



Rubrik: Analysen / Berichte / Aufsätze

## ILS für die Kleinen

### Protected Cell Companys ermöglichen auch kleineren Versicherern die Verbriefung von Risiken

Jon Bardola, Zürich

*Trotz der Vertrauenskrise am Markt für Kreditverbriefungen ist die Nachfrage von Investoren nach Versicherungsverbriefungen nach wie vor groß. Die Nachfrage übersteigt deutlich das Angebot. Trotzdem beschäftigen sich bislang nur wenige große Versicherungskonzerne mit diesem Instrument. Aber auch für mittlere und kleine Versicherer gibt es Möglichkeiten, sich der Versicherungsverbriefungen zu bedienen.*

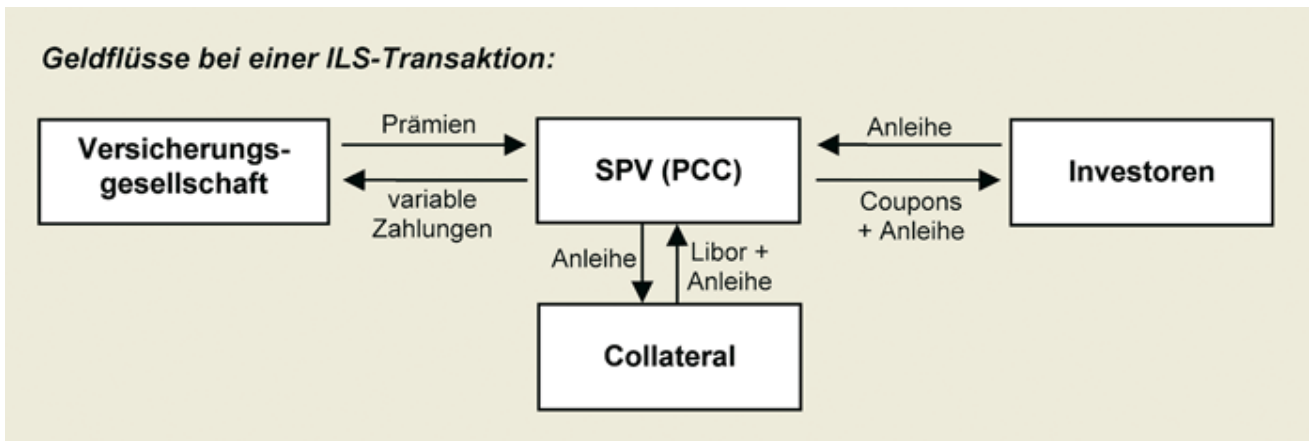
Verbriefungen stehen in diesen Monaten häufig wegen der US-Subprime Krise im Blickfeld der Kritik. Die Verbriefungen der Versicherungsbranche sind von der Kapitalmarktkrise nicht in Mitleidenschaft gezogen. Investoren suchen alternative Anlagemöglichkeiten und die Versicherungsgesellschaften können davon profitieren, indem sie ihre Risiken an die Kapitalmärkte abgeben: Versicherungsverbriefungen (englisch Insurance Linked Securities ILS) begeben Risiken aus den Bilanzen von Versicherungsgesellschaften an den Kapitalmarkt. Mit dem zur Verfügung gestellten Kapital können sich die Versicherer günstig absichern. ILS werden zukünftig weiter an Bedeutung gewinnen: Der ILS-Markt kann sich von über 20 Mrd US-\$ im Jahr 2006 bis 2016 verzehnfachen (vgl. Sigma-Studie 7/2006 von Swiss Re). Allerdings erfüllt die Versicherungsbranche noch nicht die Nachfrage von Investorensseite: Dadurch kommen heute insbesondere auch kleinere und mittlere Versicherungsunternehmen zu Unrecht nicht in den Genuss der Vorzüge von ILS.

Insurance Linked Securities sind zu einer attraktiven, alternativen Anlageklasse für Investoren avanciert, um die Marktrisiken ihrer Portefeuilles breiter zu diversifizieren: Versicherungsrisiken (z.B. Katastrophen-, Sterblichkeits-, Langlebigkeitsrisiken) besitzen praktisch keine Korrelation mit den Kapitalmärkten. Zudem bieten ILS attraktive Risikoprämien und Renditen. Für Investoren ist es allerdings schwierig, bei den ILS-Anleihen die Spreu vom Weizen zu trennen. Deshalb stellen sophisticatede Finanzboutiquen oder Hedge Funds (z.B. Horizon21, Securis Investments oder Nephila Capital) Portefeuilles von ILS zusammen und bieten auch der vermögenden Privatkundschaft die Möglichkeit, in diversifizierte ILS-Fonds zu investieren.

## Schläft die Versicherungsbranche?

Erstaunlich ist jedoch, dass die Nachfrage nach ILS heute merkbar größer ist als das Angebot. Obwohl häufig Großkonzerne bereits angefangen haben, sich systematisch mit Verbriefungen zu beschäftigen, scheint sich die Versicherungsindustrie auf breiter Basis noch nicht so recht mit diesem Instrument angefreundet zu haben. Weil bisher die Konstruktionen nicht immer ganz trivial waren und zu Beginn einen nicht vernachlässigbaren Strukturierungsaufwand erforderten (benötigten häufig die Unterstützung einer Investmentbank), wurden ILS bei kleineren und mittleren Gesellschaften meistens nicht weiterverfolgt. Mittlerweile haben sich allerdings standardisierte Vorgehensweisen etabliert, welche den Einsatz von ILS fördern sollten. (Private) Deals können sogar direkt mit den Investoren (d.h. mit den ILS-Fonds der Finanzboutiquen) abgeschlossen werden, um die Transaktionskosten der Investmentbank einzusparen.

## Geldflüsse bei einer ILS-Transaktion



Häufig schließt bei einer ILS-Transaktion eine Versicherungsgesellschaft einen (Rückversicherungs-) Vertrag mit einem SPV (Special Purpose Vehicle) ab, das die Anleihe auf dem Kapitalmarkt platziert. Bei privaten Transaktionen besteht ein standardisiertes Vertragsverhältnis mit einem SPV, welches eine Rückversicherungslizenz in einem "Off-Shore-Zentrum" (z.B. Guernsey) besitzt und die Unternehmensform einer "Protected Cell Company" (PCC) nutzt, wodurch mit einer Vielzahl unabhängiger Untergesellschaften ("Cells") gleichzeitig eine vereinfachte und effizientere Konstruktion der verschiedenen Deals einer Finanzboutique ermöglicht wird. Das aufgenommene Kapital wird sichergestellt ("Collateral"). Die Versicherungsgesellschaft bezahlt einen fixen Betrag (Prämien) und erhält variable Zahlungen, um ihre Schäden zu decken. Sollten die Schadenzahlungen größer als erwartet sein, dann wird der sichergestellte Anleihenbetrag herangezogen und die Investoren erleiden einen (teilweisen) Verlust. Der Vertrag wird so ausgestaltet, dass die Investoren mit einer vernünftigen Wahrscheinlichkeit den Anleihenbetrag zurückerhalten.

Grundsätzlich könnte eine Versicherungsgesellschaft alle Risiken einer Bilanz verbrieft. Volatile Cashflows können eliminiert und in den Kapitalmarkt transferiert werden, bevor sie sich in der Bilanz niederschlagen. In der Nichtlebensversicherung werden Verbriefungen zur Deckung extremer Katastrophenrisiken oder zur Deckung von Massengeschäft (z.B. Autohaftpflichtportefeuilles) eingesetzt. In der Lebensversicherung hat man mit ILS angefangen, Kapital- und Liquiditätsbedürfnisse zu stillen: Der innere Wert (Embedded Value) eines Lebensversicherers kann dem Kapitalmarkt abgetreten werden, ohne das eigentliche

Versicherungsportefeuille verkaufen zu müssen. In gewissen Fällen wird Securitization auch für Arbitrage gegen hohe aufsichtsrechtliche Kapitalanforderungen eingesetzt. Vermehrt geht man heute in der Lebensversicherung dazu über, Risiken wie Todesfall oder Langlebigkeit zu verbriefen. Die Versicherungsbranche kann man sich in Zukunft in diesem Szenario eher als Produktentwickler und Vertriebskanal vorstellen, welche v.a. Dienstleistungen für die Versicherungskunden erbringen. Das kapitalintensive Tragen von Risiken auf der eigenen Bilanz wird mehrheitlich entfallen: Die Bilanzen werden stärker fremdkapitalfinanziert sein und es wird weniger Eigenkapital eingesetzt werden. Eine solche Entwicklung konnte früher auch im Bankensektor beobachtet werden, als die Investmentbanken anfangen, ihre Risiken an die Kapitalmärkte zu übertragen. Dadurch haben sie u.a. ihre Eigenkapitalrenditen steigern können.

## **Gründe für Verbriefungen**

Es gibt eine ganze Reihe von Gründen, die für eine solche Entwicklung auch bei der Versicherungsindustrie sprechen. ILS hat viele Vorzüge: Risiken können den Kapitalmärkten zu wesentlich attraktiveren Bedingungen (risikofreier Zinssatz plus ein paar hundert Basispunkte) als dem Shareholder (Eigenkapitalrentabilitäten bzw. ROE-Forderungen teilweise wesentlich über 10%) überlassen werden. Zahlungen an Fremdkapitalgeber werden vor Steuern getätigt, womit die doppelte Besteuerung aus Aktionärssicht wegfällt. Kapitalkosten gehen zurück, wenn das risikotragende Kapital reduziert wird, um es beispielsweise an die Aktionäre zurückzubezahlen oder um den kommenden Solvency II Kapitalanforderungen besser zu genügen. Teure Rückversicherungslösungen könnten ersetzt werden (zudem besitzen Kapitalmärkte im Vergleich zur Rückversicherung nahezu unbeschränkte Kapazitäten). Mittels Embedded Value Verbriefung in der Lebensversicherung kann Fremdkapital aufgenommen werden, um Neugeschäft oder andere Projekte zu finanzieren. Auch genossenschaftlich organisierte Versicherungsgesellschaften können von ILS profitieren.

Aus Shareholdersicht hätte konsequentes Verbriefen nebst einer Stabilisierung der zukünftigen Geschäftsergebnisse somit auch eine Steigerung des ROE zur Folge. Mit einfachen Modellen kann man zeigen, dass bei einer Verbriefung der zukünftigen Gewinne eines Lebensversicherungsportefeuilles der ROE um bis auf das Doppelte erhöht werden kann. Es ist meines Erachtens nur eine Frage der Zeit, bis sich die Versicherungsindustrie und deren Shareholders aus dem Dornröschenschlaf wecken lassen, um mittels Securitizations das auf den Finanzmärkten relativ günstig herumliegende Kapital abzuholen. Auch kleinere und mittlere Gesellschaften, welche dieses Instrumentarium strategisch einsetzen, erhöhen ihre Chancen, bei kommenden Konsolidierungen aus einer stärkeren Position heraus operieren zu können und nicht zu den Verlierern zu zählen.

*Der Autor: Jon Bardola arbeitet als selbstständiger Versicherungsmathematiker ([jb@fs-consulta.ch](mailto:jb@fs-consulta.ch)).*

