicherungs- und Investmenterfahrung ist Twelve Capital gut positioniert, um attraktive risikobereinigte Renditen für Investoren in diesem komplexen, widerstandsfähigen und wenig beachteten Sektor zu erzielen.

### Ein komplexer Sektor mit grosser Streuung der erzielbaren Renditen

Twelve Capital bietet Zugang zu einem breiten Spektrum von Anlagen im Versicherungssektor: von Investitionen in Versicherungsaktien und -anleihen über massgeschneiderte (private) Finanzierungslösungen für Versicherer bis hin zu komplexen ILS Transaktionen.

Der Versicherungssektor bietet attraktive risikobereinigte Renditen, stellt Anleger jedoch aufgrund seiner Komplexität vor Herausforderungen. Versicherer sind in einem stark regulierten Umfeld tätig, das sich ständig weiterentwickelt und von Land zu Land sehr unterschiedlich ist. Sie haben spezifische Cashflow-Profile, die sich von Unternehmen in anderen Branchen unterscheiden, und in jedem Land gibt es unterschiedliche Geschäftsdynamiken und Produktangebote. Diese Elemente führen zu Besonderheiten je nach Geschäftszweig und geografischer Region.

Angesichts der spezifischen Merkmale der einzelnen Unternehmen und Teilsektoren reagieren Versicherungsunternehmen unterschiedlich empfindlich auf systemische Faktoren wie Inflation, Zinssätze, geopolitische Spannungen oder ESG-Aspekte. Einige Beispiele:

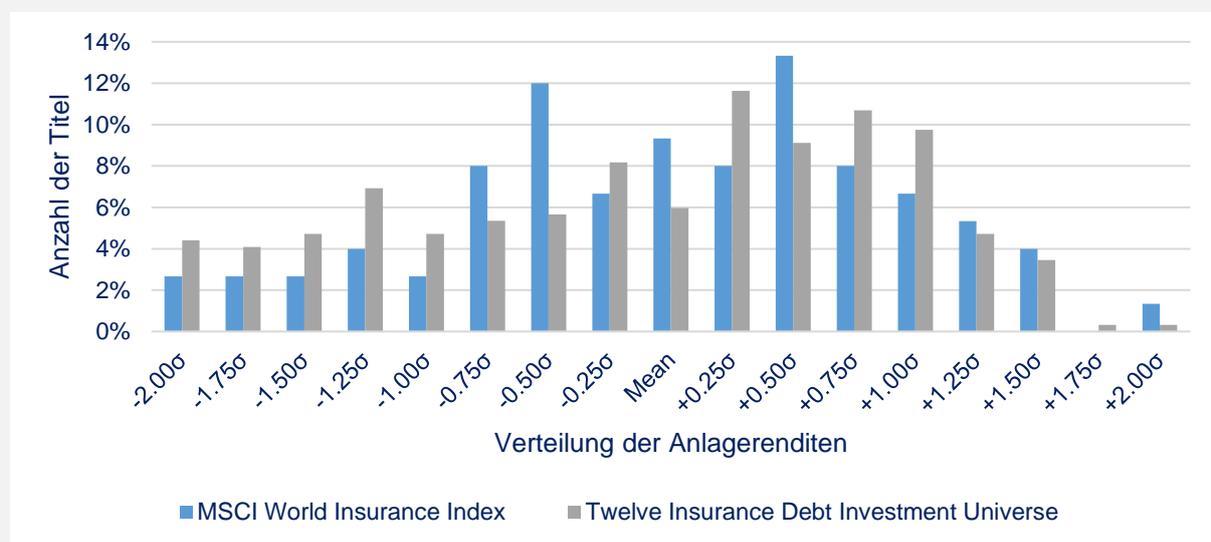
- Steigende Zinssätze wirken sich positiv auf die fundamentale Kreditqualität des Sektors

aus, und wir glauben, dass die traditionellen Lebens- und Sparversicherer der Teilsektor sind, der am stärksten von diesem Trend profitieren kann. Innerhalb dieser Gruppe sehen wir die französischen Sparanbieter am besten positioniert.

- Während Inflation in der Regel eine Herausforderung für den gesamten Sektor darstellt, sind Nichtlebensversicherer mit Privatkunden am stärksten betroffen. Unter ihnen sind wiederum Kfz-Versicherer anfälliger als andere, insbesondere diejenigen, die in wettbewerbsintensiven Märkten wie dem Vereinigten Königreich tätig sind.
- ESG ist ein Schlüsselthema für den Sektor. Wir beobachten, dass grosse Mehrspartenversicherer von den Anlegern genau verfolgt werden und daher sensibler auf ESG-Themen reagieren.

Basierend auf historischen kumulierten Daten seit Januar 2021 erkennen wir eine relativ grosse Streuung der Renditen, die mit Direktanlagen in Versicherungsaktien und -anleihen erzielt werden können. Abbildung 1 zeigt deren Verteilung um den jeweiligen Indexdurchschnitt. So weist etwa ein Fünftel der Versicherungsanleihen eine Rendite auf, die um 1,25 Standardabweichungen oder mehr unter dem Index liegt. Diese Streuung bestätigt die Bedeutung eines aktiven Portfoliomanagements und der Wertpapierauswahl.

**Abbildung 1: Verteilung der Anlagerenditen auf die Versicherungswerte seit dem 1. Januar 2021**



Vergangene Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Einzelheiten zu den verwendeten Indizes finden Sie am Ende dieses Artikels.

Quelle: Bloomberg, Twelve Capital. Per 31. August 2022.

## Ein genaues Verständnis des Sektors ist unerlässlich, um verschiedene Investitionsmöglichkeiten zu beurteilen

In diesem Abschnitt konzentrieren wir uns auf zwei Themen, die für Anleger von Bedeutung sind und die Analysten aktuell mit Versicherungskonzernen am meisten diskutieren. Im Rahmen der Halbjahresberichterstattung 2022 waren dies Inflation und Zinsen.

Die Inflation wurde in den von Bloomberg ausgewerteten Juni Berichten 409-mal erwähnt. Das ist mehr als doppelt so oft wie Zinsen, 2,5-mal so häufig wie Dividenden und mehr als COVID-19 zu seinen Höchstzeiten.

Wir zeigen für jedes Thema anhand eines Beispiels, wie Anleger von festverzinslichen Wertpapieren und Aktien durch eine aktive Wertpapierauswahl profitieren können.

## Versicherungsanleihen: Auswahl von Unternehmen, deren Bonitätsdaten positiv mit den Zinssätzen korrelieren

Unser erstes Beispiel<sup>1</sup> verdeutlicht, dass sich Zinsänderungen auf Versicherungsunternehmen unterschiedlich auswirken und dass dies erhebliche Auswirkungen auf die potenziellen Renditen haben kann. Die von uns betrachteten Unternehmen sind mittelständische Versicherer, die in Kontinentaleuropa und Südamerika tätig sind. Es handelt sich um CNP, ein Unternehmen, das positiv auf steigende Zinsen reagiert, und Mapfre, das wiederum negativ mit der Zinsentwicklung korreliert ist.

CNP ist ein Lebensversicherer, der hauptsächlich in Frankreich, Brasilien und Italien tätig ist. 60% der Prämien sind Spar- und Rentenversicherungen, 40% sind Schutzversicherungen. Mapfre ist ein Mehrspartenunternehmen, das hauptsächlich auf der iberischen Halbinsel und in Lateinamerika tätig ist. 85% der Prämien sind Nicht-Lebensversicherungen und nur 15% sind Lebensversicherungen.

<sup>1</sup> Die angeführten Beispiele stellen keine Empfehlungen zum Halten, Kauf oder Verkauf dieser Wertpapiere dar und spiegeln die Meinung von Twelve Capital wider, die sich je-

derzeit ändern kann. Die Beispiele können sich in tatsächlichen Positionen in den von Twelve Capital verwalteten Fonds niederschlagen, müssen es aber nicht.

In der nachstehenden Grafik vergleichen wir zwei Solvency II konforme Tier-2 Anleihen von CNP und Mapfre mit vergleichbarer Laufzeit und Struktur (beide haben eine Laufzeit bis

2047 und einen Kündigungstermin im Jahr 2027).

**Abbildung 2: Mapfre und CNP Tier-2 Anleihen**



Quelle: Bloomberg. Per 31. August 2022.

Keine der hierin enthaltenen Informationen ist als Empfehlung zum Kauf, Verkauf oder Handel mit Wertpapieren zu verstehen.

CNP hat sich seit 2021 besser entwickelt als Mapfre, wobei sich die Differenz zwischen den Spreads der beiden Anleihen von 42 Basispunkten am 1. Januar 2021 auf 121 Basispunkte am 31. August 2022 vergrößert hat. Wir sind der Ansicht, dass diese Outperformance wesentlich mit dem Anstieg der Zinssätze (90 Basispunkte über diesen Zeitraum) zusammenhängt.

Die Solvenzkapitalquote und damit die Kreditwürdigkeit von CNP profitiert in zweifacher Hinsicht von höheren Zinsen:

- Sinkende Kapitalanforderungen: Höhere Zinssätze vergrößern die Lücke zwischen den Garantien der Versicherungsnehmer und den laufenden Erträgen der Versicherer, so dass die Versicherer Verluste in Stressszenarien besser auffangen können.

- Eigenmittel steigen: Verbindlichkeiten haben oft eine längere Laufzeit (Duration) als Vermögenswerte (aufgrund der eingeschränkten Verfügbarkeit solcher langfristiger Vermögenswerte) und reagieren daher empfindlicher auf Änderungen der Zinssätze. Ein Anstieg der Zinssätze wird sowohl die Aktiva als auch die Passiva verringern, wobei letztere stärker betroffen sind.

CNP steigerte seine Solvenzkapitalquote im Jahr 2022 um 32 Prozentpunkte (von 217% im GJ 2021 auf 249% in H1 2022). Im gleichen Zeitraum stieg die entsprechende Kennzahl von Mapfre nur um 3%<sup>2</sup>.

Eine höhere Solvenzkapitalquote deutet auf eine geringere Wahrscheinlichkeit hin, dass Anleihegläubiger Verluste erleiden. Dies spiegelte sich letztlich in der Entwicklung der relativen Spreads wider.

<sup>2</sup> Die gemeldete Solvenzkapitalquote von Mapfre lag im H1 2022 bei 220%, einschliesslich der im April 2022 begebenen Tier-3 Anleihe. Ohne die Tier-3 Anleihe läge die Solvenzkapitalquote bei 209%.

Daher ist es in einem Umfeld steigender Zinsen entscheidend, durch eine aktive Allokation zwischen den Versicherern zu differenzieren. Ein Anleger mit einer stärkeren CNP Gewichtung im Vergleich zu Mapfre hätte seit 2021 eine Outperformance von 2% erzielt.

### Versicherungsaktien: Management des Inflationsrisikos dank umfassender Kenntnis der Marktdynamik

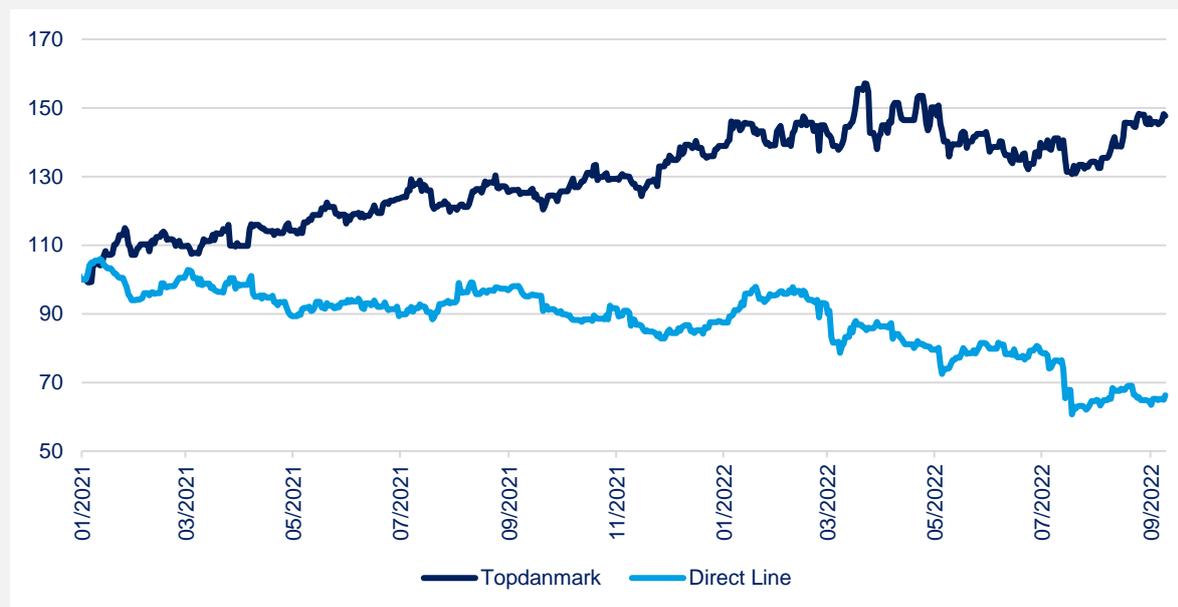
Unser zweites Beispiel zeigt das Überschussrenditepotenzial im Aktienbereich, indem wir zwei Schadenversicherer hinsichtlich ihrer Resilienz gegenüber der Schadeninflation vergleichen.

Direct Line ist ein führender Kfz- und Hausratversicherer im Vereinigten Königreich und Topdanmark ein in Dänemark tätiger Kfz- und Sachversicherer mit ähnlicher Marktstellung.

Kfz- und Sachversicherer erwirtschaften den Grossteil ihrer Erträge aus versicherungstechnischen Gewinnen und nicht aus Kapitalerträgen. Die Versicherungen sind verpflichtend und werden in der Regel jedes Jahr erneuert. Die Schadenskosten korrelieren stark mit der Verbraucherpreisinflation, und die Erträge sind anfällig für drastische und unerwartete Inflationsschübe, wie sie in der ersten Jahreshälfte 2022 zu beobachten waren.

Ob ein Versicherer in der Lage ist, die negativen Auswirkungen der Schadeninflation zu bewältigen, hängt von der angebotenen Produktpalette, dem Grad der Preissetzungsmacht und anderen Rahmenbedingungen der Risikoübernahme ab.

Abbildung 3: Relative Aktienkursentwicklung (LCY. 31. Dezember 2020 = 100)



Quelle: Bloomberg, Twelve Capital. Per 9. September 2022.

Keine der hierin enthaltenen Informationen ist als Empfehlung zum Kauf, Verkauf oder Handel mit Wertpapieren zu verstehen.

Die obige Darstellung zeigt den deutlichen Unterschied in der Aktienkursentwicklung, der unseres Erachtens stark mit der Inflationsresistenz der beiden Unternehmen zu tun hat.

Die nordischen Länder zeichnen sich durch einen hohen Konzentrationsgrad aus. Eine bessere Rentabilität ist dort zu beobachten, wo die Versicherer über ein hohes Mass an Preissetzungsmacht verfügen. Im Gegensatz dazu ist

der britische Kfz-Markt sehr wettbewerbsintensiv, so dass die Preissetzungsmacht begrenzt ist.

Die Unterschiede zwischen den beiden Unternehmen werden durch die Vertriebskanäle noch verstärkt: Topdanmark fördert die Kundenbindung über direkte Vertriebskanäle, während Direct Line über Preisvergleichs-Websites konkurriert (ein sehr preissensibler Vertriebskanal).

Die Halbjahresergebnisse deuten darauf hin, dass Topdanmark in der Lage war, den Inflationsdruck angemessen zu antizipieren, an seine Kunden weiterzugeben und die operative Rentabilität aufrechtzuerhalten. Demgegenüber sah sich Direct Line durch die operative Verschlechterung im ersten Halbjahr 2022 gezwungen, im Vorfeld der Zwischenergebnisse eine Gewinnwarnung herauszugeben.

Für Investoren hat sich dies in einem Performanceunterschied von etwa 30% niedergeschlagen.

## Twelve Capital ist nach wie vor gut positioniert, um attraktive risikobereinigte Renditen für seine Investoren zu erzielen

Schon seit zwölf Jahren investiert Twelve Capital in den widerstandsfähigen komplexen und vom Markt nur unterdurchschnittlich beachteten Versicherungssektor. Spezifischen Kenntnisse, um sowohl die vielversprechendsten Titel und Chancen zu identifizieren und gleichzeitig die Bereiche mit versteckten Risiken zu vermeiden, gehören dabei zu den Kernkompetenzen von Twelve Capital.

Twelve Capital verfolgt einen ganzheitlichen Ansatz für Investitionen in Versicherungsunternehmen. Dazu gehören festverzinsliche Wertpapiere, Aktien, besicherte Rückversicherungen und Multi Asset Produkte. Die Kombination aus Versicherungs- und Investment Fachwissen von Spezialisten ermöglicht es, attraktive Wertpapiere und Unternehmen auszuwählen, sie in aktiv verwalteten Portfolios zu kombinieren und so attraktive risikobereinigte Renditen für die Anleger zu erzielen.

### Twelve Capital AG

Dufourstrasse 101  
8008 Zürich, Schweiz  
Tel.: +41 (0)44 5000 120

### Twelve Capital (UK) Ltd

Moss House, 15-16 Brook's Mews  
London W1K 4DS, United Kingdom  
Tel.: +44 (0)203 856 6760

### Twelve Capital (DE) GmbH

Theatinerstrasse 11  
80333 München, Deutschland  
Tel.: +49 (0)89 839316 110

info@twelvecapital.com  
www.twelvecapital.com

### Über Twelve Capital

Twelve Capital ist ein unabhängiger Investment Manager mit Fokus auf Versicherungsanlagen für institutionelle Kunden. Das Angebot deckt die gesamte Bilanz ab und beinhaltet Insurance Bonds, Insurance Private Debt, Cat Bonds, Private Insurance-Linked Securities und Equity. Best Ideas ist eine weitere Strategie, nach der die Firma Portfolios aufsetzt. Ihre Fondslösungen schaffen eine engere und bessere Beziehung zwischen der Versicherungswelt und dem Kapitalmarkt. Das Unternehmen wurde im Oktober 2010 gegründet und liegt im Mehrheitsbesitz der Mitarbeiter. Twelve Capital hat Büros in Zürich, London und München.

## Indizes

**Insurance Debt Universe** ist das von Twelve Capital zusammengestellte investierbare Universum von nachrangigen Schuldtiteln, die hauptsächlich von europäischen Versicherungskonzernen ausgegeben werden.

**MSCI World Insurance Index** – Der Index misst die Performance der ca. 80 grössten börsennotierten globalen Versicherungsunternehmen, gewichtet nach Marktkapitalisierung der Streubesitzanteile. (NDUWINSU)

## Haftungsausschluss

Dieses Material wurde von Twelve Capital AG, Twelve Capital (UK) Limited, Twelve Capital (DE) GmbH oder ihren verbundenen Unternehmen (kollektiv "Twelve Capital") erstellt. Dieses Material wird ausschließlich auf Anfrage zur Verfügung gestellt. Es ist für den Empfänger persönlich bestimmt und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Twelve Capital weder ganz noch teilweise reproduziert oder anderweitig verbreitet werden. Das Material ist nicht für Personen bestimmt, die aufgrund ihrer Nationalität oder ihres Wohnortes und den dort geltenden gesetzlichen Bestimmungen keinen Zugang zu solchen Informationen haben dürfen, da das Produkt möglicherweise in einigen Jurisdiktionen nicht zugelassen oder im Vertrieb eingeschränkt ist. Es liegt in der Verantwortung jedes Anlegers, sich selbst über solche Vorschriften und Beschränkungen zu informieren. Bei diesem Dokument handelt es sich um Werbematerial.

Diese Informationen wurden von Twelve Capital nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die hierin enthaltenen Informationen können jedoch auf Schätzungen beruhen und können daher nicht als verlässlich angesehen werden. Alle in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Analysen und Ratings von Twelve Capital, inklusive der Solvabilität-II-Richtlinien Analyse, Twelve Capitals Kreditrating für Gegenparteien sowie das rechtliche Rating durch Twelve Capital, stellen die gegenwärtige Meinung von Twelve Capital dar und sind keine Tatsachenbehauptungen. Die Quelle für alle Daten und Grafiken (falls nicht anders angegeben) ist Twelve Capital. Twelve Capital übernimmt keine Haftung in Bezug auf unrichtige oder unvollständige Informationen (unabhängig davon, ob sie aus öffentlichen Quellen stammen oder ob sie selbst erstellt wurden oder nicht).

Dieses Material ist weder ein Prospekt noch eine Aufforderung bzw. ein Angebot oder eine Empfehlung irgendeiner Art, beispielsweise zum Kauf bzw. zur Zeichnung oder zum Verkauf bzw. zur Rückgabe von Anlageinstrumenten oder zur Durchführung anderer Transaktionen. Die hier erwähnten Anlageinstrumente sind mit erheblichen Risiken verbunden, einschließlich des möglichen Verlustes des investierten Betrages, wie detailliert im Einzelnen in dem/den Emissionsprospekt(en) für diese Instrumente beschrieben ist, die auf Anfrage erhältlich sind. Anlagen in Fremdwährungen sind mit dem zusätzlichen Risiko verbunden, dass die Fremdwährung gegenüber der Referenzwährung des Anlegers an Wert verlieren kann. Anleger sollten sich über diese Risiken im Klaren sein, bevor sie irgendeine Entscheidung in Bezug auf diese Instrumente treffen. Die Informationen berücksichtigen nicht die persönlichen Verhältnisse des Anlegers und stellen daher lediglich eine werbliche Mitteilung und keine Anlageberatung dar. Anlegern wird daher empfohlen, alle erforderlichen rechtlichen, regulatorischen und steuerlichen Ratschläge zu den Konsequenzen einer Anlage in das Produkt einzuholen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis oder eine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Die dargestellte Wertentwicklung berücksichtigt nicht die bei der Zeichnung und Rücknahme von Anteilen anfallenden Provisionen und Kosten.

Es handelt sich um Marketingmaterial im Sinne von FIDLEG/MIFID.

Hinweis für EWR Anleger: Wenn diese Informationen im EWR verteilt werden, wurden sie von der Twelve Capital (DE) GmbH in Übereinstimmung mit den Bedingungen ihrer Zulassung und Regulierung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) verteilt.

Hinweis für US-Anleger: Weder diese Informationen noch eine Kopie davon dürfen in die Vereinigten Staaten oder an US-Personen (im Sinne der Regulation S des US-Wertpapiergesetzes von 1933 in seiner geänderten Fassung) gesendet oder in den Vereinigten Staaten verteilt werden. Die hierin beschriebenen Produkte und Dienstleistungen dürfen weder direkt noch indirekt von US-Personen angeboten oder gekauft werden.

Twelve Capital AG ist von der Schweizer Aufsichtsbehörde FINMA als „Verwalter von Kollektivvermögen“ zugelassen. Twelve Capital AG ist in der Schweiz unter der Nummer 130.3.015.932-9 eingetragen, mit Sitz in: Dufourstrasse 101, 8008 Zürich. Twelve Capital (UK) Limited ist eine in England und Wales eingetragene Gesellschaft: Firmennummer 08685046, eingetragener Sitz: Moss House, 15-16 Brook's Mews, London, W1K 4DS. Twelve Capital (UK) Limited ist von der britischen Financial Conduct Authority („FCA“) zugelassen und wird von ihr reguliert. Sie ist auch als Betreiber eines Rohstoffpools („CPO“) bei der U.S. Commodity Futures Trading Commission („CFTC“) registriert und ist in dieser

Eigenschaft Mitglied der National Futures Association („NFA“). Solche Registrierungen und Mitgliedschaften bedeuten in keiner Weise, dass die FCA, die CFTC oder die NFA die Qualifikation von Twelve Capital (UK) Limited zur Erbringung der in diesem Dokument beschriebenen Beratungsdienste bestätigt haben. Twelve Capital (DE) GmbH ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) in Deutschland zugelassen und beaufsichtigt. Twelve Capital (DE) GmbH ist in Deutschland im Handelsregister (Amtsgericht München) unter HRB 252423 und mit Sitz Theatinerstrasse 11, 80333 München eingetragen.

© 2022 Twelve Capital. Alle Rechte vorbehalten