

EINE EINORDNUNG

Sind Insurance Wrapper die finanziellen Massenvernichtungswaffen der nächsten Grossen Finanzkrise?

Insurance Wrapper, Bond Insurance und die Lehren der Monoline-Krise 2007/08

Der Gebrauch des Wortes «Insurance Wrapper»

2

hat vier verschiedene Anwendungen

1

Steuerersparnis

Insurance Wrapper im Sinne von Lebensversicherung für eine Einzelperson

2

Reduktion der Kapitalunterlegung

Insurance Wrapper als Tranchierung bei Anlagen von Versicherungen in Private Debt und Leveraged Loans

3

Aufsichts-Arbitrage innerhalb des Konzerns

Insurance Wrapper als Rückversicherung/Zession von Anlagerisiken (Private Debt, Bermuda-Rückversicherung)

4

Bonitäts-Upgrade

Versicherung von Tranchen (Bond Insurance)

Hülle oder Garantie: In 1–3 reden wir von einer Hülle um eine Anlage; in 4 über eine Garantie für einen Zahlungsstrom.

PK Assets

Lebensversicherung für eine Einzelperson

Steuerersparnis

- Ein Insurance Wrapper ist in diesem Fall eine Lebensversicherungshülle, in die man ein Wertschriftenportfolio einbettet, um steuerliche und regulatorische Vorteile der Lebensversicherung zu nutzen.
- Statt selber Wertschriften direkt zu halten, kauft man eine Lebensversicherungspolice, und die Versicherung hält die Wertschriften im Namen der Police.
- Entweder bezahlt man eine Einmalprämie oder regelmässige Prämien.
- Der Investor erhält eine Police (= den Vertrag). Das Wertschriftendepot wird weiter nach den Vorgaben des Investors verwaltet. Formal ist die Versicherung Eigentümerin der Wertschriften, der Investor ist wirtschaftlich Berechtigter über die Police.
- Asset Manager: Die bestehende Bank/Vermögensverwaltung bleibt mandatiert, verwaltet das Depot nach vorgegebener Anlagestrategie. Die Versicherung übernimmt keine Garantie auf die Wertentwicklung. Sie übernimmt nur eine administrative, rechtliche Rolle.
- Zusätzlich gibt es einen Versicherungsschutz auf ein Bio-Risiko, sonst gibt es das Label LV nicht.
- Todesfalleistung: Depotwert + Zuschlag (Biorisiko), typischerweise 101%–105%, je nach Alter/Gesundheit. Dies ist das einzige "Garantierte". Historisch/juristisch ist die Definition von "Lebensversicherung" nicht an eine Anlagegarantie gekoppelt – nur an das Vorhandensein eines versicherbaren Risikos (i.d.R. Tod).
- Rückkaufswert: Jederzeit kündbar, der Investor erhält den aktuellen Depotwert minus Rückkaufsgebühren (v.a. in ersten 1–5 Jahren) zurück. Diese betragen meist zwischen 0% und 5% des Rückkaufswerts, je nach Anbieter und wie lange die Police bereits läuft.
- Laufzeit: Unbegrenzt/lebenslang, bis Tod oder Kündigung.
- Mindestschwelle für einen Wrapper oft ab CHF 250'000–500'000, ab CHF 1 Mio. wird's kosteneffizient.
- Gesamtkosten p.a.: ca. 0.5%–1% (Versicherung + Asset Management zusammen).
- Es gibt Voraussetzungen für die Steuerfreiheit: Bei periodischer Prämienzahlung ist die Kapitalauszahlung praktisch immer steuerfrei, unabhängig von Dauer/Alter. Bei Einmalprämien (typisch beim Insurance Wrapper) besteht die Steuerfreiheit nur bei einer Mindestlaufzeit von fünf Jahren, und einer Auszahlung nicht vor Alter 60.
- Steueraufschub/Befreiung: Aufgeschoben (bzw. ganz vermieden) wird primär die Einkommenssteuer auf Kapitalerträge (Zinsen, Dividenden, Kursgewinne). Ist die Steuerbefreiung erfüllt, fällt bei Auszahlung im Todesfall keine Einkommenssteuer an. Es handelt sich dann nicht um einen Aufschub, sondern um eine definitive Befreiung. Ziel ist der definitive Wegfall der Steuer auf die gesamte Performance.

Insurance Wrapper als Tranchierung

Bei Anlagen von Versicherungen in Private Debt und Leveraged Loans dient die Verpackung der Anlage in eine Tranche der Reduktion der Kapitalunterlegung.

- Eine Anlage in ein Portfolio von im Sub-Investment-Bereich gerateten Papieren führt zu hohen Eigenkapitalvorschriften für den Anleger (z.B. eine Versicherung).
- Durch einen Wrap mittels SPV und Tranchierung kann im Prinzip ein beliebiges Rating erreicht werden, bis AAA, welches deutlich weniger Eigenkapitalunterlegung erfordert, obwohl das gleiche Underlying weiter besteht.
- Eine Versicherung dürfte bei der Anlage i.d.R. ein hohes Investment Grade Rating anstreben, weshalb sie v.a. in die Senior Tranche investiert.
- Der "Insurance Wrapper" ist die Senior-Tranche selbst – das strukturierte Notes-Instrument, das dem Versicherer (Athene) ermöglicht, das Kreditrisiko in einer Form zu halten, die regulatorisch günstiger behandelt wird als das direkte Underlying.

Rückversicherung/Zession von Anlagerisiken

Private Debt, Bermuda-Rückversicherung: Aufsichts-Arbitrage innerhalb des Konzerns

- Kann innerhalb eines Konzerns ein Investor (Versicherer) ein Anlagerisiko zu einem Rückversicherer in einem Land mit einem günstigeren Aufsichtsregime (geringere Eigenkapitalunterlegung) zedieren, so nennt man diese Zession ebenfalls „Insurance Wrapper“.
- Der "Wrapper" ist hier die Versicherungs-/Rückversicherungsstruktur – sie erlaubt vorteilhafte regulatorische Kapitalbehandlung für Private Debt, die ein normaler Asset Manager ohne Versicherungslizenz nicht hätte.
- Bermuda hat grosszügige Versicherungsregeln, verlangt für dieselben Private-Debt-Anlagen weniger Eigenkapital als z.B. die USA (NAIC) oder die EU (Solvency II).
- Zediert an die Bermuda-RV werden die Annuitäten-/Lebensversicherungsverbindlichkeiten, die Assets oder das dafür gebundene Kapital wird ebenfalls transferiert.
- Der Bermuda-Rückversicherer hält jetzt das Geld – unter Bermuda-Kapitalregeln.
- Er investiert dieses Geld in die eigenen Private-Debt-Fonds des PE-Hauses – braucht dafür viel weniger Eigenkapital, als wenn ein normaler Fonds/eine Bank dieselbe Anlage hielte.
- Der Gesamt-Kapitalbedarf im Konzern sinkt.
- ROE-Hebel: unveränderte Asset-Allokation, weniger gebundenes Kapital, höhere Eigenkapitalrendite auf Konzernebene.

Versicherung von Tranchen (Bond Insurance)

Bonitäts-Upgrade

- Ein Anlageportfolio wird in ein SPV gelegt und tranchiert.
- Die Subordinierung und/oder die Diversifikation ist nicht hoch genug, um aus dem i.d.R. tief oder nicht gerateten Underlying Tranchen mit hohem Investment Grade Rating zu bauen; oder aber das Underlying kann nicht genügend gut modelliert werden für das Plazet eines hohen Investment Grades für die Senior/Mezz-Tranche.
- Eine Versicherung versichert die in Frage kommende Tranche (Mezzanine oder Senior); diese übernimmt das Rating der Versicherung, wenn die Versicherung genügend robust ist.
- Der Wrapper ist hier die Versicherung („Bond Insurance“).
- Der Versicherer verspricht wahrscheinlich sinngemäss: "Erleidet das Portfolio Verluste zwischen X% (Attachment) und Y% (Detachment) des Nominalwerts, zahle ich diese Verluste an die Inhaber der Tranche."
- Zwei mögliche Varianten:
 - Volle Garantie auf die Tranche: Die Versicherung zahlt jeden Ausfall der Tranche vollständig, sobald die Junior-Schichten aufgebraucht sind.
 - Teilgarantie mit eigenem Attachment-/Detachmentpunkt: Die Versicherung deckt nur ein bestimmtes Verlustband.
- I.d.R. Variante 1 (volle Garantie); Variante 2 kommt eher bei CDS-artigen Strukturen vor.

Was zeigt das Beispiel UBS/Nationwide?

Ein klassisches Beispiel von „Bond Insurance“

„Wie Bloomberg (..) berichtet, stellte die UBS (..) an «sophistizierte» Kunden ein neuartiges Produkt vor, das auf den ersten Blick recht vertraut wirkt: Ein Bündel von Beteiligungen an Private-Credit-Fonds, die zu einer Anleihe umstrukturiert werden. (..) Das Finanzinstrument sollte ein A2-Rating von Moody's erhalten (..). Das Papier wird versichert (..) offenbar durch eine selten verwendete Kreditversicherung des amerikanischen Auto- und Immobilienversicherers Nationwide Mutual Insurance. (..) Ziel ist es, daraus Investment-Grade-Anleihen zu konstruieren, die sich an institutionelle Investoren verkaufen lassen. (..) Gemäss informierten Quellen soll Nationwide kürzlich eine ähnliche Transaktion von Partners Group abgesichert haben. Fund Finance – ein schnell wachsender, intransparenter Markt.“

Beat Schmid, „Die Rückkehr der Finanzalchemie? UBS entwickelt offenbar neue Verbriefungsformen für Private Credit“, Tippingpoint, Juli 2026

- Basis des Produkts bildet ein klassischer CFO („Collateralised Fund Obligation“), ein Bündel von Beteiligungen an Private-Credit-Fonds, das tranchiert wird, wobei eine der Tranchen, in diesem Falle die Senior Tranche, durch einen Versicherer versichert wird.
- Damit übernimmt diese Tranche das A2-Rating der Versicherung, angenommen der Versicherungsvertrag ist luftdicht.
- Ohne den Wrap hätte die Tranche entweder kein Rating gehabt oder dann ein für das Marketing ungenügendes
- CFO & Bond Insurance sind ein Weg, Private Debt-Portfolios zu monetisieren.
- Warum der UBS-Deal den Wrapper trotzdem brauchte – das ist der eigentlich interessante Punkt: Das Collateral bestand aus Evergreen-Fonds ohne feste Laufzeit. Das Instrument liegt aufgrund seiner Struktur ausserhalb des üblichen Bewertungsrahmens der meisten Ratingagenturen.
- Die gesamte CFO-Rating-Logik beruht auf Cashflow-Modellierung gegen einen Amortisationsplan. Evergreen-Fondsbeteiligungen haben keine definierten Ausschüttungszeitpläne, was Cashflow-Modellierung und Debt-Service-Planung erheblich erschwert. Ohne modellierbaren Cashflow lässt sich kein Attachment-Punkt sauber rechnen – also kauft man das Rating extern zu, statt es zu strukturieren.
- Es gibt aus Sicht der Finanzmarktstabilität Kritik an diesem Geschäft: Ist die Konzentration bei den Bond Insurern hoch, dann können Marktstabilitätsprobleme entstehen. Denn wird der Bond Insurer runter gerated, dann wird auch die Tranche runter gerated.
- Wichtig: Die Einzelheiten des Deals sind nicht öffentlich, Nationwide bestritt eine Mitarbeit.

Bond Insurance: Was sind die Trends?

- Statt PE-Häuser, die eigene Versicherer kaufen (Athene/Apollo-Modell), tritt hier ein unabhängiger, etablierter US-Versicherer (Nationwide) als externer Wrap-Anbieter für fremde Private-Credit-Strukturen auf.
- Der Markt entwickelt sich hin zu einem eigenständigen Dienstleistungsgeschäft ("Credit Enhancement as a Service") – Versicherer verkaufen ihr Rating als Produkt an Dritte.
- Bond Insurance ist (noch) eine Nische innerhalb eines riesigen Marktes – die CFO-Emissionen selbst liegen 2026 bei geschätzt nur rund USD 30 Mrd., der gewrappte Anteil davon ist ein Bruchteil dessen; im Vergleich zum Fund-Finance-Gesamtmarkt (USD 1–1.75 Bio.) und Private Credit insgesamt (USD 1.3–1.7 Bio., Richtung 5.7 Bio. bis 2035) ist das klein, aber strukturell wichtig und schnell wachsend.
- Eine belastbare Zählung, wie viele Insurance-Wrapped-CFOs es gibt, ist öffentlich nicht verfügbar – der Markt ist dafür zu neu, zu intransparent und zu wenig standardisiert erfasst.
- Bis 2024 kam der ganz überwiegende Teil der CFOs ohne jede externe Garantie aus. Der Wrapper ist auch heute die Ausnahme für Fälle, in denen die klassische Rating-Technik versagt, nicht die Voraussetzung: Nur wo ein (teurer) Wrapper gebraucht wird, um ein gewünschtes Rating zu erhalten, wird er eingesetzt.
- Mit dem Wrapper können CFOs auf Collateralarten zurückgreifen, welche die Rating-Technik eigentlich nicht mehr trägt.
- Die Garantie springt dort ein, wo die Modellierung aufgibt. Man ersetzt fehlende Analysierbarkeit durch fremde Bonität.

“*„There has also been a Cambrian explosion of financial tools to help private asset managers get money back to their investors when they can't offload their own assets. (..) Like much else in the new golden age, it revolves around private credit and coordination between insurers, banks, fund managers and ratings agencies.“*

Paul J. Davies, „Private Credit and Data Center Wraps Are 2008 Redux“, Bloomberg Opinion, 21. Juli 2026

Was geschah? 2007

- „Monoliner“: Versicherer von Bonds, ursprünglich Kommunalanleihen (ab den 70er Jahren), ein Geschäft mit geringen Risiken, wenig Marge, aber auch wenig Eigenkapitalunterlegung.
- Deregulierung Ende der 90er: Der Regulator erlaubte den Monolinern, ihr Geschäft in anderen Märkten anzuwenden, speziell im Markt für komplexe Finanzprodukte.
- Die Monoliner diversifizierten in den Markt für Bond Insurance von Senior- & Supersenior-Tranchen von CDOs mit Underlying Residential Mortgages und in den Verkauf von Protection mittels CDS, ebenfalls auf RMBS.
- Verändertes Risiko für die Monoliner: Korreliertes, systemisches Kreditrisiko statt granulare, stabile Munizipalrisiken.
- Wrappen von Tranchen vs. Kauf von CDS derselben Tranche: Beim Wrapper liegt ein Versicherungsvertrag vor, eine Zahlung gibt es nur bei effektiven Verlusten in der Tranche. Bei CDS besteht eine breitere Definition des "credit events", z.B. Restrukturierung, aber auch Rating-Downgrades.
- Die 9 Schwestern: MBIA, Ambac, FSA, FGIC, SCA (XL Capital Assurance), Assured Guarantee, Radian Asset Assurance, ACA Financial Guarantee Corporation und CFIG; diese neun Gesellschaften repräsentierten fast 100% des Business in den USA.
- Konzentration: 2007, gemäss SNL Financial: Die Top 4 waren bei 77% des Marktes, Ambac Assurance Group alleine bei 25%, MBIA Group bei 24%, Financial Security Assurance Group bei 19%.
- Das Business Modell in einem Satz: Verleihung des Investment Grade Ratings (AAA) an eine Tranche.
- Waren alle RMBS-CDOs versichert? Nein, nur solche, die im Bereich Senior nicht auf ein AAA kamen. Der Zielmarkt waren die BBB-A-Tranchen.
- Informationsasymmetrie: Die Monoliner wussten nicht, was im Underlying ist, sie verliessen sich auf die Rating-Agenturen. Einerseits wäre der Aufwand gross gewesen (Abertausende von Einzel-Hypotheken), andererseits wähten sie sich weit weg vom Defaultrisiko, speziell im Super-Senior-Bereich. Die Folge war Moral Hazard im Originationsbereich.

Der Absturz

- Die ersten Dominos: 2007: Hypotheken-Bankrotte steigen, Ratingagenturen beginnen RMBS-Tranchen auf Downgrade zu setzen, auch höher geratete. Fitch setzt Ambac, MBIA und FGIC auf Review für Downgrade; S&P veröffentlicht am 19.12.2007 den Subprime-Stresstest mit \$10,7 Mrd. erwarteten Branchenverlusten. ACA wird im Dezember 2007 bereits auf Ramschniveau gestuft.
- 1/2008: Die Monoliner werden runter gerated. Fitch stuft Ambac von AAA auf AA herab – der erste effektive Downgrade eines grossen AAA-Monoliners überhaupt. Es folgen breite Downgrades, negative Outlooks, Watch-Listungen. Im Juni verlieren MBIA und Ambac ihre letzten AAA.
- 6/2008 Das Business stirbt: MBIA und Ambac verlieren jegliches AAA, damit war der Treiber des Business, die Fähigkeit, Anleihen mit AAA zu wrappen, de facto zerstört.
- Kaskade: Wenn die Versicherer runter gerated werden, werden auch alle versicherten Papiere runter gerated; viele Monoliner hatten zudem CDS verkauft: Der Downgrade triggerte Collateral Calls (CDS sind Derivate mit Collateralpflichten), sofortige milliardenschwere Zahlungen wurden nötig – aus einer Solvenzkrise wird eine Liquiditätskrise.

Was passierte mit den 9 Schwestern?

Ambac

Chapter 11

MBIA

Fiel auf Ramschniveau, Split in Bad Co/Good Co, lebte als Zwerg weiter

FGIC

Abgewickelt

CIFG

Verliess mit Ramsch-Rating den Markt

XL Capital Assurance

Ramsch, verzwert, ohne Neugeschäft

Radian

Ramsch, verzwert, ohne Neugeschäft

ACA

Als erster ausgelöscht

Assured Guaranty

Überlebte

FSA

Wurde mit Assured Guaranty verschmolzen

Aus 9 prallen Schwestern wurden 2 anämische Zwerge.

Wer überlebte – und wie viel Geld wurde vernichtet?

1 Schwester überlebte: Wer und warum? Assured Guaranty, konservativer als die anderen im Business, am wenigsten Subprime-Exposure aller Player, konnte das Rating bewahren und während der Krise das Aktienkapital erhöhen. Die Firma konnte günstig konsolidieren (AG übernahm 2009 Financial Security Assurance von Dexia) und noch etwas Geld zurückholen von den Mortgage Originators. Überdies konnte sie eigene Papiere günstig vom Markt kaufen.

-99,6%

Ambac: von \$96 (Mai 2007) auf \$0.35 (März 2009)

-96,9%

MBIA: von \$73 (Dez 2006) auf \$2.29 — beide S&P500-Mitglieder

>\$2 Bio.

von Ambac & MBIA versichertes Volumen, plus \$315 Mrd. bei FGIC

~50%

der \$2,77 Bio. ausstehenden US-Munis waren „gewrappt“

Volkswirtschaftlicher Impact: Das Downgrade der Monoliner zog die Bonität eines gewaltigen Teils des Munimarkts in Mitleidenschaft, auch wenn die tatsächlichen Zahlungsausfälle im Munibereich selbst sehr gering blieben. Eine belastbare "Gesamtsumme der Katastrophe" existiert für die Monoliner-Krise spezifisch nicht in der Literatur – am ehesten zitierfähig ist die Aktienkapital-Vernichtung von >95% bei den grossen Namen.

Brandursache oder Brandbeschleuniger?

Teil 1 — wie das Downgrade der Garanten die Krise verschärfte

- Monolines spielten insbesondere bei bestimmten Senior- und Super-Senior-Tranchen strukturierter Produkte eine wichtige Rolle.
- Durch den AAA-Wrap durften Investoren wie Pensionskassen und Geldmarktfonds überhaupt erst kaufen.
- Es wird von USD 125–160 Mrd. an versicherten Tranchen per Ende 2007 gesprochen, verschiedene Quellen, unterschiedliche Resultate.
- Hinzu kommt CDS-Exposure, das die Tranchen-Versicherung wie einen Zwerg aussehen lässt: Ambac, MBIA und AIG (kein Monoliner!) hatten Ende 2007 zusammen über USD 1 Billion an verkaufter Credit Protection (CDS-Notional) – wobei AIG den Löwenanteil hielt.
- Eine Handvoll Monoliner deckte einen überwiegenden Teil des Wrap-Marktes ab.
- Verschlechterung des Underlyings trifft zuerst die Ratings der CDO-Tranchen selbst.
- Ende 2007/Anfang 2008: Downgrade-Kaskade bei den Monolinern, ein Double Whammy für den CDO-Markt.
- Für gewrappte Tranchen kam damit zum Problem des Underlyings ein zweites, eigenständiges Problem hinzu: die Verschlechterung der Bonität des Garanten.
- Die CDS auf CDOs erzeugten einen zusätzlichen, eigenständigen Verlustkanal.
- Das beschleunigte die Marktkrise erheblich schneller, als es das klassische Wrap-Geschäft je hätte tun können.
- CDS-Gegenseite Banken: Sie glaubten sich abgesichert – aber sobald der Monoliner selbst als Kontrahent zweifelhaft wurde, schrieben die Banken den Wert der von schwächeren Monolines erworbenen CDS-Protection teilweise bereits ab.
- Die CDS bringen Monoliner und AIG in die Bredouille: Banken müssen mark-to-market abschreiben, Collateral nachschieszen.
- AIG (kein Monoliner, aber strukturell verwandt über CDS auf Super-Senior-CDO-Tranchen) gerät immer massiver unter Druck.
- Vertrauenskollaps: Wenn selbst ein AAA-Wrap eines vermeintlich nahezu risikofreien Garanten nicht mehr sakrosankt war, verlor das Rating als alleinstehendes Risikosignal an Glaubwürdigkeit.

Brandursache oder Brandbeschleuniger?

Teil 2 — die Übertragung auf fremde Marktsegmente

- Die Monolines haben die Krise nicht ausgelöst, aber massgeblich verschärft und die Ansteckung von Subprime-MBS auf fundamental andere Marktsegmente (Munis, strukturierte Produkte generell) verursacht.
- Die Subprime-Verbriefung war die Brandursache; die Monolines waren ein Brandbeschleuniger und Übertragungsmechanismus.
- Municipal Bonds selbst hatten mit Subprime nichts zu tun, aber weil sie von denselben Monolines gewrappt waren wie die toxischen CDOs, wurden auch Muni-Käufer (Pensionskassen, Money-Market-Funds, Retail) in Mitleidenschaft gezogen.
- Beispiel Australien: Dort wurden rund 80% der credit-wrapped Bonds nach den Monoline-Downgrades unter AAA herabgestuft, obwohl die zugrunde liegenden Emittenten überwiegend Investment Grade waren.
- Die Monoliner sorgten dafür, dass die Krise so von einem Marktsegment auf ein komplett unabhängiges rübersprang.
- Die Monoline-Krise war einer der Momente, die 2008 das generelle Misstrauen ins Rating-System selbst untergruben – "AAA" verlor als Signal an Glaubwürdigkeit, was die Repo-Markt-Friktionen und das Austrocknen der Liquidität generell verschärfte.

- Statt einem diversifizierten Pool geht es nun um eine isolierte Versicherung.
- Das Downgrade des Garanten betrifft auch das Rating der versicherten Tranche direkt; bei Kreditstress könnte ein Downgrade des Garanten zur Unzeit erfolgen – beide Tatbestände sind positiv korreliert.
- Die These hat einen empirischen Anker 2007/2008.
- Bei den neuen UBS/Partners Group/Nationwide-Vehikeln ist das Underlying Private Credit / Direct Lending (nicht der breite PE-/Hedgefonds-Mix der klassischen CFOs).
- Nicht direkt über Loans, sondern über LP-Anteile an Private-Credit-/Direct-Lending-Fonds, die ihrerseits die Loans halten. Das ist eine zusätzliche strukturelle Zwischenebene.
- Bei normalen CFOs sind die Funds-Anteile nicht geleveraged, bei diesen neuen Vehikeln anscheinend schon: NAV-Loans, Subscription Lines sind die Leverage-Vehikel.
- Trifft das zu, dann ist die Struktur 3-fach geleveraged: Auf Loan-Ebene, auf Fund-Ebene, auf CFO-Ebene.
- Subscription Lines sind besichert durch die noch nicht abgerufenen LP-Zusagen. Das Kreditrisiko liegt faktisch beim Käufer, nicht beim Portfolio.
- NAV-Loans: besichert durch den NAV des bereits investierten Portfolios. Fonds können sich Geld leihen, um DPI zu zeigen, das man operativ nicht erwirtschaftet hat.
- Der Trend, Private Credit in Investment-Grade-Wertpapiere umzuwandeln, gewinnt an Momentum – mehr Vehikel, mehr Underlyings, mehr Wraps.
- Es geht explizit darum, institutionellen Investoren, die nur IG-Ratings kaufen dürfen, Zugang zu Private Credit zu verschaffen.
- Auch hier, wie 2007: Rating substituiert Fundamentalanalyse als Kaufvoraussetzung.
- Was, wenn die NAVs abstürzen, obwohl die Loans nicht default gehen? Was, wenn die LP-Anteile einen Covenant Breach erleiden? Was passiert bei prozyklischen, selbstverstärkenden Spiralen, sprich: bei erhöhter Korrelation?
- Direct Lending, das Underlying der neuen Bond Insurance, hat noch keinen vollen Zyklus mit hohen Zinsen durchlaufen.
- Kreditsegmente, die sich in einer Dekade verfünf- bis verzehnfachen, haben ihre Underwriting-Disziplin fast immer im Wachstum verloren – das war auch bei Subprime so.

- Strukturelle Nachrangigkeit: Der Fonds-Inhaber wird zuerst, vor dem CFO-Käufer, bedient. Beim CLO ist man dagegen direkter Gläubiger.
- Bei Stress kann der CFO-Investor die Kredite nicht verwerten. Er hat nur einen Anspruch gegen den Fonds, dessen Verwertung von den Fondsdokumenten und dem GP abhängt.
- Niemand konsolidiert die Kette – es gibt keine aufsichtsrechtliche Instanz, die die Gesamtleverage auf einen Basis-EBITDA-Dollar erfasst.
- Ein CFO-A2 und ein CLO-A2 sind nicht dasselbe Risiko – der CFO sitzt eine Leverage-Ebene tiefer, hat keinen Durchgriff und wird gegen Manager-Marks bewertet.
- Dreifacher Leverage bedeutet eine schnelle Progression der Verluste im Stressfall: Direct-Lending-Verlustraten liegen historisch tief. Aber höhere Ausfallraten über mehrere Jahre bei tieferem Recovery sind nicht undenkbar. Ein A2-Rating hängt damit an einem Szenario, das in einer scharfen Rezession keinesfalls exotisch ist. Zum Vergleich: Ein klassisches A2-Corporate hat eine historische 5-Jahres-Ausfallwahrscheinlichkeit im niedrigen Zehntelprozentbereich.
- A2 ist nicht gleich A2. Die eindimensionalen Ratings kommen im Vergleich Plain-vanilla vs. CLO vs. CFO an ihre Grenzen.
- Versicherer kaufen gewrappte Papiere anderer Versicherer. Die Kette erzeugt Korrelation, die in keiner Einzelbilanz sichtbar ist.

- Keine Runs: 2008 kollabierten kurzfristig refinanzierte, langfristige Assets. Im Falle der versicherten CFOs herrscht Fristenkongruenz: Private-Credit-Fonds sind geschlossen, Kapital ist gebunden, es gibt keine Runs, keine täglichen Rücknahmeverpflichtungen, kein Overnight-Funding. Verluste sind dann eben Verluste – aber sie erzwingen keine Notverkäufe zur Refinanzierung.
- Buffetts "financial weapons of mass destruction" bezog sich auf Derivate mit täglichem Collateral-Austausch und explodierendem Bruttonominal. Ein Insurance Wrapper per se ist ungehebelt und hat kein Nachschussrisiko.
- Collateral-Qualität ist eine andere Liga als Subprime: Direct Lending ist Senior Secured, First Lien, Floating Rate, Sponsor-unterlegt, mit Covenants und historischen Verlustraten im niedrigen einstelligen Bereich. Die Monoline-Analogie unterstellt eine Collateral-Toxizität, die hier bislang nicht belegt ist; allerdings: Alles hängt an den Underwriting-Standards.
- Der Garant ist strukturell anders aufgestellt: Monolines hatten ein einziges Geschäftsfeld, keine Diversifikation, minimale Kapitalbasis relativ zum versicherten Volumen. Nationwide ist ein diversifizierter Multiline-Versicherer (Auto, Immobilien, Leben) mit einer grossen, vom Kreditgeschäft weitgehend unabhängigen Bilanz (galt allerdings in der Grossen Finanzkrise auch für AIG).
- Geringe Grösse: Wir stehen erst am Anfang einer vielleicht besorgniserregenden Entwicklung.
- Die Aufsicht schläft diesmal nicht. 2005–07 waren Monolines regulatorisch praktisch unbeachtet. Heute stehen NAIC, BMA, FSOC, EIOPA und die Ratingagenturen bereits bei den ersten Transaktionen daneben und haben Kapitalanforderungen schon verschärft. Krisen entstehen typischerweise dort, wo niemand hinschaut – nicht dort, wo Bloomberg-Artikel und Aufsichtsstudien erscheinen, bevor der Markt gross ist. Allerdings auch hier: Die Aufsicht sorgt sich aktuell um viele Dinge, wird aber nicht immer tätig.

Insurance Wrapper sind ein Korrelationsverstärker.

Insurance Wrapper der Marke UBS/Partners Group/Nationwide erhöhen die Korrelation in unserer Matrix der 6 grossen Finanzrisiken. Bleibt das Phänomen klein, sind sie immer noch ein Brandbeschleuniger, möglicherweise nur eine Fussnote der nächsten Grossen Finanzkrise. Wird das Phänomen gross, bleiben sie Brandbeschleuniger, sie werden damit kaum zum Brandverursacher, aber eine spürbare Erhöhung der Korrelation braucht die Welt definitiv nicht.

Die Systemrelevanz hängt von vier messbaren Bedingungen ab:

1

Konzentration

Das Wrap-Volumen einzelner Garanten wächst gross relativ zu deren Eigenkapital.

2

Leverage der Halter

Gewrappte Papiere landen bei gehebelten oder mit Rückgabeverpflichtungen ausgestatteten Investoren, nicht nur bei Buy-and-Hold-Institutionellen.

3

Rating-Cliff-Dichte

Ein grosser Anteil der Halter hat harte IG-Constraints, sodass ein einzelner Downgrade synchronen Zwangsverkauf auslöst.

4

Collateral-Qualitätsverfall

Underwriting-Standards im Direct Lending erodieren im Wachstum (PIK-Anteile, EBITDA-Adjustments, Covenant-Lite-Quoten, Recovery-Raten).

„As always, the motives of financial engineering contain the seeds of its own downfall.“
Paul J. Davies

Sind Insurance Wrapper die nächste „finanzielle Massenvernichtungswaffe“? Noch nicht. Und in Zukunft? Sie haben den Katalog mit den 4 Fragen. The Jury is out.