

Investmentausblick 2025 für Versicherungen: Was tun, wenn sich Märkte und Regeln ändern?

Dezember 2024



Arnaud Lebreton
Head of AXA Client Relationship Management
AXA IM



Philippe Argou
Insurance CIO Coordinator
AXA IM

Im Überblick

- Nicht zuletzt durch das gute Marktumfeld und die höheren Renditen hat sich die Finanzlage der Versicherungen in den letzten Jahren verbessert. Die Gewinne sind gestiegen, und es wurden wieder Liquiditätspuffer aufgebaut.
- Wegen der komplexen Marktbedingungen in Verbindung mit neuen Risiken ist das Umfeld für Versicherungen dennoch schwieriger geworden.
- Versicherungen müssen ihre Bilanzen und Anlageportfolios weiterhin klug und flexibel optimieren – und das bei fallenden Zinsen, einer unsicheren Weltlage und neuen Regulierungsvorschriften.

Die gute Wirtschafts- und Marktentwicklung in den USA und die ordentliche Konjunktur in Europa sowie anderen Industrieländern haben Versicherungen geholfen, ihre Finanzen zu stärken, höhere Anlageerträge zu erzielen und wieder Liquiditätspuffer aufzubauen. 2025 dürfte allerdings an (welt-)politischer und wirtschaftlicher Unsicherheit kein Mangel herrschen.

Mit Donald Trumps erneuter Wahl zum US-Präsidenten könnte an den Finanzmärkten alles anders werden. Noch wissen wir nicht, ob die neue Administration ihre Wahlversprechen vollständig umsetzen kann. Fest steht aber, dass sie als inflationstreibend gelten. Die Märkte haben bereits reagiert.

Angebotsschocks durch möglichen Arbeitskräftemangel und Zölle sowie eine weiterhin expansive Fiskalpolitik könnten in den USA die Preise steigen lassen. Die Fed wäre dann erneut zu einer restriktiveren Geldpolitik gezwungen. Das könnte wiederum den Wachstumsausblick für die USA dämpfen, wenn auch ausgehend von einem hohen Niveau. Und das hätte dann auch Auswirkungen auf Europa, China und die Emerging Markets insgesamt.

Das Umfeld in Europa ist weniger gut. Das französische Haushaltsdefizit und eine straffere Fiskalpolitik machen Sorgen, und in Deutschland fürchtet man höhere Energiepreise und Strukturprobleme. Das dürfte die Europäische Zentralbank davon überzeugen, dass die Zinsen kräftig gesenkt werden müssen. Am Ende könnte das Wachstum im Euroraum 2025 dann doch stärker ausfallen. Dennoch sollte man die Risiken nicht unterschätzen.

Neue Vorschriften

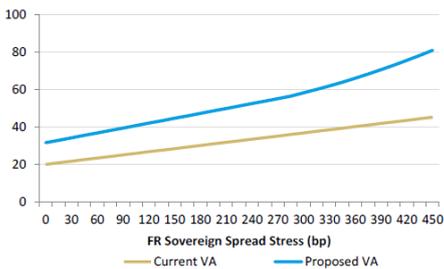
Vor diesem Hintergrund werden die voraussichtlich volatilen Zinsen und Risikoprämien für Versicherungen 2025 ein wichtiges Thema sein, zumal das Umfeld unsicher ist. Versicherungen müssen ihre Bilanzen und Anlageportfolios flexibel optimieren, um sowohl Anlageerträge zu erzielen als auch Risiken zu managen.

Außerdem müssen sie mit regulatorischen und buchhalterischen Veränderungen zurecht kommen. Verlangt wird ein marktnäherer Ansatz; die Bewertung von Aktiva und Verbindlichkeiten muss sich stärker am Marktwert orientieren. So müssen in Hongkong und Japan Kursentwicklung und Kursschwankungen stärker berücksichtigt werden. Die Überprüfung von Solvency II,¹ dem EU-Regulierungsrahmen für Versicherungen, dürfte in den nächsten Jahren ebenfalls nicht ohne Folgen bleiben. Außerdem werden die neuen International Financial Reporting Standards (IFRS), die 2023 in Kraft traten, erstmals mit großen Veränderungen der Wirtschafts- und Marktlage konfrontiert.

Überprüfung von Solvency II

Alles in allem begrüßt die Versicherungsbranche viele der Änderungen von Solvency II, vor allem die niedrigere Risikomarge, die Ausweitung der symmetrischen Anpassung bei Aktieninvestitionen (Symmetric Adjustment Mechanism) und nicht zuletzt die verbesserte Volatilitätsanpassung. Dieses antizyklische Instrument wird jetzt wirksamer, weil es mehr Versicherungen nutzen können, die Durationskorrektur (Duration Correction) verbessert wird und Anpassungen bei länderspezifischen Turbulenzen (Country Adjustment) erleichtert werden.

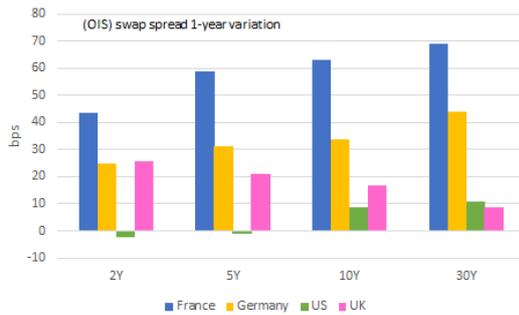
Abbildung 1: Volatilitätsanpassung (Gesamteffekt)



Quelle: Morgan Stanley: Solvency II Directive: Potential Impacts on Sovereign Spread Hedges - Q4 2024 – Current versus proposed VA – The case of France. Marktdaten vom 30. September 2024

Die aktuellen Regeln für die Volatilitätsanpassung werden aber kurz- bis mittelfristig weiter gelten, auch wenn Versicherungen Marktturbulenzen mit ihnen nur begrenzt abfedern können. Die zuletzt starke Ausweitung der Swapspreads² eurodenominierter Staatsanleihen hatte sowohl technische als auch fundamentale Gründe (Quantitative Tightening, strukturelle Haushaltsdefizite, Staatsanleihenangebot, Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen). Sie hatte größere Auswirkungen auf die Anleihenportfolios als auf die geschätzten Verbindlichkeiten der Versicherer, sodass sich ihre Kapitalpositionen verschlechtert haben. Die derzeitige Unsicherheit erfordert eine bessere Kontrolle und Steuerung des Swapspread-Risikos in Versicherungsbilanzen.

Abbildung 2: Staatsanleihen geben weltweit nach



Quelle: BarclaysLive, 28. November 2024

Hinzu kommt eine weitere wichtige Veränderung der Standardformel: Jetzt sollen bei der Bewertung künftiger Verbindlichkeiten die Diskontierungsfaktoren extrapoliert werden, sodass deren Barwerte stärker auf den Marktzens reagieren. Die zurzeit starke Zinssensitivität des Barwerts 20-jähriger Verbindlichkeiten wird dann zwar nachlassen. Der Barwert länger laufender Verbindlichkeiten wird künftig aber stärker auf Marktbewegungen reagieren.

Umso wichtiger ist es, Durationsdifferenzen sorgfältiger im Blick zu haben. Das gilt vor allem für Lebensversicherungen mit langfristigen Verbindlichkeiten – und hier insbesondere in Extrem-szenarien, wenn der risikolose Zins drastisch fällt. Die neue Methode zur Berechnung der Solvenzkapitalanforderung für Zinsrisiken, die stärkere Zinsschocks zur Folge hat als das bisherige Konzept, macht Ungleichgewichte zwischen Aktiva und Verbindlichkeiten zu einem noch größeren Problem.

Die aktualisierte Solvency-II-Richtlinie wird Ende 2024 veröffentlicht. Die European Insurance and Occupational Pensions

Kommentiert [A2]: Overnight Index Swaps: Spreadschwankungen auf 1-Jahres-Sicht Bp.

- 2 Jahre
- 5 Jahre
- 10 Jahre
- 30 Jahre

- Frankreich
- Deutschland
- USA
- Großbritannien

Kommentiert [A1]: Anstieg des franz. Staatsanlei-henspreads (Bp.)

- Vor der Reform
- Nach der Reform

Authority (EIOPA) hat vorläufige technische Standards vorgelegt, sodass die EU-Länder sie jetzt in nationales Recht umsetzen können. Die neuen Regeln gelten zwei Jahre nach Inkrafttreten der Richtlinie, mit Übergangsfristen bis zur vollständigen Umsetzung. Dennoch müssen sich Versicherungen schon jetzt auf die Änderungen vorbereiten.

IFRS 9 und IFRS 17

Eine weitere wichtige Regulierungsänderung für Versicherungen sind die neuen internationalen Rechnungslegungsstandards IFRS 9 und IFRS 17, die 2023 in Kraft traten.

IFRS 9 betrifft im Grunde die Einstufung und Bewertung von Finanzanlagen, IFRS 17 enthält Grundsätze für Erfassung, Messung, Darstellung und Veröffentlichung von Versicherungsverbindlichkeiten. IFRS 9 allein ändert nur wenig gegenüber dem alten Standard IAS 39.³ Allerdings könnten die ausgewiesenen Gewinne stärker schwanken, je nachdem, wie die Versicherung investiert.

IFRS 17, der Nachfolger von IFRS 4, hat größere strukturelle Folgen. Tatsächlich handelt es sich um die größte Änderung der Rechnungslegungsvorschriften für Versicherungen seit 20 Jahren. Die Versicherungen müssen ihre Bilanzpolitik jetzt grundlegend ändern.

IFRS 17 soll eine bessere Abbildung der wirtschaftlichen Realität und damit eine bessere Vergleichbarkeit ermöglichen. An der Wirtschaftlichkeit, den Cashflows und der Kapitaldeckung von Versicherungsprodukten ändert sich durch die neue Vorschrift nichts. Verlangt wird jetzt aber, dass Versicherungsverträge mit ihrem Zeitwert bilanziert werden müssen. Dadurch ändern sich Struktur und Wert der Bilanzpositionen.

Außerdem werden die Gewinne jetzt dann verbucht, wenn die Versicherung Versicherungs- oder Investmentleistungen erbringt und nicht, wenn sie die Prämien dafür vereinnahmt. Unter dem alten System wäre Letzteres möglich gewesen, da hier die lokalen Vorschriften galten. Durch die Reform ändert sich die Zuordnung der Gewinne zu den Berichtszeiträumen und ihr Ausweis. Was wird das voraussichtlich bewirken? Wir erwarten stabilere Finanzergebnisse von Lebensversicherungen mit Gewinnbeteiligung. Die Ergebnisse von Schaden- und Unfallversicherungen sowie anderen Risikoversicherungen dürften hingegen zinsensitiver und volatil werden.⁴

Je nach Art der Versicherungsverträge könnten die Neuregelungen zusammengenommen auch große Auswirkungen auf Struktur und Management der Anlageportfolios von Versicherungen haben. Deshalb muss man genau verstehen, wie die einzelnen Änderungen zusammenwirken.

Zusätzliche Flexibilität

Anbieter von Lebensversicherungen mit Gewinnbeteiligung können ihre Anlageportfolios jetzt sehr viel flexibler strukturieren und managen, da sie nicht mehr durch lokale (also länder-spezifische) Bilanzierungsregeln eingeschränkt werden. Die Erträge aus Portfolios zur Deckung bestimmter Verträge mit direkter Überschussbeteiligung (die nach dem sogenannten Variable Fee Approach bzw. VFA bewertet werden) fließen jetzt nicht mehr direkt in die Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) ein.

Die Performance verändert die ausgewiesenen Gewinne und Verluste jetzt nur langsam, über die vertragliche Servicemarge. Sie führt dazu, dass die Erträge in der GuV über die Vertragslaufzeit abgeschrieben werden. Wir glauben, dass das in der Praxis zu einem aktiveren Portfoliomanagement führt. Wenn die Zinsen wie erwartet in manchen Ländern (vor allem in Europa und Japan) fallen oder niedrig bleiben und die Anlageerträge durch niedrigere Wiederanlagerenditen und damit geringere Portfoliorenditen fallen, könnte die neue Flexibilität eine Chance auf höhere und stabilere Anlageerträge sein.

Möglich wäre dies durch eine Reihe von Anlageinstrumenten und -techniken, etwa Derivatestrategien⁵ oder offene Investmentfonds einschließlich ETFs.

Für Anlageportfolios von Lebensversicherungsprodukten ohne Gewinnbeteiligung sowie Schaden- und Unfallversicherungen gelten die Regeln von IFRS 9 uneingeschränkt (bei Bewertungsmodellen wie dem Building Block Approach und dem Premium Allocation Approach).⁶ Versicherungen, die eine niedrigere Gewinnvolatilität wollen, müssen daher strategische Entscheidungen treffen. Für die Bilanzierung müssen sie sich bei den Aktiva dieser Anlageportfolios entscheiden. Die wichtigsten Alternativen sind die Bewertung zum fairen Wert im Rahmen der GuV (Fair Value through P&L, FVTPL) oder der Ausweis als sonstiges Ergebnis (Other Comprehensive Income, OCI).

- Die höhere Gewinnvolatilität von Versicherungen, die ihre Aktiva überwiegend als FVTPL gemäß IFRS 9 einstuft, wird aber zum Teil ausgeglichen – denn die Verbindlichkeiten (also der Wert der Verpflichtungen) werden jetzt mit dem Marktzins abdiskontiert. Gemäß IFRS 17 ist das der Standardfall, wenn nichts anderes festgelegt wird. Wir glauben, dass ein funktionierendes Asset-Liability Duration Matching einen optimalen Ausgleich ermöglicht. Das spricht für klug konzipierte Anleihenportfolios unter Beachtung der Verbindlichkeiten.

- Versicherungen, die ihre Aktiva überwiegend als OCI einstuft, haben sich höchstwahrscheinlich für die OCI-Option gemäß IFRS 17 entschieden. Dann werden die Auswirkungen von Zinsänderungen auf ihre Verbindlichkeiten im OCI und nicht in der GuV berücksichtigt. Wenn die Gewinne möglichst stabil sein sollen, halten wir es in diesem Fall für wichtig, möglichst viele Aktiva als OCI einzustufen.

Versicherungen, deren Anlageportfolios Lebensversicherungen ohne Gewinnbeteiligung bzw. Schaden- und Unfallversicherungen abdecken und deren Anlagen überwiegend als OCI eingestuft sind, sollten unserer Ansicht nach über spezielle Anleihenlösungen und andere Anlagen nachdenken, die den SPPI-Test erfüllen – und nicht über offene Fonds, die gemäß IFRS 9 als FVTPL eingestuft sind (falls nichts anderes festgelegt ist).⁷

Dies spricht für einen traditionelleren Buy-and-Maintain-Ansatz für Anleihen, der bei fallenden Zinsen aber niedrigere Wiederanlage- und Portfoliorenditen zur Folge haben dürfte. Schaden- und Unfallversicherungen stehen vor anderen Schwierigkeiten.

Für sie gilt gemäß IFRS 17 der Prämienzuordnungsansatz (Premium Allocation Approach). Ansprüche des laufenden Jahres, die möglicherweise erst in vielen Jahren ausgezahlt werden, werden mit dem aktuellen Zins abdiskontiert. Das kann zunächst zum Ausweis höherer Erträge führen, da der Nominalwert der Forderung und damit die Schaden-Kosten-Quote (die Differenz aus Forderungen an die Versicherung und ihren Prämieinnahmen, die sogenannte Combined Ratio) sinkt.

Im Laufe der Zeit werden die Schadensrückstellungen der Vorjahre aber ebenfalls mit den damals aktuellen Zinsen aufgelöst, was die ausgewiesenen Gewinne dann wieder schmälern kann. Die technischen Ergebnisse der Schaden- und Unfallversicherer werden daher bei IFRS 17 noch zinsensensitiver und damit noch volatil. Wenn die Zinsen erst stark steigen und anschließend deutlich fallen, würde das den ausgewiesenen Gewinn des laufenden Jahres aufgrund einer höheren Combined Ratio schmälern.

Versicherungen waren stets bemüht, ihre Wiederanlagerisiken zu steuern. Da aber jetzt niedrigere Zinsen möglich scheinen, wird es noch wichtiger. Individuelle Anleihenlösungen erleichtern das, etwa durch die Kombination von Anleihen und Derivaten.

Vor allem aber scheinen verbesserte Buy-and-Maintain-Anleihenlösungen eine Möglichkeit. Mit ihnen können der Rückgang der Portfoliorenditen verringert und der Anlageertrag gesteigert werden. Wir glauben, dass Versicherungen auch stärker

diversifizieren sollten, um das Wertminderungsrisiko zu verringern, das sich gemäß IFRS 9 an den erwarteten Kreditausfällen orientiert.

Auswirkungen auf Versicherungsportfolios

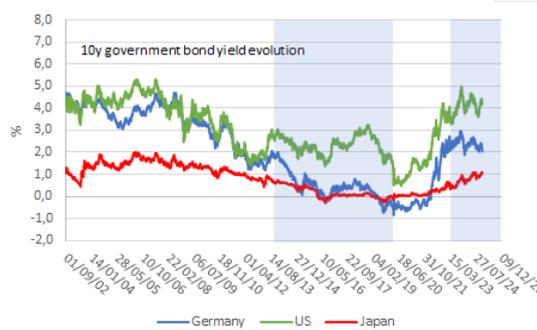
Wegen der unsicheren Wirtschafts- und Marktlage, der komplexen Gesamteffekte marktnäherer Vorgaben für das aufsichtsrechtliche Kapital und der neuen IFRS-Standards (sowie ihres möglichen Zusammenspiels mit lokalen Vorschriften und Regeln für das aufsichtsrechtliche Kapital, die ihnen bisweilen widersprechen) könnte Versicherungen Ungemach drohen.

Zwei Strategien scheinen uns daher auch für 2025 sinnvoll. Erstens sollten die Finanzrisiken in den Bilanzen sorgfältiger gemanagt werden, um das Kapital zu schützen. Zweitens raten wir zu einem besseren Anleihenmanagement, um die Erträge zu maximieren oder zumindest zu sichern.

Bilanzrisikomanagement

Hier kann sich ein ausgereifter Ansatz wirklich lohnen. Marktorientierte Regeln für das aufsichtsrechtliche Kapital, die eine markt nähere Bewertung der Verbindlichkeiten vorsehen, erfordern eine diszipliniertere Kontrolle von Durations- und Konvexitätsdifferenzen. Wenn die Zinsen voraussichtlich fallen und/oder volatil sind, ist das sogar noch wichtiger.

Abbildung 3: Zinsdivergenz zwischen USA und Euroraum?



Quelle: BarclaysLive, 28. November 2024

Solche Differenzen⁸ können den Kapitalquoten bei fallenden Zinsen massiv schaden, vor allem bei langfristigen Lebensversicherungsverbindlichkeiten mit Garantiezinsen und Wahlmöglichkeiten für die Versicherungsnehmer. Wenn dann noch größere Zinsschocks hinzukommen und die Kapitalanforderungen

Kommentiert [A3]: 10-Jahres-Rendite

Deutschland
USA
Japan

danach steigen, könnte es die Versicherungen sogar doppelt treffen.

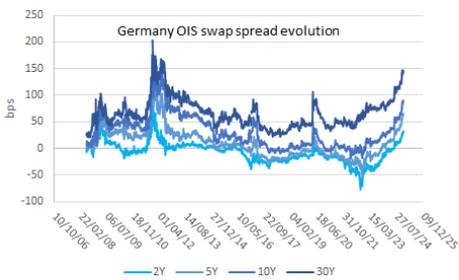
Versicherungen mit einer ungedeckten Durations- bzw. Konvexitätsdifferenz möchten diese Lücke vermutlich schließen, solange noch ordentliche Renditen gezahlt werden, und ihre Kontroll- und Steuerungsmechanismen bei Bedarf stärken. Sie könnten dafür etwa Zinsderivate aktiv und risikokontrolliert nutzen, und das mit einem soliden Liquiditäts- und Sicherheitsmanagement.

Dafür könnten sich Derivate besser eignen, die eine große Nähe zu den vorhandenen Wertpapieren haben, die sich dann besser als Sicherheiten nutzen lassen. Viele britische Pensionsfonds tun das sicherlich seit der LDI-Krise im Herbst 2022.

Ein effizienter und abgesicherter Einsatz von Derivaten, etwa Zinsswaps oder Optionen, kann mehrere Vorteile haben. Erstens ermöglicht er die schnelle Umsetzung von Absicherungsstrategien ohne zu große Umschichtungen von Anleihenportfolios, die wiederum ungewollte Auswirkungen auf die Bilanz haben könnten. Zweitens können Derivate angesichts der derzeitigen Unsicherheit und der engen Unternehmensanleihen-Spreads zwischen Zins- und Kreditrisiken differenzieren. Das ermöglicht ein flexibles Kreditrisikomanagement; man wird also unabhängiger vom Liability Matching.

Wie erwähnt, ist auch das Swapsread-Risiko von Staatsanleihen für Versicherungen relevant, zumal Staatsanleihen ein wichtiger Teil strategischer Versicherungsanlagen sind. Versicherungen, die nach der Solvency-II-Standardformel arbeiten, verringern die strukturellen Risiken durch eine Volatilitätsanpassung. Mit der Überprüfung von Solvency II werden dabei die Besonderheiten der einzelnen Versicherungen berücksichtigt. Niemals wird aber das gesamte Risiko des Anlageportfolios erfasst. Der aktuelle Ansatz, der weniger stark differenziert, dürfte in den nächsten Jahren weiter zum Einsatz kommen.

Abbildung 4: Euro-Swapsreads auf Höchstständen



Quelle: BarclaysLive, 28. November 2024

Versicherungen sollten unserer Ansicht nach die Gelegenheit nutzen, ihr Swapsread-Risiko zu diversifizieren – innerhalb ihres Währungsraums, gegebenenfalls aber auch mit Anlagen in Fremdwährungen. Kluge Absicherungsstrategien, etwa währungsübergreifende Asset-Swaps ausländischer Staatsanleihen, können durch Diversifikation in manchen Fällen neben der Risikoverringerung den Anlageertrag erhöhen. Auch derivativebasierte Absicherungsstrategien wie Spread Locks und CDS könnten für Versicherungen interessant sein.

Generell glauben wir, dass sich derivativebasierte Risikomanagement-Overlays gut eignen, um Finanzrisiken der Versicherer zu steuern. Overlay-Strategien kann man als Versicherung ansehen – und Versicherungen wissen selbst am besten, dass es zu spät ist, wenn das Risiko bereits eingetreten ist.

Risikomanagement-Overlays können das Vermögen der Versicherungen wirksam schützen und auch den Kapitalertrag optimieren – durch eine Verringerung der Solvenzkapitalanforderungen für bestimmte Marktrisiken. Voraussetzung ist aber, dass das Konzept den von der Aufsichtsbehörde vorgegebenen Techniken und Regeln entspricht. Wie jede Versicherung kann auch ein Derivate-Overlay viel kosten, ohne dass es sich lohnt. Hier können Kompetenz und ein kluges Derivatemanagement wirklich einen Unterschied machen.

Bessere Anleihenstrategien

Hier kann etwas mehr Dynamik wirklich entscheidend sein. Für Anleihenportfolios, die Schaden- und Unfallversicherungen bzw. Lebensversicherungen ohne Gewinnbeteiligung (also Nicht-VFA-Portfolios) abdecken, hat der Wechsel zu IFRS 9 und IFRS 17 weniger Auswirkungen als für Portfolios zur Absicherung von Lebensversicherungen mit Gewinnbeteiligung. Die Auswirkungen von Managemententscheidungen und Umschichtungen auf die GuV bleiben ein wichtiges Thema, sowohl unter IFRS als auch unter den lokalen Rechnungslegungsstandards. Die lokalen Regeln bleiben der Maßstab zur Berechnung des Ertrags der Versicherungsnehmer und Aktionäre. Der klassische Buy-and-Maintain-Ansatz dürfte daher weiter dominieren. Wenn Zinsen und Renditen aber fallen, werden der mögliche Rückgang der Portfoliorenditen und ein anschließender Rückgang der Anlageerträge mögliche Risiken.

Diese Risiken lassen sich auf vielfältige Weise senken. Die Diversifikation nach Ländern und Märkten verringert nicht nur Kredit- und Spreadrisiken, sondern vergrößert auch das Anlageuniversum, sodass sich mehr Chancen nutzen lassen. Anleihenportfolios lassen sich unterschiedlich stark diversifizieren. Das Maximum an Diversifikation bietet ein weltweiter, sektorüber-

Kommentiert [A4]: Overnight-Index-Swapsread Bp.

- 2 Jahre
- 5 Jahre
- 10 Jahre
- 30 Jahre

10.10.06 ...

greifender Ansatz, der sämtliche Wertpapiere aus Industrieländern und Emerging Markets nutzt und auch nicht börsennotierte Titel einbezieht.

Beispielsweise können manche Asset-Backed Securities (ABS) bei ähnlichen Ratings möglicherweise deutlich höhere Spreads als Unternehmensanleihen bieten. Natürlich ist der Spread nicht der einzige relevante Faktor. Versicherungen sollten auch darauf achten, wie das Kapital genutzt wird und welche Auswirkungen eine Anlage auf die Portfolioliquidität hat. Bei der Diversifikation in ausländische Credits ist eine wirksame Absicherung ungewollter Risiken, vor allem Fremd- und Zinswährungsrisiken, entscheidend. Bei der Diversifikation nach Laufzeiten sollte man auf künftige Cashflows achten, um das Wiederanlagerisiko zu senken.

Neben der Diversifikation können Versicherungen (trotz der Einschränkungen bei Nicht-VFA-Portfolios) einen flexibleren und aktiveren Investmentansatz verfolgen. Buy and Maintain gilt traditionell als Strategie, bei der meist nur dann umgeschichtet wird, wenn man mit einer schlechteren Kreditqualität rechnet. Eine Alternative sind aber verbesserte Buy-and-Maintain-Strategien. Hier ist die Optimierung der Gewinne wichtiger als das klassische Ziel einer möglichst hohen Portfoliorendite.

Bei einem Anleihen-Matchingportfolio mit bilanziellen und aufsichtsrechtlichen Kapitalvorgaben muss ein aktiverer Managementansatz Anlagechancen, Kapitalanforderungen und nicht realisierte Gewinne bzw. Verluste in den einzelnen Laufzeitsegmenten umfassender und systematischer berücksichtigen. So können Versicherungen aus Bilanzvorgaben das Beste machen, also in Titel mit minimalen Auswirkungen auf die Bilanzierung umschichten und so das Wiederanlagerisiko des Portfolios optimal steuern. Wenn man also mit fallenden Zinsen und Renditen rechnet, kann der Verkauf kurz laufender Anleihen zum Buchwert interessant sein – nämlich dann, wenn man sich so höhere Erträge für einen Zeitraum sichern kann, der deutlich über die Verlustausgleichsphase hinausgeht.

Mehrwert können bei einer solchen verbesserten Buy-and-Maintain-Strategie auch Derivate bieten, vor allem, wenn sie sich eng an den Sicherheiten orientieren. Bei Nicht-VFA-Portfolios gilt IFRS 9 uneingeschränkt. Derivate gelten, wenn nichts anderes bestimmt ist, als FVTPL, sodass die Gewinnvolatilität durch die Bilanzierung der Absicherungsstrategien neutralisiert oder verringert werden kann.

Anlageportfolios von Lebensversicherungen mit Gewinnbeteiligung bieten die neuen IFRS-Regeln wesentlich mehr Möglichkeiten. Umschichtungen haben hier keine direkten Auswirkungen auf die GuV, sondern nur allmähliche durch die Amortisierung⁹ der vertraglichen Servicemarge, die Risiko und Ertrag des

Anlageportfolios absorbiert. Das ermöglicht sehr viel mehr Flexibilität. Man kann eine echte Total-Return-Strategie einführen und sehr viel mehr Finanzinstrumente und Strategien nutzen. Beispielsweise können offene Fonds, einschließlich ETFs, oder Derivate ohne unmittelbare Auswirkungen auf die GuV genutzt werden.

Es gibt allerdings Einschränkungen:

- Nach wie vor sind die Portfolios dadurch eingeschränkt, dass die Laufzeiten zu denen der Verbindlichkeiten passen müssen und man Durations- und Konvexitätsdifferenzen (also die Zinssensitivität der Durationslücke) genau steuern muss. Dann könnte ein verbesserter Buy-and-Maintain-Ansatz sinnvoller sein.
- Außerdem müssen die Portfolios nach wie vor gemäß den lokalen Regeln optimal gemanagt werden, weil das die Basis für Ausschüttungen an Versicherungsnehmer und Aktionäre ist. Versicherungen können je nach Sitzland unterschiedlich behandelt werden; die Abweichungen zwischen IFRS und den lokalen Buchhaltungsvorschriften können mehr oder weniger starke Einschränkungen zur Folge haben. So wurde IFRS 17 in Hongkong im lokalen Recht umgesetzt, sodass die neuen Standards flexibler gehandhabt werden können. In Frankreich gibt es noch immer große Unterschiede. Total-Return-Strategien lassen sich hier aber mit speziellen Fonds umsetzen, die nicht dem Look-Through-Prinzip¹⁰ unterliegen und nicht konsolidiert werden müssen, bei denen aber Wertminderungsrisiken bestehen. Total-Return-Strategien erfordern einen vorausschauenderen und stabileren Risikomanagementrahmen. Wir glauben, dass die Steuerung solcher Risiken mit einem Value-at-Risk-Budget mit Total-Return-Ziel sinnvoll ist, vor allem, wenn Wertminderungsrisiken berücksichtigt werden müssen.

Aus all diesen Gründen werden die Anlageportfolios von Versicherungen wohl niemals ausschließlich nach einem Total-Return-Ansatz gesteuert. Das richtige Verhältnis bleibt eine empirische und theoretische Frage.

Versicherungen sollten aber nicht warten, bis sich die neuen Vorschriften in der Praxis bewährt haben. Sie sollten sich schon jetzt vorbereiten und handeln. Versicherungen, die nicht den IFRS-Regeln unterliegen, könnten ebenfalls die Gelegenheit nutzen, ihren Investmentansatz zu stärken.

¹ Solvency II - EIOPA

² Swap: eine Vereinbarung zwischen zwei Kontrahenten über eine Finanztransaktion zu einem bestimmten Zeitpunkt bzw. mit bestimmter Häufigkeit.

³ International Accounting Standards.

⁴ Bei einem Produkt mit Gewinnbeteiligung kann der Versicherungsnehmer an den Anlageerträgen der Versicherung partizipieren. Dafür zahlt er eine höhere Prämie.

⁵ Ein Finanzkontrakt, dessen Wert vom Basiswert abhängt.

⁶ How to choose the measurement model, Institute and Faculty of Actuaries, heruntergeladen im Juni 2023.

⁷ SPPI steht für den Solely-Payments-of-Principal-and-Interest-Test. Dabei wären alle Aktien und Derivateanlagen ausgeschlossen, ebenso wie ausgewählte Anleihen mit aktienähnlichem Risiko.

⁸ Bei einer negativen Differenz haben die Verbindlichkeiten eine längere Duration als die Aktiva, die diese Verbindlichkeiten abdecken.

⁹ Eine Strategie mit dem Ziel, den Buchwert eines Kredits oder einer anderen Anlage im Zeitablauf zu mindern.

¹⁰ Look-Through: Nach den französischen Rechnungslegungsvorschriften wird ein Spezialmandat als eine Bilanzposition verbucht. Es werden also nicht die einzelnen Portfoliobestandteile separat in die Bilanz aufgenommen.

Wichtige Hinweise

Dieses Dokument dient nur zur Information. Es ist kein Investmentresearch und keine Finanzanalyse im Zusammenhang mit Transaktionen in Finanzinstrumenten im Sinne von MiFID II (Richtlinie 2014/65/EU). Es ist auch kein Angebot von AXA Investment Managers oder einer Tochtergesellschaft, eine Anlage oder ein Produkt zu kaufen oder eine Leistung in Anspruch zu nehmen. Es sollte auch nicht als Aufforderung oder Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung, als Empfehlung für eine Anlagestrategie oder als personalisierte Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren angesehen werden.

Das Dokument ist vereinfacht und enthält keine vollständigen Informationen. Hierin enthaltene Meinungen, Schätzungen und Prognosen sind subjektiv und können sich ohne Ankündigung ändern. Es gibt keine Garantie, dass Prognosen eintreffen. Daten, Zahlen, Erklärungen, Analysen, Prognosen und andere in diesem Dokument enthaltene Informationen entsprechen unserem Wissensstand bei Redaktionsschluss. Trotz größter Sorgfalt können die Aktualität, Richtigkeit, Zuverlässigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen weder explizit noch implizit garantiert werden. Auch eine Haftung gegenüber Dritten wird ausgeschlossen. Es ist allein die Entscheidung des Empfängers, ob er sich auf diese Informationen verlässt. Die hierin enthaltenen Informationen sind keine ausreichende Grundlage für eine Anlageentscheidung.

Herausgegeben in Großbritannien von AXA Investment Managers UK Limited, einem von der britischen Financial Conduct Authority zugelassenen Unternehmen. Eingetragen in England und Wales unter der Nummer 01431068. Eingetragener Unternehmenssitz: 22 Bishopsgate, London EC2N 4BQ.

In anderen Ländern wird dieses Dokument von den jeweiligen Tochtergesellschaften von AXA Investment Managers SA herausgegeben.

© 2024 AXA Investment Managers. Alle Rechte vorbehalten.

Bildquelle: Getty Images