

Konklusion

- Der Versicherungssektor konnte 2023 von diversen positiven Effekten profitieren, was sich, wie erwartet, in den Kreditkennzahlen niedergeschlagen hat.
- Sach- und Haftpflichtversicherungen, allen voran global aktive Rück- und Industrieversicherer, konnten erneut substantielle, oft zweistellige Prämienanpassungen am Markt durchsetzen, was sich in hoher technischer Profitabilität (tiefe Combined Ratios siehe Grafik 1) und robusten Resultaten widerspiegelte.
- Die Situation der Lebensversicherungen hat sich durch das veränderte Zinsumfeld ebenfalls fundamental verbessert. Sie sind die Hauptnutznießer der gestiegenen Zinsen, welche nicht nur die Nachfrage beleben, sondern auch in höheren Anlagerenditen und Kapitalquoten (höhere Diskontsätze für Verbindlichkeiten) resultieren.
- Für 2024 erwarten wir weiterhin robustes Prämienwachstum, vor allem bei Rückversicherungen, und steigende Anlagerenditen. Aus Bonitätssicht wird 2024 jedoch der Höhepunkt erreicht. Bei Versicherungen mit granularen Privatkunden- oder Gewerberisiken werden die Schadenkosten schneller steigen als die Prämien und Anlagerenditen. Durch aktives Kostenmanagement kann der Einfluss auf Profitabilität und Kreditrisikoprofil abgefedert werden.
- Ein Risiko, dass sich zunehmend auf der Aktivseite der Versicherungsbilanzen abzeichnet, sind die teilweise sehr hohen Bestände an illiquiden und selbstbewerteten Instrumenten (Level 3). Für Versicherungen war mit Blick auf die Anlagepolitik traditionell Qualität und Liquidität das oberste Gebot. Dies hat sich verändert, weshalb auch das Thema Gewerbeimmobilien (CRE & Private Debt) nicht nur bei Banken für Kopfzerbrechen sorgt.
- Wir bevorzugen Emittenten mit guter Marktposition und hoher Preismacht (Rückversicherungen wie Munich Re, Hannover Re und Swiss Re) und Versicherer mit breitem Businessmix (Leben- und Sachversicherung; Privat- und Industriekunden) wie Chubb, NN Group, Zurich, Helvetia sowie unter untenstehenden Vorbehalten Allianz (vgl. Relative Value auf Abbildung 3).

Versicherungen: Hohe Profitabilität – Risiken lauern auf der Anlageseite

Charakteristiken & Treiber

Mit steigendem Wohlstand und Industrialisierung nimmt das Bedürfnis nach Versicherungsprodukten zu. Dieses folgt somit der BIP/pro Kopf Entwicklung und makroökonomischen Zyklen (Wachstum, Beschäftigungsquote, etc.). Versicherer unterliegen der nationalen Regulierung und die am Kapitalmarkt aktiven Emittenten sind in der Regel von hoher Kreditqualität. Versicherungsunternehmen nehmen am Kapitalmarkt Schulden auf um die Kapitalstruktur zu optimieren oder um Akquisitionen zu finanzieren.

Industrietreiber	Merkmale	Aktuelle Situation/Erwartung	Auswirkung
Konjunktur (BIP)	<ul style="list-style-type: none"> - Nachfrage nach Versicherungen ist vom Wohlstand, der Konsumneigung und somit der Konjunktur getrieben - Beschäftigungslage bei Unternehmen treibt lohn- und personenabhängige Sparten sowie Nachfrage nach Sparprodukten 	<ul style="list-style-type: none"> - Moderate Abschwächung der Wirtschaft aufgrund Zinserhöhungen erwartet - Viele Deckungen sind konjunkturresistent (Wohnen, Industrierisiken) oder obligatorisch (Auto, Haftpflicht) - Abkühlung der Wirtschaft für Sektor gut verkraftbar 	
Rückversicherung	<ul style="list-style-type: none"> - Verfügbarkeit und Preisgestaltung der Rückversicherungen bestimmt Selbstbehalt bei Erstversicherungen und Ergebnisvolatilität (Naturkatastrophen) 	<ul style="list-style-type: none"> - Teure Rückversicherungsdeckung belastet technische Profitabilität bei Erstversicherungen - Rückversicherer profitieren 	
Kapitalmarkt- und Zinssituation	<ul style="list-style-type: none"> - Profitabilität hängt von einer angemessenen Anlagerendite ab - Nachfrage nach Spar- und Lebensversicherungsprodukten folgt Kapitalmarktentwicklung - Tiefe Zinsen drängen Versicherer in höhere Risiken und tiefere Liquidität 	<ul style="list-style-type: none"> - Durch Zinswende sind wieder höhere Renditen bei vertretbaren Risiken realisierbar (stützt Ergebnis) - Aber: Überallokation in risikoreiche und vor allem illiquide Anlagen (Private Debt, BBBs, CMBS, etc.) problematisch 	
Versicherungszyklus	<ul style="list-style-type: none"> - Abhängig von der Nachfrage nach (Rück-)Versicherungsprodukten und dem Angebot (Kapital) bzw. dem Prämienniveau (Inflation) - Auf harten Markt (Prämienerhöhungen lassen sich durchsetzen) folgt weicher Markt (Druck auf techn. Profitabilität) 	<ul style="list-style-type: none"> - Rückversicherungen und Industrieversicherer befinden sich in einem harten Markt (Prämienerhöhungen) - Erstversicherungen: Schadenkosten (Ersatzteile, Baukosten) steigen schneller als Prämien 	

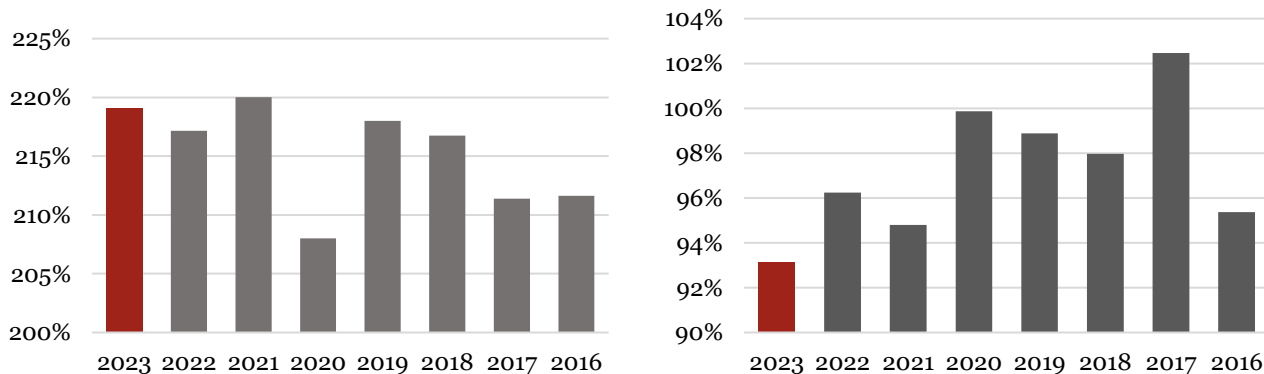
Finanzprofil

Aufgrund der schwierigen Berechenbarkeit von Grossschäden und Naturkatastrophen sind Finanzstärke und eine stabile Ertragslage essenzieller Schutz des Finanzprofils gegenüber volatilen Versicherungsrisiken sowie Wertschwankungen im Anlageportfolio. Eine breite Diversifikation geografisch und über verschiedene Sparten hilft Schwankungen im technischen Ergebnis abzufedern.

Nachdem die letzten drei Jahre von steigenden Prämien und hoher operativer Profitabilität geprägt waren, wird sich 2024 eine Normalisierung einstellen. Der Wettbewerb bei Privat- und Gewerbeversicherungen dürfte wieder spielen und das Potential für weitere Prämienanpassungen begrenzen. Höhere Preise für Ersatzteile und Baumaterial lässt die Schadenkosten ansteigen, während steigende Löhne die Verwaltungskosten in die Höhe treiben. Ausnahme bilden die Rückversicherungen, welche dank einem konzentrierten Markt weiterhin hohe Preise diktieren können. Als Damoklesschwert haben wir auf der Anlageseite das Exposure gegenüber illiquiden und intransparenten Anlagen identifiziert. Obwohl wir keinen unmittelbaren Auslöser für erdrutschartige Wertberichtigungen erkennen, besteht das Risiko, dass sich die Anlagen als weniger werthaltig erweisen und Kapitalisierung und Reputation der Versicherungen belasten.

Finanzprofil	Merkmale	Aktuelle Situation/Erwartung	Auswirkung
Operative Profitabilität	<ul style="list-style-type: none"> - Stabile Gewinne zeugen von disziplinierter Zeichnungspolitik und erlauben Kapitalaufbau (Puffer bei unerwarteten Schadenereignissen oder Verlusten auf Anlagen) - Zinsdeckung (operativer Gewinn/Zinskosten) als relevanter Ratingfaktor 	<ul style="list-style-type: none"> - Steigende Anlagerenditen und weiterhin gutes Umfeld für Prämien erhöhungen - Combined Ratios auf tiefem Niveau (<94%); Höhepunkt des Zyklus erreicht - Inflation als negativer Gegenpol resultiert in steigenden Schaden- und Verwaltungskosten (Combined, Expense und Claims Ratio) 	
Leverage	<ul style="list-style-type: none"> - Versicherungen sind cash-long; Schuldenaufnahme primär für inorganisches Wachstum (M&A) und Optimierung der Kapitalstruktur 	<ul style="list-style-type: none"> - Leverage auf moderaten Niveaus (20-30%) ohne Berücksichtigung der unrealisierten Anlageverluste 	
Solvenz	<ul style="list-style-type: none"> - Regulatoren schützen Interessen der Versicherungsnehmer, indem eine ausreichende Kapitalunterlegung und marktnahe Betrachtung der Versicherungs- und Anlagerisiken gefordert wird 	<ul style="list-style-type: none"> - Dank positivem Effekt der Zinserhöhungen (Diskontsatz für Verbindlichkeiten) weisen Versicherer aktuell hohe Solvenzquoten aus (>200%; vgl. Abbildung 1) - Unrealisierte Kapitalverluste auf Bondbeständen bilden sich graduell zurück (Risikofaktor: illiquide Anlagen) 	
Finanzpolitik	<ul style="list-style-type: none"> - Dividenden, M&A, Aktienrückkäufe 	<ul style="list-style-type: none"> - Tendenziell stabile Entwicklung; hohe Solvenzquoten bieten Spielraum für Aktionärspflege und Akquisitionen 	
Sector View	Improving (wie bisher)		

Abbildung 1: Historische Entwicklung der Solvenzquoten (höher=besser) und Combined Ratios (tiefer=besser)

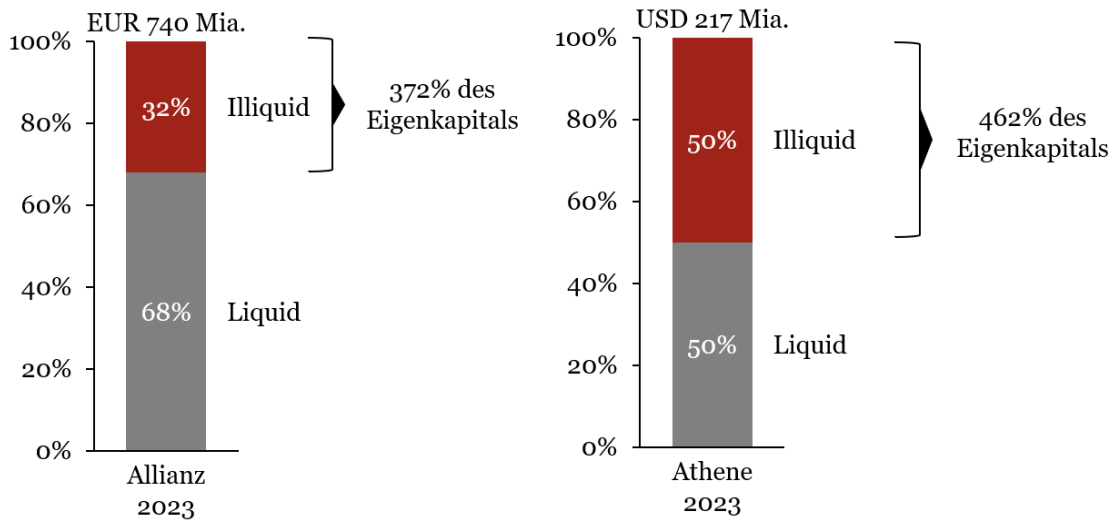


Quelle: I-CV Berechnung basierend auf Durchschnittswerten grosser europäischer Erst- und Rückversicherer

Fokusthema – Illiquide Instrumente

Unter der Prämisse, dass die Passivseite einer Versicherung mehrheitlich langfristige Verbindlichkeiten umfasst, haben diverse Versicherer in jüngster Vergangenheit ihre Investitionen in illiquide, strukturierte Anlagen umgeschichtet. Diese werden oft mit Kürzeln wie ABS/CLO, CMBS, RMBS, CML, bezeichnet. Im Kern sind damit Instrumente (Eigen- und Fremdkapital) in den Bereichen Immobilien, Infrastruktur, Private Credit und Private Equity umschrieben, welche über keine Marktpreise verfügen. Dieser Trend ist besonders bei Versicherungen zu beobachten, die entweder von Vermögensverwaltern beherrscht werden (z.B. Athene) oder ein Asset Management im Firmenverbund haben (z.B. Allianz). Bewegt sich in der Regel der Anteil illiquider Produkte bei einer Versicherung bei 10% der Anlagen, liegt dieser bei Athene bei 50% und der Allianz bei 32%.

Abbildung 2: Illiquide Anlagen in % der Investitionen und des Eigenkapitals



Quellen: Geschäftsberichte & Unternehmenspräsentationen

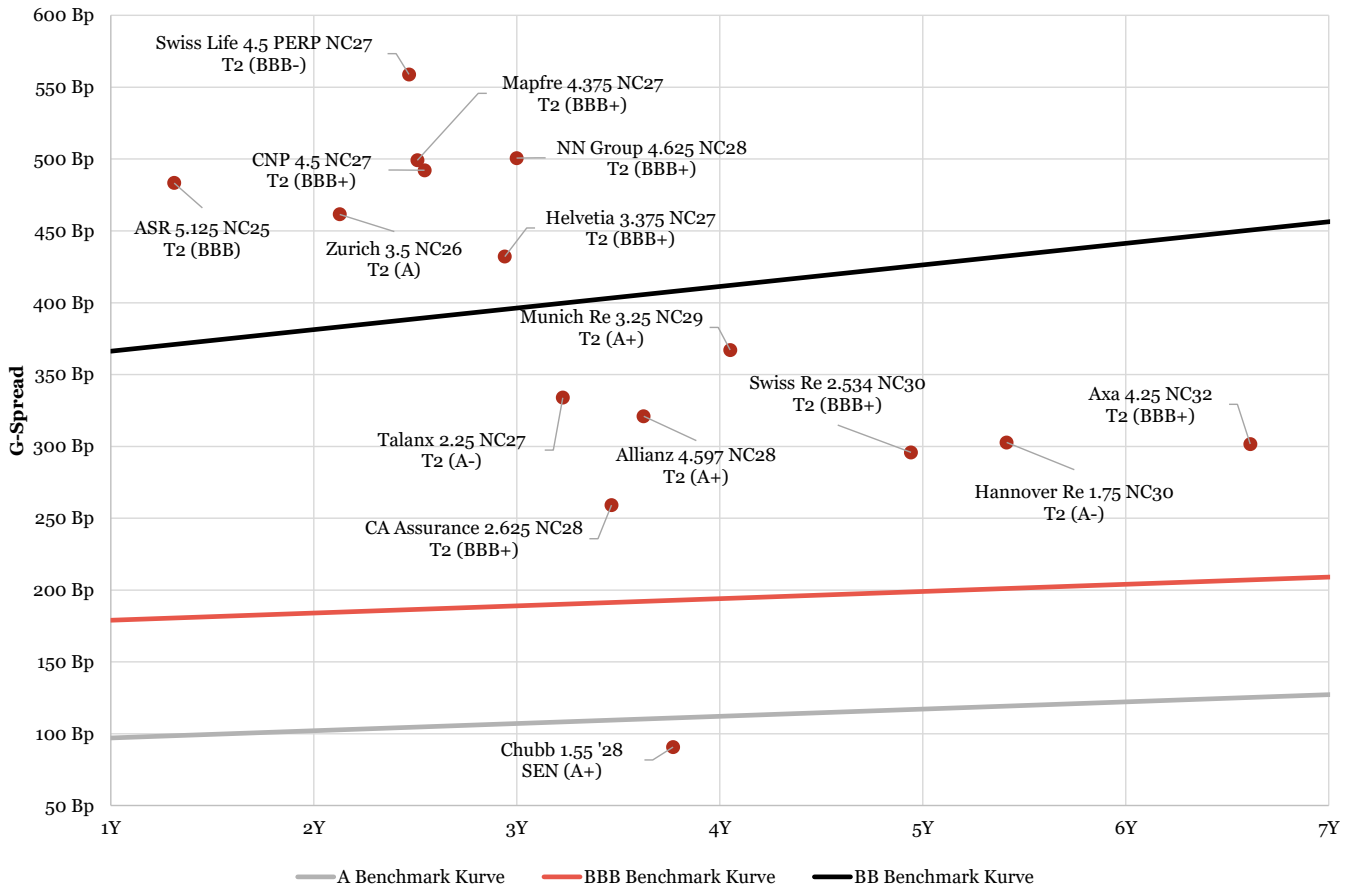
Die Motivation ist einfach: Die Versicherung investiert die Reserven in eigene oder verwandte Produkte und erzielt dadurch nicht nur Einnahmen aus dem Versicherungsgeschäft, sondern auch Gebühren aus der Verwaltung der Anlagen. Diese würden sonst bei einem externen Anbieter anfallen. Das Argument lautet dabei, dass sich eine Illiquiditätsprämie von 30-40 Basispunkten verdienen lässt. Dieses Spiel funktioniert in der Theorie, weil die Duration der Anlagen ähnlich die der Verbindlichkeiten ist. Es sollte jedoch beachtet werden, dass strukturierte Produkte in der Regel höhere Gebühren abwerfen als einfache, liquide Anleihen. Hier fallen 100-150 Basispunkte mehr an.

Die Allianz bezeichnet das Zusammenspiel zwischen der Lebensversicherungseinheit und dem Asset Management als "symbiotisch". Ob Regulatoren und Versicherungsnehmer, deren Rentengelder potenzielle Verluste absorbieren und höhere Verwaltungsgebühren zahlen, dieser Auffassung zustimmen, bleibt abzuwarten. Die Versicherung Athene treibt dieses Spiel noch weiter, indem sie auf Bermuda reguliert ist (regulatorische Arbitrage), was zusätzlichen Spielraum bietet.

Diese Praxis gerät zunehmend in den Fokus von Marktbeobachtern und Regulierungsbehörden, die sich Sorgen über die Stabilität des Finanzsystems machen. Die Kombination aus Asset Management (organisiert die Kredite) und Versicherung (stellt die Bilanz zur Verfügung) kann als Teil des Schattenbanksystems betrachtet werden. Die Instrumente sind intransparent, insbesondere hinsichtlich ihrer Kreditqualität und Bewertung. Da sie oft nicht am Markt gehandelt werden, basieren die Bewertungen dieser Instrumente (Level 3) auf vielen Annahmen (z.B. Diskontsätzen, Ausfallwahrscheinlichkeiten). Mit dem rasanten Zinsanstieg dürften viele Annahmen überholt sein oder sich eine andere Realität abzeichnen. Wertberichtigungen werden nur zaghaf und spät vollzogen, da dies die Basis der Gebührenberechnung schmälert. Die tatsächliche Werthaltigkeit offenbart sich daher erst bei Fälligkeit oder wenn ein (Not-)Verkauf angestrebt wird.

Die Geschäftspraktiken sind bekannt und legal. Dennoch darf das Reputationsrisiko nicht unterschätzt werden. Sollten sich bei diesen Instrumenten Wertberichtigungen oder gar Ausfälle zeigen, könnte dies die Versicherungsnehmer nervös machen und zu hohen Abflüssen (Rückkauf von Policen) führen, was die Liquidität und Solvenz einer Versicherung gefährden kann. Auch wird einer Versicherung eine treuhänderische Pflicht im Umgang mit den Geldern der Versicherungsnehmer unterstellt. Deshalb sollte sich die Auswahl der Anlagen nach den Interessen der Versicherungsnehmer (Sicherheit der Rentenspargelder) richten. Auch hat es sich bei den Versicherungen in der Vergangenheit bewährt, eine Aktivseite mit hoher Qualität und Liquidität zu pflegen, um für mögliche Überraschungen gewappnet zu sein.

Abbildung 3: Relative Value (10.4.2024)



Disclaimer
Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigung von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäusserte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.