

**Fixed Income Research – Switzerland**

Sektor: Versicherungen  
Land: Schweiz  
September 1997 Kurt Hess Zürich +41 (1) 333 24 15 kurt.hess@csfb.com

**Anlage-  
überlegungen****Generali (Schweiz) Holding**

Generali (Schweiz) Holding (GSH), vormals Fortuna Holding, ist eine Schweizer Versicherungsgesellschaft mit einem Gesamtprämienvolumen von etwas über CHF 1.1 Mrd. Dieser Kurzbericht erläutert Anlageüberlegungen im Hinblick auf die geplante Emission einer Wandelanleihe von CHF 75 Mio. dieses Schuldners.

**Vereinigt das Schweizer  
Geschäft der italienischen  
Generali Gruppe**

GSH ist eine mittelgrosse Schweizer Versicherungsgesellschaft, welche durch ihre Lebensversicherungsgesellschaften (Fortuna, Familia) und ihren Sachversicherer Schweizer Union einen Marktanteil in der Grössenordnung von 2-3% hält. In der Gesellschaft ist das Schweizer Geschäft der italienischen Generali Gruppe zusammengefasst. Dieser Versicherungskonzern mit einem Gesamtprämienvolumen von ca. CHF 25 Mrd. ist sowohl im Lebens- wie auch im Nicht-Lebensgeschäft mit insgesamt 88 Gesellschaften in rund 40 Ländern tätig.

**Marktgängigkeit der Aktien  
wird sich verbessern**

Die italienische Assicurazioni Generali kontrolliert über 80% der stimmberechtigten GSH Nomenaktien. Der Rest ist Free Float, doch die Handelsvolumen und, was noch wichtiger ist, Preisbewegungen waren in jüngster Vergangenheit klein. Es ist eine erklärte Absicht der italienischen Muttergesellschaft, ihren Anteil an GSH zu reduzieren, ohne dabei ihre Kontrollmehrheit aufzugeben. Als ersten Schritt in diese Richtung beabsichtigt die Muttergesellschaft keinen Gebrauch von ihrem Vorwegzeichnungsrecht für die neue Wandelanleihe zu machen. Würde diese vollständig konvertiert, stiege der Anteil der freien Aktien auf rund 27%. Die Marktgängigkeit wird sich also mittelfristig verbessern.

**Lebensgeschäft:  
Wachstumspotential**

Wir sind der Überzeugung, dass die Wachstumschancen für GSH vor allem im Lebensversicherungs-Geschäft liegen. Das Durchschnittsalter der Bevölkerung in den westlichen Industriestaaten nimmt zu und damit der Bedarf nach Lebensversicherungsprodukten. Dazu kommt, dass der freiwillige, private Anteil der Altersvorsorge zusehends an Bedeutung gewinnt, weil die staatlichen Rentensysteme nach dem Umlageverfahren ihre Kapazitätsgrenzen erreicht haben. Bahnbrechend mit einigen sehr innovativen Lebensversicherungsprodukten (z.B. fondsgebundene Kapitalversicherung) wird GSH von diesem Trend profitieren. Im weiteren ist im Lebensgeschäft die Loyalität der Kunden grösser, weil ein Versicherungswechsel prohibitiv teuer werden kann. Die Kursentwicklung der GSH Aktien blieb seit anfangs Jahr hinter dem SPI-Versicherungsindex zurück, obwohl das GSH Lebensgeschäft grosses Wachstum aufweist.

**Margendruck im Nicht-  
Lebensgeschäft**

Mit der Liberalisierung des Schweizer Versicherungsmarktes sind die Margen im Nicht-Lebensgeschäft, besonders bei den vormals sehr profitablen Motorfahrzeugversicherungen unter Druck geraten. Wie der Abschluss 1996 zeigt, hat sich GSH in diesem rauheren Marktumfeld recht erfolgreich behauptet. Als kleinere Unternehmung muss sie allerdings ihre Marketing- und Vertriebskosten auf eine schmalere Kundenbasis überwälzen. Sie wird ihre Produkte differenzieren und Nischen entwickeln müssen. Eine Alternativstrategie wären weitere Akquisitionen, weil das Massengeschäft im Sachversicherungsgeschäft bald einmal ganz von grösseren Konkurrenten wie Winterthur, Zürich, Schweizer Mobiliar, Bâloise und Allianz (Elvia, Berner) übernommen werden könnte. Diese halten zusammen jetzt schon einen Marktanteil von über 60%.

This material was produced by CREDIT SUISSE FIRST BOSTON, Zurich. It is distributed by CREDIT SUISSE FIRST BOSTON Securities (Japan) Limited, and elsewhere in the world by CREDIT SUISSE FIRST BOSTON, or an authorized affiliate of CREDIT SUISSE FIRST BOSTON (such entities and their associate persons, the "Companies"). The Companies may, to the extent permitted by law, participate or invest in other financing transactions with the issuer of the securities referred to herein (the "Securities"), perform services for or solicit business from such issuers, and/or have a position or effect transactions in the Securities or options thereof. CREDIT SUISSE FIRST BOSTON may to the extent permitted by applicable Swiss law and other applicable law or regulation, act upon or use the above material or the conclusions stated above or the research or analysis on which they are based before the material is published to recipients.

This document is not to be used or considered as an offer to sell or solicitation of an offer to buy securities. Information and opinions contained herein have been compiled or arrived at by CREDIT SUISSE FIRST BOSTON from sources believed to be reliable, but none of the Companies accepts liability for any loss arising from the use hereof or makes any representations as to their accuracy or completeness. This document is not to be relied upon as such or used in substitution for the exercise of independent judgment. Unless otherwise permitted by law in the applicable jurisdiction, only authorized affiliates of CREDIT SUISSE FIRST BOSTON will effect orders for securities from customers in such jurisdiction.

Not for distribution into the United States or United Kingdom, or to US or UK persons under any circumstances.

©1997 CREDIT SUISSE FIRST BOSTON

**Immobilienbesitz:  
Erholungspotential**

Eine Analyse des GSH Anlageportefolles ergibt einen vergleichsweise hohen Anteil von Investitionen im Immobilienbereich, sowohl bezüglich Direktbesitz wie auch bei den Hypothekendarlehen. Im Industriedurchschnitt sind die anderen Schweizer Versicherer stärker in Obligationen und Aktien investiert. Diese Instrumente sind zwar liquider, die Börsen sind jedoch verletzlicher geworden und das Immobilien Exposure dürfte unseres Erachtens die Volatilität im GSH Anlagevermögen dämpfen. GSH Immobilienanlagen sind zudem von guter Qualität, wodurch sich bei der trüben Verfassung der Immobilienmärkte ein besonderes Wertsteigerungspotential bietet.

**Bonität: "Keep-well Agreement" von Muttergesellschaft (A<sub>pi</sub>)**

Die Agentur S&P hat für Assicurazioni Generali, die italienische Muttergesellschaft, ein Single-A<sub>pi</sub>-Versicherungsrating vergeben. Das tiefgestellte "pi" bedeutet, dass für die Herleitung dieses Ratings nur öffentlich zugängliche Informationsquellen verwendet wurden. Das im Gegensatz zu Ratings ohne Fussnote, wo sich S&P auf zusätzliche, firmeninterne Informationen stützen konnte (siehe Ratingliste von ausgewählten Versicherungsgesellschaften unten). Auch mit "pi" bedeutet ein Single-A Rating ein hohes Mass an Sicherheit für Versicherte und damit ebenso für Kreditgeber der Firma.

In Zusammenhang mit der Emission sind Assicurazioni Generali und GSH ein sogenanntes "Keep-Well Agreement" eingegangen. Darin verpflichtet sich die italienische Muttergesellschaft unter anderem ein Eigenkapital<sup>(1)</sup> von mindestens CHF 1 Mio. in GSH zu erhalten und bei Bedarf der GSH Mittel zur Verfügung stellen, damit diese ihren Zahlungsverpflichtungen nachkommen kann. Vereinbarungen dieser Art sind beispielsweise auch zwischen ABB und ihren Töchtern abgeschlossen worden, die als Emittenten an den Wertpapiermärkten auf treten. Obwohl ein "Keep-Well Agreement" keine explizite Haftung für die Verpflichtungen der Tochter ist, so entfaltet es de facto doch die gleiche Wirkung, besonders dann, wenn ein reputiertes Versicherungsinstitut wie Assicurazioni Generali Partei dieses Vertrags ist.

<sup>(1)</sup> Eigenkapital definiert als "Tangible Net Worth", das heisst, dass z.B. Goodwill bei der Bestimmung des Eigenkapitals nicht berücksichtigt wird.

**Ausgewählte schweizerische und europäische Sachversicherer**

**Prämien und S&P Versicherungsratings**

(Quelle: International Risk Management 5/97 Seite 21, Reuters Business Briefing 31.5.97)

Firma (Land)	Prämien Nicht-Leben 1995 (US\$ Mrd.)	Versicherungs- rating S&P
Zürich Versicherung (CH)	7.2	AA+
Allianz (D)	4.4	AA <sub>pi</sub>
Winterthur Versicherung (CH)	3.7	AA-
UAP (F)	3.6	A <sub>pi</sub>
<b>Assicurazioni Generali (I)</b>	<b>3.2</b>	<b>A<sub>pi</sub></b>
Basler Versicherung (CH)	1.3	BBB <sub>pi</sub>
Schweizerische Mobiliar (CH)	1.2	A <sub>pi</sub>
Elvia (CH)	1.0	BBB <sub>pi</sub>
Helvetia (CH)	1.1	BBB <sub>pi</sub>
Schweizerische National (CH)	0.6	BBB <sub>pi</sub>
Berner (CH)	n/a	BBB <sub>pi</sub>

**Definitionen gemäss S&P:**

AAA & AAA <sub>pi</sub>	superior financial security
AA & AA <sub>pi</sub>	excellent financial security
A & A <sub>pi</sub>	good financial security
BBB & BBB <sub>pi</sub>	adequate financial security

pi "Public Information". Nur öffentlich zugängliche Informationen wurde zur Herleitung dieses Ratings verwendet.

**Fixed Income Research – Switzerland**

Sector:	Insurance			
Country:	Switzerland			
September 1997	Kurt Hess	Zurich	+41 (1) 333 24 15	kurt.hess@csfb.com

**Investment considerations**

# Generali (Schweiz) Holding

Generali (Schweiz) Holding (GSH), formerly Fortuna Holding, is a medium-sized Swiss insurer with gross written premiums in excess of CHF 1.1 bn. This brief report reflects on investment considerations with respect to its offering of a CHF 75 m convertible bond.

**Combines Swiss business of Italian-based Generali Group**

GSH is one of the second-tier insurance companies in Switzerland, which, through its life-insurance subsidiaries (Fortuna, Familia) and its non-life insurer Union Suisse, holds a market share (in terms of premiums) in the 2-3% range. The company combines the Swiss Insurance business of Italian-based Generali Group, one of the leading global insurers with 1996 gross written premiums of approx. CHF 25 bn. It offers life and non-life insurance in some 40 countries through 86 subsidiaries.

**Marketability of shares to improve**

Assicurazioni Generali controls over 80% of GSH's voting rights. The remainder is free float, but volumes, and more importantly, price movements have been small in the recent past. The intention of Assicurazioni Generali to reduce its holding in GSH (while retaining a controlling stake), should improve the marketability of the shares. As a first step, the parent intends not to participate in the preferential subscription right offer for the proposed convertible bond, which, if fully converted, will increase the free float to approx. 27%.

**Life-business: growth opportunities**

We believe, growth opportunities for GSH will be especially in the life insurance segment. With aging of the population in western industrialized countries, demand for life insurance products is generally expected to increase. On top of this, there is a need to increasingly base pension systems on private insurance schemes as state pensions funded by earnings contributions have clearly reached their capacity limits. With some of the most innovative products in the market (e.g. unit-linked insurance), both Familia and Fortuna will benefit from these trends. Moreover, customer loyalty tends to be greater in the life business as financial penalties make a policy switch from one insurer to another a costly affair. GSH's share performance has been lagging the SPI-insurance index even though production in GSH's life business is very strong.

**Margin pressure in the Swiss non-life industry**

As deregulation in the Swiss insurance markets progresses, margins are coming under pressure, particularly in the formerly very profitable motor vehicle insurance business. As 1996 results indicate, GSH has operated quite successfully in a tougher marketplace so far. As a smaller player in the industry, GSH is obliged to allocate its fixed marketing and distribution costs to a narrower client base. The company will have to differentiate its product offerings and develop niches. Another strategy could be acquisitions for size since in the long run the commodity non-life business in Switzerland could well belong to bigger competitors like Winterthur, Zurich, Schweizer Mobiliar, Baloise and Allianz (Elvia, Berner), who hold a combined market share in excess of 60%.

This material was produced by CREDIT SUISSE FIRST BOSTON, Zurich. It is distributed by CREDIT SUISSE FIRST BOSTON Securities (Japan) Limited, and elsewhere in the world by CREDIT SUISSE FIRST BOSTON, or an authorized affiliate of CREDIT SUISSE FIRST BOSTON (such entities and their associate persons, the "Companies"). The Companies may, to the extent permitted by law, participate or invest in other financing transactions with the issuer of the securities referred to herein (the "Securities"), perform services for or solicit business from such issuers, and/or have a position or effect transactions in the Securities or options thereof. CREDIT SUISSE FIRST BOSTON may to the extent permitted by applicable Swiss law and other applicable law or regulation, act upon or use the above material or the conclusions stated above or the research or analysis on which they are based before the material is published to recipients.

This document is not to be used or considered as an offer to sell or solicitation of an offer to buy securities. Information and opinions contained herein have been compiled or arrived at by CREDIT SUISSE FIRST BOSTON from sources believed to be reliable, but none of the Companies accepts liability for any loss arising from the use hereof or makes any representations as to their accuracy or completeness. This document is not to be relied upon as such or used in substitution for the exercise of independent judgment. Unless otherwise permitted by law in the applicable jurisdiction, only authorized affiliates of CREDIT SUISSE FIRST BOSTON will effect orders for securities from customers in such jurisdiction.

Not for distribution into the United States or United Kingdom, or to US or UK persons under any circumstances.

**Real-estate holdings: recovery potential**

A break-down of GSH's investment portfolio reveals a comparatively high degree of real-estate exposure, both with regard to direct real estate holdings and mortgage loans. On average, the Swiss insurance industry tends to invest a greater share of its assets in fixed income securities and shares. While these instruments provide better liquidity, we believe international securities markets have become more vulnerable and GSH's real estate holdings should thus dampen volatility in the investment portfolio. Moreover, its high quality real estate investment holds the potential for a significant recovery.

**Credit quality: Keep-well agreement with single-A rated parent company**

The rating agency S&P has assigned its single- $A_{pi}$  insurance rating to Assicurazioni Generali, the Italian parent company. The subscript "pi" indicates an analysis based solely on publicly available information, as opposed to ratings without a subscript which are supported by additional, non-public data provided to S&P (see rating table for selected Swiss and European insurers below). Nevertheless, an  $A_{pi}$ -rating denotes a good financial security for policyholders and consequently also for creditors.

In connection with the convertible issue, Assicurazioni Generali will enter into a keep-well agreement with GSH, according to which it is required, among other things, to maintain a minimum tangible net worth of CHF 1 million in GSH and, if necessary, provide its subsidiary with funds to meet payment obligations. Similar arrangements are in place e.g. between ABB and its subsidiaries that issue securities. Though a keep-well agreement falls short of an explicit guarantee of GSH's obligations, it virtually has the same effect, particularly as it is issued by a reputable financial institution.

**Selected Swiss and European Non-life Insurers**

**Gross written premiums and S&P insurance ratings**

Company (Country)	Premium Non-life 1995 (US\$ bn)	Insurance Rating S&P
Zurich Insurance (CH)	7.2	AA+
Allianz (D)	4.4	AA <sub>pi</sub>
Winterthur Insurance (CH)	3.7	AA-
UAP (F)	3.6	A <sub>pi</sub>
<b>Assicurazioni Generali (I)</b>	<b>3.2</b>	<b>A<sub>pi</sub></b>
Bâloise Insurance (CH)	1.3	BBB <sub>pi</sub>
Schweizerische Mobiliar (CH)	1.2	A <sub>pi</sub>
Elvia (CH)	1.0	BBB <sub>pi</sub>
Helvetia (CH)	1.1	BBB <sub>pi</sub>
Schweizerische National (CH)	0.6	BBB <sub>pi</sub>
Berner (CH)	n/a	BBB <sub>pi</sub>

Notes:

AAA & AAA<sub>pi</sub> superior financial security  
 AA & AA<sub>pi</sub> excellent financial security  
 A & A<sub>pi</sub> good financial security  
 BBB & BBB<sub>pi</sub> adequate financial security

pi this subscript indicates that only publicly available information was considered for purposes of assigning a rating.

Source: International Risk Management 5/97 page 21, Reuters Business Briefing 31.5.97