

PRIVATE PLACEMENTS

ATTRAKTIVES NACHRANGKAPITAL VON VERSICHERUNGEN

DANIEL GRIEGER

Mit dem Wechsel des Solvenzregimes am 1. Januar 2016 steht dem Versicherungssektor in Europa eine einschneidende Veränderung bevor. Vor allem kleinere Versicherer müssen sich auf einen erhöhten Kapitalbedarf einstellen. Dies bietet Investoren eine Einstiegsgelegenheit in eine interessante Anlageklasse: Fremdkapital-Privatplatzierungen von Versicherungsgesellschaften.

Jedem, der den Versicherungssektor für eine kleine, belanglose Nische hält, sei gesagt: 6% des Bruttosozialproduktes weltweit wird derzeit für Versicherungsprämien ausgegeben. Bevölkerungswachstum und Urbanisierung werden in den kom-

menden Jahren Vermögensbildung und damit die Versicherung von Vermögenswerten und den Vorsorgebedarf erhöhen bzw. beschleunigen. Wenn man sich dann noch vor Augen hält, dass die Versicherungsdurchdringung bei privaten Gebäuden selbst in einem von Erdbeben geprägten Gebiet wie Kalifornien gerade einmal 12% beträgt, wird deutlich, dass der Versicherungssektor eher an Relevanz gewinnen statt verlieren wird.

Versicherungen sind Unternehmen, welche Risiken für eine meist vorab bezahlte Prämie übernehmen. Sie betreiben keinerlei Fristentransformation wie Banken und verwenden derivative Finanzinstrumente nur zu Absicherungszwecken. Aktiven und Ver-

bindlichkeiten werden meist kongruent gehalten und der Fremdfinanzierungsbedarf ist gering, da die Versicherungsprämien bereits bei Beginn der Deckungsperiode vereinnahmt werden. Etwas Ähnliches wie einen Bankensturm, also eine plötzlich auftretende Liquiditätskrise, ist bei Versicherern ebenfalls schwer vorstellbar. All dies sind Gründe, weshalb Pleiten von Versicherungsunternehmen extrem selten sind und der Versicherungssektor historisch die tiefste Ausfallrate unter allen Industriesektoren hat.

Der Hauptgrund, weshalb Versicherer Fremdkapital ausgeben, ist die Finanzierung von Solvenzkapital. An dieses werden unter Solvency II gewisse Bedingun-

gen geknüpft – «Tier 2»-Kapital muss beispielsweise für mindestens zehn Jahre dem Versicherer zur Verfügung stehen und darf mit keinerlei Anreiz ausgestattet sein, dieses vorzeitig zurückzubezahlen.

Kleine Versicherer im Nachteil

Grosse Versicherer haben schon immer die Gelegenheit genutzt, Nachrangkapital am Finanzmarkt aufzunehmen. Allein in Europa beträgt das Volumen an emittierten «Tier 2»-Anleihen 124 Mrd. EUR; es verteilt sich auf 68 Emittenten und 238 verschiedene Anleihen. Jetzt gibt es allerdings gemäss EIOPA 4324 Versicherer in Europa, von denen offensichtlich nur die grössten in der Lage sind, sich Solvenzkapital über den Kapitalmarkt zu beschaffen. Die mehreren tausend kleinen Versicherer haben nun ein Problem. Banken stehen als Quelle für Nachrangkapital seit Basel III kaum mehr zur Verfügung, da die eigenen Kapitalanforderungen für Laufzeiten über fünf Jahre prohibitiv hoch geworden sind. Dabei sind kleine Versicherer gegenüber grossen im Nachteil, weil sie weniger geografisch und in andere Sparten diversifizieren können. Was sollen die kleinen Versicherer jetzt tun?

Diversifikation über Sparten und Regionen

Der Investment Manager Twelve Capital hat früh erkannt, dass es viele kleine Versicherer gibt, welche eine profitable Nische besetzen und gleichzeitig ein attraktives Kreditrisiko darstellen. Über Privatplatzierungen kann diesen Versicherern das nötige Solvenzkapital zur Verfügung gestellt werden – wobei die mit einer Privatplatzierung einhergehende Illiquidität über einen zusätzlichen Spread abgegolten wird. Zwar stellen kleine Versicherer, welche innerhalb ihrer Bilanz kaum diversifizieren können, ein höheres Kreditrisiko dar als grosse Versicherer (weshalb auch das durchschnittliche Kreditrating einer kleinen Versicherung tiefer ist). Jedoch kann auf Portfolio-Ebene umso besser diversifiziert werden, da Versicherer in einem Portfolio miteinander kombiniert werden, welche im normalen Geschäfts-

Vergleich nachrangiger Platzierungen von Versicherungen

	Vorranganleihen (Europa)	Instrumente Nachrangleihen (Europa)	Privatplatzierungen
Ausstehendes Volumen	44 Mrd. EUR	124 Mrd. EUR	Unbekannt
Anzahl Emittenten	22	68	> 2500 potenzielle Emittenten
Anzahl Anleihen	100	238	Unbekannt
Motivation für Emission	Liquiditätsfinanzierung	Solvenzfinanzierung	Solvenzfinanzierung
Strukturen	Feste Laufzeiten	Meist Perpetuals mit erster Kündigungsoption nach 10 Jahren	Feste Laufzeiten
Ratings	Mehrheitlich A-AA	Mehrheitlich A - BBB	Kein Rating
Rang	Nach Versicherten	Nach Versicherten und Vorranganleihen	Nach Versicherten

Quellen: Bloomberg, Twelve Capital (Angaben per Q2/2015)

betrieb kaum etwas miteinander zu tun haben.

Ein Beispiel: Das Geschäft eines bulgarischen Motorfahrzeugversicherers und das eines niederländischen Lebensversicherers ist derart verschieden, dass kaum ein Szenario denkbar ist, in dem beide aufgrund desselben Ereignisses in finanzielle Schwierigkeiten geraten. Somit lässt sich ein Portfolio aufbauen, welches besser diversifiziert ist als dies bei Emissionen von grossen Versicherern der Fall sein würde. Zusätzlich lässt sich noch eine Rendite erzielen, welche über der Durchschnittsrendite von Nachrangleihen grosser Versicherer liegt.

Was könnte schief gehen?

Alle Versicherer in Europa müssen in den kommenden Monaten eine Solvenzkapitalquote von über 100% ausweisen. Mit Hilfe von Nachrangkapital kann diese Quote erhöht werden. Allerdings muss beachtet werden, dass ein Regulator die Auszahlung von Coupons oder die Rückzahlung dieses Kapitals am Ende der

Laufzeit nur erlauben wird, wenn zu jedem Zeitpunkt, also auch nach Rückzahlung des Nachrangkapitals, die Solvenzquote immer noch über 100% ist. Bei der Kreditanalyse ist also abzuschätzen, ob der Versicherer in der Lage ist, das Kapital am Ende der Laufzeit in zehn Jahren zurückzubezahlen. Diese Anlageklasse erfordert folglich profunde Kenntnisse der Regulierung von Versicherungen sowie der Bilanzanalyse.



Daniel Grieger
Mitbegründer
und Leiter
Private Debt
von Twelve
Capital AG,
Zürich.