

TWELVE CAPITAL LETTER FROM THE CIO

Absicherung in einem volatilen Marktumfeld

22. März 2023



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

Marketingmaterial nur für professionelle/qualifizierte Anleger.



Urs Ramseier, CIO & Gründungspartner von Twelve Capital, kommentiert die aktuelle Marktsituation und die erwarteten Auswirkungen auf die Versicherungswirtschaft.

“Das profunde Branchenverständnis von Twelve Capital ist in diesen turbulenten Zeiten zentral.”

Zusammenfassung

- Die anhaltende Kerninflation, das unsichere Wirtschaftswachstum und die rasch steigenden Zinsen haben bei einigen Finanzunternehmen strukturelle Probleme aufgezeigt. Diese wiederum verursachten eine breitete Marktvolatilität sowohl an den Aktien- als auch an den Anleihemärkten.
- Wir beobachten eine gewisse Besorgnis hinsichtlich der Liquiditätspositionen von Banken und Versicherern und glauben, dass Banken und Lebensversicherer einem erhöhten Liquiditätsrisiko ausgesetzt sind, auch wenn in den meisten Fällen die Liquiditätspuffer angemessen sind.
- Die Entscheidung der Schweizer Aufsichtsbehörde, dass AT1-Anleihen der Credit Suisse nicht bedient werden, erfordert eine Neubewertung der regulatorischen Risiken. Durch Spillover Effekte könnten sich Auswirkungen auch auf den RT1-Versicherungsbereich ergeben.
- Im derzeitigen Umfeld sind Versicherer besser positioniert als Banken. Dennoch glauben wir, dass es in beiden Teilsektoren defensive Unternehmen und Strukturen gibt, die gut positioniert sind, um sich in der aktuellen Marktsituation zu behaupten. Trotz Zurückhaltung sehen wir zunehmend attraktive Kaufgelegenheiten.
- Im Bereich der festverzinslichen Wertpapiere bevorzugen wir derzeit Tier-2 Papiere mit fester Laufzeit und begrenzter Verlustabsorption, die von grossen und gut diversifizierten Versicherungsgesellschaften mit soliden Investment-Grade Ratings ausgegeben werden. Bei Aktien haben wir Banken gegenüber Versicherern und breit diversifizierten Vermögensverwaltern untergewichtet.
- Solide Fundamentalanalysen und ein selektiver Investitionsansatz sind für Twelve Capital im gegenwärtigen Umfeld zentral.

Das aktuelle Umfeld setzt Banken und Versicherer potenziellen Risiken aus

Die Ersparnisse der privaten Haushalte in den USA und der EU sind in den letzten Jahren und während der Covid-Pandemie gestiegen, wobei diese grösstenteils in liquide Vermögenswerte wie Bargeld und Bankeinlagen investiert wurden. Auch Lebensversicherungen profitierten von Zuflüssen. Infolgedessen wuchs das Vermögen der Finanzunternehmen.

Sowohl Versicherungsgesellschaften als auch Banken verwalten grosse Wertpapierportfolios. In der Regel decken Versicherer Verbindlichkeiten gegenüber den Versicherungsnehmern mit Anleihen solventer Emittenten mit ähnlicher Laufzeit. Banken finanzieren ihre Einlagen meist über ihr traditionelles Kreditgeschäft, steuern ihren Liquiditätsbedarf aber auch mit festverzinslichen Wertpapieren.

Aufgrund gestiegener Zinsen, gab es für Kunden mehr Möglichkeiten, liquide Mittel in höher

rentierliche Anlagen zu investieren. Dies kann ein Anreiz sein, Bankeinlagen umzuschichten oder (als versicherungstechnische Konsequenz) Lebensversicherungsprodukte zu kündigen. Wir weisen darauf hin, dass der Rückkauf einer Lebensversicherung komplexer ist als die Auflösung einer Bankeinlage, da ein Rückkauf in der Regel mit Kosten verbunden ist, darunter Rückkaufgebühren in den ersten Jahren, der Verlust von Steuer- oder Erbschaftsvorteilen sowie Marktwertanpassungen, die den Versicherer schützen würden. Die Versicherer überwachen dieses Stornorisiko sorgfältig, und die meisten grossen börsennotierten Versicherer haben bei der Befragung zu den Jahresergebnissen 2022 keine wesentlichen Änderungen im Verhalten der Versicherungsnehmer festgestellt. Unterschiede bestehen jedoch nach Art des Vertriebs (Allfinanz und Finanzberater weisen eine höhere Stornowahrscheinlichkeit auf als Agenten) oder nach Kundensegment (die Stornowahrscheinlichkeit ist bei vermögenden Privatkunden höher als im Retail Bereich).

Eine weitere Folge des raschen Zinsanstiegs ist, dass der Marktwert der festverzinslichen Anlagen sinkt und zu nicht realisierten Marktwertverlusten führt. Je nach den verwendeten Rechnungslegungsstandards werden diese Verluste möglicherweise nicht vollständig in den Büchern ausgewiesen. Diese Situation wäre unproblematisch, wenn die Anlagen bis zur Fälligkeit gehalten und bei Ablauf zum Nennwert vollständig zurückgezahlt würden. Betrachtet man darüber hinaus die ausgeglichenen Bilanzen der Versicherer, so spiegeln sich Bewertungsänderungen bei den Vermögenswerten in der Regel in ähnlichen Bewegungen bei den Verbindlichkeiten wider, wodurch die Auswirkungen auf die Eigenmittel neutralisiert werden. Risiken entstehen jedoch, wenn Banken und Versicherer einen unvorhergesehenen Anstieg der Abhebungen von Kundengeldern erleben, der die Veräusserung von Vermögenswerten mit Verlust erfordert, um Barmittel zu generieren.

Sollte es zu einer Situation kommen, in der Kunden massiv ihre Konten schliessen oder ihre Policen stornieren, müssten Banken und Versicherer bis dato unrealisierte Anlageverluste realisieren. Dies würde wiederum ihre Liquiditätspuffer verringern und möglicherweise

ihre Kapitalposition beeinträchtigen. In gewissem Masse war dies auch bei der Silicon Valley Bank in den USA zu beobachten.

Wir denken, dass Versicherer im aktuellen Umfeld besser aufgestellt sind als Banken. Das durchschnittliche Solvenzkapitalniveau des Versicherungssektors ist hoch und liegt in den meisten Fällen deutlich über den intern festgelegten langfristigen Zielbereichen. Wir schätzen, dass die durchschnittliche Solvenz der 67 von uns untersuchten Unternehmen, die kürzlich Bericht erstattet haben, über dem 2,2-fachen des geforderten Minimums liegt, was einem grossen Puffer von EUR 462 Mrd. entspricht. Bei den US-Banken lag die CET1-Quote¹ insgesamt bei 12,1%, wobei die grössten Banken über beträchtliche zusätzliche Vorsorgekapitalpuffer verfügen. In Europa weisen die Banken eine komfortable Kapitalausstattung auf und ausserdem ein gutes durchschnittliches Verhältnis von hochwertigen liquiden Aktiva zu Abflüssen in Stressszenarien, von 148%. Alle Banken meldeten ein niedriges Niveau an Zahlungsausfällen.

Es gibt jedoch auch Banken mit einem schwächeren Risiko- und Aktiv-Passiv-Management. Dies gilt zum Beispiel für einige US-Regionalbanken, einem Teilssektor, in dem die aufsichtsrechtliche Überwachung tendenziell weniger streng ist als bei grösseren Instituten. Im Versicherungsbereich beobachten wir in bestimmten Fällen aggressivere Risikotoleranzen und eine Produktgestaltung, die sich als anfälliger für Veränderungen des makroökonomischen Umfelds erweist.

Mit der Verschlechterung der Lage einiger Banken stiegen die Bedenken auf dem Markt und das Regulierungsrisiko nahm zu

Im derzeitigen Marktumfeld, das durch eine anhaltende Kerninflation, ein unsicheres Wirtschaftswachstum und rasch steigende Zinsen geprägt ist, sind einige unternehmensspezifische Probleme an die Oberfläche getreten. Diese haben wiederum zu einer weit verbreiteten Marktvolatilität sowohl auf den Aktien- als auch auf den Anleihemärkten geführt.

Die jüngsten Ausschläge der Marktvolatilität waren vor allem auf den Zusammenbruch der Silicon Valley Bank in den USA und auf Liquidi-

¹ Common Equity Tier.

tätsprobleme bei der Credit Suisse zurückzuführen, die dazu führten, dass die UBS ihren heimischen Konkurrenten in einem von der Schweizer Aufsichtsbehörde (FINMA), der Schweizerischen Nationalbank und der Schweizer Regierung orchestrierten Schritt übernahm.

In beiden Fällen griffen die Regulierungsbehörden / Zentralbanken ein, um sicherzustellen, dass ausreichend Liquidität zur Verfügung gestellt wurde, um die Einleger zu entschädigen und eine Ansteckung zu verhindern. Die politi-

Wir glauben, dass das Hauptaugenmerk der Regulierungsbehörden in Europa und den USA darauf liegt, die Marktteilnehmer zu beruhigen, dass eine Ansteckung im Bankensektor nicht zu befürchten ist.

schen Entscheidungsträger in den USA sind fest entschlossen, alle notwendigen Massnahmen zu ergreifen, um die Sicherheit der Ersparnisse der Einleger zu gewährleisten. Wir glauben, dass das Hauptaugenmerk der Regulierungsbehörden in Europa und den USA darauf liegt, die Marktteilnehmer zu beruhigen, dass eine Ansteckung im gesamten Bankensektor nicht zu befürchten ist.

In dem Bestreben, ein Gleichgewicht zwischen der Beruhigung der Einleger und der Stabilität des Schweizer Finanzplatzes zu finden, beschloss die FINMA jedoch, dass nachrangige Anleihen der Credit Suisse abgeschrieben werden. Dies bedeutet, dass Investoren in diesen Anleihen schlechter gestellt werden als Aktieninvestoren. Dieser Schritt hat die typische Reihenfolge in der Kapitalstruktur auf den Kopf gestellt und den Markt dazu veranlasst, das Risiko eines regulatorischen Eingriffs neu zu bewerten. Er erhöht auch das Risiko einer negativen Bewertung der nachrangigeren "Restricted Tier 1"-Versicherungsanleihen (das Versicherungsäquivalent zu AT1-Anleihen von Banken).

Darüber hinaus hat das Drängen der Behörden auf eine rasche Fusion der beiden Schweizer Banken, ohne die übliche Praxis, die Transaktion den Aktionären zur Abstimmung vorzulegen, zu einem höheren wahrgenommenen regulatorischen Risiko beigetragen.

Die Ereignisse bei der SVB und der CS haben einige Bedenken hinsichtlich der Liquiditätslage

von Banken und Versicherungen geschürt. Innerhalb des Finanzsektors sind Banken und Lebensversicherer unserer Ansicht nach dem Liquiditätsrisiko am stärksten ausgesetzt, auch wenn die Liquiditätspuffer in den meisten Fällen angemessen sind. In der Tat scheinen die Probleme der SVB unternehmensspezifisch zu sein, während die Probleme der Credit Suisse eher mit der langfristigen Stabilität der Gruppe, der Behandlung der Aktionäre und den Verlusten der Anleihegläubiger zusammenzuhängen scheinen. Andererseits verfügen die grossen nordamerikanischen und europäischen Banken unseres Erachtens über eine bessere Diversifizierung der Aktiva und Passiva und eine komfortable Liquiditätsposition. Darüber hinaus beobachtet Twelve Capital den Bestand an liquiden Mitteln und hochliquiden Vermögenswerten der Versicherer sowie die Entwicklung der Stornoquoten von Sparverträgen genau. Für Schaden-, Unfall-, Kranken- und Unfallschutzversicherer ist das Liquiditätsrisiko gering.

Twelve Capital verfolgt einen defensiven Ansatz, da die mittelfristige Unsicherheit voraussichtlich anhalten wird

Die politischen Entscheidungsträger werden in den nächsten Monaten ein heikles Gleichgewicht zwischen der Senkung der Inflation und der Vermeidung einer Verschärfung der Sorgen um den Finanzsektor finden müssen: Sie waren gezwungen, Liquidität in ein System einzuspeisen, in dem die Politik eigentlich noch restriktiv ist. Die Inflation zeigt zwar Anzeichen einer Abschwächung, ist aber immer noch hoch und die Realzinsen sind negativ.

Darüber hinaus werden sich die Anleger auf ein höheres wahrgenommenes Risiko regulatorischer Eingriffe einstellen müssen, was die langfristige Risikoprämie für die Allokation in Finanzwerte erhöhen könnte.

Twelve Capital konzentriert sich in dieser Zeit der Marktunsicherheit darauf, die von ihr verwalteten Portfolios defensiv zu positionieren. Wir bevorzugen derzeit Versicherer gegenüber Banken und glauben, dass es in beiden Teilspektoren defensiv ausgerichtete Unternehmen gibt, die gut positioniert sind, um sich in der aktuellen Marktvolatilität zu behaupten. Darüber hinaus könnten sich interessante Kaufgelegenheiten ergeben.

In diesem Zusammenhang ist die Konzentration von Twelve Capital auf eine solide Fundamentalanalyse der einzelnen Emittenten und Instrumente zusammen mit einem selektiven

Der Schwerpunkt von Twelve Capital liegt auf einer soliden Fundamentalanalyse der einzelnen Emittenten und Instrumente sowie auf einem selektiven Anlageansatz.

Investitionsansatz von zentraler Bedeutung. Im Bereich der festverzinslichen Wertpapiere bevorzugen wir Tier-2 Anleihen mit fester Laufzeit, die eine begrenzte Verlustabsorption aufweisen (im Gegensatz zu AT1 und RT1). Wir bevorzugen auch Instrumente, die von grossen und gut

diversifizierten Mehrspartenversicherern mit solidem Investment Grade Rating ausgegeben werden. In unseren Aktienportfolios lautet unsere Top Down Schlussfolgerung in Bezug auf Banken, dass wir eher zurückhaltend bleiben und eine Untergewichtung gegenüber Versicherungen und Vermögensverwaltern vornehmen.

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

Über Twelve Capital

Twelve Capital ist ein unabhängiger Investment Manager, der sich auf Versicherungsanlagen für institutionelle Kunden spezialisiert hat. Die Anlageexpertise umfasst die gesamte Bilanz, einschliesslich Versicherungsanleihen, Insurance Private Debt, Katastrophenanleihen, Private Insurance-Linked Securities und Equity. Darüber hinaus werden Multi Asset Portfolios angeboten. Das Unternehmen wurde im Oktober 2010 gegründet und befindet sich mehrheitlich im Besitz der Mitarbeiter. Bürostandorte sind in Zürich, München und London.

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 MiFID II.

Es handelt sich um Marketingmaterial im Sinne von FIDLEG.

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. Weitere regulatorische Informationen über unsere Unternehmen können in den jeweiligen Disclosure Broschüren in der "Regulatory" Sektion unserer Website abgerufen werden.

© 2023 Twelve Capital. Alle Rechte vorbehalten