

Research

## Januar-Erneuerungsrunde der Rückversicherer Heterogenes Verhalten im Hard Market

Prämien erhöhungen | Umstellung auf nicht-proportionales Geschäft | Positiver Sektorausblick

**Rötger Franz**, Partner, Portfolio Manager und Senior Insurance Analyst

- Starke Prämien erhöhungen nach Hurrikan Ian und dem Anstieg der Inflation im Jahr 2022
- Signifikante Verschiebung von proportionalen zu nicht-proportionalem Geschäft
- Ungewöhnlich unterschiedliche Erneuerungsergebnisse - Rückversicherungsmarkt muss noch ein Gleichgewicht finden
- Positiver Ausblick des Rückversicherungssektors für 2023

### Der härteste Markt seit einer Generation

Die Marktbedingungen auf dem Rückversicherungsmarkt sind jetzt so attraktiv wie seit einer Generation nicht mehr. Der harte Markt trifft auf einen Rückversicherungssektor mit sehr hohem Excess Capital, das darauf wartet, in Neugeschäft investiert zu werden. Alle vier grossen Rückversicherer verfügen über beträchtliches Excess Capital, und die Solvabilität-II-Quoten liegen trotz einer Reihe von Ereignissen im vergangenen Jahr deutlich über den Mindestzielen.

Insbesondere die Prämien im Sachgeschäft sind seit dem Hurrikan «Ian» in die Höhe geschneit, da die Rückversicherer versuchen, ihre Verluste zurückzuerdienen. Auch die Vertragsbedingungen haben sich deutlich verbessert. Doch anders als in den meisten früheren Zyklen hat der Markt bisher kein wirkliches Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage gefunden. Der Inflationsdruck liess die Rückversicherer gegenüber proportionalem Geschäft misstrauisch werden, und alle grossen Rückversicherer reduzierten daher das proportionale Geschäft zugunsten von nichtproportionalem Geschäft mit dem Ziel, Ergebnisvolatilität zu verringern. Gleichzeitig reagierten sie auf den Klimawandel und erhöhten die Selbstbehalte der Zedenten. Ferner kamen in Florida die [jüngsten Änderungen in der lokalen Gesetzgebung](#) dem Versicherungssektor zugute, allerdings sind die daraus resultierenden, positiven Auswirkungen noch nicht eingepreist, was die versicherungstechnische Rentabilität zumindest im Geschäftsjahr 2023 stützen sollte. Insgesamt beobachten wir, dass weniger Kapital in die Sachrückversicherung fliesst.

Auf der ILS-Seite ist der Gesamtmarkt für CAT Bonds in letzter Zeit um rund 0,8 Mrd. USD zurückgegangen<sup>1</sup> und *trapped collateral* bei Collateralized/Private ILS dürfte sich laut Hannover Rück<sup>2</sup> auf 5-10 Mrd. USD belaufen. Wir gehen davon aus, dass diese Reduktion der ILS-Kapazität eher eine Chance für CAT-Bond-Investoren ist, die jetzt von den sehr attraktiven Marktbedingungen profitieren können, ohne sich dem Risiko von *trapped collateral* auszusetzen. Das moderate

<sup>1</sup> Quelle: artemis.bm - <https://www.artemis.bm/dashboard/catastrophe-bonds-ils-issued-and-outstanding-by-year/>

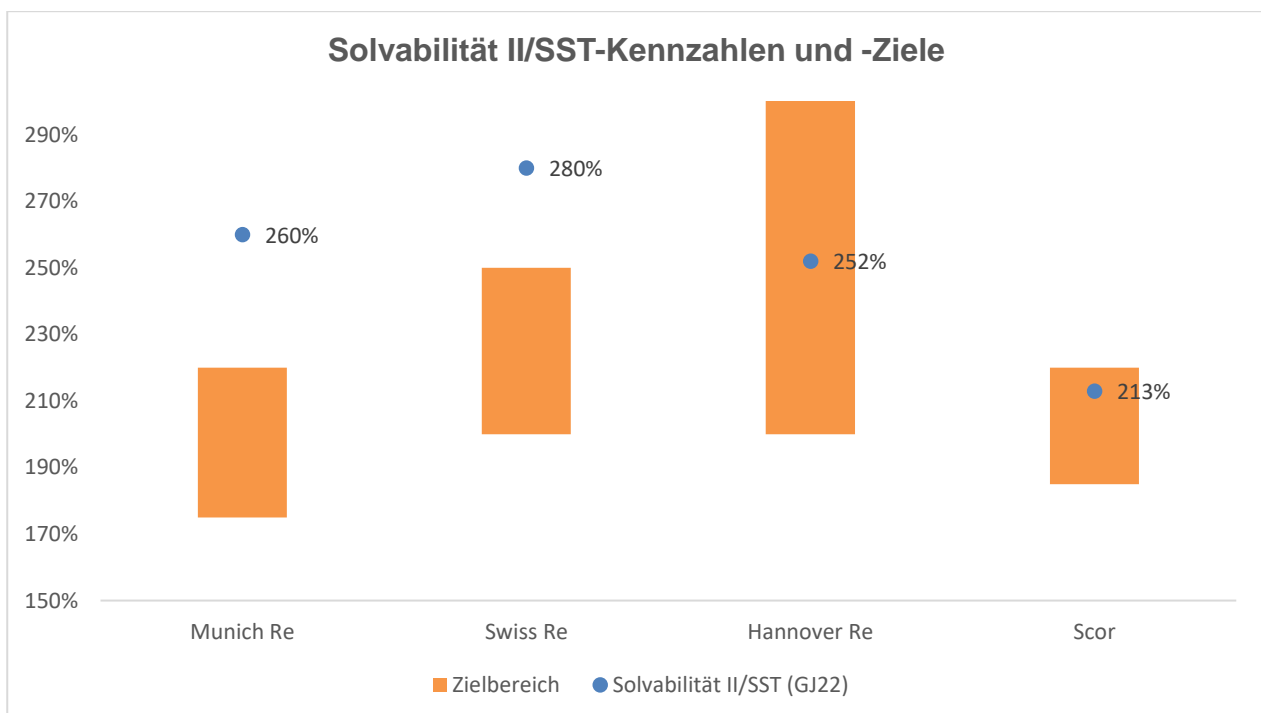
<sup>2</sup> Quelle: artemis.bm - <https://www.artemis.bm/news/hannover-re-estimates-us-5bn-to-10bn-of-ils-capital-still-trapped/>

Schrumpfen des CAT-Bond-Marktes und die steigenden Rückversicherungsraten bedeuteten jedoch auch, dass die Zedenten ihre Selbstbehalte deutlich erhöhten, um Kosten bei der Rückversicherung zu sparen d.h. der Zyklus scheint sich seinem Höhepunkt zu nähern.

Auch im Bereich *Marine* und *Aviation* kam es zu erheblichen Prämienerrhöhungen, die zu einem gewissen Grad eine Reaktion auf die Verluste durch den Ukraine-Krieg waren. In den Bereichen Haftpflicht, Motor und Kredit- und Kautionsversicherung beobachteten wir entweder einen Rückgang oder ein geringeres Wachstum des erneuerten Bestands. Regional gesehen wurden die höchsten Prämienerrhöhungen - wenig überraschend - in Nordamerika erzielt, gefolgt von Europa, Lateinamerika und Asien.

Stornierungen und Umstrukturierungen von Rückversicherungsprogrammen waren im Vergleich zu den Vorjahren relativ hoch, was darauf hindeutet, dass die Versicherer die schwierige Marktlage zum Anlass nehmen, ihre Portfolios aktiv neu zu strukturieren.

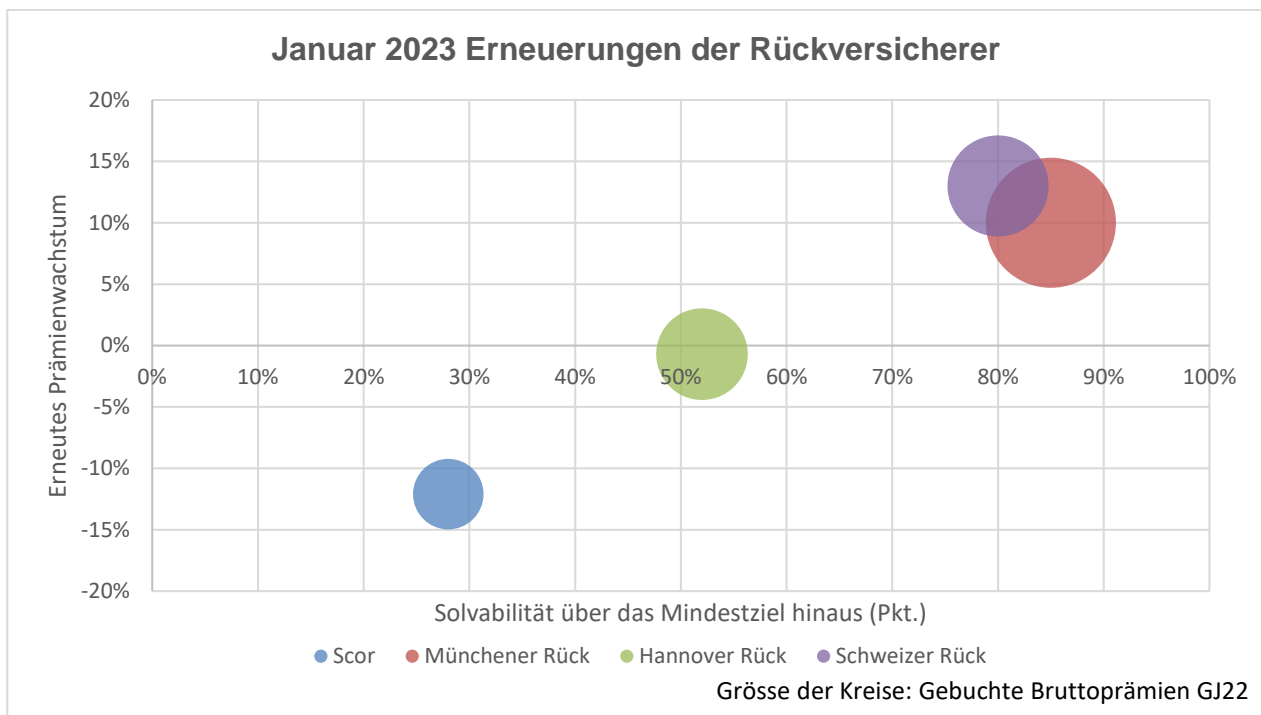
Normalerweise würden die Rückversicherer jetzt überschüssiges Kapital in Neugeschäft investieren und ein starkes Umsatzwachstum wie im Jahr 2022 verzeichnen. Allerdings haben viele Rückversicherer in diesem Jahr eine Kapitalisierung über dem Zielwert beibehalten und ihr Umsatzwachstum begrenzt, höchstwahrscheinlich als Reaktion auf die grosse Unsicherheit an den Kapitalmärkten.



Die von den einzelnen Rückversicherern publizierten Daten sind in der Regel nicht ohne weiteres vergleichbar, und die Angaben von Scor und Hannover Re sind wesentlich detaillierter als die von Munich Re oder Swiss Re. Von den vier grossen Rückversicherern meldeten nur die Swiss Re einen Prämienanstieg von 13% und die Munich Re von nur 1,3%. Die Erneuerung der Munich Re wurde durch die Entscheidung eines grossen Zedenten beeinträchtigt, deutlich mehr Risiko selbst zu behalten. Ohne diesen Effekt bei einem einzelnen Grosskunden wären die erneuerten Prämien um rund 10% gestiegen. Die erneuerten Prämien der Hannover Re sanken um 0,7% und die der

Scor um 12,1%. Diesmal sind es also nicht die beiden kleineren der vier Marktführer, die weniger und flexibler sind, sondern die beiden grössten Anbieter, die am meisten gewachsen sind! Normalerweise hätten wir erwartet, dass die beiden kleineren Marktteilnehmer in einem schwierigen Markt mehr Kapazitäten umschichten, während die beiden grössten Marktteilnehmer in einem viel geringeren Tempo wachsen würden. Die Gründe für die Entwicklung waren unserer Ansicht nach unternehmensspezifischer Natur.

In diesem Zusammenhang ist anzumerken, dass die Hannover Re keine Obergrenze für ihren Solvency-II-Zielbereich festgelegt hat, was dem Emittenten mehr Flexibilität lässt. Die Solvency II/SST-Positionen von Munich Re und Swiss Re liegen trotz hoher Ausschüttungen immer noch deutlich über dem oberen Ende der Zielbandbreite. Dies erhöht den Druck auf beide, das überschüssige Kapital einzusetzen oder auszuschütten. Die Solvency-II-Position von Scor liegt nahe am oberen Ende des Solvency-II-Zielbereichs.



## Scor

Scor stand unter dem Druck der Ratingagenturen und Investoren, ihre Ertragsschwankungen und Katastrophenrisiken zu verringern. Bei den Erneuerungen war das Re-underwriting von allen grossen Anbietern am stärksten ausgeprägt. Massnahmen zur Verbesserung der Rentabilität und - in geringerer Masse - die Verlagerung des CAT Excess of Loss (XL)-Portfolios führten zu einem Rückgang der erneuerten Prämien um 29%, der nur teilweise durch Preis- und Volumenänderungen sowie Anteilserhöhungen/Neugeschäft (+23%) ausgeglichen wurde. Die drastischsten Massnahmen waren die Verringerung der Ertragsvolatilität durch die Reduzierung der proportionalen Sachversicherung um 24% und der Versicherung von Ernteausfällen um 39%! Um die Rentabilität zu verbessern, hat Scor 48% des proportionalen US-Unfallgeschäfts und 29% des proportionalen Motor-Geschäfts abgebaut.

Insgesamt sank der Anteil des Sachversicherungsgeschäfts an den geschätzten Bruttoprämieeinnahmen von 38% auf 35% und der Anteil des Haftpflicht- und Kraftfahrtgeschäfts von 26% auf 22%, da das Gewicht der Global Lines im Portfolio von Scor zunahm. Innerhalb der letztgenannten Sparte stieg das Cyber-Geschäft um 41%. Dies spiegelt einen Trend wider, den wir auf dem gesamten Markt beobachten.

Scor verlagerte ihren Geschäftsmix auf die Rückversicherung höherer Layer, wobei der Selbstbehalt bei Cat XL zwischen 34% in den USA und 149% in Kanada stieg. Die ROL (Rates on Line) stiegen um 71% in Nordamerika, 44% in Europa, 37% in LatAm&MEA und 18% in APAC.

Wir verstehen zwar die Beweggründe für diese Verlagerung des Geschäftsmixes, insbesondere aus dem US-Sachkatastrophengeschäft weg, glauben aber, dass dieser Schritt angesichts der sehr attraktiven Marktbedingungen in gewissem Masse verfrüht ist. Als Anleger in festverzinslichen Wertpapieren sehen wir den Wert eines Risikoprofils eines Rückversicherers, das eher auf versicherungstechnische Risiken als auf Markt- und Kreditrisiken ausgerichtet ist, und daher gehen wir davon aus, dass Scor-Anleihen grundsätzlich etwas an Attraktivität verloren haben, obwohl wir eine potenzielle positive Auswirkung auf das Rating anerkennen.

## **Hannover Re**

Die Hannover Re verzeichnete einen geringfügigen Rückgang der erneuerten Prämien, und auch hier sind wir etwas überrascht über das begrenzte Wachstum des Emittenten in einem so schwierigen Markt. Unserer Ansicht nach verfolgte Hannover Re einen vorsichtigeren Ansatz, indem sie eher die versicherungstechnische Qualität des Portfolios verbesserte, als ein Volumenwachstum anzustreben.

Die erneuerten Prämien gingen geringfügig um 0,7% auf 9'788 Mio. EUR zurück. Wie andere Unternehmen auch hat Hannover Re ihren Geschäftsmix von proportionalen zu nicht-proportionalen Geschäft verschoben, da die Preisgestaltung laut Hannover Re durch die Inflation überholt wird. Hannover Re stornierte oder restrukturierte daher 13,9% oder 1'376 Mio. EUR des zur Erneuerung anstehenden Geschäfts, von denen rund 950 Mio. EUR proportional waren. Das Neugeschäft betrug 5,8%, während die Veränderungen im erneuerten Geschäft das Prämienvolumen um 7,4% erhöhten, wovon 8,0% auf Preiserhöhungen zurückzuführen waren. Auch die Vertragsbedingungen wurden erheblich verbessert.

Der Preisanstieg von 8,0% wurde vor allem von den Regionen Amerika (+12,9 %), EMEA (+7,2 %) sowie Luftfahrt und Transport (+17,2%) getragen. Im nichtproportionalen Geschäft verzeichnete Hannover Re Preiserhöhungen von durchschnittlich 20,7% in allen Regionen. Im proportionalen Geschäft stiegen die Preise nur um 3,4%. Das Prämienvolumen ging im proportionalen Geschäft um 8,7% zurück, während es im nicht-proportionalen Geschäft um 21,4% stieg.

Hannover Re meldete auch eine Verringerung der Possible Maximum Losses (PMLs). Dies war ein wenig überraschend, da die Erneuerungen auf eine Verlagerung in höhere Layer hindeuteten. Diese Verschiebung im Geschäftsmix wurde jedoch durch die im Jahr 2023 erworbene Retro-Deckung ausgeglichen, die auf Spitzengefahren ausgerichtet ist, so dass die PMLs gesunken sind.

Wir stehen den Erneuerungen der Hannover Re positiv gegenüber. Hannover Re ist wahrscheinlich etwas zu konservativ und könnte unter diesen Marktbedingungen möglicherweise mehr Kapital für

Wachstum einsetzen. Dennoch schätzen wir als Anleiheinvestoren die Verbesserung der Qualität des Portfolios, die sich aus diesem zurückhaltenden Ansatz ergibt.

### **Munich Re**

Bei der Erneuerung im Januar stiegen die erneuerten Prämien nur um 1,3% auf 11,9 Mrd. EUR. Die Preise stiegen im Durchschnitt um 2,3% risikoadjustiert. Wie bereits erwähnt, werden die Zahlen durch einen grossen Zedenten beeinflusst, der seinen Selbstbehalt im aktuellen Marktumfeld deutlich erhöht hat. Ohne diesen Effekt wären wie oben beschrieben die erneuerten Prämien um etwa 10% gestiegen. Die Stornierungen beliefen sich auf 6,7% der erneuerbaren Prämien und das Neugeschäft auf 6,2%, was erwartungsgemäss unter dem Niveau von Hannover Rück oder Scor liegt.

Wie andere Unternehmen hat auch die Munich Re ihr Engagement in der XL-Sachversicherung erhöht und gleichzeitig das proportionale Geschäft reduziert. So stiegen die Raten in Property XL um 16,5% und die Volumina um 35,4%, während sie im proportionalen Geschäft um 0,6% bzw. -0,2% zurückgingen. Interessanterweise hat sich der Geschäftsmix der Munich Re in Richtung Europa und Asien/Pazifik/Afrika verschoben, während die Exponierung in Nordamerika nun deutlich geringer ist. Wir weisen jedoch darauf hin, dass diese Zahlen in hohem Masse durch die oben erwähnte erhöhte Selbstbeteiligung eines Grosskunden beeinflusst wurden.

Wir sind der Meinung, dass die Erneuerungen für die Munich Re positiv waren, aber wir sind etwas überrascht, dass wir in den USA kein grösseres Wachstum sehen.

### **Swiss Re**

Swiss Re berichtet traditionell weniger detailliert über ihre Erneuerungen als die anderen drei grossen Rückversicherer, und die diesjährigen Erneuerungen spiegeln auch den negativen Ratingausblick des Emittenten wider. Der Emittent meldete einen Anstieg der erneuerten Prämien um 13%, der auf Preiserhöhungen von durchschnittlich 18% oder 5% nach Abzug höherer Schadenannahmen und Modellaktualisierungen zurückzuführen ist. Stornierungen beliefen sich auf 10% der erneuerten Prämie und wurden durch das Neugeschäft (+11%) mehr als ausgeglichen. Die Raterhöhungen von 21% waren im Naturkatastrophengeschäft am stärksten ausgeprägt. Auch in Nordamerika, wo das Prämienvolumen trotz stark steigender Prämien stagnierte, ging Swiss Re vorsichtiger vor. Dafür stieg das Prämienvolumen in Europa um 21% und in Asien um 35%.

Swiss Re reduzierte in der Erneuerung die Gesamtdeckungen und beteiligte sich stärker an höher liegenden Risikolayern. Im Gegensatz zu den Wettbewerbern war der Emittent bei der Erneuerung etwas zurückhaltender beim Einsatz von zusätzlichem Risikokapital. Wir sind der Meinung, dass der Emittent bei dieser Erneuerungsrunde mehr Geschäft hätte zeichnen können, aber dieses Wachstumspotenzial wurde zugunsten einer höheren Ertragsqualität und Stabilität angesichts des negativen Ratingausblicks nicht voll ausgeschöpft.

### **Ausblick**

Die Marktbedingungen auf dem Rückversicherungsmarkt sind unseres Erachtens die besten seit einer Generation. Der Rückversicherungssektor verfügt über beträchtliches Excess Capital, das in Neugeschäft investiert werden könnte, aber wir stellen fest, dass die meisten Emittenten vorsichtig

sind und in unsicheren Zeiten ein gewisses Kapitalpolster beibehalten, was die Kreditqualität verbessert. Negative Rating-Ausblicke waren ebenfalls Faktoren, die das Wachstumspotenzial einschränkten.

Wir denken, dass Hannover Re und Munich Re bei diesen Erneuerungen besser abgeschnitten haben als Swiss Re und Scor. Dennoch sollten alle Marktteilnehmer im Geschäftsjahr 2023 einen wesentlichen positiven Ergebniseffekt erwarten, vorausgesetzt, dass die Katastrophenschäden die Katastrophenbudgets nicht übersteigen. Die Erträge der Hannover Re könnten aufgrund der höheren Exponierung gegenüber Naturkatastrophen in der Zukunft volatiler werden, aber wir sind der Meinung, dass sich der Emittent diese zusätzliche Volatilität gut leisten kann. Die Position des Rückversicherungssektors als der am besten kapitalisierte Sektor in der Versicherungsbranche wird voraussichtlich weiter gestärkt werden.

#### 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.