

Subordinated Insurance Debt

Das Ende des Katzenjammers

Versicherungsanleihen mit beträchtlichem Wertsteigerungspotenzial in 2023

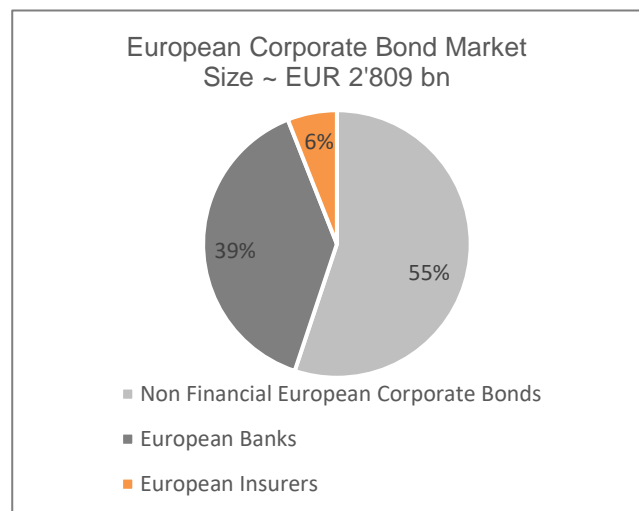
Attraktive Sektorprämie | Starke Kapitalisierung | Geringeres erwartetes Angebot

Rötger Franz, Partner, Portfoliomanager und Senior Insurance Analyst

Vor fast einem Jahr verglichen wir Versicherungsanleihen mit Schrödingers Katze und kamen zum Schluss, dass die Katze sehr lebendig ist. Doch das Jahr 2022 brachte viele unvorhergesehene Entwicklungen mit sich – vom Krieg in der Ukraine mit anschließendem Anstieg der Zinssätze und bis hin zu einer innenpolitischen Krise im Vereinigten Königreich – die zu einer massiven negativen Neubewertung nicht nur aller festverzinslichen Anlageklassen führten. Dennoch boten Versicherungsanleihen für 2022 einen erheblichen Wert, da der Sektor nach wie vor stark kapitalisiert ist, und die fundamentalen Aussichten für den Sektor positiv sind. Sobald der makroökonomische Gegenwind nachlässt, sind Versicherungsanleihen für eine Outperformance bereit. Die Neuemissionstätigkeit wird wahrscheinlich signifikant zurückgehen, was den Sekundärmarkt aller Voraussicht nach stützen wird, vor allem den restricted Tier-1-Bereich (rT1). In einem Jahr mit potenziell rezessivem Hintergrund werden die Anleger an den im Versicherungssektor verankerten Konservatismus erinnert, der die niedrigsten historischen Ausfallraten aller Sektoren aufweist.

Underperformance in 2022 nur kurzfristig

Versicherungsanleihen haben in der Regel ein hohes Markt-Beta, weshalb eine Underperformance während eines beispiellosen Bärenmarktes nicht besonders überraschend ist. Die Ursachen für das hohe Beta liegen nicht in den Fundamentaldaten, sondern vielmehr darin begründet, dass nachrangige Versicherungsanleihen eine Nische im Fixed Income Universum darstellen. Nur 6 % aller Unternehmensanleihen wurden von Versicherern emittiert, so dass der Schwerpunkt der meisten Anleger auf anderen Sektoren liegt, d. h., in der Anlegergemeinschaft wird nur sehr wenig Sektorexpertise gepflegt. Die Liquidität von Insurance Bonds ist daher geringer als in anderen Sektoren, und die Anleger neigen dazu, in Zeiten der Unsicherheit Titel, mit denen sie weniger vertraut sind, zuerst abzustossen. Auf der anderen Seite ergeben sich dadurch oft Gelegenheiten zum *Bottom-Fishing* für Sektorspezialisten, und auf lange Sicht haben Versicherungsanleihen bewiesen, dass sie angesichts ihres hohen Renditeniveaus eine Outperformance erzielen.

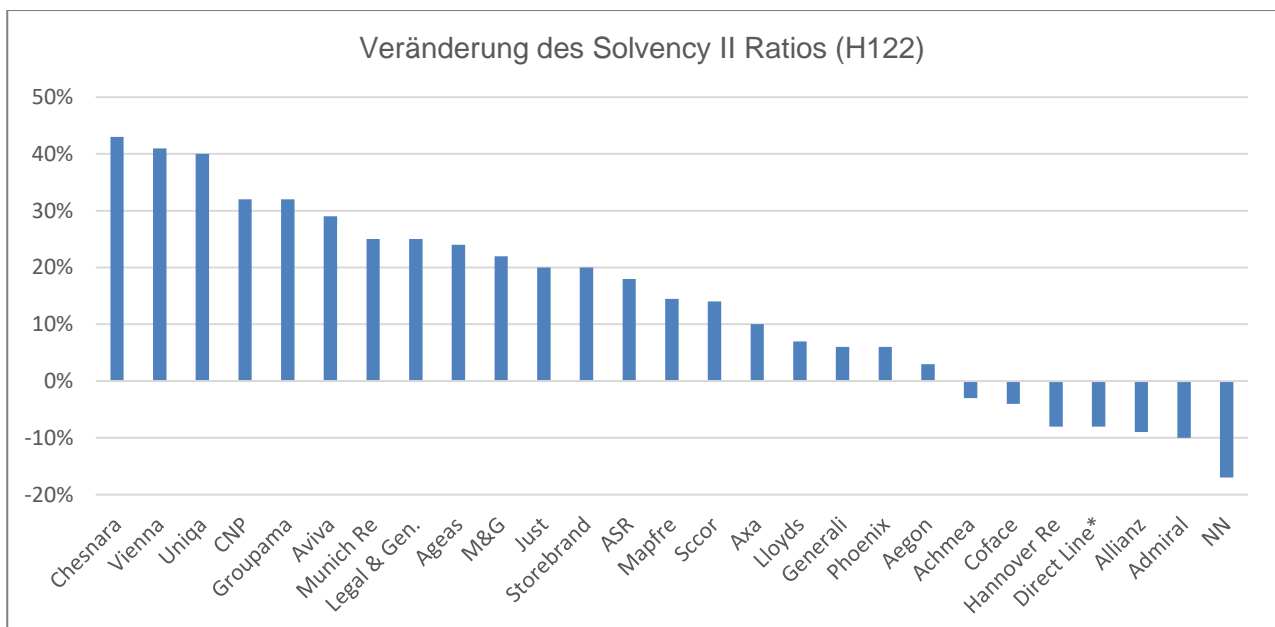


Solvenz bleibt stark

Zu Beginn des letzten Jahres prognostizierten wir eine Verbesserung der Solvency-II-Quoten der Versicherer. Unsere Ansicht wurde durch die von den Versicherern veröffentlichten Zinssensitivitäten der Solvency-II-Quoten bestätigt, und tatsächlich folgten die Quoten in H122 einem Aufwärtstrend oder wurden zumindest stark durch einen positiven Zinseffekt unterstützt. Nicht alle Versicherer veröffentlichen vierteljährliche Aktualisierungen, aber diejenigen, die dies taten, wiesen im Durchschnitt einen leichten Rückgang in Q322 auf, der hauptsächlich auf ungünstige Marktbewegungen insbesondere im Monat September zurückzuführen war. Der Anstieg der Solvency-II-Quoten im Laufe des Jahres wurde auch durch hohe Ausschüttungen, moderaten Schuldenabbau und – in der Rückversicherungsindustrie – durch erhebliche Investitionen in Wachstum gebremst. D.h. die meisten Versicherer haben bei diesen Solvency-II-Quoten kein Überschusskapital «gebunkert», sondern ihre zusätzliche Flexibilität für Kapitalmanagement oder Wachstum genutzt.

Die Solvency-II-Positionen aller Versicherer in unserem Universum blieben innerhalb ihrer Zielbereiche und manchmal sogar deutlich darüber. Aktienrückkäufe wurden fortgesetzt, aber die Versicherer neigen dazu, in unsicheren Zeiten einen zusätzlichen Kapitalpuffer zu belassen. Infolgedessen wurden die Erwartungen der Aktionäre auf weitere Kapitalausschüttungen nicht vollständig erfüllt.

Wir bleiben optimistisch, was die Ertragsaussichten für 2023 sowie die Kapitalgenerierung betrifft. Insbesondere in der Rückversicherung erwarten wir weiterhin eine starke Unterstützung für die Solvency-II-Positionen. Wir erwarten, dass die Rückversicherungsraten bei der Erneuerung zu Jahresbeginn deutlich steigen werden, was sich wie bereits erwähnt, positiv auf die Solvabilität auswirken wird. Sobald die Zinsen wieder sinken, werden wir höchstwahrscheinlich einen gewissen Druck auf den Solvenzkenzahlen sehen, insbesondere im Lebensgeschäft bei den Erstversicherern. Wir erwarten jedoch keine grösseren Auswirkungen, da wir nicht mit einem plötzlichen und dramatischen Rückgang der Zinssätze im Jahr 2023 rechnen.

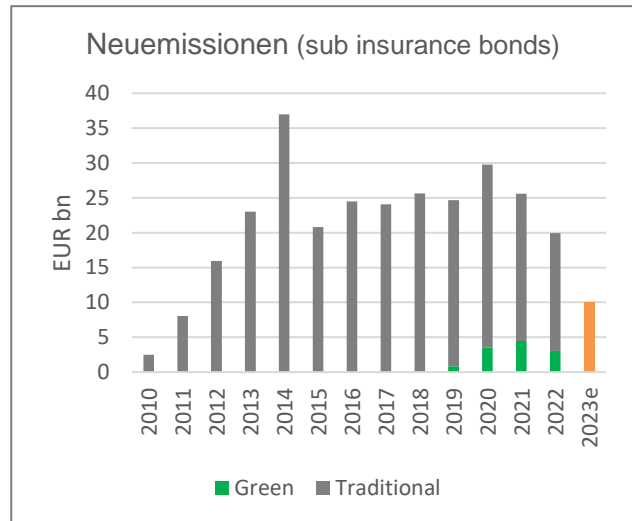


Unterdurchschnittliche Emissionstätigkeit erwartet

Die Neuemissionstätigkeit dürfte im Jahr 2023 ungewöhnlich niedrig sein und wahrscheinlich auf knapp über 10 Mrd. EUR sinken. Zum Vergleich: Seit dem Inkrafttreten von Solvency II im Jahr 2016 wurden im Durchschnitt jährlich rund 24 Mrd. EUR neu emittiert. Der Refinanzierungsbedarf

für 2023 wird nur etwa 7 Mrd. EUR an nachrangigen Schuldtiteln in Europa betragen. Das niedrige Neuemissionsvolumen dürfte die Bewertungen der Anleihen auf dem Sekundärmarkt stützen.

Um dies vollständig zu verstehen, müssen wir in der Zeit zurückgehen. In der ersten Hälfte des letzten Jahrzehnts herrschte zunächst eine gewisse Unsicherheit, bevor die Solvency-II-Klassifizierungskriterien für rT1-, T2- und T3-Kapital und die Grandfathering-Regelung für ausstehendes Kapital endgültig festgelegt wurden. Dies liess die meisten Versicherer bei Neuemissionen zögern. Als die Grandfathering-Regeln klarer wurden und sich die Marktbedingungen wieder verbesserten, drängten viele Emittenten auf den Markt, was in einer Welle von Neuemissionen gipfelte. Nach den neuen Vorschriften fielen alle nachrangigen Anleihen, die vor dem Stichtag Mitte Januar 2015 begeben wurden, bis Ende 2025 unter den Bestandsschutz.



Nachrangige Anleihen mit fester Laufzeit sollten als T2 und ewige Anleihen als rT1 klassifiziert werden. Da die Emission von Anleihen unter der alten Regelung viel billiger war, kam es vor dem Stichtag zu einer starken Zunahme der Neuemissionstätigkeit, insbesondere im Bereich der Perpetuals. Die Neuemissionstätigkeit beschleunigte sich in den Jahren 2012 und 2013 und schnellte dann 2014 auf mehr als 30 Mrd. EUR in die Höhe. Einige Versicherer kamen sogar erst in der ersten Januarhälfte 2015 in letzter Minute auf den Markt.

Die typische Struktur für Neuemissionen war damals eine 30NC10 (d.h.: Endfälligkeit in 30 Jahren, aber erste Kündigung nach 10 Jahren) oder perpNC10 (d.h. Perpetuals mit einer ersten Kündigung in 10 Jahren) mit einer klaren Erwartung der Anleger, dass die institutionellen Anleihen zum ersten Kündigungstermin gekündigt werden. Warum führt dies also nicht zu einem Anstieg der Neuemissionstätigkeit 10 Jahre später im Jahr 2023? Dafür gibt es mehrere Gründe:

- In den letzten Jahren wurden bereits mehrere Anleihen vorzeitig zurückbezahlt
- Die Neuemissionstätigkeit war in den letzten Jahren bereits auf einem höheren Niveau, da viele Versicherer kündbare Anleihen lange im Voraus refinanzierten
- Die niedrigen Zinsen waren ein zusätzlicher Anreiz, das Wachstum mit nachrangigen Anleihen zu finanzieren oder opportunistisch an den Markt zu gehen, um die Bilanz zu optimieren
- Das Aufkommen und die verstärkte Neuemissionstätigkeit von sog. Konsolidierern wie Phoenix, Rothesay und Athora

Neben dem Refinanzierungsbedarf für 2023 wird das Geschäftswachstum sowie gelegentliche Fusionen und Übernahmen einige Transaktionen vorantreiben. Wir erwarten keine grossen Impulse durch eine frühzeitige Refinanzierung der Fälligkeitstermine 2024. Die meisten Fälligkeitstermine der kurz vor dem Inkrafttreten von Solvency II begebenen Anleihen werden in H224 liegen, und die aktuellen Zinsprognosen sprechen nicht für eine sehr frühe Refinanzierung.

Wir gehen somit davon aus, dass die Neuemissionstätigkeit im Jahr 2024 wieder zunehmen wird, da die vor dem Stichtag von Solvency II begebenen Anleihen refinanziert werden müssen.

Wir erwarten ferner, dass die Emission von green Bonds ein Gleichgewicht von etwas unter 20% der gesamten Neuemissionen erreicht haben. Die meisten green Bonds werden von den grossen Akteuren begeben, während kleine Emittenten die umfangreichen Berichtsanforderungen für green Bonds scheuen. Obwohl green Bonds in der Regel zu niedrigeren Coupons gehandelt werden als übrige Anleihen, scheint dies kein starker Anreiz für Emissionen in diesem Bereich zu sein.

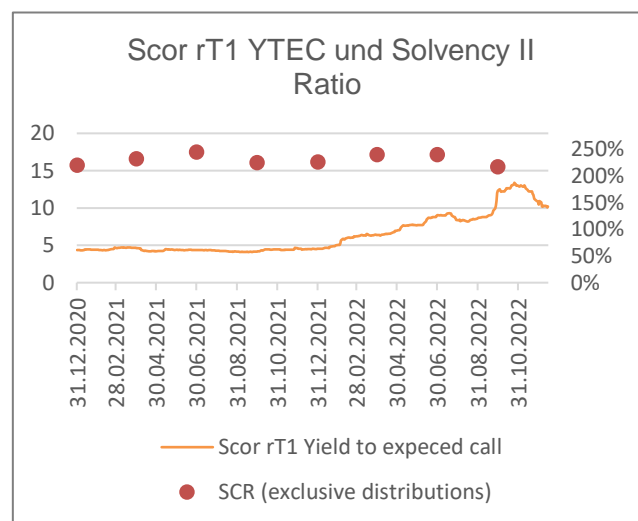
Anleihebewertungen und Fundamentaldaten haben sich entkoppelt

Obwohl die Erträge weiterhin solide und die Solvency-II-Positionen stark sind, haben sich die Anleihebewertungen 2022 in die andere Richtung entwickelt. Es scheint, dass sich die Fundamentaldaten und Spreads vollständig entkoppelt haben. Unseres Erachtens wird hier die Auswahl der Anleihen wichtig, da sich viele Gelegenheiten zum "Bottom Fishing" ergeben, bei denen Anleger hohe Kreditqualität zu immer attraktiveren Preisen kaufen können.

Scor ist in diesem Zusammenhang ein interessantes Beispiel. Der Emittent hatte ein schlechtes Jahr, was die Verluste im Rückversicherungsgeschäft anbelangt, und musste ausserdem die Reserven aufstocken, um die Inflation bei Schäden zu decken. Dennoch setzte Scor einen beträchtlichen Teil des überschüssigen Kapitals für das Umsatzwachstum ein (24,1% im Sach- und von 4,7% im Lebengeschäft). Der Emittent zahlte ausserdem eine grosszügige Dividende und schloss im zweiten Quartal ein Aktienrückkaufprogramm ab. Die Solvency-II-Quote sank jedoch nur geringfügig von 226% im GJ21 auf 217% im Q322, nachdem sie mit 240% ihren Höchststand erreicht hatte, da massive Markteffekte, vor allem durch höhere Zinsen, die Kapitalisierung des Emittenten stützten. Die Solvency-II-Quote liegt daher weiterhin nahe am oberen Ende der Zielspanne von 185-220%, d.h. am oberen Ende dessen, was Anleger im Allgemeinen erwarten sollten. Für 2023 erwarten wir nun die besten Marktbedingungen im Schaden-/Unfallgeschäft seit langem, was das Kapitalmanagement von Scor noch weiter unterstützen sollte.

Aktuell sehr attraktive Trading-Gelegenheiten am Beispiel von Scor

Die Bewertungen der Anleihen von Scor haben dies unserer Meinung nach jedoch nicht korrekt berücksichtigt. So wurde z.B. die SCOR 5,25% perp rT1 zu Beginn des Jahres 2022 mit einer YTC von 4,5% (YTM: 5,6%) bewertet. Die Rendite stieg bis YE22 auf 10,2% (YTM: 7,5%), nachdem sie im Oktober mit 13,4% (YTM: 8,7%) ihren Höchststand erreicht hatte. Obwohl wir die Herabstufung von Scor durch S&P und Fitch sowie den negativen Outlook von Moody's zur Kenntnis nehmen, sind wir der Meinung, dass diese Ratingmassnahmen übertrieben sind und die Renditeausweitung zu weit gegangen ist. Ausserdem sind wir der Meinung, dass die aktuellen Spreads nicht in vollem Umfang berücksichtigen, dass die Scor rT1 immer noch mit BBB+ bewertet sind.



Inflation unter Kontrolle

Die Inflation war im letzten Jahr eines der Hauptthemen. Aber wie stark wirkt sich die Inflation auf die Versicherer aus? In der Lebensversicherung dürften die direkten Auswirkungen sehr begrenzt sein, da Lebensversicherer ein Nominalgeschäft betreiben.

Bei Schaden-/Unfallversicherungen ist es etwas schwieriger. Hier kann sich die Inflation kurzfristig negativ auf die Erträge auswirken, da die Versicherer in der Regel Prämien im Voraus erhalten, um für einen bestimmten Zeitraum Versicherungsschutz zu bieten. Dieser Effekt wird durch die jährliche Neufestsetzung der Versicherungsprämien gedämpft. Der Wettbewerbsdruck bleibt jedoch bestehen, so dass die jährliche Preisanpassung die Inflation nicht vollständig ausgleichen

kann. Vor allem die britischen Kfz-Versicherer wie Admiral oder Direct Line haben die Auswirkungen der Inflation zu spüren bekommen. Admiral und Direct Line meldeten einen erheblichen Rückgang der versicherungstechnischen Ergebnisse im H122, der zu einem grossen Teil auf die Inflation zurückzuführen war. Beide Versicherer haben bereits Massnahmen zur Preisgestaltung ergriffen, die allerdings auch das Prämienwachstum etwas unter Druck setzten. Direct Line hat zusätzlich auch noch eine Gewinnwarnung für die Geschäftsjahre 2022 und 2023 herausgegeben und die nächste Dividendenzahlung gestrichen.

Ausserdem besteht die Gefahr, dass vor allem bei langfristigen Schadenfällen, die erst nach Jahren abgewickelt werden können, Schadenrückstellungen inflationsbedingt aufgestockt werden müssen. Dies haben wir insbesondere bei Rückversicherern beobachtet. Die meisten Versicherer können jedoch die Auswirkungen der Inflation durch Diversifizierung abmildern. Die Inflation könnte sich daher kurzfristig erheblich auf die Erträge auswirken, ist aber bei weitem nicht so bedeutend für die Kreditqualität der Emittenten in unserem Universum.

rT1-Emissionen bieten attraktiven Zugang zum Bilanzrisiko von Versicherern

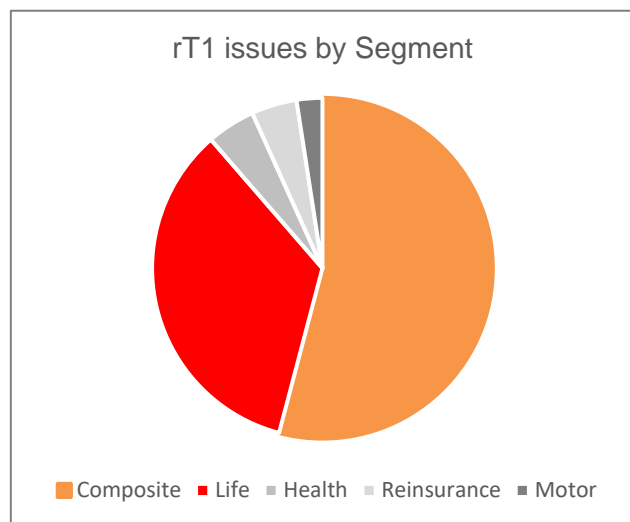
rT1-Anleihen sind unserer Ansicht nach weiterhin sehr attraktiv. Im Gegensatz zu T2-Anleihen sind die rT1-Kupons vollständig diskretionär und im Falle eines Solvenzereignisses werden die Kupons annulliert (nicht kumulativ) und das Kapital abgeschrieben oder in Eigenkapital umgewandelt. Dieses zusätzliche Risiko ist unseres Erachtens jedoch relativ gering. Wir haben bereits geschrieben, dass die Versicherer in unserem Universum Solvency-II-Quoten innerhalb oder oberhalb ihrer Zielbereiche haben. Darüber hinaus verfügt die überwiegende Mehrheit der Versicherer über eine sehr disziplinierte und gut definierte Kapitalmanagementstrategie mit klar definierten Schwellenwerten für Gegenmassnahmen, die sie zur Vermeidung eines Solvenzereignisses anwenden würden. Die von den Versicherern veröffentlichten Solvenzsensitivitäten legen nahe, dass ein Vielfaches dieser Stresstests erforderlich wäre, um auch nur in die Nähe eines Solvenzereignisses zu kommen. Wir glauben daher, dass das Risiko eines Solvenzereignisses recht gering ist.

Aber dieses geringe zusätzliche Risiko wird gut belohnt! Der Spreadunterschied zwischen T2 und rT1-Anleihen liegt zwischen 150 und 300 Basispunkten, was den erheblichen Ratingunterschied zwischen beiden widerspiegelt, aber das geringe zusätzliche Risiko überbewertet.

rT1-Anleihen wurden bisher von einer Reihe von Versicherern emittiert. Wir haben die Tendenz beobachtet, dass rT1-Anleihen in erster Linie von Lebens- und nicht von Nichtlebensversicherern und eher von Erst- als von Rückversicherern ausgegeben werden.

Auch im Vereinigten Königreich scheint rT1 weiter verbreitet zu sein als im Rest Europas. Teilweise ist die Ausrichtung auf das Vereinigte Königreich und die Lebensversicherung auf die Konsolidierer zurückzuführen, von denen fast alle rT1 ausgegeben haben.

Auf der Rückversicherungsseite müssen wir feststellen, dass die Stichprobe der Akteure, die der Solvency-II-Regelung unterliegen, viel kleiner ist, und innerhalb dieser Stichprobe hat nur Scor rT1 emittiert.



Wie wird also die Neuemission von rT1-Anleihen in Zukunft aussehen?

Wir erwarten nicht viele neue Emittenten von rT1-Anleihen. D.h. die Versicherer, die Interesse gezeigt haben, auf den Markt zu kommen, haben dies bereits getan. Das bedeutet auch, dass es bis mindestens 2025, wenn die ersten Kündigungsdaten für ausstehende Anleihen anstehen, nur sehr wenige Neuemissionen geben wird, hauptsächlich von Konsolidierern, die neue Übernahmen finanzieren. Auch diese Angebotsknappheit dürfte den Sekundärmarkt unterstützen.

Was ist IFRS 17?

Nach 25 Jahren Vorbereitungszeit wird der neue Rechnungslegungsstandard für Versicherer - IFRS17 - im Jahr 2023 in Kraft treten. Gleichzeitig wird auch IFRS9 für Versicherer vollständig anwendbar sein. Der neue Standard wird die Vergleichbarkeit der Jahresabschlüsse fördern und eine wirtschaftlichere Gewinnermittlung vorsehen. Die neuen Bewertungsregeln für versicherungstechnische Rückstellungen werden die Inkongruenzen in der Rechnungslegung erheblich verringern. Wir erwarten, dass IFRS17 im Allgemeinen zu stabileren Ergebnissen in der Lebensversicherung, aber zu einer leicht erhöhten Volatilität der Erträge in der Schaden- und Unfallversicherung und zu leicht niedrigeren Combined Ratios führen wird. Die Darstellung der Gewinn- und Verlustrechnung und der Bilanz wird sich erheblich ändern, aber zusätzliche Angaben im Anhang werden den Übergang zu IFRS17 unterstützen.

Rechtlicher Hinweis

Die vorliegende Dokumentation ist ausschliesslich für den Empfänger bestimmt und darf weder in elektronischer noch in anderer Form vervielfältigt, weitergeleitet oder veröffentlicht werden. Sie dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offerte, kein öffentliches Inserat und keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Der Inhalt ist von unseren Mitarbeitenden verfasst und beruht auf Informationsquellen, welche wir als zuverlässig erachten. Wir können aber keine Zusicherung oder Garantie für dessen Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität abgeben. Die Umstände und Grundlagen, die Gegenstand der in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind, können sich jederzeit ändern. Einmal publizierte Informationen dürfen daher nicht so verstanden werden, dass sich die Verhältnisse seit der Publikation nicht geändert haben oder dass die Informationen seit ihrer Publikation immer noch aktuell sind. Die Informationen in dieser Publikation stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch dürfen alleine aufgrund dieser Angaben Anlage- oder sonstige Entscheide getroffen werden. Eine Beratung durch eine qualifizierte Fachperson wird empfohlen. Anleger sollten sich bewusst sein, dass der Wert von Anlagen sowohl steigen als auch fallen kann. Eine positive Performance in der Vergangenheit ist daher keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Das Risiko von Kursverlusten sowie von Fremdwährungsverlusten und Renditeschwankungen aufgrund einer für den Anleger ungünstigen Entwicklung der Wechselkurse kann nicht ausgeschlossen werden.