

Illiquide Assets in Zeiten von steigenden Zinsen

März 2024

Zusammenfassung

Der nachfolgende Beitrag befasst sich mit dem veränderten Umfeld, in dem deutsche Lebensversicherer derzeit agieren, das in einem deutlichen Gegensatz zu den letzten Jahren, die von fallenden Zinsen, hohen Reserven,

niedrigen Stornoquoten und der Zinszusatzreserve geprägt waren, steht. Was sich nachhaltig geändert hat und was die Auswirkungen auf illiquide Assetklassen wie Corporate Private Debt sind, betrachten wir im folgenden.

Solvenz und Handelsbilanz – zwei Gesichter

Das steigende Zinsniveau hat auf Versicherungsunternehmen gegenläufige Effekte, die sich in der HGB- sowie der Solvency II-Bilanz widerspiegeln. Zum einen profitieren die Unternehmen von einer höheren Verzinsung bei der Neuanlage. Zudem hat sich das gestiegene Zinsniveau positiv auf die Solvenzquoten, insbesondere der Lebensversicherer, ausgewirkt, die auch ohne SII-Übergangsmaßnahmen auf historischen Höchstniveaus liegen. Waren Anfang 2023 noch 15 Versicherungsunternehmen unter besonderer Aufsicht der BaFin, sind es derzeit keine mehr.

In den HGB-Bilanzen dagegen haben sich durch den raschen Zinsanstieg und die fallenden Kurse der festverzinslichen Wertpapiere stille Lasten aufgebaut. Diese Entwicklung wurde durch die Nachwirkungen der Zinszusatzreserve (ZZR) deutlich beschleunigt. Betroffen sind besonders Lebensversicherer, da diese in hohem Maße in langlaufende, festverzinsliche Anlagen investieren, um ihre langfristigen Garantieverprechen zu erfüllen.

In der Regel werden die festverzinslichen Anlagen jedoch meist bis zur Endfälligkeit gehalten, sodass zunächst kein Abschreibungsbedarf besteht. Auch die EIOPA hat sich mit der Illiquidität und Langfristigkeit der Verbindlichkeiten schon frühzeitig befasst und genau aus diesem Grund die Long Term Guarantee (LTG) Maßnahmen in das Solvency II Rahmenwerk aufgenommen. Versicherungsunternehmen sollen gegen kurzfristige Marktschwankungen der Anlagen geschützt und prozyklisches Verhalten minimiert werden.

Selbst ohne unmittelbaren Abschreibungsbedarf bedeuten die stillen Lasten jedoch zumindest eine deutliche Einschränkung des Handlungsspielraums in der Assetallokation und Portfoliosteuerung. Nach Jahren fallender Zinsen, hoher Bewertungsreserven und, durch die ZZR bedingt, außergewöhnlich hoher zusätzlicher Liquidität für die jährliche Wiederanlage, stellt dies die Versicherungsunternehmen aktuell vor neue Herausforderungen.

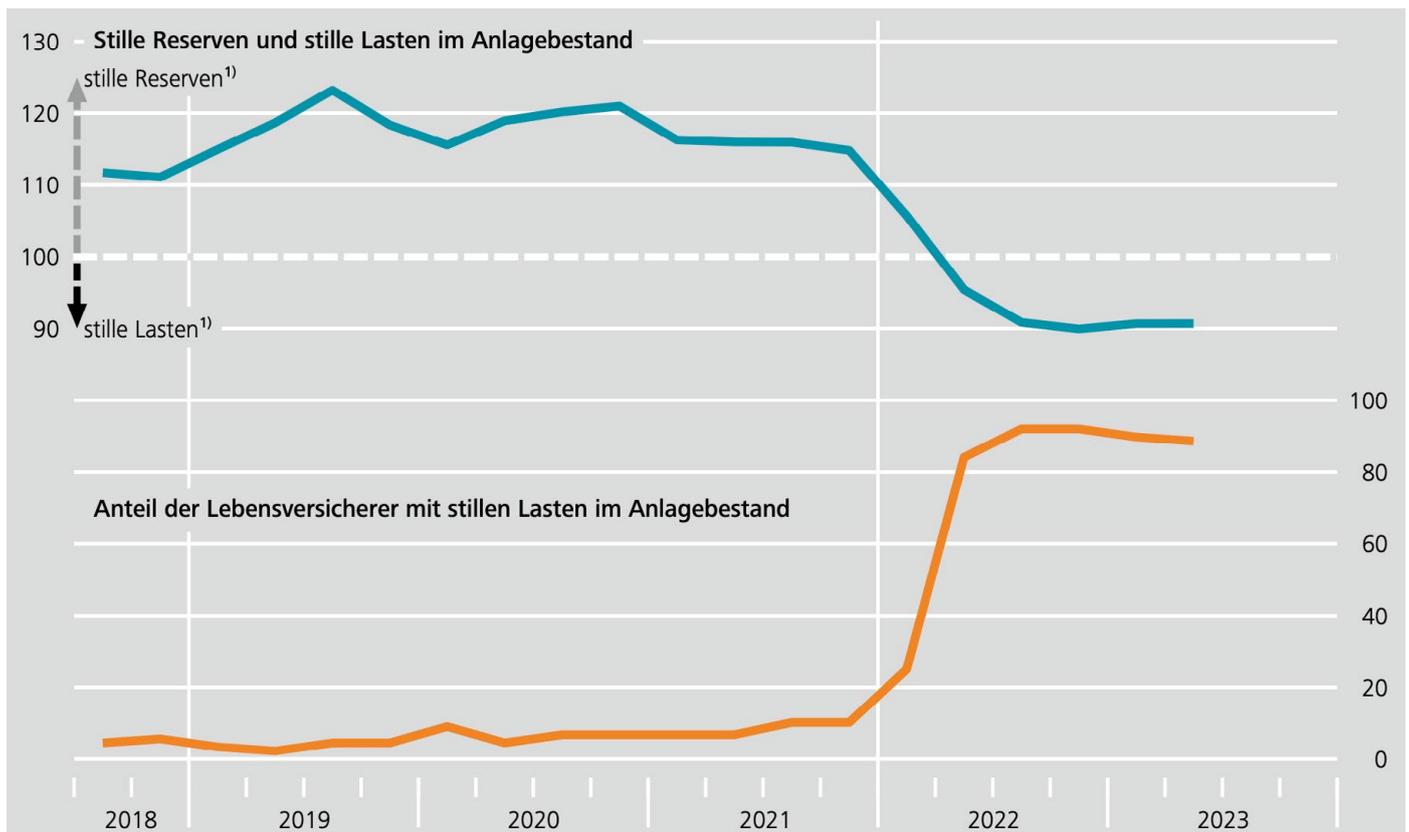
Zwar kommt die Deutsche Bundesbank in ihrem Finanz Stabilitäts Bericht 2023 insgesamt zu dem Schluss, dass die deutschen Versicherungsunternehmen den Zinsschock bislang gut verkraftet haben und hinreichend kapitalisiert sind. Mit Blick auf die HGB-Bilanzen geht die Bundesbank, auf Basis von entsprechenden BaFin Erhebungen, jedoch davon aus, dass die stillen Lasten im Durchschnitt um die 10% und bei einigen Unternehmen sogar über 20% des Buchwerts der Assets liegen. Auf dem heutigen Zinsniveau sollten diese Zahlen etwas besser aussehen, zumal sich auf der Neuanlage des letzten Jahres kaum stille Lasten bilden können.

Für die Versicherungsunternehmen bedeutet dies, dass weite Teile der andernfalls liquiden Vermögenswerte durch die stillen Lasten nicht ohne Realisierung von Verlusten veräußerbar und somit im aktuellen Zinumfeld, zumindest temporär, illiquide sind.

Stille Reserven und stille Lasten im Anlagebestand deutscher Lebensversicherer

Graphik 1

in %



Quelle: BaFin und eigene Berechnungen. 1 Verhältnis vom Marktwert zum Buchwert der Kapitalanlagen nach HGB. Werte größer als 100 % entsprechen stillen Reserven, Werte kleiner 100 % entsprechen stillen Lasten.

Deutsche Bundesbank

Liquidität - ein neuer Risikoparameter?

Bei steigenden Zinsen wächst die Gefahr für Lebensversicherer, dass das Neugeschäft, insbesondere bei Einmalbeiträgen, stark zurückgeht oder häufiger Verträge storniert werden. Durch die steigenden Zinsen werden andere Anlageformen im Vergleich zur Lebensversicherung wieder attraktiver. Die hohe Inflation könnte zudem dazu führen, dass die Versicherten das Geld für ihre Prämien nicht mehr aufbringen können oder wollen. Die Stornorisiken steigen.

Das Neugeschäft in der kapitalbildenden Lebensversicherung ist tatsächlich rückläufig (2022: -7%), die Einmalbeiträge sind sogar um -17% gefallen. Die ersten, von einigen Versicherungsunternehmen bereits veröffentlichten Zahlen lassen erwarten, dass sich diese Entwicklung in 2023 fortgesetzt hat. Der starke Rückgang des Einmalbeitragsgeschäfts ist jedoch nicht nur durch das Zinsniveau zu erklären, sondern ist teilweise auch das Ergebnis von geschäftspolitischen Überlegungen, das Einmalbeitragsgeschäft in der Niedrigzinsphase zugunsten des Versicherungskollektivs zu begrenzen.

Mit einem Anteil von lediglich 6% spielt die kapitalbildende Lebensversicherung ohnehin nur noch eine untergeordnete Rolle für das Neugeschäft.

Viele Unternehmen haben zudem das Neugeschäft komplett eingestellt. Mittlerweile bewirtschaften insgesamt 12 Versicherer ihre Bestände nur noch in einem 'on balance sheet run-off'-Modus. Allerdings ist das Volumen der Bestände weiterhin signifikant und daher bedeutsam für die gesamte Liquiditätssteuerung der Unternehmen.

Ein Rückgang von Liquiditätszuflüssen (Neugeschäft, laufende Beiträge) beziehungsweise erhöhte Liquiditätsabflüsse (Stornos, Bestandsfälligkeiten) könnten im aktuellen Umfeld bedeuten, dass das Versicherungsunternehmen gezwungen ist, Vermögenswerte mit stillen Lasten zu veräußern und Verluste zu realisieren, um seine Verpflichtungen zu erfüllen.

Dieses Risiko hat auch die BaFin erkannt. Angesichts der soliden Solvenzquoten und der ohnehin recht geringen Solvenzkapitalanforderung, die das Standardmodell unter Verwendung des Branchensimulationsmodells (BSM) nach Segmentierung der Verträge für Stornorisiken vorsieht, hat die BaFin daher schon frühzeitig das Augenmerk auf die HGB-Bilanz, die Liquiditätsausstattung und das Liquiditätsmanagement der Versicherungsunternehmen gelegt.

Werden Stornorisiken unterschätzt?

In den verschiedensten theoretischen Abhandlungen zur Modellierung von Stornorisiken werden oftmals die Differenz der laufenden Verzinsung des einzelnen Vertrages (Garantie + Überschussbeteiligung) zum risikolosen Zins (Marktzins) sowie die Substanzwerterhaltung als wichtigste Einflussparameter betrachtet.

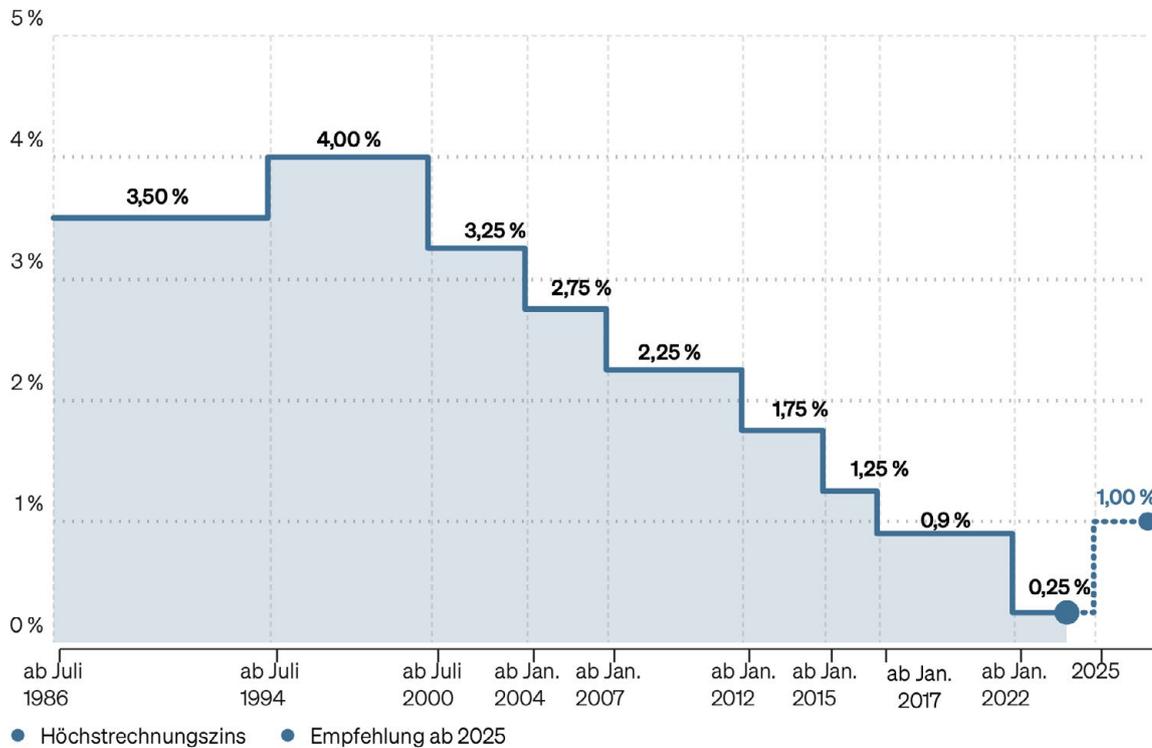
Seit Einführung der Zinszusatzreserve im Jahr 2011 ist die durchschnittliche laufende Verzinsung der Kapitalanlage (Book Yield) deutscher Versicherer von 4,07 % auf derzeit 2,31% gefallen und erwirtschaftet somit eine negative Realverzinsung. Gleichzeitig ist der Höchstrechnungszinssatz um 2% auf gegenwärtig 0,25%

gefallen. Angesichts des aktuellen Zinsniveaus haben sich daher DAV und GDV beide für eine Anhebung auf 1% ab 2025 ausgesprochen.

In diesem Kontext ist ebenfalls die zum Teil deutliche Erhöhung der deklarierten Überschussbeteiligungen für das laufende Jahr zu sehen. Hier zeigt sich allerdings nicht nur der erste moderate Einfluss der gestiegenen Zinsen auf den Kapitalanlageerfolg, sondern teilweise ebenfalls die Beteiligung der Versicherungsnehmer an den erstmaligen Nettoerträgen einiger Unternehmen beim Abbau der ZZR wie in der Mindestzuführungsverordnung (MindZV) geregelt.

Entwicklung des Höchstrechnungszinses

Graphik 2



Quelle: GDV

Die Stornoquote ist im gleichen Zeitraum von über 3,40% auf 2,51% zurückgegangen und auch im Jahr 2022, trotz steigender Zinsen, weiter gefallen. Nicht vergessen ist jedoch der Fall der italienischen Eurovita, bei der die steigenden Zinsen zu Massenstornos und einer Schieflage des Unternehmens geführt haben. Obgleich Massenstornos eines der drei Stressszenarien im Standardmodell sind, schätzt die BaFin das Risiko derzeit als gering ein. Im Gegensatz zu der langfristigen Ausgestaltung der deutschen Lebens- und Rentenversicherungsverträge sind die italienischen Produkte kurzfristiger und in direkter Konkurrenz zu den Sparprodukten der Banken. Bei den deutschen Verträgen sind zudem die Rückkaufswerte bei Abschluss festgelegt und unterliegen einem entsprechenden Kosten- und Stornoabzug.

Dennoch ist für die finale Einschätzung des tatsächlichen Einflusses des aktuellen Zinsniveaus auf das Stornoverhalten mit einer zeitlichen Verzögerung zu rechnen. Stornorisiken sind zudem unternehmensindividuell und beispielsweise abhängig von Bestandsstruktur, Produktgestaltung, Vertragslaufzeit und Vertriebswegen.

Auch wenn die BaFin das Risiko von Massenstornos für gering einschätzt, das generelle Thema der Liquiditätsrisiken beobachtet sie dagegen sehr genau. Bereits im Jahr 2022 wurde, zunächst für ausgewählte Unternehmen, mit der Abfrage der Liquiditätssituation begonnen und mittlerweile quartalsweise auf alle Unternehmen ausgeweitet.

Illiquidität in der Kapitalanlage

In der Portfoliooptimierung im Rahmen der SAA ist Corporate Private Debt nachweislich ein sinnvoller Portfoliobaustein. Durch die höhere Verzinsung und die stabilen Bewertungen erhöht die Assetklasse den durchschnittlichen Ertrag und senkt die durchschnittliche Volatilität. Aus Sicht einer Lebensversicherung ist zudem das positive Konvexitätsprofil äußerst vorteilhaft, da bei fallenden Zinsen der in der Regel vereinbarte Zinsfloor des variabel verzinsten Kredites an Wert gewinnt und sich der Kredit über den fixen Kreditspread zunehmend wie eine festverzinsliche Anleihe verhält.

Angesichts des aktuellen Umfelds wird allerdings zunehmend diskutiert, wie viel Illiquidität langfristig in der Kapitalanlage tragbar ist, und welche Rolle Illiquiditätsprämien als Ertragsquelle künftig spielen können.

Zur Einordnung der tatsächlichen Liquiditätssituation und des Handlungsspielraums in der Kapitalanlage der deutschen Lebensversicherer geben die letzten offiziellen Zahlen zurzeit noch keinen guten Anhaltspunkt. Nach GDV Zahlen standen im Jahr 2022 ca. 184,5 Mrd. Euro aus Rückflüssen wie Tilgungen, Einlösungen von Schuldverschreibungen und Wertpapierverkäufen zur Neuanlage zur Verfügung. Auf den Bestand von ca. 1.038 Mrd. Euro gerechnet wären dies knapp 17% liquide Mittel. Diese Zahl ist allerdings in keinster Weise repräsentativ, wie sich an den Nettoverzinsungen zeigt, da im Jahr 2022 die meisten Unternehmen netto noch weiter die ZZR bedienen mussten. Die offiziellen Zahlen für das Jahr 2023 liegen noch nicht vor.

Als zusätzlichen Liquiditätspuffer könnten theoretisch die mit einem Abbau der ZZR verbundenen Erträge dienen, die zwar zunächst Cash-flow neutral sind, aber im Falle einer Veräußerung von Vermögenswerten mit stillen

Lasten mit realisierten Verlusten verrechenbar wären. Dieser Effekt ist jedoch auf kurze Sicht überschaubar, da der Referenzzins aufgrund der Berechnungsmethodik nur zeitverzögert auf einen Zinsanstieg reagiert. Dieser liegt seit 2021 unverändert bei 1,57%.

Der vergleichsweise geringe Abbau der ZZR von ca. 3 Mrd. Euro in 2022 von in der Spitze insgesamt 97 Mrd. Euro ist somit noch laufzeiten- und nicht zinsinduziert, was ebenfalls für 2023 und vermutlich bis 2025 der Fall sein wird. Dennoch nutzen einige Versicherungen diese relativ gut planbaren zusätzlichen Erträge bereits heute zur Bereinigung und strategischen Reallokation der Anlageportfolios.

Der tatsächliche Liquiditätsbedarf und -spielraum eines Unternehmens ist jedoch aufgrund der Vielzahl der verschiedenen Einflussparameter in den vorgelagerten Szenarioberechnungen im Rahmen des ALM-Prozesses unternehmensindividuell zu bestimmen. Dieser findet dann in der Portfoliooptimierung der Strategischen Asset Allokation in Form von Bandbreiten der Quoten Berücksichtigung.

Was jedoch die selbst deutlich zu hohe Zahl der Neuanlagemittel für das Jahr 2022 zeigt, ist, wie viele Jahre es braucht, bis sich die gestiegenen Zinsen auf den Book Yield des Anlageportfolios spürbar auswirken. Unabhängig vom Zinsniveau sind höher verzinsliche Anlagen und Illiquiditätsprämien, wie zum Beispiel von Corporate Private Debt, weiterhin eine wichtige Ertragsquelle. Insbesondere auf dem aktuellen Zinsniveau ist eine marktgerechte Verzinsung der Verträge, nicht nur für das Neugeschäft, sondern insbesondere für die laufzeitengemäße Bestandsabwicklung, von Bedeutung.





Illiquiditätsprämien und Liquiditätsplanung – kein Widerspruch

Aufgrund der Langfristigkeit der Verbindlichkeiten ist die Bedeutung von Illiquiditätsprämien als Ertragsquelle für Versicherer seit jeher hoch. Diese werden in verschiedenster Form wie zum Beispiel der Steilheit der Zinsstrukturkurve, dem Renditevorteil von Privatplatzierungen, Namenspapieren und Schuldscheinen, Immobilien, aber auch in Alternativen Investments realisiert. In der 2023 erschienenen Goldman Sachs Insurance Survey war für mehr als ein Drittel der befragten Investoren die Erzielung von Illiquiditätsprämien einer der Hauptgründe, in Alternative Asset zu investieren. In der gleichen Studie wurden jedoch als Herausforderungen insbesondere die Unsicherheit der Cash-flows und die lange Kapitalbindungsdauer genannt.

Im Vergleich zu anderen Alternatives zeichnet sich Corporate Private Debt durch seine frühzeitigen Rückflüsse aus vertraglichen Zinsansprüchen, kurze durchschnittliche Laufzeiten (WAL) sowie einer vertraglich gesicherten, planbaren Rückzahlung, unabhängig von z.B. Exitmärkten, aus. Die Kapitalbindungsdauer, als ein Maß für die Liquidität eines Investments, ist grundsätzlich deutlich kürzer als bei anderen Private Debt Assetklassen. Entscheidend ist daher eine geeignete Allokationsstrategie, die Kapitalabrufe, Ausschüttungen und die gewünschte Zielallokation berücksichtigt. Die Gestaltung geeigneter Investitionsformate für die Umsetzung der Allokation erfolgt dann im nächsten Schritt.

Wir bei Pemberton diskutieren das Thema Liquidität, Allokationsstrategien und entsprechende Lösungsansätze intensiv mit unseren Kunden und setzen diese gemeinsam um. Aktuelle Beispiele sind Einmalinvestments, Evergreens, Liquidity Optionen oder semi-liquide Produkte. Der Einbezug von Liquiditätsbausteinen wie zum Beispiel Working Capital Finance oder Public Loans eröffnen uns Möglichkeiten, auf Kundenbedürfnisse und geänderte Liquiditätsanforderungen individuell einzugehen. Geratete Schuldverschreibungen, oder unser geratetes NAV Financing Produkt können für Investoren zudem eine Orientierungshilfe sein, Illiquidität und Kreditrisiken getrennt voneinander zu bewerten und zu steuern. Wenn diese Themen auch für Sie relevant sind, sprechen Sie uns gerne an.

Kontakt



Ralph Hora

Partner | Business Development
Pemberton Asset Management
S.A. Germany
ralph.hora@pembertonam.com



Christoph Polomsky

Managing Director | Business Development
Pemberton Asset Management
S.A. Germany
christoph.polomsky@pembertonam.com

General Disclaimer

This document is intended only for the person to whom it has been delivered and is solely for discussion / information purposes.

Any third-party information (including any statements of opinion and/or belief) contained herein is provided by Pemberton Capital Advisors LLP (“we”, “our” or “us”) and has not been independently verified.

Statements of opinion, market or performance information and any forecasts or estimates contained in this document are prepared on the basis of assumptions and conclusions reached and are believed to be reasonable by us at the time.

No representation, warranty, assurance or undertaking (express or implied) is given (and can therefore not be relied upon as such), and no responsibility or liability is or will be accepted by us or any of our affiliates or our respective officers, employees or agents as to the adequacy, accuracy, completeness or reasonableness of the information, statements and opinions expressed in this document. Any opinions expressed in this document do not constitute legal, tax or investment advice and can therefore not be relied upon as such. Please consult your own legal or tax advisor concerning such matters.

The information contained in this document (which does not purport to be comprehensive) is believed to be accurate only at the date of this document and does not imply that the information herein is correct at any time subsequent to the date hereof and such information is subject to change at any time without notice. The views expressed herein are subject to change based on market and other conditions and we give no undertaking to update the information, to reflect actual events, circumstances or changes in expectations or to provide additional information after its distribution, even in the event that the information becomes materially inaccurate.

The recipient acknowledges and agrees that no person has, nor is held out as having, any authority to give any statement, warranty, representation, assurance or undertaking on our behalf. No part of this document may be reproduced in any manner without our written permission.

This document has been prepared and issued by Pemberton Capital Advisors LLP. Pemberton Capital Advisors LLP is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (“FCA”) and entered on the FCA Register with the firm reference number 561640 and is registered in England and Wales at 5 Howick Place, London SW1P 1WG, United Kingdom. Registered with the US. Securities and Exchange Commission as an investment adviser under the U.S. Investment Advisers Act of 1940 with CRD No. 282621 and SEC File No. 801-107757. Tel: +44(0) 207 993 9300.

www.pembertonam.com
Pemberton is a registered trademark. © Pemberton