

Insurance-Linked-Instruments – Anlagen abseits traditioneller Märkte

Die Versicherungsindustrie sieht sich Jahr für Jahr dem Risiko ausgesetzt, dass Naturkatastrophen das Unternehmensergebnis massiv belasten. In den vergangenen 20 Jahren wurden im Schnitt gemäss Swiss Re jährlich rund 23 Mrd. US\$ versicherte Schäden durch Naturkatastrophen verursacht.



Von Dirk Schmelzer
Alternative Products
AIG Private Bank Ltd., Zürich

Regionen wie beispielsweise Kalifornien oder Florida, die wirtschaftliche Attraktivität mit hohem Freizeitwert verbinden, sind in grossem Masse Naturrisiken ausgesetzt. Die Anziehungskraft dieser Regionen hat zu einem grossen Bevölkerungszuwachs und gleichzeitig zu einer Akkumulation von Werten geführt. Damit steigt einerseits das Volumen versicherter Werte, andererseits führt dieser Trend zu einer starken regionalen Konzentration der versicherten Risiken. Der steigende Trend versicherter Schäden wird v.a. durch diese Wertkonzentration in Risikoregionen erklärt.

Kapitalmarkt als Versicherung

Die Versicherungsindustrie hat für diese Problematik den Transfer dieser sogenannten «Peakrisiken» an den Kapitalmarkt für sich entdeckt. Daraus ist unter anderem das Marktsegment für Catastrophe (CAT) Bonds entstanden, das v.a. dank der in der Schweiz aufge-

legten Fonds einem breiteren Publikum bekannt geworden ist. Seit 1996 wird über diese Bonds durch den Kapitalmarkt eine Versicherungsdeckung für Jahrhundertereignisse geleistet.

CAT Bonds werden von einem Rückversicherer oder auch Versicherer (Sponsor) über eine Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle) emittiert. Der Emissionserlös wird in AAA-Anleihen investiert. In den Emissionsbedingungen ist genau definiert, unter welchen Umständen der Bond zur Schadensdeckung herangezogen wird. Tritt ein Naturereignis ein, wird geprüft, ob das Ausmass gross genug war, damit der Bond durch das Ereignis betroffen ist. Ist dies der Fall, wird der Nennwert (Nominal) dem Schadensereignis entsprechend reduziert, was im schlimmsten Fall zum vollständigen Verlust führen kann.

Aktives Risikomanagement

Der Versicherungsindustrie geben CAT Bonds ein Mittel in die Hand, mit dem sie ihre Spitzenrisiken aktiv managen können. Durch den Transfer an den Kapitalmarkt stehen die dafür ursprünglich hinterlegten Eigenmittel für andere Geschäfte zur Verfügung, wodurch das Versicherungsportfolio

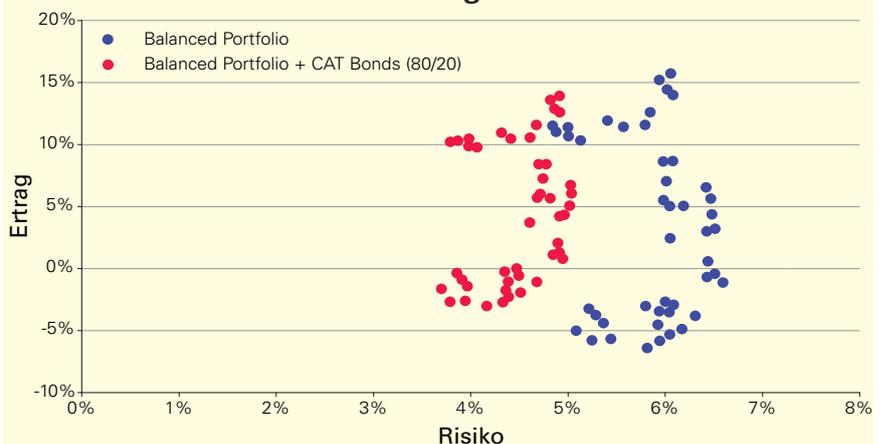
diversifiziert werden kann. So können durch den Risikotransfer die Erträge langfristig stabilisiert werden.

Durch die spezielle Ausgestaltung solcher Transaktionen entfällt sowohl für den Anleger als auch für den Sponsor eines CAT Bonds das Kreditrisiko. Das bei Emission erzielte Kapital wird bar oder in Staatspapieren höchster Bonität gehalten und steht damit bei Verfall oder Eintritt eines Versicherungsereignisses mit Sicherheit zur Verfügung. Für Anleger bieten CAT Bonds daher die Möglichkeit, ganz isoliert in das unterliegende Naturrisiko zu investieren.

Neben der Möglichkeit, Prämien auf neue Risiken zu verdienen, macht v.a. die variable Verzinsung CAT Bonds attraktiv. Im Umfeld steigender Zinsen erhöht sich der Coupon, der sich aus einer variablen Geldmarktzinskomponente und der vom eingegangenen Risiko abhängigen Versicherungsprämie zusammensetzt. CAT Bonds sind daher weitestgehend unabhängig von Zinsänderungsrisiken. Aber auch der Renditeaufschlag gegenüber Unternehmensobligationen gleicher Bonität spricht für diese Anlagen.

Die Konzentration des CAT-Bond-Marktes auf Naturrisiken mit niedriger

Attraktive Diversifikationseigenschaften



Simulation der Risiko-/Rendite-Eigenschaften über rollende 24-Monatsperioden Dezember 1999 bis Oktober 2005.

Eintrittswahrscheinlichkeit und hohem Schadenspotential beschränkt jedoch die verfügbare Bandbreite an investierbaren Risiken. Zwar lässt sich aus CAT Bonds ein gut diversifiziertes Portfolio zusammenstellen. Die Bruttorendite eines solchen Portfolios könnte ca. 4 bis 5% über dem Geldmarkt liegen, was CAT Bonds zu einer attraktiven Alternative zu herkömmlichen Obligationenanlagen macht. Viele Investoren suchen jedoch nach unkorrelierten Investments mit deutlich höheren Ertragsmöglichkeiten und sind bereit, dafür auch höhere Risiken zu tragen.

Weitere investierbare Risiken

Fündig werden sie bei anderen Insurance-Linked-Securities, wie Industry Loss Warranties, Quota Shares oder Wetterderivaten. Diese offerieren ein breiteres Spektrum an investierbaren Risiken und möglichen Schadenspotentialen. Der Bereich Naturrisiken wird durch Anlagemöglichkeiten in Wetterrisiken, wie Temperatur oder Niederschlag, erweitert. Zudem sind auch Investitionen in Nicht-Naturrisiken, wie beispielsweise Luft- und Raumfahrtrisiken, möglich.

Einfach umschrieben sind Industry Loss Warranties Rückversicherungsverträge, die aus regulatorischen Überlegungen in Form von Derivaten abgeschlossen werden. Ob ein Industry Loss Warranty durch ein Ereignis betroffen ist, wird durch den entstandenen Gesamtschaden für die Versicherungsindustrie definiert. Quota Shares sind eine Art temporäres Kapital für Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen. Investoren können sich damit proportional am Erfolg (Prämien und Verluste) eines genau definierten Teils eines Versicherungsportfolios beteiligen. Einen wichtigen Erfolgsfaktor stellt dabei die «Underwriting»-Qualität des Versicherungs- oder Rückversicherungsunternehmens dar. Wetterderivate werden hauptsächlich in Form von Optionen gehandelt. Die gebräuchlichsten Indizes beziehen sich auf Temperatur, aber auch Niederschlagsmengen oder Windgeschwindigkeiten sind möglich.

Im Vergleich zu CAT Bonds weisen die genannten Instrumente meist eine tiefere Liquidität auf, verlangen

Insurance-linked securities – investments beyond traditional markets

Every year the insurance industry has to deal with the risk that natural catastrophes weigh heavily on corporate profits. According to Swiss Re, the insured damage caused by natural disasters amounted to an annual average of US\$ 23 billion in the last 20 years. The industry tries to handle this challenge by transferring part of its risks to the capital market. This creates new investment opportunities.

Areas like California and Florida, which combine economic attractiveness with high recreational value, are heavily exposed to natural risks. The appeal of these regions has led to strong population growth as well as to an accumulation of wealth. Therefore, on the one hand, the volume of insured assets increases. On the other hand, this trend leads to a heavy regional concentration of the insured risks. The increasing concentration of wealth in risk regions mainly explains the rising trend of insured damage.

The insurance industry discovered the capital market in order to transfer the so-called peak risks in order to solve the problem of highly concentrated risk exposure. As a result, the market segment of catastrophe (CAT) bonds was created. Thanks to the launch of some funds in that area, CAT bonds became well known in Switzerland. Peak risks have been insured through CAT bonds under the use of the capital market since 1996. CAT bonds are issued by a reinsurance company or an insurer through a special purpose vehicle. The proceeds of the issue are invested in AAA bonds. The legal terms of the issue define exactly, under what circumstances the bond can be triggered, i.e. in which events the bond can be used to cover the damage. In an event of a natural disaster, it will be examined if it was strong enough to affect the bond. The nominal or face value of the bond will be reduced according to the occurred damage, if the bond was triggered. In the worst case, the whole face value can be lost.

There is no credit risk for the investor and the sponsor of a CAT bond due to the special setup of such transactions. This is because the proceeds of the issue are held either in cash or in government bonds with the highest credit quality. If the bond is triggered, the capital is available with high security. Through the purchase of CAT bonds, investors have the opportunity to invest solely in the underlying natural risks. Additionally to the paid premiums for new risks, CAT bonds are attractive thanks to their variable interest rates. The coupon, which consists of a variable money market component and the insurance related premium, rises in an environment of higher interest rates. Therefore, CAT bonds are to a high degree independent from interest rate risks. Higher yields compared to corporate bonds with a similar quality favor this asset class as well.

Other insurance-linked securities such as industry loss warranties, quota shares or weather derivatives also offer a broad spectrum of investable risks and potential damage. The area of natural risks is extended by weather risks such as temperature or precipitation. Furthermore, investments in non-natural risks such as aviation, marine or aerospace are possible. Compared to CAT bonds, these instruments are generally characterized by lower liquidity, higher investment amounts and shorter maturity. What's more, they insure events which occur more frequently and, accordingly, have a higher probability that these papers can be called; therefore higher premiums have to be paid by these instruments.

The low correlation with traditional as well as alternative investments is the common feature of these instruments. They are designed for professional investors and are hardly accessible for institutional and private clients. The high complexity makes it advisable to rely on the know-how of experienced fund managers. Furthermore specialized funds are an efficient tool in order to overcome the hurdles to access this market and to achieve the necessary broad diversification by taking on different risks.

höhere Investitionsbeträge und haben kürzere Laufzeiten. Zudem versichern sie Ereignisse, welche mit einer größeren Frequenz eintreten bzw. eine höhere Verlustwahrscheinlichkeit aufweisen und deshalb eine höhere Prämie zahlen.

Den Instrumenten gemeinsam ist die geringe Korrelation mit traditionellen wie auch alternativen Anlagen. Sie richten sich an professionelle Investo-

ren und sind Privatanlegern und institutionellen Kunden kaum zugänglich. Die hohe Komplexität macht es ratsam, sich auf das Know-how von Fondsmanagern zu stützen. Zudem bieten spezialisierte Fonds ein effizientes Anlagevehikel, um die Zugangshürden zu überwinden und die notwendige breite Diversifikation über unterschiedlichste Risiken zu erreichen. ■