

Insurance-Linked Investments – Bewährungsprobe bestanden

Versicherungsbasierte Investitionen haben sich in der Finanzkrise bewährt. Auch 2009 sind die Ausichten vielversprechend. Die geschwächte Versicherungsindustrie muss dringend nachkapitalisieren – das bringt einen weiteren Transfer von Versicherungsrisiken an den Finanzmarkt mit sich.



Von Michael Stahel
*Head Insurance-Linked Investments
Clariden Leu AG, Zürich*

2008 war ein stürmisches Jahr. Dunkle Wolken am Börsenhimmel warfen tiefe Schatten auf die Renditechancen – fast alle Anlageklassen fielen bei den Investoren in Ungnade. Die Börsenturbulenzen trafen auch die Versicherungsbranche markant auf der Anlage-seite. Ihre Kapitalbasis schmolz sukzessive dahin. Gleichzeitig spielten auch die Naturgewalten verrückt: Zahlreiche Naturkatastrophen zogen die Assekuranz zusätzlich in Mitleidenschaft.

Die USA beispielsweise hatten im Sommer mit Flutkatastrophen zu kämpfen, während im Herbst die Hurrikansaison grosse Landstriche im Süden der Vereinigten Staaten heimsuchte. Nach heutigen Schätzungen hat alleine der Hurrikan «Ike» Schäden in der Höhe von 10,6 Mrd. US\$ verursacht. «Ike» geht nach den Stürmen «Andrew» (1992, 16 Mrd. US\$) und «Katrina» (2005, 41 Mrd. US\$) als dritter Naturkatastrophe in die Geschichte der Versicherungsindustrie ein. «Ike» war indes nur einer von insgesamt 16 Stürmen in der überaus aktiven Hurrikansaison 2008. Die Rückversicherungsindustrie hatte auch mit

dem Wintersturm «Emma» Anfang März in Europa zu kämpfen. Den traurigen Höhepunkt bildete die äusserst aktive Taifunsaison in Asien mit über 20 Wirbelstürmen. Auch sie setzten der Versicherungsindustrie zu.

Weitergabe der Risiken – eine alternative Refinanzierungsform

Nun funktioniert gerade die Rückversicherungsindustrie nach dem Prinzip des Ausgleichs über die Zeit: In schadenfreien Jahren öffnet sie Reserven, mit denen sie in schlechten Jahren Schäden bezahlt. Im Jahr nach Grossereignissen folgt jeweils eine kurze Phase mit markant höheren Prämien, um die reibungslose Refinanzierung der Industrie innert nützlicher Frist zu gewährleisten.

Dieser Ablauf wird als «Rückversicherungszyklus» bezeichnet. Er lässt sich über die letzten 20 Jahre exakt nachvollziehen. Als Referenz dienen etwa die schadenintensiven Jahre 1992 (Hurrikan «Andrew»), 2001 (World Trade Center), 2005 (Hurrikane «Katrina», «Rita» und «Wilma») sowie 2008 (Hurrikane «Ike»/«Gustav» und Finanzmarktkrise). Nach einem Katastrophenjahr wie 2008 wäre folglich mit einem kurzfristigen Prämienanstieg von rund 25% zu rechnen. Als Folge der tiefgreifenden Finanzkrise liegt der Prämienanstieg zur Versicherungsdeckung für US-Hurrikane gegenwärtig aber sogar bei bis zu 50%.

Die Ursache des starken Prämienanstiegs liegt in der Kombination aus Finanzmarktkrise und dem aktiven Schadensjahr 2008. Beide haben massgeblich dazu beigetragen, dass die Industrie signifikant an Kapital und so an verkaufbarer Versicherungskapazität eingebüsst hat. Was bleibt, ist ein massiver Bedarf an zusätzlichem Kapital. Eine effiziente Rekapitalisierung gestaltet sich im aktuellen Marktum-

feld derweil schwierig. Ratingagenturen unterziehen die Kapitalunterlegung einer genauen Prüfung, ehe sie Bewertungen bestätigen. Und die Analysten werten die Aufnahme von neuem Eigenkapital als schlechtes Omen.

Verlustrisiko minimieren durch Streuung in Einzelrisiken

Die meisten Rückversicherer wählen als alternative Refinanzierungsform die Weitergabe der Versicherungsrisiken bei unveränderter Kapitalunterlegung – was die Kapitaladäquaz verbessert. Und genau hier bieten sich für Finanzinvestoren zwei Möglichkeiten, am reinen Versicherungsrisiko zu partizipieren: einerseits in Form von Katastrophenkontrakten («Risk Swaps»), andererseits via Versicherungsverbriefungen (Insurance-Linked Securities, Cat Bonds).

- Bei einem Katastrophenkontrakt handelt es sich um einen Vertrag, bei dem eine Rückversicherungsgesellschaft als Käufer der Deckung eine Prämie bezahlt, um im Schadensfall eine Leistung vom Anbieter (Finanzinvestor) zu erhalten. Dies sind normale Rückversicherungsverträge, wie sie seit Jahrzehnten abgeschlossen werden – bis anhin jedoch ausschliesslich unter Rückversicherungen. Mittlerweile ist es möglich, dass sich Finanzinvestoren als Rückversicherer anbieten. Der Nachteil eines solchen Investments ist die resultierende Illiquidität: Ist ein Anleger einen Rückversicherungsvertrag eingegangen, ist die Abmachung während der gesamten Laufzeit bindend: Der Vertrag kann nicht veräussert werden.
- Bei Versicherungsverbriefungen wird das Kapital von den Investoren vollständig hinterlegt, was das Gegenparteienrisiko für beide Parteien markant reduziert. Der grosse Vorteil dieser Produkte liegt in der kurzen Laufzeit sowie der Handelbarkeit: Eine Versicherungsverbriefung ist somit liquide und kann jederzeit veräussert werden.

Sowohl bei Katastrophenkontrakten wie auch bei Versicherungsverbriefungen ist jeweils das gesamte investierte

Solide Renditen, eine geringe Korrelation zu den Finanzmärkten sowie eine hohe Liquidität sprechen für Anlagen in Insurance-Linked Investments.

Kapital einem Totalverlustrisiko ausgesetzt. Daher empfiehlt sich im Bereich von Versicherungsinvestitionen ein breit diversifiziertes Portfolio, um das Verlustrisiko durch die breite Streuung in verschiedene Einzelrisiken zu minimieren. Die Liquidität eines solchen Portfolios wird stark durch die Höhe der Allokation in illiquide Katastrophenkontrakte beeinflusst. Wenn eine hohe Liquidität erforderlich ist, bietet sich eine Anlage in Versicherungsverbriefungen an, wobei allenfalls eine kleinere Beimischung von illiquiden Katastrophenkontrakten denkbar ist. Wer in ein Portfolio investiert, das ausschliesslich in Katastrophenkontrakte engagiert ist, nimmt eine stark eingeschränkte Liquidität in Kauf.

Positive Renditen – trotz Marktverwerfungen

Das für die Rückversicherungsindustrie äusserst schlechte Geschäftsjahr 2008 präsentiert sich für Finanzinvestoren als äusserst attraktiv: Katastrophenkontrakte werden bei einem höheren Prämienniveau abgeschlossen. Zudem ist für Versicherungsverbriefungen ein markant höheres Emissionsvolumen in den kommenden Monaten zu erwarten – zu einem entsprechend höheren Zinsniveau, um der aktuellen Marktsituation gerecht zu werden. Die Aussichten für 2009 sind also vielversprechend.

Doch wie haben sich versicherungsbasierte Investitionen im schwierigen Marktumfeld von 2008 gehalten? Eine Allokation in Versicherungsverbriefungen war sehr vorteilhaft, wie ein Blick auf die Entwicklung im vergangenen Jahr belegt.

Vergleicht man den Swiss Re Cat Bond Total Return Index (bestehend aus Rendite inkl. Kursbewegungen aller ausstehenden Versicherungsverbriefungen) mit den Indizes für US-

amerikanische Unternehmensanleihen (sowohl Investment Grade als auch High Yield), sind die Vorteile von Cat Bonds augenscheinlich: Während ein Investor in Versicherungsverbriefungen im Jahr 2008 allen Marktverwerfungen zum Trotz eine positive Rendite erzielt hat, wurden die Unternehmensanleihen infolge der Marktkrise deutlich abgestraft.

Die Verschärfung der Finanzmarktkrise im 4. Quartal 2008 hat zu einer tieferen Bewertung der zu jenem Zeitpunkt ausstehenden Versicherungsverbriefungsanleihen geführt. Viele Investoren stammten traditionell aus dem Hedge-Fund-Bereich und mussten in Folge des höheren Liquiditätsbedarfs ihre Positionen ohne Rücksicht auf Verluste veräussern. Dieses erhöhte Angebot führte zu einem leichten Kursrückgang von rund 4%. Das bedeutet gleichzeitig, dass der Markt die Bewährungsprobe bestanden hat: Die Liquidität von Versicherungsverbriefungen war auch in diesem äusserst schwierigen Marktumfeld problemlos gewährleistet.

Solide Renditen, hohe Liquidität, geringe Korrelationen

Finanzinvestoren dürften 2009 in den Genuss von deutlich höheren Versicherungsprämien kommen. Die Versicherungsindustrie profitiert vom Transfer der Versicherungsrisiken an Finanzinvestoren, verschafft dies doch der Branche wieder den nötigen finanziellen Spielraum. Eine Allokation in diesen Sektor ist aufgrund der relativ tiefen Marktbewertungen der Versicherungsverbriefungsanleihen sowie den positiven Erwartungen für 2009 zurzeit äusserst attraktiv. Solide Renditen, eine geringe Korrelation zu den Finanzmärkten sowie eine hohe Liquidität sprechen für Anlagen in Insurance-Linked Investments.

www.claridenleu.com •