

The background of the slide is a dark blue grid with various financial charts and data points. There are line graphs, bar charts, and numerical values scattered across the grid. Some values include percentages like 58.49%, 12.47%, and 13.39%, and other numbers like 95.84, 79.60, 63.85, 37.93, 15.22, 4.59, 27.08, 11.77, 78.64, 15.22, 95.84, 79.60, 63.85, 37.93, 12.47%, +15.22, 4.59, 27.08, 11.77, 78.64, 34.89, 43.86, 12.47, 49.39, 34.44, 48.29, 16.67, 63.85, 13.39%, +49.39, 38.19, 3.09, 78.64, 34.89, 43.86, 12.47, 16.78, 58.34%, +53.86, 94.92, 4.43. The charts are rendered in a light blue color, creating a technical and data-driven aesthetic.

# TWELVE CAPITAL INSURANCE BOND STRATEGIE

## Q1 2023 Rückblick

**April 2023**



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

**Marketingmaterial nur für professionelle/qualifizierte Anleger.**



**Dinesh Pawar**, Head of Insurance Bonds bei Twelve Capital, gibt einen aktuellen Überblick über den Markt für Versicherungsanleihen.

**“Der Versicherungssektor hat sich aus fundamentaler Sicht weiterhin als widerstandsfähig erwiesen.”**

### Zusammenfassung

- Das erste Quartal 2023 war ein schwieriger Start für die Märkte: anhaltende Inflation, Unsicherheiten über die Zinspolitik der Zentralbanken und Befürchtungen über das Ansteckungsrisiko der Banken.
- Der Konkurs der Silicon Valley Bank (SVB) und die erzwungene Fusion der Credit Suisse (CS) mit der UBS führten zu einer grossen Krise an den Finanzmärkten weltweit. Die vollständige Abschreibung der AT1 Papiere der Credit Suisse löste nicht nur bei den Inhabern der CS Papiere grosse Verunsicherung aus, sondern auch bei vielen Anlegern, die ihre Bestände an AT1 Bankschuldtiteln in allen Finanzsektoren neu bewerteten.
- Es gibt grundlegende Unterschiede zwischen Banken und Versicherern und wir glauben, dass die Versicherer besser aufgestellt sind.
- Der Versicherungssektor hat sich aus fundamentaler Sicht weiterhin als widerstandsfähig erwiesen, und die Spread Ausweitung bei Versicherungsanleihen stand im Einklang mit einem schlechteren Marktumfeld.

### Marktzusammenfassung

Die Ereignisse der letzten Wochen waren eine grosse Herausforderung für das globale Bankensystem. Es ist noch unklar, welche längerfristigen Auswirkungen sich für kleinere und weniger regulierte Banken in den USA oder für europäische Banken in einem Umfeld ergeben werden, in dem die Gefahr einer Rezession und eines Anstiegs der notleidenden Kredite (NPL) wächst. Klar ist, dass sich das Bankensystem wieder einmal anfällig für einen Bank Run (schneller Abzug von Einlagen) gezeigt hat, wie im Fall der SVB, oder im Fall der Credit Suisse für einen völligen Mangel an Vertrauen in die Zukunft.

Der Versicherungssektor litt eher unter sekundären Effekten in Form von Spread Ausweitungen. Die grösste Volatilität bei den Banken war bei den nachrangigsten AT1 Anleihen zu verzeichnen, die in einigen Fällen um fast 20 Punkte fielen, bevor sie sich teilweise wieder erholten. Glücklicherweise gaben Versicherungsanleihen im RT1 Universum nur 5-8

Punkte ab und erholten sich schnell wieder, da sich die Märkte bewusst waren, dass die Krise in erster Linie ein Bankenproblem und kein Problem des Versicherungssektors war.

Die Renditen von Versicherungsanleihen (siehe Tabelle 1) sind noch immer so attraktiv wie seit zwölf Jahren nicht mehr. Noch wichtiger ist jedoch, dass die jüngste Krise im Bankensektor die Anleger ermutigen sollte, ihre Allokation im Bankensektor, insbesondere in AT1 Strukturen, zu überdenken und möglicherweise in einen defensiveren Sektor, nämlich Versicherungsanleihen, zu allokalieren.

Globale Finanzkreditfonds wurden durch die jüngste Bankenkrise erheblich in Mitleidenschaft gezogen, was grösstenteils auf ihr Engagement in Strukturen des Typs AT1 zurückzuführen ist. Die Volatilität bei RT1 Versicherungsanleihen wies dabei einen erhöhten Grad an Korrelation zu AT1 Bankstrukturen auf. Wir würden uns wünschen, dass sich dieser Teilssektor im Laufe der Zeit entwickelt, obwohl wir davon ausgehen, dass die jüngsten Ereignisse

das Angebot zumindest kurzfristig beeinträchtigen werden. Zum Vergleich: Das Universum der RT1 Versicherungsanleihen ist mit einem Volumen von ca. EUR 19 Mrd. immer noch klein

und nur geringfügig grösser als der Gesamtbeitrag der AT1 Anleihen der Credit Suisse, die abgeschrieben wurden.

**Tabelle 1: Laufende Renditen bei Versicherungsanleihen**

Klassifizierung des Kapitals/Währung	Merkmale	GBP	EUR	USD
<b>Solvency II - T1 (RT1)</b>	Kapitalverlustabsorbierend mit Eigenkapitalumwandlungsfunktion / kündbarem Kupon	YTBB = 9.63% Duration = 5.51	YTBB = 7.45% Duration = 5.67	YTBB = 8.13% Duration = 4.01
<b>Solvency II - T2</b>	Benchmark-Transaktionen mit breiter Anlegerbasis  Umfasst auch höher rentierliche Tier-2-Strukturen, von denen einige als 10-Jahres-Bullet-Strukturen aufgelegt wurden	YTBB = 7.02% Duration = 5.56	YTBB = 5.87% Duration = 4.61	YTBB = 6.61% Duration = 8.32
<b>Solvency II - T3</b>	Häufig Bullet-Strukturen mit einer Laufzeit von 5 bis 10 Jahren	YTBB = 6.63% Duration = 2.89	YTBB = 4.92% Duration = 4.20	N.A.
<b>Senior</b>	Unbesicherte Schuldtitel, die weniger nachrangig als Tier 3 sind und nicht als regulatorisches Kapital anerkannt werden	YTBB = 5.13% Duration = 7.89	YTBB = 3.63% Duration = 4.50	YTBB = 3.58% Duration = 6.17

Quelle: Twelve Capital. Per 31. März 2023. Tabelle zeigt, wo verschiedene Strukturen innerhalb des Universums der Versicherungsanleihen derzeit gehandelt werden. YTBB: Yield to buy back = Ertrag beim erwarteten Rückkauf

### Unterschiede zwischen Banken und Versicherern

Wir sind der Meinung, dass es für Anleger im aktuellen Marktumfeld wichtig ist, die Unterschiede zwischen Banken und Versicherern zu verstehen. Zunächst gibt es wichtige Unterschiede in ihren Bilanzstrukturen sowie in den Risiken und Anlagestrategien, die durch die Art ihrer zugrunde liegenden Geschäftsmodelle bedingt sind: Während das Hauptziel der Banken die Fristentransformation ist, liegt der Schwerpunkt der Versicherer auf der Fristenkongruenz.

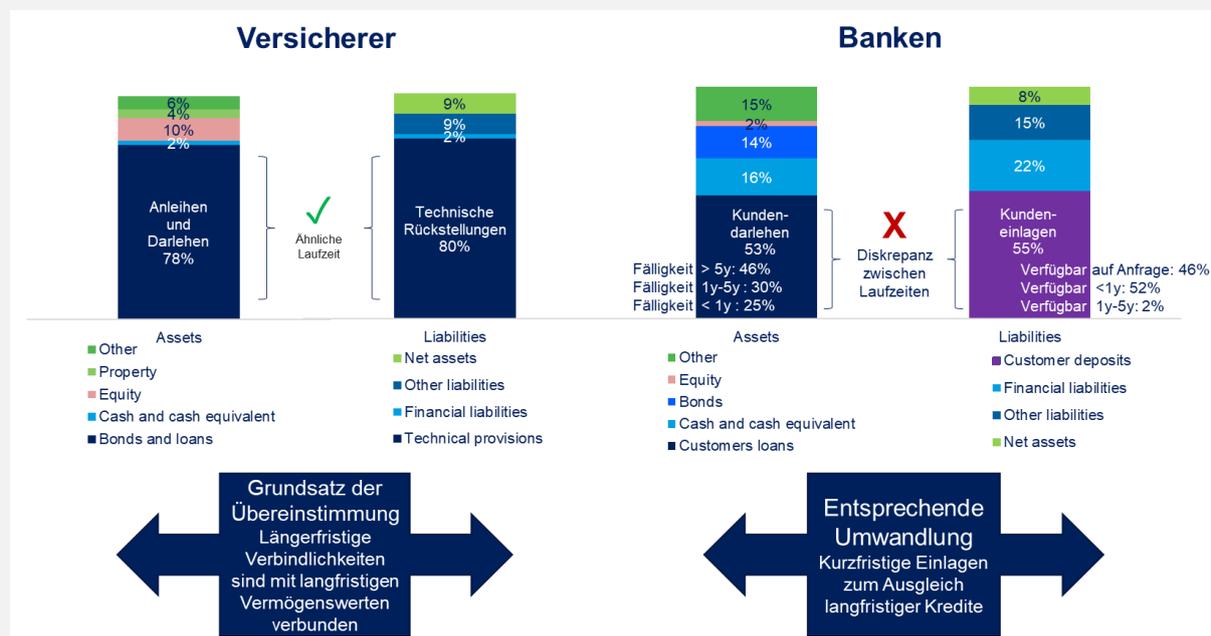
Die Verbindlichkeiten der Banken bestehen hauptsächlich aus kurzfristigen Einlagen, die in längerfristige, typischerweise illiquide Kredite investiert werden. Dies führt zu einer mechanischen Durationsinkongruenz und setzt Banken einem Liquiditätsrisiko aus. Banken werden dadurch anfälliger für Kapitalabflüsse aufgrund

mangelnden Vertrauens, wie dies im Jahr 2023 und während der Finanzkrise 2008/2009 zu beobachten war.

Versicherer haben in der Regel vorhersehbare Verbindlichkeiten oder vertraglich festgelegte Zahlungen mit einer Duration, die auf Vermögenswerte mit ähnlicher Laufzeit abgestimmt werden kann. Die Vermögenswerte weisen zudem in den meisten Fällen ein hohes Rating und eine hohe Liquidität auf.

Darüber hinaus sind Versicherungsprodukte für die Versicherungsnehmer in der Regel illiquide (z. B. Sachversicherungen, Risikolebensversicherungen, Rentenversicherungen), und selbst das Versicherungssparen ist häufig weniger dem Rückgaberrisiko ausgesetzt als Bankeinlagen, was das Liquiditätsrisiko für die Versicherer weiter verringert.

Abbildung 1: Versicherungsbilanzen im Vergleich zu Banken



Quelle: Twelve Capital. Per März 2023.

Es ist wichtig darauf hinzuweisen, dass es ein zentrales Thema der Bankenregulierung nach der Finanzkrise ist, dass Banken über Sanierungs- und Abwicklungspläne verfügen. Die Regulierungsbehörden sollen so alle notwendigen Instrumente zur Verfügung haben, um den Ausfall einer Bank schnell zu bewältigen und damit eine Ansteckung des Finanzsystems im weiteren Sinne und Verluste für die Steuerzahler zu begrenzen.

Im Gegensatz zu Banken ist die Grösse von Versicherern nicht unbedingt ein verlässlicher Indikator für ihr systemisches Risikopotenzial. Je stärker ein Versicherer diversifiziert ist und je mehr unabhängige Risiken versichert werden, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit, dass ein einzelnes Ereignis eine Auszahlung auslöst, die das Unternehmen überfordert. Versicherer sind weniger anfällig für sehr plötzliche Marktzusammenbrüche und schwierige Situationen können von den Regulierungsbehörden besser bewältigt werden.

Obwohl es in den meisten Märkten noch keine definierten Abwicklungsverfahren für Versicherungsunternehmen gibt, ist die Europäische Union dabei, die Abwicklungsverfahren in ihren verschiedenen Ländern zu standardisieren.

Schliesslich weisen wir darauf hin, dass von Versicherungsunternehmen begebene nachrangige Schuldtitel in der Regel Verlustabsorptionsmechanismen aufweisen, die entweder eine Umwandlung in Eigenkapital oder Kapitalzuschreibungsmechanismen umfassen, die für die Anleger weniger nachteilig sind als eine dauerhafte Abschreibung.

### Die Fundamentaldaten bleiben solide

Die Versicherer haben sich im derzeitigen Umfeld gut behauptet. Insbesondere diversifizierte Multiline Anbieter haben von ihrer starken Risikodiversifizierung nach Regionen, Sparten und Vertriebskanälen profitiert. Wir haben beobachtet, dass die eher auf Lebensversicherungen ausgerichteten Anbieter von den Auswirkungen der höheren Zinsen auf ihr Garantiegeschäft profitierten (was zu geringeren Kapitalanforderungen führte). Allerdings ergeben sich aus den rasch steigenden Zinsen einige Herausforderungen, da das Stornorisiko zunimmt (d. h. das Risiko, dass Versicherungsnehmer ihre bestehende Police aufgeben, um eine neue zu besseren Bedingungen zu kaufen).

In der Schaden- und Unfallversicherung, die sich auf gewerbliche Sparten konzentriert,

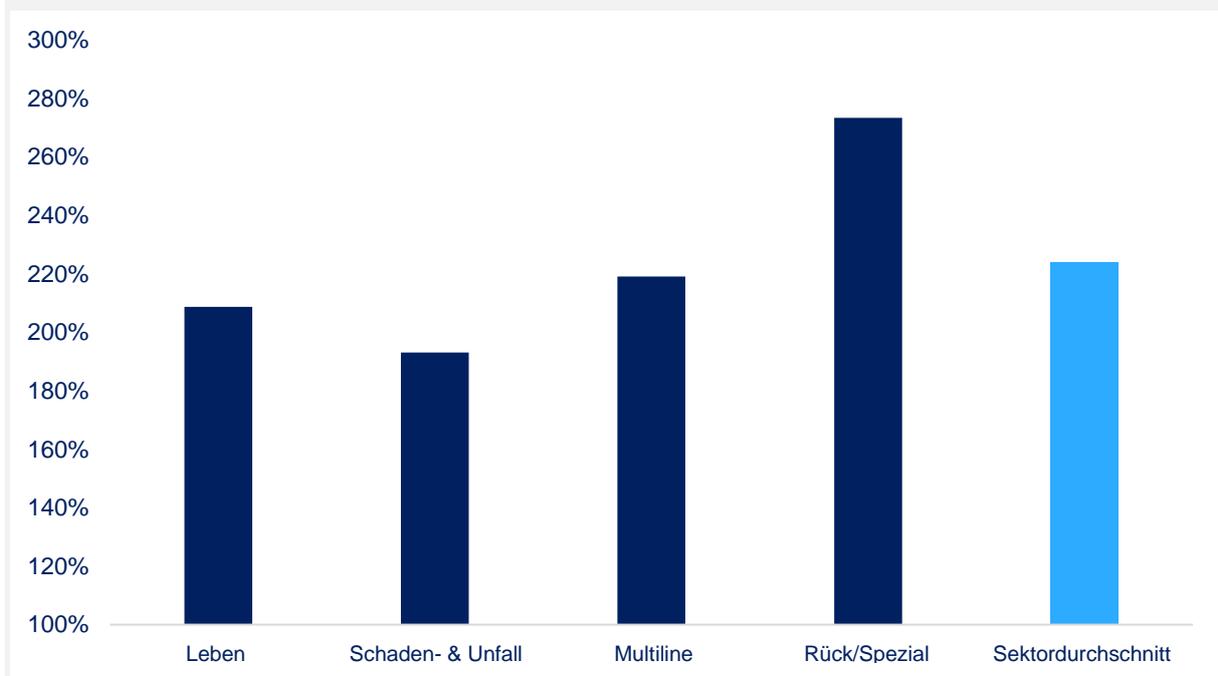
konnten die Erhöhungen der Versicherungstarife die höhere Inflation mehr als ausgleichen, und sie schnitten in der Regel besser ab als Versicherer, die sich auf private Sparten konzentrieren, insbesondere auf wettbewerbsintensiven Märkten wie Spanien und Grossbritannien.

2022 war eines der intensivsten Jahre für Rückversicherer und Spezialanbieter, da die Naturkatastrophenschäden deutlich über dem 10-Jahres Durchschnitt der Branche lagen. Die Rückversicherungskapazitäten für 2023 sind begrenzt, da viele wichtige Akteure aus dem Katastrophenrisikogeschäft aussteigen oder es

reduzieren (z. B. AXA-XL, SCOR). Die Rückversicherungsprämien steigen daher, was den Rückversicherern zugutekommt, da sie ihre Reservepuffer aufstocken, ihre Margen erhöhen und beim Underwriting von Katastrophenrisiken selektiver vorgehen können.

Abschliessend weisen wir erneut darauf hin, dass sich die Solvenzkapitalquoten nach wie vor auf einem historisch hohen Niveau befinden und im Durchschnitt deutlich über dem von den jeweiligen Aufsichtsbehörden geforderten Minimum von 2,0x liegen (siehe Abbildung 2).

**Abbildung 2: Solvenzkapitalquoten nach Teilsektoren per 31. Dezember 2022**



Quelle: Twelve Capital. Per 31. Dezember 2022.

## Zu den wichtigsten Risiken im Zusammenhang mit Anlagen in Versicherungsanleihen gehören

### **Konzentration auf einen Wirtschaftszweig:**

Wenn ein Portfolio von einer Branche oder einem Marktsegment (z. B. der Versicherungsbranche) dominiert ist, führt dies zu einer Risikokonzentration. Somit erhöht sich die Wahrscheinlichkeit, dass ein einzelnes Ereignis einen grossen Effekt haben kann.

**Gegenparteirisiko:** Es besteht die Möglichkeit, dass die Gegenpartei in einem Kredit- oder Handelsgeschäft ihren Teil der Vereinbarung nicht erfüllt und den vertraglichen Verpflichtungen nicht nachkommt.

**Zinsrisiko:** Wertpapiere mit festen Kupons können von sich ändernden Zinssätzen beeinflusst werden, die den Marktwert einer Anleihe verringern oder erhöhen können.

**Marktrisiko:** Der Preis von Anlagen kann schwanken und sinken aufgrund von Faktoren, die sich auf die Finanzmärkte im Allgemeinen oder auf bestimmte Branchen, Sektoren, Unternehmen, Länder oder Regionen, die im Portfolio vertreten sind, auswirken.

### **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. Diese Zulassung bedeutet in keiner Weise, dass die FCA die Qualifikation von Twelve Capital (UK) Limited zur Erbringung der in diesem Dokument beschriebenen Beratungsdienste bestätigt hat. 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