

# Liquidität wohin? Renditen woher? Herausforderungen der Kapitalanlage institutioneller Anleger

*16. DIRK-Konferenz -  
Frankfurt, 3. Juni 2013*

Dr. Thomas Mann, CFA  
Talanx Asset Management GmbH

# 0. Talanx Asset Management – Einordnung

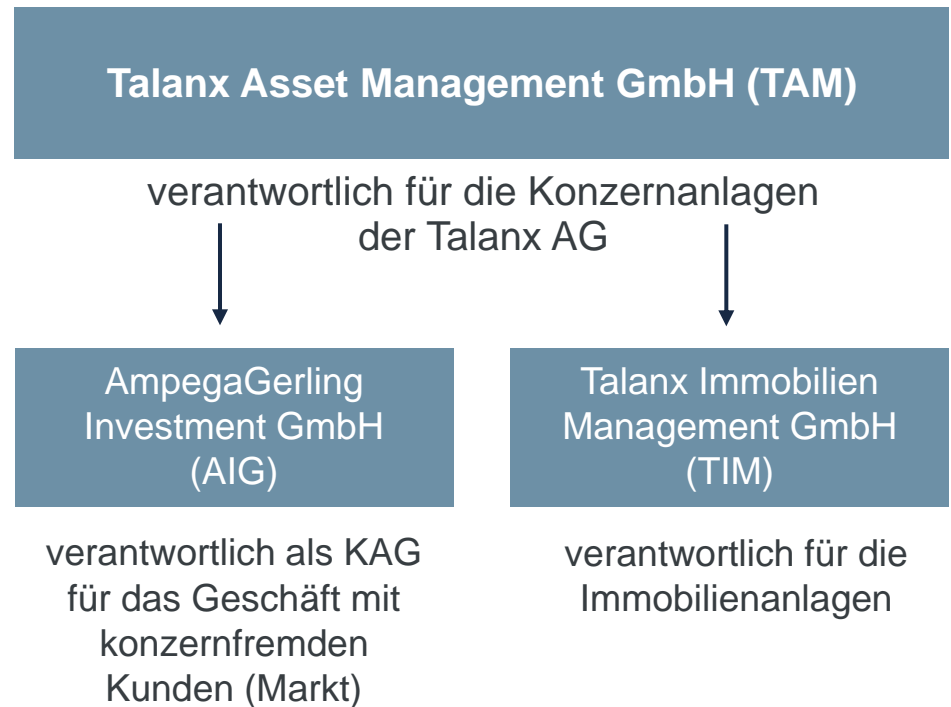
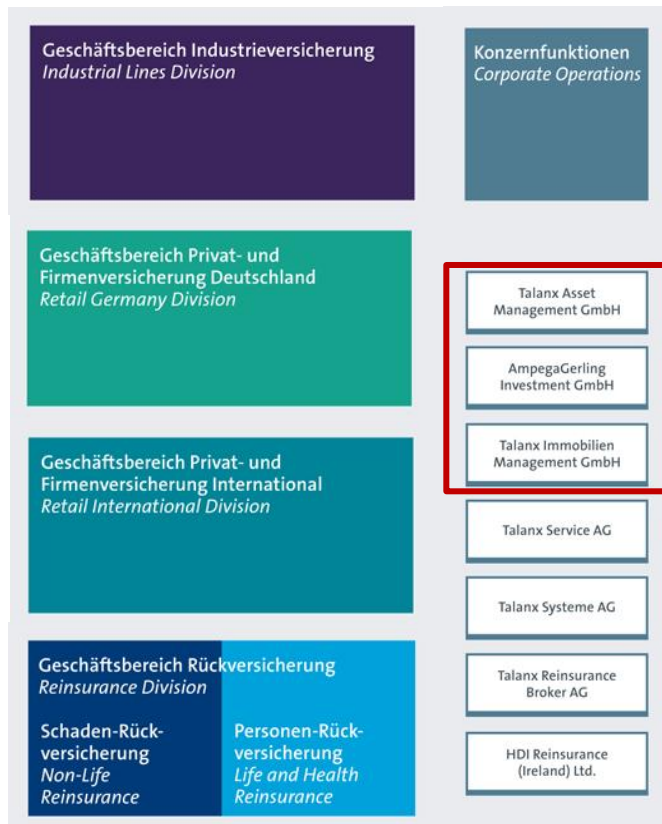
---

# Talanx-Gruppe - Markenübersicht



# Die Vermögensverwaltungsgesellschaften des Talanx-Konzerns

## Talanx AG <sup>1)</sup>



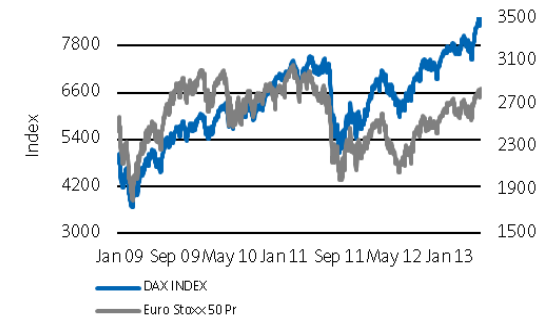
1) gebuchte Kapitalanlagen per 31.03.2013: 101,5 Mrd. Euro

# 1. Niedrigzinsphase und kein Ende ...

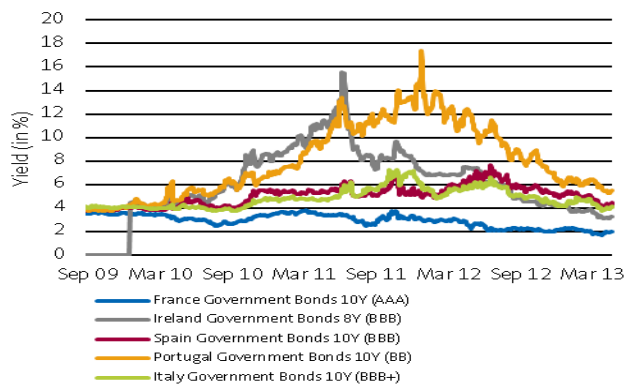
---

# Rekordniedrige Zinssätze und Spreads versus positive Aktienperformance: Wie stark profitiert die deutsche Versicherungswirtschaft ?

Government Bonds 10Y (Yield in % / Spread to Bunds in bps)	Close of 27.05.2013	chg. one day (in bps)	chg. one week (in bps)	chg. 2 weeks (in bps)	chg. YTD (in bps)
France Govt. Bond Yield	1,97	3	9	3	-3
France Spread to Bunds	51	0	1	-7	-17
Ireland Govt. Bond Yield*	3,24	0	11	6	-106
Ireland Spread to Bunds*	178	-3	3	-4	-121
Italy Govt. Bond Yield	4,05	-9	15	7	-45
Italy Spread to Bunds	259	-11			
Portugal Govt. Bond Yield	5,52	-1			
Portugal Spread to Bunds	406	-3			
Spain Govt. Bond Yield	4,33	-9			
Spain Spread to Bunds	288	-11			



Equities	Close of 27.05.2013	chg. one day (in %)	chg. one week (in %)	chg. 2 weeks (in %)	chg. YTD (in %)
DAX INDEX	8500,49	2,35%	0,33%	1,94%	11,67%
Euro Stoxx 50 Pr	2795,00	1,70%	-1,04%	0,63%	7,84%
DOW JONES INDUS. AVG	15481,57	1,17%	0,95%	2,58%	18,14%
S&P 500 INDEX	1667,89	1,11%	0,10%	2,09%	16,95%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	3507,74	1,40%	0,16%	1,30%	16,17%
NIKKEI 225	14311,98	1,20%	-6,95%	-3,02%	37,68%
CSI 300 INDEX	2644,36	1,72%	1,13%	6,06%	4,81%
BRAZIL IBOVESPA INDEX	56777,47	0,66%	0,91%	3,86%	-6,85%
MICEX INDEX	1400,87	1,45%	-1,55%	-0,35%	-5,01%
S&P BSE SENSEX INDEX	20160,82	0,65%	0,24%	2,22%	3,78%
GERM VDAX VOLATILITY IDX	16,91	-3,73%	12,21%	11,91%	1,43%
CBOE SPX VOLATILITY INDX	13,74	-1,79%	5,53%	9,48%	-23,75%
VSTOXX Index	17,36	-4,35%	4,14%	-1,75%	-18,69%



Quelle: Bloomberg Daten vom 27.05.2013

# Spreads auf 2007er (Blasen-) Niveau teilweise wieder angekommen ...

iBoxx Corp Fin Sen.	Bond	Issuer	Chg 7d in bps	ASW Spread	mod. Durat.	Comp Rating	
Top Movers (21.Mai - 28.Mai)	1	SBIIN 4 1/2 11/30/15	STATE BANK INDIA/LONDON	-19	167	2,3	BBB-
	2	PMIIM 4 01/22/16	BANCA POPOLARE DI MILANO	-17	323	2,4	BB
	3	PKOBP 3.733 10/21/15	PKO FIN AB (PKO BANK PL)	-17	62	2,3	NR
	4	ULFP 4 3/8 10/01/14	RODAMCO EUROPE FIN BV	-17	15	1,3	A
	5	AIG 4 3/8 04/26/16	AMERICAN INTL GROUP	-15	86	2,7	BBB+
	6	BREPW 2 3/4 10/12/15	BRE FINANCE FRANCE SA	-15	138	2,2	BBB+
	7	AIG 5 06/26/17	AMERICAN INTL GROUP	-15	96	3,6	BBB+
	8	CCCI 4 01/12/18	CAISSE CENT CREDIT IMMO	-11	236	4,1	BBB+
	9	FBAVP 4 3/8 02/01/17	BNP PARIBAS FORTIS SA	-10	57	3,4	A
	10	SANTAN 4 1/2 05/18/15	SANTANDER INTL DEBT SA	-10	133	1,9	BBB+
Worst Movers (21.Mai - 28.Mai)	1	DEXGRP 5 3/8 07/21/14	DEXIA CREDIT LOCAL	42	237	1,1	A-
	2	AON 6 1/4 07/01/14	AON SERVICES LUXEMBOURG	29	44	1,0	BBB
	3	COOPWH 2 3/8 10/23/15	CO-OPERATIVE BANK PLC	27	469	2,2	BB
	4	UBIIM 4.939 06/25/14	UBI BANCA SPCA	19	118	1,0	BBB
	5	UBIIM 3 3/4 10/30/15	UNIONE DI BANCHE ITALIAN	10	167	2,3	BBB
	6	HAA 4 3/8 01/24/17	HYPO ALPE-ADRIA INTL AG	10	165	3,3	NR
	7	C 5 08/02/19	CITIGROUP INC	9	74	5,3	A-
	8	BACRED 4 5/8 10/11/16	MEDIOBANCA	8	203	3,0	NR
	9	C 7 3/8 09/04/19	CITIGROUP INC	7	86	5,1	A-
	10	BACA 2 5/8 01/30/18	UNICREDIT BK AUSTRIA AG	7	96	4,3	A-

iBoxx Corp Non-Fin	Bond	Issuer	Chg 7d in bps	ASW Spread	mod. Durat.	Comp Rating	
Top Movers (21.Mai - 28.Mai)	1	CRHID 5 01/25/19	CRH FINANCE BV	-41	88	5,0	BBB
	2	AMSSM 4 7/8 07/15/16	AMADEUS CAP MARKT	-26	82	2,8	BBB-
	3	PGNPW 4 02/14/17	PGNIG FINANCE AB	-25	127	3,4	BBB-
	4	RHMGR 4 09/22/17	RHEINMETALL AG	-24	124	3,9	NR
	5	SAGESS 3 1/8 10/21/22	SAGESS	-24	19	8,1	NR
	6	VOTORA 5 1/4 04/28/17	VOTORANTIM CIMENTOS SA	-21	146	3,6	BBB-
	7	TPSA 6 05/22/14	TPSA EUROFINANCE FRANCE	-20	26	1,0	BBB+
	8	PETBRA 4 7/8 03/07/18	PETROBRAS INTL FIN CO	-18	150	4,3	BBB
	9	DAAFIN 6.5872 07/09/18	DAA FINANCE PLC	-15	202	4,3	NR
	10	INTPET 4 7/8 05/14/16	IPIC GMTN LTD	-15	76	2,8	AA-
Worst Movers (21.Mai - 28.Mai)	1	TITIM 8 1/4 03/21/16	TELECOM ITALIA SPA	33	182	2,5	BBB-
	2	CAPP 5 3/8 06/12/15	CARREFOUR SA	16	49	1,9	BBB
	3	AKZANA 7 1/4 03/27/15	AKZO NOBEL NV	13	34	1,7	BBB+
	4	TITIM 7 3/4 01/24/33	TELECOM ITALIA FIN SA	9	430	10,5	BBB-
	5	ENELIM 5 09/14/22	ENEL FINANCE INTL NV	9	195	7,3	BBB
	6	TITIM 4 01/21/20	TELECOM ITALIA SPA	9	259	5,7	BBB-
	7	MEOGR 7 5/8 03/05/15	METRO AG	8	61	1,7	BBB-
	8	TITIM 5 3/8 01/29/19	TELECOM ITALIA SPA	7	266	4,8	BBB-
	9	TELEFO 5.496 04/01/16	TELEFONICA EMISIONES SAU	7	112	2,6	BBB
	10	TITIM 5 1/4 02/10/22	TELECOM ITALIA SPA	7	296	6,8	BBB-

iBoxx Corp Fin LTII	Bond	Issuer	Chg 7d in bps	ASW Spread	mod. Durat.	Comp Rating	
Top Movers (21.Mai - 28.Mai)	1	INTNED 6 1/8 05/29/23	ING BANK NV	-12	273	4,3	BBB+
	2	RBS 4 7/8 04/22/15	ROYAL BK OF SCOTLAND PLC	-8	162	1,8	BB+
	3	RABOBK 5 7/8 05/20/19	RABOBANK NEDERLAND	-8	138	5,2	A
	4	KNFP 4 1/8 01/20/17	NATIXIS	-8	145	3,4	BBB
	5	ACAFP 5 7/8 06/11/19	CREDIT AGRICOLE SA	-8	173	4,9	BBB
	6	SEB 4 09/12/22	SKANDINAVISKA ENSKILDA	-6	125	3,9	A-
	7	ACAFP 5.971 02/01/18	CREDIT AGRICOLE SA	-6	144	4,1	BBB
	8	LLOYDS 6 1/2 03/24/20	LLOYDS TSB BANK PLC	-6	275	5,5	BBB-
	9	SWEDA 3 12/05/22	SWEDBANK AB	-5	127	4,2	A-
	10	RABOBK 3 3/4 11/09/20	RABOBANK NEDERLAND	-5	135	6,4	A
Worst Movers (21.Mai - 28.Mai)	1	SANTAN 4 1/2 09/30/19	SANTANDER ISSUANCES	52	1151	1,1	BBB
	2	UCGIM 4 1/2 09/22/19	UNICREDIT SPA	34	434	1,2	BBB-
	3	BAC 4 3/4 05/06/19	BANK OF AMERICA CORP	33	386	0,9	BBB
	4	JPM 4 3/8 11/12/19	JPMORGAN CHASE & CO	28	157	1,4	A-
	5	BBVASM 4 3/8 10/20/19	BANCO BILBAO VIZCAYA ARG	22	1035	1,2	BBB-
	6	RBS 6.934 04/09/18	ROYAL BK OF SCOTLAND PLC	16	311	4,1	BB+
	7	BACR 6 5/8 03/30/22	BARCLAYS BANK PLC	14	243	6,8	BBB+
	8	BACR 6 01/23/18	BARCLAYS BANK PLC	11	197	4,0	BBB+
	9	KNFP 4 1/2 05/14/19	NATIXIS	10	302	0,9	BBB
	10	RBS 4.35 01/23/17	ROYAL BK OF SCOTLAND PLC	9	249	3,3	BB+

iBoxx Covered	Bond	Issuer	Chg 7d in bps	ASW Spread	mod. Durat.	Comp Rating	
Top Movers (21.Mai - 28.Mai)	1	SABSM 3 3/8 10/22/14	BANCO CAM SA	-21	142	1,3	NR
	2	BPIPL 3 1/4 01/15/15	BANCO BPI SA	-19	123	1,6	BBB
	3	ISPIM 5 01/27/21	INTESA SANPAOLO SPA	-12	87	6,4	NR
	4	UBIIM 4 1/2 02/22/16	UBI BANCA SPCA	-11	89	2,6	A
	5	BACA 2 7/8 11/04/16	UNICREDIT BK AUSTRIA AG	-11	0	3,3	NR
	6	UCGIM 4 1/4 07/31/18	UNICREDIT SPA	-9	72	4,6	A+
	7	UCGIM 5 1/4 04/30/23	UNICREDIT SPA	-8	107	8,0	AA
	8	SNSNS 3 1/2 09/28/20	SNS BANK NV	-7	51	6,4	AA-
	9	BAWAG 1 7/8 09/18/19	BAWAG P.S.K.	-7	23	5,9	NR
	10	IMCEDI 4 1/2 02/21/22	IM CEDULAS 10	-7	359	6,9	BBB
Worst Movers (21.Mai - 28.Mai)	1	CAJARU 3 1/2 10/23/14	CAJAS RURALES UNIDAS	38	294	1,3	BBB
	2	BKIASM 5 3/4 06/29/16	BANKIA SA	28	262	2,7	BBB
	3	IMCEDI 4 1/4 06/09/16	IM CEDULAS 9	27	285	2,7	BBB
	4	BKIASM 4 1/4 07/05/16	BANKIA SA	26	276	2,8	BBB
	5	UCAJLN 5 1/2 03/23/16	UNICAJA BANCO SA	24	210	2,6	NR
	6	BKIASM 5 10/30/14	BANKIA SA	21	202	1,3	BBB
	7	BKIASM 3 1/2 12/14/15	BANKIA SA	21	243	2,4	BBB
	8	UCAJLN 3 1/8 10/06/14	UNICAJA BANCO SA	20	199	1,3	NR
	9	AYTCED 3 3/4 06/30/25	AYT CEDULAS CAJAS X	18	336	8,8	BBB
	10	CEDTDA 4 10/23/18	CEDULAS TDA A-3	17	319	4,6	BBB+

Quelle: Iboxx Daten vom 27.05.2013

## 2. Basel III und Solvency II: Interaktion und Folgen für die Versicherungswirtschaft

---



## Rechts- und Regulierungsrisiken auch für Seniorgläubiger nehmen zu ...

Top	Themenblock	Konzept	Folge	Umsetzung
1.	Eigenkapitalerhöhung und -Struktur	Schrittweise Erhöhung bis 2019	EK-Erhöhung / Deleveraging	bis 2019
2.	<b>Liquidity Coverage Ratio (kurzfristige Liquidität)</b>	Hochliquide Aktiva zu Nettomittelzahlungsabfluß (30T) > 1	Hochliquide Aktiva vorhalten	1.1.2015
3.	<b>Net Stable Funding Ratio (langfristige Liquidität)</b>	Available Funding zu Required Funding > 100%	Fristentransformation reduzieren	1.1.2018
4.	<b>Leverage Ratio (nominal)</b>	Kapital zu Exposure Value > 3%	Leverage abbauen	1.1.2015
5.	Insolvenzregime (Crisis Management Directive) / Restrukturierungsgesetz / MaSan Entwurf	Insolvenzverfahren in Banken	offen	Offen / umgesetzt
6.	Zentrales Kontrahentenrisiko (EMIR)	Besicherung OTC-Derivate	Hochliquide Aktiva vorhalten	1.7.2013
<b>NB</b>	<b>Collective Action Clause (CAC): Staatsschuld</b>	<b>Gläubigermehrheit entscheidet!</b>	<b>offen</b>	<b>Januar 2013</b>

# Solvency II trifft Basel III / CRD IV – passt das übereinander?

## Solvency II – Standardthesen aus Sicht der Kapitalanlage

- **Niedrigzinssituation aufgrund der Banken- und Staatenkrise** in Europa wird länger anhalten als geplant. Euro-Staatenanleihen und Covered Bonds privilegiert.
- **Längere Duration** und **besseres Bonitätsrisiko** wird konterkariert durch niedrige Zinsen.
- **Risikoaversion in der Kapitalanlage** hat tendenziell aufgrund der verschärften Solvency II Regeln zugenommen.
- **Eigentümerstrukturen** – Die Sichtweise von Aktienanalysten und Ratingagenturen auf börsennotierte und nicht börsennotierte Eigentümerstrukturen (u.a. VVaG) mit Blick auf Geschäftsmodell und Gewinnthesaurierung nähert sich aufgrund des ökonomischen Drucks immer stärker an.

## Basel III / CRD IV – Ableitung von Markteffekten für Versicherungen

- **Geschäftsmodelle zahlreicher Banken** auf dem Prüfstand – wie lange noch investierbar?
- Deleveraging ist in vollem Gang – damit aktuell **sinkendes Covered Bond und Senior Unsecured Emissionsvolumen! Asset Encumbrance** in Banken steigt an !
- **Systemische Verschiebung von Bankausleihungen zu Versicherungen** – Quo Vadis?

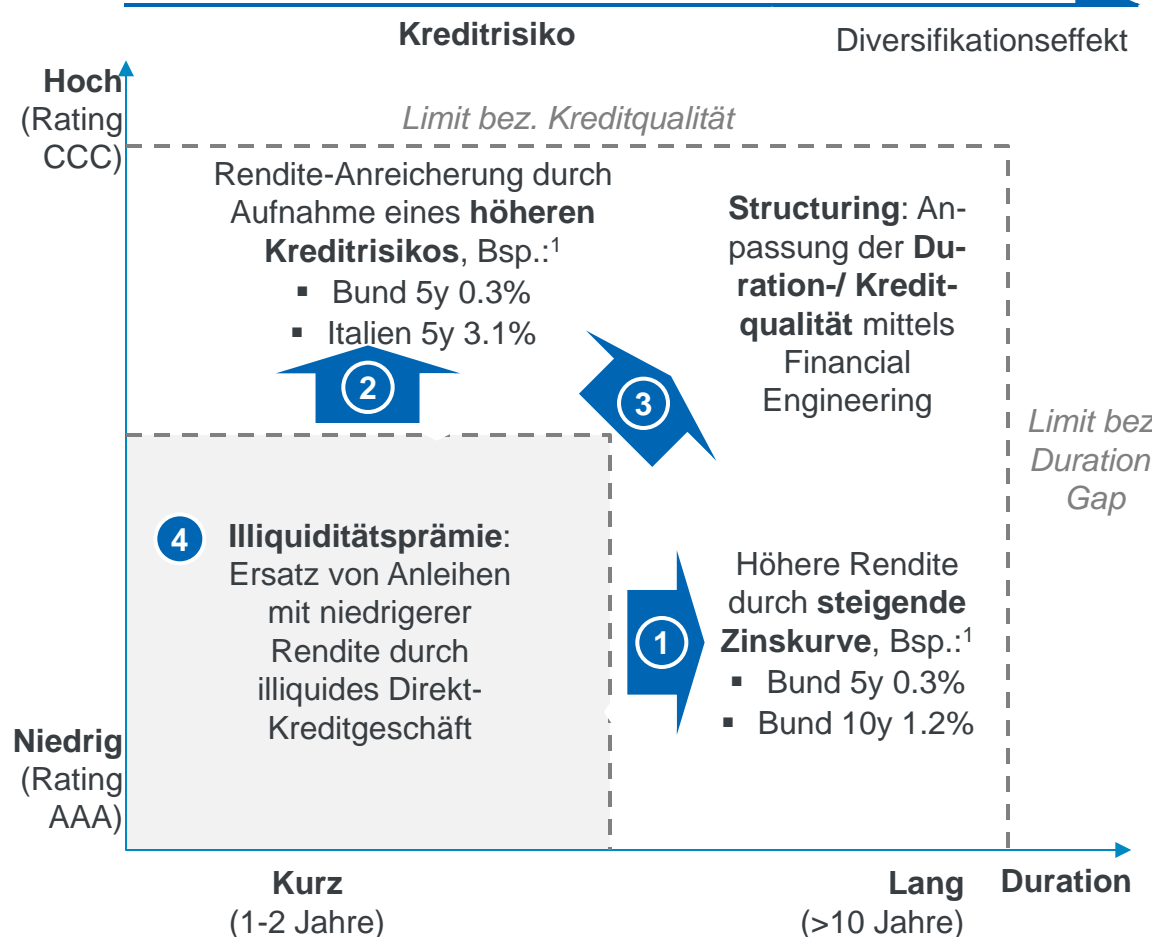
### 3. Kapitalanlageoptionen in der Niedrigzinsphase: Duration, Bonität oder Illiquidität?

---

# Zur Realisierung von Rendite-Anreicherung gibt es folgende strategische Optionen im Fixed Income Universum

## Strategische Optionen zur Realisierung der Rendite-Anreicherung

## Zugriff auf Illiquiditätsprämie mittels Direkt-Kreditgeschäft durch VU?






- +** Dauerhaft **mangelhafte Zuteilung bei der Erstemissionen von Anleihen (< 50%)**
- +** Diversifikationseffekt hilft zusätzlich das riskante **Bank- und Staatenexposure zu reduzieren**
- +** **Guter Markteinstiegszeitpunkt** aufgrund von Banken-Deleveraging und Basel III
- +** Meist **gute und erstrangige Besicherung**, insbesondere bei Immobilien-darlehen und Infrastruktur
- Im Vergleich zu Banken **geringe Dar-lehensexpertise** und daher Informations-asymmetrie („Moral Hazard“-Problematik)
- Erhöhtes **Klumpenrisiko insbesondere beim Markteinstieg**
- Hohe **Komplexitätskosten** im Vergleich zu Anleihen sprechen gegen extensiven Einsatz im Hochzinsumfeld

<sup>1</sup> Quelle: Bloomberg / April 2013

# Die unterschiedlichen ökonomischen Implikationen der Assetklassen bieten für Versicherungsunternehmen spezifische Einsatzgebiete

## Mögliche ökonomische Implikationen

x Relevantes Marktvolumen in Mrd. EUR

	Brutto-Rend. Deutschland, in % (Apr'13)	Brutto Rendite Anreicherung, in bp		Typische Duration, in Jahren	Kapitalanforderung / beispielhaft	Kredit-Qualität, Ø Rating	Einsatz in Versicherungsunternehmen	
		Ø '00 - '11 <sup>1</sup>	04/2013				Beispiel LVU / Kranken	Beispiel Sach / Industrie
 <b>Unternehmensdarlehen<sup>2</sup></b> 32	2,0 - 3,0	> 50 - 60	40 - 100	2 - 10 (Ø 5)		BBB bis BB	These: Diversifikation und ggf. Rendite Anreicherung bei Substitution von Anleihen gleicher Duration ?	
 <b>Gewerbeimmobilie darlehen<sup>2</sup></b> 13	2,5 - 3,0	50 - 60	120 - 170	3 - 10 (Ø 5)	Leben ? 95 - 105%	A bis BBB		
 <b>Infrastrukturdarlehen</b> 6	2,5 - 5,0	70 - 80+	30 - 180	5 - 30 (Ø 13)	Sach ? 95 - 105%	AA Bis BBB	Verringerung Durationslücke	Rendite-Anreicherung und Diversifikation des Investment Universums

- Einzeldealanalyse zeigt beispielhaft (beispielsweise Projektfinanzierung) hohe Streuung der tatsächlich erzielten Renditen pro Transaktion
- Implikation: (1) adäquate Organisation zum Management des Risikos essentiell (2) Zusätzliche Chancen für etwaige Zusatzrendite aus aktivem Asset Management denkbar
- Potenziell mögliche zusätzliche Erträge durch Beteiligung an Origination-Fee mit Partnern zu verhandeln

<sup>1</sup> Over-the-Cycle basierend auf McKinsey Global Banking Pools, Broker Reports, vor Kosten gegenüber Fair Market Curve bei gegebener Durchschnittsduration (5 bzw. 13 Jahre)  
<sup>2</sup> Zahlenangaben beziehen sich auf Deutschland; Erweiterung des Investment-Universums auf Westeuropa denkbar

# Direktes Kreditgeschäft – Problemzonen für Versicherungen

**Beherrschung des Moral Hazard und der Informationsasymetrie** (= Organisation von Sourcing- und Partnerschaftsmodellen / Umsetzung von relevanten Losgrößen / Neugeschäft oder Bestandsportfolien)

**Margendruck durch Quersubventionierung bei Banken möglich** / kompetitive Wettbewerbs- und Pricingsituation / Historische Kreditausfallerfahrungen

**Sonstiges:** Aufsichtsrecht / Vehikelstrukturen / IT-Landschaft / **Prozessketten nach KWG und VAG** / MaRisk / Distressed- und Workoutmanagement (Outsourcing?) / Kreditkomitee / Personakapazitäten / Kosten

**Fokussierung auf Europa notwendig** (Regionen / Sektoren) / Fehlen institutioneller Fixed-Rate Tranchen / Anlagen in Fremdwährung sind zu managen (Hedging / P&L Auswirkung unter IFRS / HGB).

Make-it or Buy it (externe Manager)?

**Key Finding No. 1:**  
Der verstärkte Einstieg in direktes Kreditgeschäft löst kurzfristig keine Renditeprobleme der Versicherungen.

**Key Finding No. 2:**  
Kosten und Prozesskomplexität sind bei unsicherem Ertragspotential nicht zu unterschätzen.

## 4. Diversifikation über Produkte und Märkte – wo liegt die Lösung?

---

# Einordnung traditioneller Anlagesegmente in deutschen VUs

## Makroumfeld

- Historisches **Niedrigzinsumfeld**
- Dauerhaft **mangelnde Zuteilung bei Erstemissionen** von Anleihen
- Angestrebte **Reduzierung von Bank- und Staaten-Emitenten** aufgrund vielfältiger Rechts- und Systemrisiken
- Sich bietende **Opportunität für Nicht-Bankensektor** durch Basel III und **Banken-Deleveraging**
- **Verbreiterung des Emittentenuniversums** und Investition in neue Assetklassen wie Infrastruktur

<b>Staatsanleihen EU-Peripherie</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ GIIPS-Sovereign Emittenten: Politische, rechtliche (CAC / lokale Emissionsbedingungen) und ökonomische Kriterien sind gegeneinander abzuwägen.</li> </ul>
<b>Staatsanleihen Kern-Europa / USA</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Immer stärker reduziertes Anlagesegment abseits von Liquiditäts- und Inflationssicherungsanlagen.</li> </ul>
<b>Covered Bonds / Financials Unsecured</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Deutliche Abschwächung der Covered Bond Emissionen. Financials mit unregelmäßigem Emissionsvolumen und schwierigen Geschäftsmodellen.</li> </ul>
<b>Corporates / HY-Unternehmensanleihen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Corporates je nach Risikoappetit (auch über externe Mandate) in IG- / HY- / Crossover-Segmenten zu erwerben. SSD-Markt / Loan-Markt als Hauptalternativen</li> </ul>
<b>Immobilien / Infrastruktur</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Immobilienquotensteigerung durch Direkt-/Fondsanlagen und indirekte Immobilienfonds zu beobachten. Infrastruktur mit deutlich wachsender Akzeptanz, aber Angebotslücke.</li> </ul>
<b>Vorkäufe / Absicherung Zinsgarantieniveau</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Vorkäufe / Zinsabsicherungen / einfach strukturierte Zinsprodukte am Markt wieder teilweise nachgefragt.</li> </ul>
<b>Emerging Markets</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Breiter USD / lokaler EM-Markt erschlossen. EUR Markt klein / wenig diversifiziert. EUR Renditen z.T. unter 2,5%.</li> </ul>
<b>Aktien / Private Equity / Hedgefonds</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Markterholung seit 2012. Investition erfordert in der Regel Risikokapitalspielraum und Sicherungskonzepte. Hedgefonds in den letzten Jahren mit sehr volatilen Ergebnissen.</li> </ul>



## Ausblick: Renditen müssen hart „erarbeitet“ werden ...

- Zentral in diesen Tagen: Sourcingvorteile erarbeiten (Allokationen!)
- Interne Prozesse (NPP) insbesondere bei neuen Produkten optimieren (Geschwindigkeit, Prozessabläufe, ausgewogenes Risikoverständnis zwischen Portfoliomanagement und Risikocontrolling)
- Qualifiziertes Personal!
- Fixed Income als dominierender Baustein der Kapitalanlage stärken.
- Einsatz derivativer Produkte prüfen (CDS, Zinsinstrumente)
- Immobilien / Infrastruktur / Aktien / Private Equity: Beimischung je nach Risikokapital- und Liquiditätssituation sinnvoll.
- Einbindung in ökonomische Steuerungs- und Risikomodelle der Versicherungsgruppe und Einzelunternehmen sicherstellen (Standardmodelle / Interne Modelle).

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!