

# TWELVE CAPITAL INSURANCE BOND STRATEGIE

## Markt-Update

August 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 ist derzeit einer der attraktivsten Sektoren im Bereich Investment Grade.”**

### Zusammenfassung

- Der Versicherungssektor hat sich in der schwierigen ersten Jahreshälfte 2023 gut behauptet, vor allem im Vergleich zum breiteren Gesamtmarkt. Wir sind überzeugt, dass er auch dann widerstandsfähig sein wird, wenn die Märkte in der zweiten Jahreshälfte volatil bleiben.
- Die erste Jahreshälfte 2023 war geprägt von den Problemen der US-Regionalbanken, den Verlusten, die den AT1-Inhabern der Credit Suisse auferlegt wurden und die viele Anleger dazu veranlassten, diesen Strukturen gegenüber vorsichtiger zu sein, sowie von den fortgesetzten Zinserhöhungen der Zentralbanken, um die Inflation zu zügeln.
- In einem rezessiven Umfeld mit höheren Zinsen sind die Versicherer unserer Meinung nach besser positioniert als andere Unternehmenssektoren, insbesondere Unternehmen mit höherem Fremdkapitalanteil.
- Die Versicherungsunternehmen haben im bisherigen Jahresverlauf eine solide Solvenz und robuste Gewinne erzielt, was die defensive Natur des Sektors im derzeitigen wirtschaftlichen Umfeld festigt.
- Angesichts der aktuellen Renditen sind Investment Grade-Anleihen als Einstiegsmöglichkeit sehr attraktiv geworden, aber auch für viele Anleger eine Möglichkeit, ihre festverzinslichen Anlagen angesichts der schwierigeren makroökonomischen Trends neu zu positionieren.
- Nach Ansicht von Twelve Capital und unter Berücksichtigung der Markttendenzen ist der Versicherungssektor derzeit einer der attraktivsten im Bereich Investment Grade.

### Markt-Update

#### *Aktivere Anleiheemissionen im 2. Quartal*

Der Sektor der nachrangigen Versicherungsanleihen verzeichnete im 2. Quartal 2023 eine verstärkte Aktivität auf dem Primärmarkt und eine Handvoll Emittenten begann mit der Refinanzierung von Anleihen, die 2023/2024 fällig werden. Die Neuemissionen beliefen sich im 2. Quartal 2023 auf insgesamt mehr als EUR 6 Mrd. gegenüber etwas weniger als EUR 1 Mrd. im 1. Quartal 2023. Trotz dieses jüngsten Anstiegs liegt der Gesamtbetrag der Neuemissionen im Jahresvergleich um 18% niedriger. Die Spreads bei der Emission waren im 2. Quartal

2023 für die Anleger attraktiv, mit einem durchschnittlichen Spread von über 300 Basispunkten für datierte Anleihen, verglichen mit einem durchschnittlichen Spread von etwas über 250 Basispunkten im Jahr 2022. Wir haben auch ein grösseres Interesse von Seiten der Investoren festgestellt, da die Auftragsbücher überzeichnet waren. Darüber hinaus emittierte Royal London die erste RT1-Anleihe.

Insgesamt erwarten wir für die kommenden Quartale einen Refinanzierungsbedarf der europäischen Versicherer in der Grössenordnung von EUR 14 Mrd. Dies sollte zahlreiche neue Investitionsmöglichkeiten bieten.

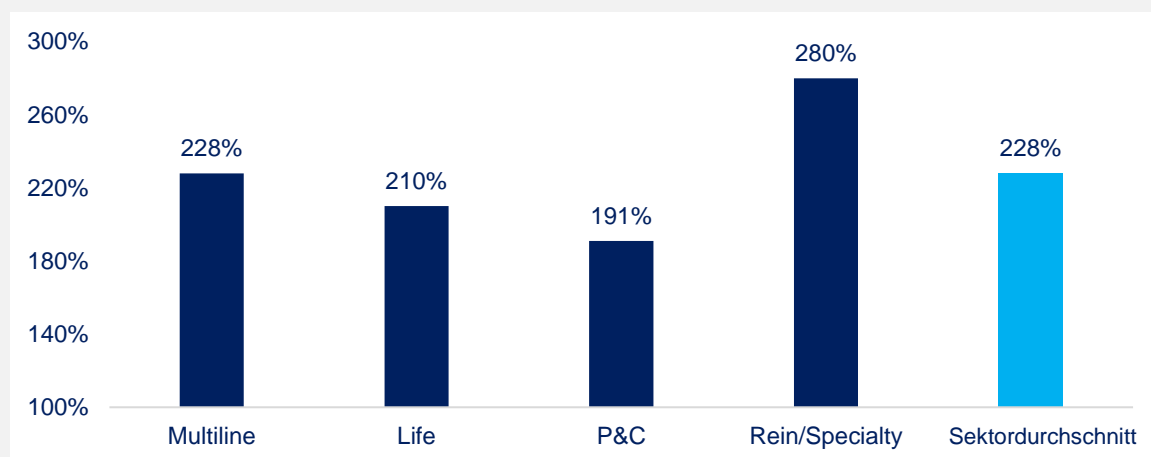
In einem Umfeld höherer Zinsen bleiben wir vorsichtig, was das Extension Risk betrifft, d.h. das Risiko, dass eine kündbare Anleihe nicht zum nächsten Kündigungstermin gekündigt wird. Es ist jedoch hervorzuheben, dass Versicherungsanleihen, die bei institutionellen Anlegern platziert wurden, durchweg zu ihrem ersten Kündigungstermin gekündigt wurden, was von der strengen Disziplin der Versicherer zeugt, Anleihen zu kündigen, sobald sie kündbar werden. Ein Ausreisser war Liverpool Victoria, die unseres Wissens der erste und einzige Versicherer ist, der eine Solvency II-konforme Anleihe nicht zum ersten Kündigungstermin kündigte. Dennoch hat er 40% der Anleihe zum Nennwert angedient und den Anlegern damit einen Teilausstieg ermöglicht. Liverpool Victoria tätigt nur selten Emissionen, und wir betrachten ihre Entscheidung, die Anleihe nicht zu kündigen, als einen Einzelfall.

#### Halbjahresergebnisse stützen Kreditwürdigkeit

Die Unternehmen, die ihre Ergebnisse für das erste Halbjahr 2023 vorgelegt haben, weisen starke Solvenzquoten auf, insbesondere die französischen Lebensversicherer, was auf die stabileren EUR-Zinsen im 2. Quartal 2023 zurückzuführen ist.

Unternehmen, die in der Sachversicherung engagiert sind, meldeten solide Gewinne aufgrund der gestiegenen Prämien in diesem Bereich. Auf der Privatkundenseite bleibt der spanische Kfz-Markt aufgrund von Inflation und Wettbewerb eine Herausforderung, wie Grupo Catalana Occidente und Mapfre berichten, während der britische Kfz-Markt ermutigende Anzeichen für eine verbesserte voraussichtliche Rentabilität aufweist. Die britischen Lebensversicherer schliesslich meldeten einen starken Anstieg der Prämien auf dem Markt für Rentenversicherungen, der nach unseren Erwartungen auch für den Rest des Jahres sehr aktiv bleiben wird.

**Abbildung 1: Solvenzquoten nach Teilsektoren - zuletzt gemeldet**



Quelle: Twelve Capital. Per 23. August 2023.

Zu den Massnahmen der Ratingagenturen in der ersten Jahreshälfte gehörte die Entscheidung von Fitch, den Ausblick für das langfristige Emittentenausfallrating der Utmost Group von stabil auf positiv zu ändern, nachdem es im Juni 2022 heraufgestuft worden war; eine mögliche

Heraufstufung würde die RT1-Schuldtitel auf Investment Grade bringen (die Anleihe wird derzeit mit BB+ bewertet). Die Agentur gibt an, dass eine vollständige Heraufstufung innerhalb der nächsten 12 bis 24 Monate erfolgen könnte. Fitch hat auch den Ausblick für Axa und Ethias

von stabil auf positiv geändert, während S&P die Ausblicke für Munich Re und Swiss auf positiv bzw. stabil verbessert hat.

Positiv zu vermerken ist auch, dass die kürzlich überarbeitete Versicherungsregulierung in der Schweiz möglicherweise zu einer verstärkten Emission von Schuldtiteln in der Region führen wird.

Das geänderte Schweizer Versicherungsaufsichtsgesetz wird am 1. Januar 2024 offiziell in Kraft treten. Als Teil davon wird eine 10-jährige Bestandsschutzfrist für ausstehende Schulden eingeführt, ähnlich der Regelung unter Solvency II. Nach dem 31. Dezember 2033 sollten die bestehenden Schweizer Tier-2-Instrumente ihren Wert als regulatorisches Kapital verlieren, während ab dem nächsten Jahr die neu eingeführten Tier-1- und Tier-2-Anleihen auf den Markt kommen werden.

#### *M&A-Tätigkeit war relativ hoch*

Die Konsolidierung auf dem Markt geht weiter. Wir haben beobachtet, dass Liberty Mutual sein Nicht-US-Geschäft an Generali (vor allem das europäische Nichtlebensgeschäft) und Talanx (die lateinamerikanischen Einheiten) verkauft hat. Beide Übernahmen werden dazu beitragen, die Position der Käufer in einigen ihrer ausländischen Märkte erheblich zu stärken.

Aegon kündigte die Veräußerung seines britischen Einzelversicherungsgeschäfts an Royal

London an, zunächst über eine Rückversicherungstransaktion, gefolgt von einer gesetzlichen Part VII-Übertragung im Jahr 2024.

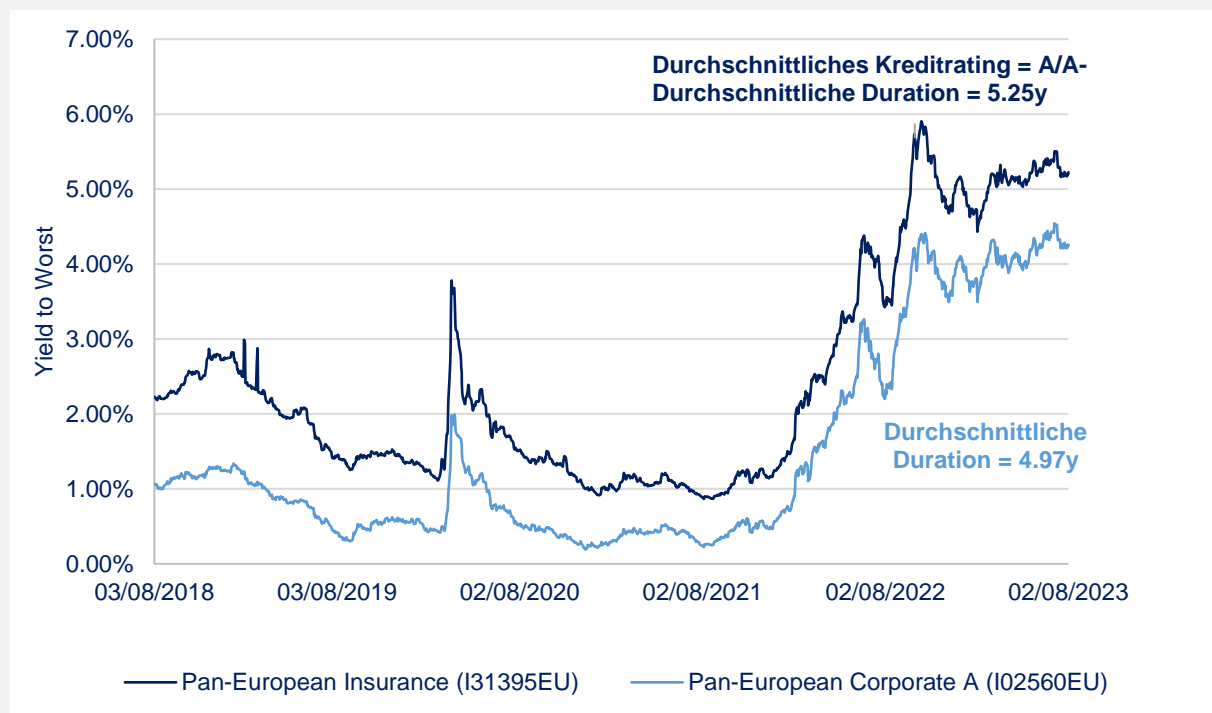
Aegon gab ausserdem bekannt, dass es seinen rechtlichen Sitz auf die Bermudas verlegt hat. Das Unternehmen wird jedoch weiterhin seinen Hauptsitz in den Niederlanden haben und dort steuerlich ansässig sein, wobei keine unmittelbaren wesentlichen Auswirkungen auf die Solvenzquote der Gruppe erwartet werden.

#### **Relative Value von Versicherung Investment Grade-Anleihen sieht attraktiv aus**

Investment Grade-Anleihen gelten im Vergleich zu Hochzinsanleihen aufgrund ihrer besseren Bonität, der geringeren historischen Ausfälle und der finanziellen Stärke ihrer Emittenten als sicherere Anlagen. Twelve Capital ist der Ansicht, dass Anleger Versicherungsanleihen im Rahmen ihrer Investment Grade-Allokation in Betracht ziehen sollten.

In der Vergangenheit wurden Versicherungsanleihen im Vergleich zu anderen Sektoren des Investment Grade-Universums stets mit einem Aufschlag gehandelt, den Twelve Capital als "Komplexitätsprämie" bezeichnet.

**Abbildung 2: Insurance Bonds vs. Corporate Bond Indizes**

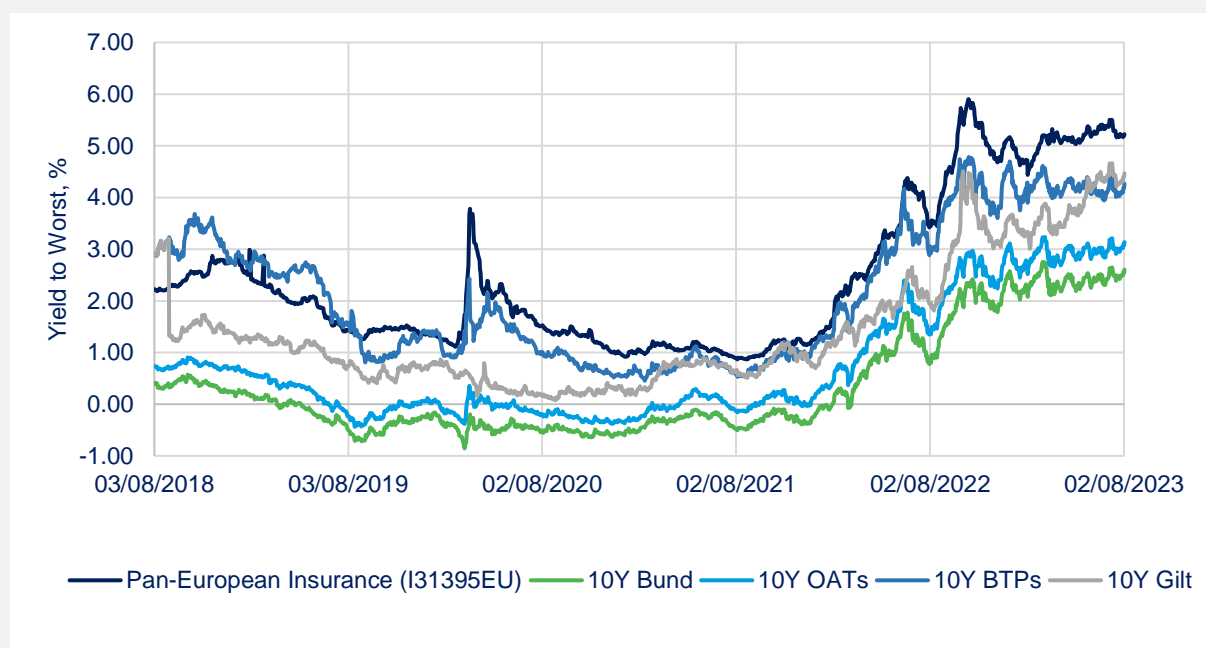


Quelle: Twelve Capital. Per 2. August 2023. Bloomberg Pan-Euro Corporate Insurance, EUR Unhedged (I31395EU) – Der Index ist eine Untergruppe des Bloomberg Pan-European Corporate Index und misst den Markt für Anleihen, die von Versicherungsunternehmen ausgegeben werden und auf verschiedene europäische Währungen lauten. Bloomberg Pan-European Aggregate: Corporate A, EUR Unhedged (I02560EU) – Der Index ist eine Untergruppe des Bloomberg Pan-European Corporate Index und misst den Markt für Unternehmensanleihen mit einem Rating im Bereich [A+, A, A-], die auf verschiedene europäische Währungen lauten.

Betrachtet man die Renditen der letzten fünf Jahre, so lag die "Komplexitätsprämie" von Versicherern um 100 Basispunkte über den Unternehmensindizes mit ähnlichem Rating und ähnlicher Duration. Dies entspricht dem gegenwärtigen Niveau, was sie zu einem sehr attraktiven Einstiegspunkt für Anleger macht.

Das Gleiche gilt für den Vergleich der Renditen von Versicherungsanleihen mit risikofreien Benchmark-Sätzen. Die Durchschnittsrendite einer Versicherungsanleihe liegt derzeit zwischen 5 und 6.5%.

**Abbildung 3: Insurance Bonds vs. Governments**



Quelle: Twelve Capital. Per 2. August 2023.

Twelve Capital ist der Ansicht, dass die Diskrepanz bei den Versicherungsrenditen die Anleger angesichts der Besonderheiten des Sektors überkompensiert:

**Hohe Kreditqualität und geringes Ausfallrisiko:** Investment Grade-Versicherungsanleihen werden von Unternehmen mit hoher Kreditwürdigkeit ausgegeben. Bei diesen Emittenten wird davon ausgegangen, dass sie nur ein geringes Risiko haben, ihren Verpflichtungen nicht nachkommen zu können.

**Vielfältige Geschäftsfelder:** Der Versicherungssektor kann in verschiedene Kategorien unterteilt werden: Leben, Nicht-Leben, Rückversicherer und Sparten. Eine gute Diversifikation kann erreicht werden, indem zu etablierten Emittenten in verschiedenen Geschäftsbereichen und Regionen alloziert wird.

**Geringere Volatilität:** Versicherungsanleihen weisen im Allgemeinen eine geringere Preisvolatilität auf als risikoreichere Anlagen wie Aktien oder hochverzinsliche Anleihen (Junk Bonds). Dadurch eignen sie sich für Anleger, die Kapitalerhalt und Stabilität in ihren Portfolios anstreben.

**Geringeres Zinsänderungsrisiko:** Angesichts der Vielfalt der Anleihen, die Versicherungsgesellschaften ausgeben können, von unbefristeten bis hin zu endfälligen Strukturen, können Portfolios so zusammengestellt werden, dass das Durationsmanagement optimiert wird.

**Die Fundamentaldaten bieten Schutz bei einer Verschlechterung des makroökonomischen Umfelds**

Twelve Capital ist nach wie vor zuversichtlich, dass der Versicherungssektor einem schwachen makroökonomischen Umfeld standhalten und von längerfristig höheren Zinsen profitieren kann.

Mehrere Faktoren tragen zur Widerstandsfähigkeit von Versicherungsgruppen bei:

- Eine verstärkte aufsichtsrechtliche Kontrolle, die durch die Einführung von Solvency II in Europa seit 2016 veranschaulicht wird und die regelmäßige Stresstests zur Bewertung der Widerstandsfähigkeit des Sektors gegenüber verschiedenen Marktchocs beinhaltet.



- Die Reaktion der Branche auf die verschärfte Regulierung, die erhebliche Investitionen in das Risikomanagement der Unternehmen, die Stärkung der Bilanzen und die Verbesserung der Ertragsqualität beinhaltet.
- Der Versicherungssektor verfügt über ein hohes Mass an Solvenzkapital, eine hohe finanzielle Flexibilität (mit einem relativ bescheidenen Verschuldungsgrad und einer soliden Deckung der Fixkosten) und hohe Liquidität.

### 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 U.S.-Anleger: Bitte beachten Sie, dass die Fondsanteile weder nach dem U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils gültigen Fassung (der "U.S. Securities Act") noch nach den anwendbaren Wertpapiergesetzen eines Bundesstaates oder einer anderen politischen Unterabteilung der Vereinigten Staaten registriert oder qualifiziert sind und weder direkt noch indirekt in den Vereinigten Staaten oder an eine U.S.-Person oder auf deren Rechnung oder zugunsten einer U.S.-Person angeboten, verkauft, übertragen oder geliefert werden dürfen, es sei denn, es liegt eine Ausnahme von den Anforderungen des U.S. Securities Act und der anwendbaren U.S. State Securities Laws vor oder es handelt sich um eine Transaktion, die den vorstehenden Vorschriften nicht unterliegt. Der Fonds hat sich nicht nach dem U.S. Investment Company Act von 1940 in seiner aktuellen Fassung (dem "Investment Company Act") registrieren lassen und beabsichtigt in Folge der Ausnahmeregelung auch nicht, sich von einer solchen Registrierung gemäß Abschnitt 3(c)(7) dieses Gesetzes und bestimmten Auslegungen von Abschnitt 7(d) des Investment Company Act durch die Mitarbeiter der U.S. Securities and Exchange



Commission registrieren zu lassen. Dementsprechend werden die Fondsanteile nur angeboten und verkauft: (i) außerhalb der Vereinigten Staaten an Personen, die keine U.S.-Personen sind, in Offshore-Transaktionen, die die Anforderungen von Regulation S des U.S.-Wertpapiergesetzes erfüllen; oder (ii) an U.S.-Personen, die (a) "zugelassene Anleger" im Sinne von Rule 501 der Regulation D des U.S.-Wertpapiergesetzes und (b) "qualifizierte Käufer" im Sinne von Section 2(a)(51) des Investment Company Act sind.

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 agiert als ernannter Repräsentant (Appointed Representative) der Carne International Financial Services (UK) Limited, die von der britischen Financial Conduct Authority zugelassen ist und von ihr reguliert wird (FRN 823316) und in England unter Firmennummer 11555138 mit Sitz in 2nd Floor 107, Cheapside, London, United Kingdom, EC2V 6DN eingetragen ist. 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