

# Glück im Unglück

Warum Katastrophenanleihen gerade jetzt mehr Auftrieb bekommen könnten

Karsten Bromann

Nach vorsichtigen Anfängen in den 90er Jahren entwickelten sich Katastrophenanleihen, kurz Cat Bonds, nach der Millenniumswende zu einem Markt mit gegenwärtig 26,5 Mrd. US-Dollar Gesamtvolumen. Diese Verbriefungen, die Versicherern eine Diversifikationsmöglichkeit ihres Rückversicherer-Portfolios mit hervorragender Kreditsicherheit ermöglichen und von Rückversicherern als Alternative zum Retro-Markt genutzt werden, bieten für Investoren eine High-Yield-ähnliche Anlagemöglichkeit ohne Durationsrisiken und mit nur geringer Abhängigkeit zu anderen Anlageklassen. Diese positiven Eigenschaften resultieren aus den strukturellen Merkmalen der Cat Bonds:

Mittels der Instrumente können Versicherer bei einer Zweckgesellschaft (SPV-Special Purpose Vehicle) Deckung für vertraglich klar definierte Schadenereignisse einkaufen. Das SPV verschafft sich das Kapital zur Besicherung der potenziellen Verbindlichkeiten durch die Emission eines Cat Bond. Die Zeichnungserlöse fließen dabei nicht wie bei einer Unternehmensanleihe auf die Bilanz des Versicherungskäufers, sondern verbleiben auf einem Treuhandkonto und werden in Geldmarktinstrumente angelegt. Für die Übernahme des Versicherungsrisikos zahlt der Versicherungskäufer eine Risikoprämie an das SPV. Der Investor erhält einen Coupon, der sich aus dieser Risikoprämie und den Geldmarkterträgen zusammensetzt. Tritt während der Laufzeit des Cat Bond, typisch sind 3 Jahre, kein definiertes Schadenereignis ein, erhält der Investor sein Kapital zurück. Im Falle des Eintretens eines Schadenereignisses wird das Kapital zum Begleichen der Versicherungszahlung benutzt. Diese Struktur macht den Cat Bond vom Kreditrisiko des Versicherungsunternehmens und vom Zinsänderungsrisiko unabhängig, wobei die Höhe des Coupons vom eingegangenen Versicherungsrisiko abhängt.

In Zeiten des Anlagenotstandes im Bereich festverzinslicher Wertpapiere wurden viele institutionelle Anleger wie Pensionskassen, Versicherungsunternehmen und Stiftungen, aber auch Family Offices und Privatanleger, auf diese Anlageklasse aufmerksam. Wenn man den Marktindex der Schweizer Rück als Anhaltswert nimmt, wurde der langjährige Investor von 2002 bis zum Sommer 2017 mit einer annualisierten Rendite von 7,7 Prozent belohnt, wobei die Cat Bonds zusätzlich ihren Vorteil der hohen Marktunabhängigkeit ausspielen konnten. Korrelationen zu Aktien und Anleihen waren gering, und auch während der Kreditkrise und dem Lehman-Default hielten sich Abwertungen in engen Grenzen. Allerdings muss diese beeindruckende Bilanz mit einigen Zusatzbemerkungen versehen werden.

## Aggregierende Bonds im Blick

Erstens traten seit 2002 zwar einige Ereignisse ein, die zu Kapitalverlusten führten (Hurrikan Katrina 2005 und das große Tohoku Erdbeben in Japan 2011 verursachten jeweils den Ausfall eines Bonds, insgesamt kam es zu sechs Defaults), aber die ganz großen Katastrophen für die Versicherungsindustrie blieben aus. Trotz teilweise sehr aktiver Hurrikanjahre im Atlantik trafen die Stürme zudem im letzten Jahrzehnt nur selten in den USA auf Land. Zweitens nahmen die risikoadjustierten Spreads der Cat Bonds in den letzten Jahren ab. Durch die freizügige Geldpolitik der Zentralbanken nach der Finanzkrise floss viel Kapital auch in die Rückversicherungsindustrie, und mit den Prämien dort kamen auch die Spreads der Cat Bonds unter Druck. Trotzdem bewegten sich diese Spreads während der letzten zwei Jahre bei vergleichbarem Risiko auf dem Niveau der High-Yield Anleihen. Drittens sind Cat-Bond-Markt und -Index mit ca. 65 Prozent Exposition des Gesamtvolumens sehr stark im

Risikobereich US Wind konzentriert, eine natürliche Folge der Tatsache, dass dort auch das größte Klumpenrisiko der Rückversicherungsindustrie liegt. Da für die Übernahme dieses systematischen Risikos der Rückversicherungsindustrie die höchsten Prämien gezahlt werden, verzerrt die Rendite des Index den Blick auf eine mögliche Performance eines breiter diversifizierten Portfolios.

Wie erging es diesen Anlagen im katastrophreichen Sommer 2017? Seit Beginn detaillierter Hurrikaninformation im Jahr 1900 kam es noch nie zu drei Einschlägen von Stürmen der höchsten Kategorien 4 oder 5 innerhalb einer Saison in den USA und ihren Außengebieten. Aufgrund von Schätzungen des versicherten Schadens wird erwartet, dass die Ereignisse die Versicherungsindustrie an die 100 Mrd. US-Dollar kosten können; auch das würde einen neuen Rekord aufstellen. Angesichts der massiven Schäden erstaunt es nicht, dass der Cat-Bond-Markt wie auch die Rückversicherungsindustrie ganz allgemein noch keine definitiven Aussagen über den endgültigen Ausgang treffen können. Schadenssummen entwickeln sich über Zeit, und Bonds, die den originären Schaden einer Gegenpartei decken oder auf Marktschadenssummen referenzieren, werden noch eine gewisse Zeit mit Unsicherheit behaftet sein, was sich in markanten Bid/Ask Spreads einiger Bonds manifestiert.

Interessanterweise scheint allerdings die Gruppe der Bonds, die exklusiv Risiken in Florida decken und damit den zentralen Kernbereich des Cat-Bond-Marktes bilden, relativ unbeschadet durch die Stürme gekommen zu sein. Hurrikan Irma zog vor Einschlag in Florida von allen Ereignissen sicherlich die größte Aufmerksamkeit auf sich und auch ungeachtet der hyperventilierenden Medien gab es tatsächlich eine gewisse Restwahrscheinlichkeit, dass der Sturm für sich allein ein Jahrhundertereignis auslösen könnte, mit

## Größte Cat-Bond-Einzeltranchen

Name	Sponsor	Volumen (US-Dollar)	gedecktes Risiko
Nakama Re 2016-1 1	Zenkyoren	550.000.000	Japan Erdbeben
Kilimanjaro Re 2014-2 C	Everest Re	500.000.000	US, CAN, Puerto Rico Erdbeben
Ursa Re 2016-1 A	California Earthquake Authority	500.000.000	Kalifornien Erdbeben
Ursa Re 2017-1 E	California Earthquake Authority	500.000.000	Kalifornien Erdbeben
Aozora Re 2017-1	Sompo	480.000.000	Japan Taifun

Auswirkungen ähnlich denen, die eine hypothetische Wiederkehr des 1926er Great Miami Hurrikans verursachen würde. Solche Florida-Szenarien begründeten die Entwicklung der Cat-Bond-Idee in der Folge von Hurrikan Andrew (1992). Mittlerweile deutet es sich allerdings an, dass Irma bezüglich Schadenhöhe hinter Maria zurückbleiben wird. Aus diesem Grunde gilt bei den Florida-Papieren nur der Ausfall eines Bonds mit eher unbedeutendem Volumen von 20 Mio. US-Dollar, dafür aber umso „sportlicherem“ Risikoprofil, als gesichert. Ansonsten stehen eher aggregierende Bonds unter Beobachtung, die nicht primär ein einzelnes katastrophales Ereignis decken, sondern auf die Summe mehrerer schwerwiegender Schäden reagieren.

Der erste Ausfall eines Bonds im Sommer 2017 geht allerdings nicht auf Stürme zurück, sondern wurde durch das starke 8,1 Erdbeben vor der Pazifikküste Mexikos am 7. September 2017 verursacht. Dieses Beben erfüllte die auf physische Parameter referenzierenden Auszahlungsbedingungen eines von der Weltbank für den mexikanischen Katastrophenfonds emittierten Bonds mit 150 Mio. US-Dollar Volumen. Auf der Basis solcher Annahmen und unter der Voraussetzung keiner

weiteren Ereignisse für die aggregierenden Bonds kann der Kapitalverlust im Cat-Bond-Markt mit zwei bis drei Prozent abgeschätzt werden. Je nach Portfoliozusammensetzung wird die Performance von Cat-Bond-Fonds mehr oder weniger merklich betroffen sein, wobei wegen des relativen Untergewichts der Schäden in Florida an der Gesamtschadenlast diejenigen Fonds die Nase vorne haben dürften, die der Diversifikation als Grundregel aller Investitionstätigkeit weniger Beachtung haben zukommen lassen. Generell aber werden die Verluste merkbar, aber nicht katastrophal ausfallen.

#### Chancen für Neueinsteiger

Für den breiter gefassten Markt der allgemeinen Insurance-Linked Securities (ILS) scheint es allerdings deutlich anders auszusehen. Cat Bonds machen nur ein Drittel dieses Marktes aus; der größere Teil besteht aus Fonds, die in individuell in Anlageinstrumente transformierte Rückversicherungsverträge investieren, aus Hedge Fund-Rückversicherern und aus von Rückversicherern angebotenen und teilweise zur Steigerung ihrer eigenen Kapitaleffizienz genutzten Anlagevehikel, in welche sie selektiv Geschäft abgeben. In diesem

Segment werden Verluste in der Größenordnung von 20 Prozent erwartet.

Es ist anzunehmen, dass das Schadenjahr 2017 den langjährigen Trend zu günstigeren Rückversicherungspreisen umkehren und die Prämien wieder steigen lassen wird. Spätestens nach Hurrikan Maria sind Aussagen, dass die Ereignisse nur zu kleineren Gewinneinbußen für die Rückversicherungsindustrie führen, Makulatur. Zudem wird aus technischen Gründen ein Teil des Kapitals des ILS-Marktes blockiert sein und 2018 nicht zur Verfügung stehen, was insbesondere solche ILS-Fonds betrifft, die zur Effizienzsteigerung über sogenannte Fronting-Vereinbarungen mit Rückversicherern implizit Leverage genutzt haben. Diese Faktoren sollten die Spreads der Cat Bonds deutlich steigen lassen. Für Neueinsteiger in den ILS-Markt oder Altinvestoren, die trockenes Pulver zum Nachladen haben, bieten sich also gute Möglichkeiten. ■



Karsten Bromann ist  
Managing Partner bei  
Solidum Partners AG.

## Aktuelle Events der Versicherungsbranche finden Sie auf [vw-heute.de](http://vw-heute.de)

DATUM	VERANSTALTUNG	ORT
09.11.2017	Cyber-Risk und IT-Recht – Aktuelle Trends und Rechtsfragen	Köln
09.11.2017	DIE NEUERE RECHTSPRECHUNG ZUM SACHVERSICHERUNGSRECHT 2016 – 2017	Hamburg
16.11.2017	22. Kölner Versicherungssymposium	Köln
16.11.2017	IDD – Die neuen Anforderungen für den Vertrieb von Versicherungen	Hamburg
21.11.2017	11. BF21-Kongress „Aktives Schadenmanagement“	Köln
28.11.2017	Solvency II – Säule 1	Köln
28.11.2017	InnoVario Ideen- und Innovationsmarktplatz für die Versicherungsbranche	Bonn
29.11.2017	Der Regress des Sozialversicherungsträgers	Köln

Weitere Veranstaltungen finden Sie auf [vw-heute.de/veranstaltungskalender/](http://vw-heute.de/veranstaltungskalender/)



Sie möchten Ihre Veranstaltung bewerben?  
[anzeigen@vw.de](mailto:anzeigen@vw.de)

