

Insurance-linked Strategies – Eine echte Alternative

Seit mehr als 10 Jahren profitieren institutionelle wie auch private Investoren von attraktiven Renditen aus verbrieften Versicherungsrisiken, den sogenannten Insurance-linked Securities (ILS). Verglichen mit dem klassischen Cat-Bond- oder ILS-Markt, wie er sich in den späten 90er Jahren etabliert hat, umfassen heutige Insurance-linked Strategies ein breiteres Anlageuniversum und komplexere Anlageinstrumente. Sie zeichnen sich zudem durch eine unerreicht tiefe Korrelation zu den Finanzmärkten aus und erzeugen deshalb einen hohen Diversifikationseffekt. Gerade in den jüngsten Finanzmarkturbulenzen konnten ILS-Strategien erneut zeigen, dass sie ihrem Ruf als echte alternative Anlagen gerecht werden.



Von Niklaus Hilti
*Head Insurance-linked Strategies
Asset Management der Credit Suisse*

Die Anlagekategorie der Insurance-linked Strategies (ILS) hat in den vergangenen Jahren – und besonders in den letzten Quartalen – eindrücklich bewiesen, dass sie die ursprünglich gemachten Versprechen einzulösen vermag: Dank der nicht existenten, oder zumindest äusserst geringen Korrelation zu den Finanzmärkten, erzielten ILS eine sowohl konstante wie auch positive Rendite und stellten damit ihre Unabhängigkeit zu traditionellen Anlagen unter Beweis. Die weitgehend unabhängige Wertentwicklung von den Finanzmärkten macht diese Anlageklasse zu einem überaus interessanten Element in einem Portfolio. In den letzten Monaten und Quartalen waren Insurance-linked Strategies wohl eine der ganz wenigen Anlagen, die Monat für Monat positive Renditen zu erwirtschaften vermochten.

Kleineres Verlustrisiko dank breiter Diversifizierung

Mit der Beimischung von ILS in ein modernes Anlageportfolio gelingt es, dieses in schwierigen Märkten zu stabilisieren. Das von den Finanzmärkten unbeeinflusste Verhalten dieser Anlagekategorie erklärt sich daraus, dass negative Renditen nur dann möglich sind, wenn Versicherungsereignisse auftreten. Da das Eintreten z.B. von Naturkatastrophen oder von durch Menschen verursachten, grossen Versicherungsschäden aber rein zufälliger Art ist, besteht kein direkter Zusammenhang zu den Entwicklungen an den Finanzmärkten.

Wie die nebenstehende Grafik zeigt, brauchen Anlagen in ILS auch punkto Rendite den Vergleich mit den meisten anderen Anlagekategorien, wie beispielsweise Aktien, Anleihen oder Hedge Funds, nicht zu scheuen: Über einen Zeitraum von fünf bis acht Jahren betrachtet, zeigt sich die geringe Volatilität und das vom Geschehen an den Finanzmärkten relativ unabhängige Verhalten recht deutlich. Die dadurch generierten Renditen machen ILS zu interessanten Investitionen.

Wieso werden Versicherungsrisiken ausgelagert?

Viele Anleger vermuten, dass es sich bei den in den Kapitalmarkt transferierten Versicherungsrisiken um die schlechten Risiken handelt, welche die Versicherungen selbst nicht behalten wollen. Solche Befürchtungen sind unbegründet. Schon immer mussten Versicherer ihre Risiken absichern: In der modernen Versicherungslandschaft ist deren Auslagerung und Abkoppelung von der eigenen Bilanz aber ein absolutes Erfordernis, denn erst dadurch

wird ein effizientes Kapitalmanagement möglich. Ausgelagerte Risiken sind deshalb nicht schlechte Risiken. Es handelt sich dabei lediglich um denjenigen Teil des Gesamtengagements, welcher die Eigenmittel respektive das Risikokapital der Versicherer übersteigt.

Es stellt sich nun die Frage, weshalb Versicherungen Risiken eingehen, von denen sie sich eigentlich lieber trennen würden und die sie später teuer bei Rückversicherern absichern müssen. Dafür gibt es zwei Erklärungen: Einerseits verlangt der Gesetzgeber in vielen Ländern zusätzlich zum normalen Versicherungsgeschäft auch die Versicherung von Naturkatastrophen, um nicht selbst für solche Schäden aufkommen zu müssen. Andererseits führt in einigen Ländern auch der Wettbewerbsdruck dazu, dass Elementarschäden mitversichert werden müssen.

Effizientes Kapitalmanagement für Versicherungen

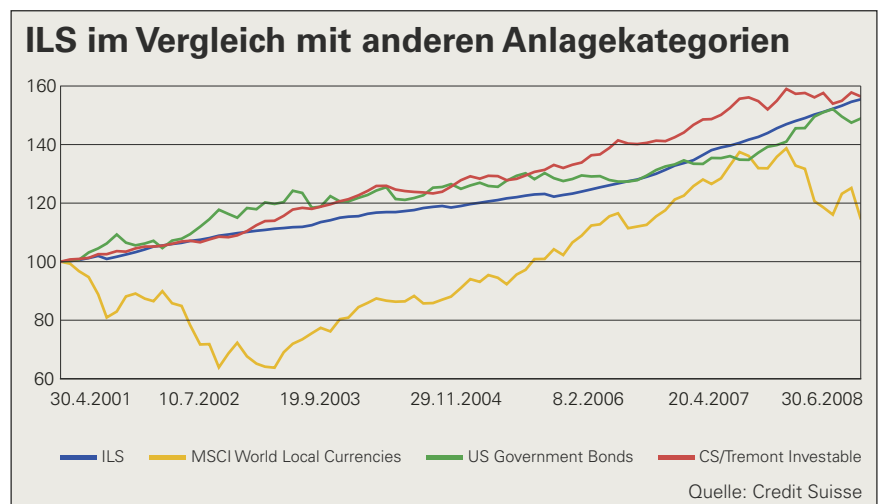
Die Absicherung solch grosser Risiken wird traditionell über den Transfer oder den Kauf von Absicherungen bei anderen Rückversicherern gemacht, insbesondere für jenen Teil, welcher die eigene Kapitalstruktur überschreitet. Denkbare Alternativen dazu wären beispielsweise die Bildung von Reserven für Grossschäden, die Diversifikation der Versicherungsprämien oder die Überkapitalisierung der Versicherungsgesellschaft mit Risikokapital. Jede dieser drei Alternativen weist jedoch Schwachpunkte auf: Die Bildung von speziellen Reserven war lange Zeit ein beliebtes Mittel, um die Bilanz im Falle von Grossschäden zu entlasten. Die heutigen Rechnungslegungsnormen

men wie IAS und US GAAP lassen dies jedoch nicht mehr zu, weshalb sich entgegen den Bestrebungen der Assekuranz die Volatilität der Bilanzen sogar noch erhöht. Gegen eine Diversifikation der Versicherungsprämien als Mittel zur Absicherung – wie dem Eintritt in neue Märkte oder Sparten – spricht die Tatsache, dass das oft damit verbundene Überwinden von Eintrittsbarrieren grosse Unternehmensrisiken birgt. Diversifikation ist abgesehen davon aber sicherlich ein sehr effizientes und günstiges Mittel, die Risiken tragfähig zu gestalten. Auch die Überkapitalisierung mit Risiko- oder Eigenkapital, um den Solvenzvorschriften für Grossschäden zu genügen, hat sich in der Praxis nicht bewährt. Die permanente Überkapitalisierung, auch in Jahren ohne grosse Schadensfälle, beschert den Versicherungen eine zu tiefe Eigenkapitalverzinsung. Die Auslagerung der Grossrisiken an Rückversicherer und den Kapitalmarkt, aber auch die Diversifikation, sind heute deshalb die effizientesten Mittel für Versicherer, ihre Risiken zu managen.

Intelligente Weiterentwicklung des Cat Bonds

Ursprünglich waren Anlagen im Bereich der ILS gleichbedeutend mit Katastrophen-Anleihen, sogenannten Cat-Bond-Investitionen. Diese ILS-Produkte der ersten Generation hatten jedoch den Nachteil, dass das Anlageuniversum bezüglich Volumen (5 Mrd. US\$ im Jahr 2005 und 15 Mrd. im Jahr 2008) wie auch in der Vielfalt der Risiken sehr beschränkt war. In einem Cat-Bond-Portfolio treten aufgrund der beschränkten Risikovielfalt automatisch Konzentrationsrisiken auf, andererseits hängen die Renditen sehr stark von der Nachfrage ab, da das Angebot mit 15 Mrd. US\$ relativ gering ist.

Die gestiegene Nachfrage hat in den Jahren 2003 bis 2005 die Renditen der Cat Bonds massiv reduziert, bis Hurrikan Katrina im August 2005 eine vorübergehende Trendwende bewirkte. Diese Nachfrage war sehr stark durch Hedge Funds getrieben, die die Insurance-linked Strategies auf der Suche nach alternativen Renditen entdeckt haben. Aus diesen Gründen wurden



Produkte der zweiten Generation entwickelt. Diese ermöglichen einen Zugang zu einem weit grösseren Marktvolumen, weisen aber durch die Diversifikation der Risiken deutlich weniger Konzentrationsrisiken auf.

Luftfahrt, Schifffahrt, Ölplattformen, Satelliten

Die Credit Suisse hat ihre ILS-Produktpalette in den letzten Jahren konsequent weiterentwickelt. Durch die Integration neuer Risikokategorien aus den Bereichen Luft- und Schifffahrt, Ölplattformen, Ernteertragsausfall und Satelliten wurde eine weit grössere Diversifikation erreicht. Damit konnte das Anlageuniversum vom reinen Cat-Bond-Markt (Marktgrösse 15 Mrd. US\$) zu neuen Insurance-linked Derivaten mit einem Marktvolumen von über 400 Mrd. US\$ ausgedehnt werden. Mit diesen Derivaten ist es möglich, Risiken von Versicherungen kostengünstiger in die ILS-Produkte zu transferieren. Produkte der zweiten Generation weisen zusätzlich deutlich höhere Renditen auf. Im Gegenzug ist klar, dass diese Produkte stärker schwanken – dafür sind die maximalen Verlustrisiken bei Grösstkatastrophen deutlich geringer.

Während der Investor bei einem Cat Bond mit der Eintrittswahrscheinlichkeit des versicherten, einzelnen Naturereignisses kalkuliert, was mitunter zum Totalausfall führt, verteilt sich das Risiko bei einer «Basketlösung», wie sie die Credit Suisse anbietet, auf zahlreiche, ganz verschiedene Risikoklassen und Versicherungsfälle. So ist im Rahmen der Portfolio-Allokation auf

die Gewichtung einzelner Risikoklassen und deren Diversifikation zu achten. Ebenso sollten einzelne Risiken innerhalb einer Risikoklasse beschränkt werden, und ein möglicher Schadensfall sollte sich möglichst nicht auf mehrere Einzelrisiken auswirken. Bei der Strukturierung aller ILS-Produkte wurde darauf geachtet, dass weder ein Gegenparteikreditrisiko noch ein Anlagerisiko bei Nicht-Versicherungsriskiken in die Produkte einfließt. Diese fokussierte Strukturierung hat dazu geführt, dass die ILS-Anlagen in der jüngsten Finanzkrise nicht tangiert wurden.

Innovation und Kenntnisse des Rückversicherungsgeschäfts

Innovationskraft sowie ein fundiertes Verständnis des Rückversicherungsgeschäfts sind entscheidend, wenn es darum geht, neue Risiken für den Kapitalmarkt zu erschliessen. Das Insurance-linked Securities Team der Credit Suisse hat den Markt in der Vergangenheit massgebend weiterentwickelt, aber auch neue Themen wie Ernteertragsversicherung aufgegriffen und den Anlegern als Renditequelle erschlossen. Das durch Diversifikation minimierte Verlustrisiko, die fehlende Korrelation zu den Bewegungen an den Finanzmärkten, die geringe Volatilität und nicht zuletzt die attraktiven Renditen machen Insurance-linked Produkte für institutionelle wie auch private Anleger interessant und stellen – nicht nur in einem turbulenten Marktumfeld – eine echte Alternative zu den übrigen Anlagekategorien dar.

www.credit-suisse.com ●