



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT



Irreführend hohe Dividendenrenditen

27. Februar 2014

Viele Anleger lassen sich von hohen Dividendenrenditen irreführen. Gewiss ist es reizvoll, ein einfaches Mass zur Selektion von Aktien anzuwenden. Doch es braucht deutlich mehr, insbesondere den Blick auf die Unternehmensstrategie und auf das Marktumfeld, in dem sich das Unternehmen zur Hauptsache bewegt. Denn entscheidend sind für den Aktienkurs und dessen zukünftige Entwicklung nicht die heutige Dividendenrendite, sondern die Perspektiven.

Nehmen wir als Beispiel SwissRe. Inklusive Sonderdividende schüttet das Unternehmen rund 8 Franken aus, jedenfalls den grössten Teil des Jahresgewinns, der ohnehin schon durch Auflösungen von Reserven etwas geschönt wurde. Bei der Waadtländer Kantonalbank ist es praktisch der ganze Jahresgewinn, bei Swisscom ebenfalls. Das sind typische Beispiele für Unternehmen, die keine Wachstumsperspektiven haben. Sie verzichten folgerichtig auf eine Gewinnthesaurierung, d.h. sie verzichten auf die Einbehaltung des erzielten Gewinns, um zukünftiges Wachstumspotenzial in ihrem angestammten Geschäft zu erschliessen, und schütten den Gewinn aus. Kommen wir auf das erste Beispiel zurück.

Wir haben [Swiss Re](#) lange geschätzt und die Aktie bei Kursen zwischen 33 und 60 Franken gekauft, nun schliesslich bei 80.50 Franken verkauft. Das Management genießt nach wie vor unser hohes Ansehen, auch deren Klientenmanuals und -tools wie beispielsweise [CATNET](#), aber das Marktumfeld ist mittlerweile eher garstig geworden. Nicht auf lange Sicht, sondern in der jüngeren Gegenwart, in der auch mit dem Anlegen



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT

von Prämien bis zum allfälligen Eintreten eines Schadens kaum mehr etwas verdient werden kann. Der Gesamtmarkt für Rückversicherer ist derzeit am Schrumpfen. Und schrumpfende Märkte sind nicht ideal, um für grossartige Leistungen belohnt zu werden. Wir investieren folglich auch nicht in andere Rückversicherer wie Munich RE (weltweit Nr. 1), Berkshire Hathaway (weltweit Nr. 2) und Hannover Rück.

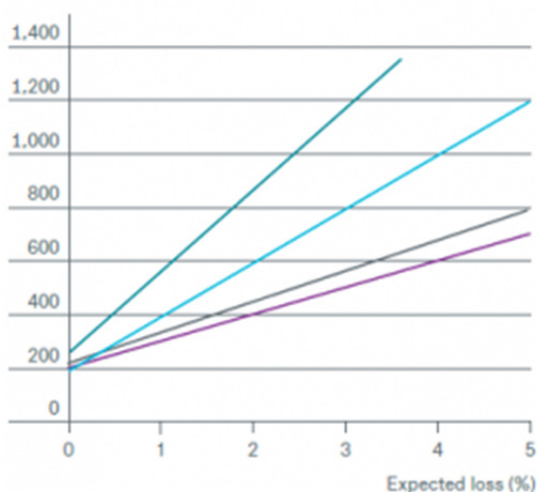
Man muss versuchen, den Markt als Ganzes zu verstehen. Wenn eine Zeit lang keine grossen und sehr grossen Versicherungsschäden (wie beispielsweise nach dem Hurrikan Katrina) erscheinen, sinken die Prämien gegenüber Grossschadenrisiken. Und genau in diesem Markt ist Swiss Re exponiert.

Kommt dazu, dass die Erstversicherer durch geringere Grossschäden kapitalstärker geworden sind. Demzufolge steigt deren Risikofreude durch hohe Selbstbehaltsquoten und für den Rückversicherungsmarkt bleibt weniger übrig. Das was übrig bleibt, wird hart umkämpft. Seit wenigen Jahren auch mit einer wenig erfahrenen Konkurrenz, die nicht der traditionellen Rückversicherungsbranche, sondern eher den Investment Bankern zugeordnet werden kann. Der Wettbewerbsdruck wird durch institutionelle Investoren erhöht, die sich mit Insurance-Linked-Securities (ILS) zunehmende Marktanteile im (Rück-)Versicherungsmarkt ergattern. Allerdings mit Konzessionen bei den Prämien, dass den vertrauten, langjährigen Rückversicherungsmathematikern (sog. Aktuaren) der Atem anhält. In der Januar 2014-Vertragserneuerungsrunde hat sich bei den Preisen ein Rückgang von 3.6 % gegenüber dem Vorjahr ergeben. Beim Volumen vermeldet Swiss Re gar einen Rückgang um 6 %.

Cat Bond Pricing Forecast*

2012

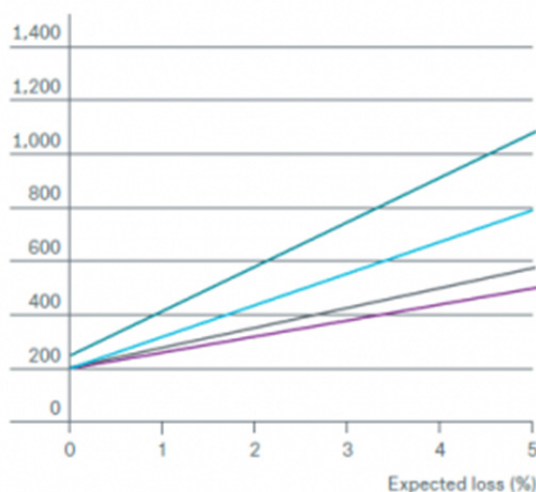
Risk spread (bps)



US Wind
US Earthquake
Europe Wind
Others

2013

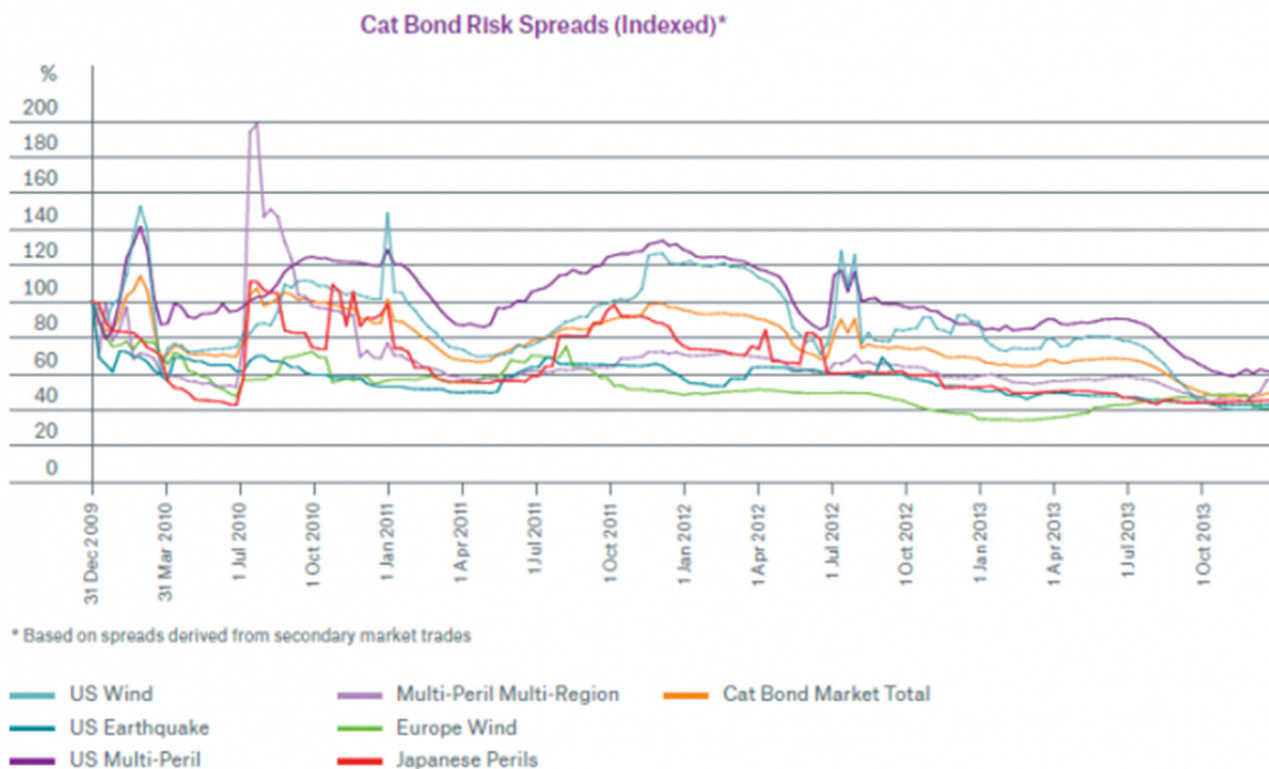
Risk spread (bps)



* Fitted Curves based on secondary market risk spreads as of year-end 2012 and year-end 2013



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT



ILS sind eine interessante Subassetklasse aufgrund Spreads (vgl. die indexierten Katastrophenanleihen-Risikospreads), die vielfach nicht mit den Aktienmärkten korrelieren und daher einen gewissen Diversifikationsnutzen bieten können. Aber derzeit sind die Tarife auf Rekordtiefs. In der Abbildung „Cat Bond Pricing Forecast“ für Katastrophen sieht man, dass sich die entsprechenden Prämien von 2012 auf 2013 deutlich reduziert haben. 2014 liegen sie noch tiefer. In der Abbildung „Cat Bond Risk Spreads“ erkennt man den deutlichen Trend, wie tief mittlerweile die Risikospreads sind. Selbst eine Diversifikation der Katastrophenrisiken hilft da nicht mehr. Es rennt zu viel Geld den scheinbar „risikolosen“ Anlagen nach. Den Investoren wird dies allerdings mit den Kennzahlen nur undeutlich zur Erkennung gebracht. In populären Produkten zeichnet sich das mit dem massiven CVAR aus. Der gängige 95% VAR von -2.8% liegt beispielsweise beim JB Twelve ILS tief, der für mich viel relevantere 95% CVAR bei -10.2%!

Tarifverbesserungen und Volumensteigerungen sind erst wieder zu erwarten, wenn wirklich grosse Schäden eintreten, die den Erstversicherern sowie den allzu risikofreudig gewordenen Investoren in Katastrophen-Bonds und derlei ILS-Produkte den Risikoappetit verderben. Danach wird es wieder Zeit, sich die Perlen in der Rückversicherungsbranche und bei den ILS näher anzuschauen.

Nun stehen wir von der Zugerberg Finanz AG aber lieber abseits vom Spielfeld und schauen uns eine selbstzerstörerische Marktphase in der Rückversicherungsbranche und im Markt von ILS von aussen an – mit der Gelassenheit des strategischen Investors, der



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT

aus langjährigen Versicherungszyklen und entsprechenden Verhaltensmustern treffsicher abzuleiten vermag, wann Branchen wie die Rückversicherungsindustrie und Subassetklassen wie ILS wirklich attraktiv sind und wann nicht.

Herzlich,

Maurice Pedernana
Chefökonom und Geschäftsführender Partner

PS. Aus den News vom Schweizer Fernsehen: Investoren wie Pensionskassen, Hedgefonds oder Vermögensverwalter drängen vermehrt ins Geschäft mit Naturkatastrophen, denn die Renditen sind attraktiv. Damit bedrängen sie die traditionellen Rückversicherungen. Den ganzen Artikel finden Sie unter:
<http://www.srf.ch/news/p/pensionskassen-wetten-auf-naturkatastrophen>

Wie erwähnt, unter Berücksichtigung aller Risiko / Rendite- und Gesamtmarktüberlegungen hält die Zugerberg Finanz AG die Renditen **nicht** mehr für attraktiv. Vermutlich wird sich diese Einschätzung erst durch ein Grossschadensereignis wie der Hurrikan Katrina (USA: 2005) oder Orkan Lothar (Europa: 1999) und das darauffolgende Einleiten eines neuen Versicherungszyklus verändert.