

Cat Bonds und Insurance Linked Securities: Rückblick 2023 – Ausblick 2024

Solidum Partners - Januar 2024

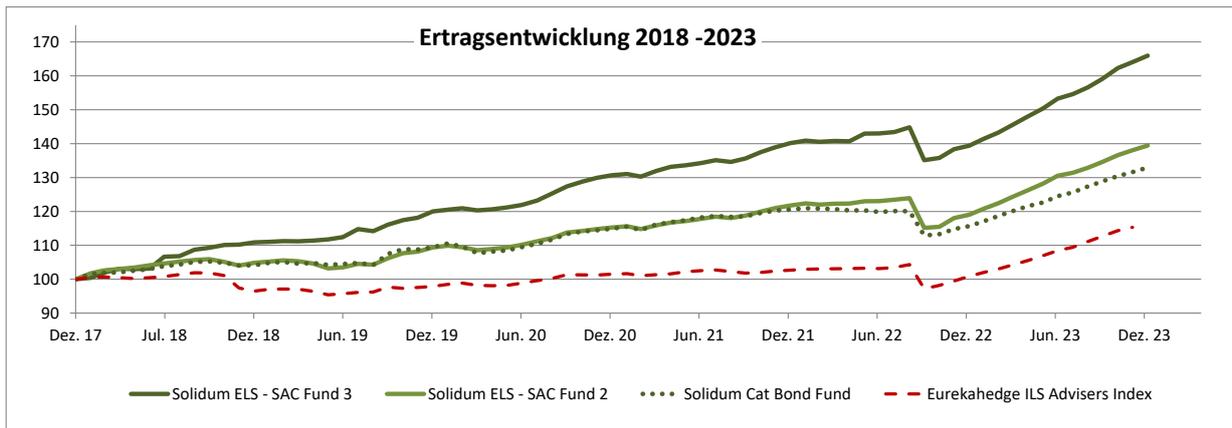
Das Jahr 2023 verlief für die Anlageklasse der Insurance-Linked Securities grundsätzlich erfreulich. Auf dieser Basis war es den Solidum ILS- und Cat Bond Fonds möglich, eine ausserordentlich attraktive Performance zu erzielen. Der Solidum Cat Bond Fund und der Solidum ELS, SAC3 beendeten die Periode mit ihrem besten bisherigen Jahresergebnis. Am Solidum ELS, SAC2 mit seiner langen Ertragshistorie, die bis nach 2006 zurückreicht, zeigt sich, dass das Jahr allerdings kein singuläres Ereignis darstellt. Sowohl 2007 (aufgrund sehr guter Marktverhältnisse nach Hurrikan Katrina in 2005) und 2010 (nach Sondergewinnen in Zusammenhang mit der aktiven Aufarbeitung eines notleidenden Cat Bonds) lag das Ergebnis des Fonds in seiner funktionalen USD Währungsklasse sogar noch höher bzw. in der gleichen Grössenordnung.

Einige Treiber des attraktiven Ertrages im letzten Jahr lohnen einer näheren Betrachtung. Daher möchten wir im Folgenden darlegen, welche Faktoren die Entwicklung der Fonds positiv beeinflussten, und einen Ausblick wagen, welche dieser Faktoren auch in 2024 noch als Performance-Treiber aktiv sein können. Auch ein Rückblick auf die Ereignisaktivität im Rückversicherungsmarkt erscheint interessant, denn die vergangenen 12 Monate belasteten die Versicherungsindustrie durchaus mit einer nicht unbedeutenden Schadenlast und der gute Jahresverlauf im ILS-Markt ist nicht einfach nur eine Konsequenz ausgebliebener Versicherungskatastrophen.

	2023	2022	2021	2020	2019	2018
Solidum ELS SAC 3 (USD I-1)	19.04%	-0.56%	7.27%	8.92%	8.22%	10.88%
Solidum ELS SAC 2 (USD I-1)	17.18%	-2.24%	5.62%	5.36%	4.36%	4.83%
Solidum Cat Bond Fund (USD R)	14.94%	-4.07%	4.91%	5.02%	5.10%	4.13%

Ertragstreiber des ILS-Marktes in 2023

Die Basis für das attraktive Renditeumfeld des Jahres 2023 wurde schon in 2022 gelegt. Nach einem generellen Anstieg der Risikoprämien im ersten Halbjahr 2022 in nahezu allen Anlageklassen – eine Folge dessen, dass Zentralbanken weltweit wieder einen Preis für Geld einforderten – führte Hurrikan Ian im letzten Quartal 2023 zu einer weiteren Ausweitung der Risikoprämien bei ILS-Anlagen. Der Hurrikan beeinflusste zuerst den Cat Bond Markt durch verschiedene Effekte, welche alle in Richtung höherer Renditen wirkten: i) Die Befürchtung drohender Kapitalverluste, ii) eine objektive Erhöhung des Risikos für aggregierende Strukturen durch partielle Erosion von Selbstbehalten, iii) eine vorübergehende Reduktion des Handelsvolumens im Sekundärmarkt bei einem deutlichen Angebotsüberhang und iv) eine generelle Neupositionierung der Renditeerwartungen von Marktteilnehmern hin zu höherer Kompensation für das übernommene Risiko. Infolge der kombinierten Effekte stieg die durchschnittliche Fälligkeitsrendite des Cat Bond Marktes zum Jahresanfang 2023 auf das attraktivste Niveau seit dem Ende der Kreditkrise vor gut zehn Jahren. Die Dynamik im allgemeinen Rückversicherungsmarkt folgte einem ähnlichen Muster, was zu markant höheren Prämien bei den Vertragsabschlüssen am 1. Januar führte.



Die Befürchtungen hinsichtlich der Auswirkung von Hurrikan Ian auf den Cat Bond Markt erwiesen sich im Nachhinein als übertrieben. Zwar realisierten sich vereinzelt partielle Kapitalverluste auf Bonds im Markt, aber in der Breite erwies sich Ian als nicht signifikant genug, um der Anlageklasse einen weiterreichenden Schaden zuzuführen. Daher normalisierten sich die zuvor unter Druck gestandenen Preise wieder, was zu Aufwertungsgewinnen im ersten Halbjahr 2023 führte. Auch die Problematik der erodierten Selbstbehalte bei Aggregatstrukturen wuchs sich mit den jährlichen ‚Resets‘ der Strukturen im Jahresverlauf aus. Auch hier kam es vereinzelt noch zu partiellen Kapitalverlusten, weil insbesondere das Kahramanmaras Erdbeben im Südosten der Türkei im Februar 2023 bei wenigen global breit exponierten Strukturen zur Schadenlast beitrug. Doch diese Problematik wirkte nur sehr punktuell, und die meisten aggregierenden Bonds profitierten von den Preisaufwertungen, die das Abklingen des Risikos begleiteten.

Die Preisaufwertungen trugen insbesondere im ersten Halbjahr zu einer starken Performance des Marktes bei und flachten als Sondereffekte im weiteren Jahresverlauf dann langsam ab. Zwei Faktoren blieben jedoch über den gesamten Berichtszeitraum sehr konstant: Zum einen lieferte bei Geldmarktzinsen über 5% in USD nun zum ersten Mal seit langer Zeit wieder die Geldmarkt-Basis von ILS-Instrumenteneinen einen merklichen Renditebeitrag. Da auch in EUR und CHF die Phase der Niedrigzinsen ein Ende gefunden hatte, profitierten auch die vollständig währungsabgesicherten EUR und CHF Anlageklassen der Fonds von dieser Entwicklung. Wichtig war aber vor allem, dass die (unabhängig von allen Sondereffekten) von Investoren verlangte und vom Markt gezahlte Kompensation für die Übernahme von Ereignisrisiko stabil auf hohem Niveau verblieb. Die Basis für die Attraktivität des ILS-Marktes bleibt daher bis auf Weiteres gewährleistet.

Ereignis-Aktivität

Eine gute Ertragslage garantiert noch kein erfolgreiches Jahr für den ILS-Markt, falls Schadenereignisse die Rendite zu sehr belasten. Aus dem guten Verlauf des letzten Jahres nun auf eine schadenarme Periode für die Versicherungsindustrie zu schließen, wäre allerdings falsch. Gemäss dem globalen Rückversicherungsbroker Gallagher Re betrug die weltweite gesamtwirtschaftliche Schadenlast aus Naturkatastrophen 357 Mrd. USD von denen geschätzte 123 Mrd. USD durch private oder staatliche Versicherungen gedeckt waren. Der versicherte Schaden lag damit um 11% über dem Durchschnitt der letzten 10 Jahre und um 37% über dem Durchschnitt seit 2000.¹ Die Münchner Rück

¹ Gallagher Re; Natural Catastrophe and Climate Report:2023

berücksichtigt in ihrer Berechnung keine Schäden aus der Agrar-Versicherung, die in 2023 besonders unter Dürrebedingungen in den USA zu leiden hatte, und kommt auf diese Weise auf 95 Mrd. USD, 6% über ihrem Durchschnittswert für das letzte Jahrzehnt.²

Charakteristisch für das Jahr 2023 war, dass keine extremen Einzelschäden für die Rückversicherungsindustrie auftraten. Das hinter den Ernte-Ausfallschäden in den USA teuerste Ereignis war das Kahramanmaras Erdbeben in der Türkei im Februar mit einem versicherten Schaden von gut 6 Mrd. USD. Diese für die Schwere des Ereignisses eher moderate Schadenssumme ist auf die geringe Aufnahmedichte von Versicherung in der Türkei zurückzuführen. Der ökonomische Gesamtschaden dieses Ereignisses, das um die 60'000 Todesopfer forderte, wird auf ca. 50 Mrd. USD geschätzt. Neben vereinzelt privaten ILS-Verträgen traf dieses Ereignis wie oben erwähnt den ILS-Markt geringfügig über wenige aggregierende Cat Bonds mit global breiter Exponierung, deren Selbstbehalte schon durch Hurrikan Ian aus dem Vorjahr stark erodiert waren.

Obwohl in 2023 mit Hurrikan Idalia ein sogenannter ‚Major Hurricane‘ der Kategorie 3 oder stärker in Florida auf Land traf, stellten tropische Wirbelstürme in den USA die Industrie vor keine Herausforderungen. Da der Sturm in der dünnbesiedelten Big Bend Region des Staates einschlug, wird der durch Idalia verursachte Schaden die Milliardenschwelle nicht überschreiten. Dies zeigt, dass sogar im Falle von Florida ein signifikantes Naturereignis nicht notwendigerweise mit einem katastrophalen Sachschaden einhergehen muss.

Allerdings erlitt der ILS-Markt dennoch einen kleinen, Hurrikan-verursachten Schaden. Ende Oktober traf Otis als Sturm der höchsten Kategorie 5 an der mexikanischen Pazifikküste nahe Acapulco an Land. Dieses Ereignis führte bei einem parametrischen Bond der Weltbank zu einem Kapitalverlust von 62.5 Mio. USD.

In deutlichem Gegensatz zum Erdbeben in der Türkei stehen die von ‚Severe Convective Storm‘ (SCS) in den USA verursachten Sachschäden, womit schwere Gewitter mit den begleitenden Gefahren Tornado, Hagel und Starkwinde bezeichnet werden. Hier kam es zu Gesamtschäden von gut 71 Mrd. USD, wovon ein viel höherer Prozentsatz versichert war und die Industrie USD 60 Mrd. zu begleichen hatte. Allein zwanzig Gewitter-Ereignisse führten zu versicherten Schäden von jeweils mehr als einer Milliarde USD. Beachtenswert ist, dass die Gesamtsumme aus dieser Risikoklasse damit deutlich über der Schadenhöhe von Hurrikan Ian in 2022 lag, die mediale Aufmerksamkeit an diesen Ereignissen allerdings recht gering blieb.

Diese Höhe der Schadenaktivität aus SCS-Ereignissen ist gleichzeitig bemerkenswert wie auch nicht ganz unerwartet. Einerseits sticht sie sicherlich im jährlichen Vergleich deutlich hervor und zeigt, dass die USA in 2023 tatsächlich ein überaus aktives Tornado-Jahr durchlebten. Andererseits stellt gemäss der Risikomodelle die SCS-Gefahrenklasse schon seit einigen Jahren die Hauptkomponente des erwarteten durchschnittlichen versicherten Jahresschadens dar und übertrifft sehr deutlich die erwarteten finanziellen Verluste, die für Versicherer im langjährigen Mittel aus tropischen Wirbelstürmen und Erdbeben resultieren. (Eine solche Durchschnittsbetrachtung berücksichtigt nicht die Tatsache, dass Hurrikane und Erdbeben weiterhin die teuersten Einzelereignisse darstellen, welche aber gemäss ihrer Natur mit deutlich geringerer Frequenz auftreten.)

² Munich Re, Media Relations; Naturkatastrophen 2023, 9. Januar 2023

Auch der starke Wachstumstrend der historischen SCS-Schäden kann nicht wirklich erstaunen. In diesem Jahrtausend wuchsen die Schäden in dieser Klasse mit knapp 10% p.a. sehr markant an. Zwei Faktoren bieten sich für die Erklärung dieses Trends an: Zum einen sieht man bei der Gewitteraktivität wahrscheinlich schneller als bei Gefahrenklassen mit geringerer Aktivitätsfrequenz die Auswirkungen infolge Global Warmings veränderter Wetterstrukturen. Allerdings breiteten sich während der letzten Dekaden auch die vor- und ausserstädtischen Siedlungsbereiche sehr stark aus, so dass heute ein Tornado signifikanten Sachschaden erzeugen kann, der vor einem Viertel-Jahrhundert nur über Farmland gezogen wäre. Für ein verantwortungsvolles Underwriting von ILS-Risiken in diesem Bereich ist es wichtig, Trends dieser Art zu identifizieren und korrekt einzupreisen. Dabei hilft die kurzfristige Natur von ILS-Investitionen, um auf neue Erkenntnisse schnell reagieren zu können.

Markttendenzen 2024

Cyber-Risiken

Der Markt für Versicherungen gegen Ausfälle oder Fehlfunktionen von IT-Systemen, die entweder zu direkten Schäden beim Versicherten oder zu Haftungsansprüchen von Dritten führen, entwickelt sich gegenwärtig rasant. Für 2023 lag das weltweite Prämienvolumen bei ca. USD 14 Mrd. Es wird erwartet, dass sich diese Zahl in den nächsten vier Jahren verdoppeln und bis 2030 weiter bis auf USD 50 Mrd. anwachsen wird. Für ein solches Wachstum steht im traditionellen Rückversicherungsmarkt bei Weitem nicht genug Kapazität zur Verfügung. Daher versuchten in diesem Bereich engagierte Rückversicherungsfirmen schon seit einigen Jahren, spezielle Risikotransferprogramme zu etablieren. In 2023 nahm dieses Segment nun deutlich Fahrt auf, mit einigen Privattransaktionen in der ersten Jahreshälfte und vier öffentlichen Cyber Cat Bonds mit einem gesamthaften Volumen von 415 Mio. USD im letzten Quartal.

Neue Strukturen oder Deckungselemente im Rückversicherungsmarkt beinhalten häufig ein erhöhtes Risiko. Historisch nahm die Qualität von Vertragsvereinbarungen oft dadurch zu, dass die entsprechenden Strukturen durch die Feuertaufe von Schadenereignissen gingen und in späteren Ausgaben Lücken und Ungenauigkeiten im Vertragswerk durch standardisierte Klauseln und Präzisierungen verbessert wurden. In der neuen Klasse der Cyber Cat Bonds stellt sich daher insbesondere die Frage, ob die Definitionen der Deckungsbedingungen im Falle eines möglichen Ereignisses präzise greifen, oder ob schlussendlich jedes Ereignis gedeckt wird, das „irgendwie mit IT zusammenhängt“, egal von woher Schäden angemeldet werden. Neben diesen vertraglichen Unsicherheiten stellt sich insbesondere auch die Frage, in wie weit die benutzen Risikomodelle heute schon aussagefähig genug sind, um das Risiko hinreichend genau einschätzen zu können. Fragen stellen sich hier zum einen bezüglich der äusserst geringen Anzahl an historischen Ereignissen zur Kalibrierung der Modelle wie auch nach der erwähnten Unsicherheit, ob das beschriebene (und somit modellierte) Risiko auch wirklich dem schlussendlich gedeckten entspricht.

Aus den erwähnten Gründen haben sich die Solidum ILS und Cat Bond Fonds noch nicht an den neuen Cyber Cat Bonds beteiligt. Es ist allerdings davon auszugehen, dass aufgrund der hohen Nachfrage nach Deckungskapazität im Erst- und Rückversicherungsmarkt dieses Segment zukünftig weiter an Bedeutung gewinnen wird und diese Marktdynamik auch mittelfristig eine adäquate Kompensation für das Risiko gewährleisten sollte. Daher werden diese Risikoklasse und ihre Entwicklung im Markt vom Management gegenwärtig aufmerksam verfolgt, insbesondere mit

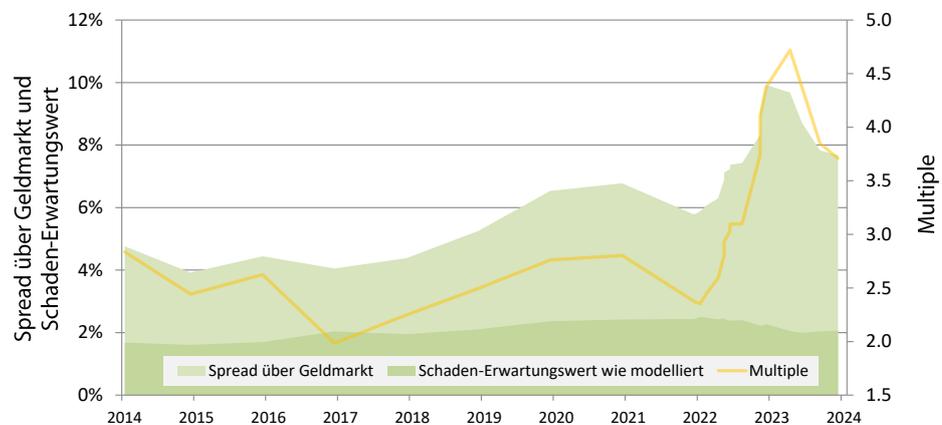
Hinblick auf das Überwinden potenzieller ‚Kinderkrankheiten‘ und die Etablierung breit akzeptierter und funktioneller Deckungsstandards. Eine zukünftige Beteiligung erscheint möglich.

Spread Niveau des Cat Bond Marktes

Zum Zeitpunkt des letzten Jahresberichtes befand sich der Cat Bond Markt wie im ersten Abschnitt berichtet in einem aussergewöhnlichen Zustand. Die Nachwirkungen von Hurrikan Ian führten zu verschiedenen Sondereffekten, die die durchschnittliche Marktrendite erhöhten. Diese Sondereffekte sind zum Jahresbeginn 2024 weitgehend abgeklungen. Als weiterhin konstant verbleibt allerdings eine grundsätzlich attraktive Kompensation für die Übernahme von Versicherungs-Ereignisrisiko. Somit stellt sich der Cat Bond Markt heute zwar als nicht ganz so attraktiv dar wie vor Jahresfrist, aber verbleibt mit einer Durchschnittsrendite von 7.7% über Geldmarkt bei einem Expected Loss von 2.1% auf einem Niveau, das mit Ausnahme des letzten Jahres seit einer Dekade nicht mehr erreicht worden war.

Die quantitative Analyse des Marktes in der Abbildung unten basiert auf verschiedenen Preisquellen für Cat Bonds, wobei Mid-Preis-Verfallsrenditen (über Geldmarkt, die Instrumente zahlen Geldmarkt plus Risiko-Spread) berechnet und mit Emissions-Grösse gewichtet wurden. „Pathologische Fälle“, bei denen Marktpreise stark von vergangenen Ereignissen beeinflusst bleiben, sowie Wertschriften mit Restlaufzeit kleiner als 1 Jahr wurden ausgeschlossen, um Verzerrungen zu minimieren. Cyber Cat Bonds wurden nicht berücksichtigt. In der Graphik ist deutlich das Anziehen der Risiko-Spreads im ersten Halbjahr 2022 aufgrund der Anpassung an die allgemeinen Kapitalmärkte sowie die sehr starke zusätzliche Ausweitung nach Hurrikan Ian zu sehen. Nach Abklingen der Ian-bezogenen Sondereffekte präsentiert sich der Markt zu Beginn des Jahres 2024 weiterhin sehr fest.

Zusätzlich zu den interessanten Spreads ging über die letzten 18 Monate auch das modellierte Durchschnitts-Risiko des Marktes leicht von ca. 2.4% auf 2.1% zurück, da tendenziell weniger riskante Bonds begeben wurden. Dies wirkte sich zusätzlich positiv auf den „Multiple“, das



Spread über Geldmarkt und Schaden-Erwartungswert des Cat Bond Marktes über Zeit.

Verhältnis von Spread zu Schaden-Erwartungswert, aus. Der Markt profitiert zudem auch weiterhin von den gegenwärtig höheren Basiszinsen, da die Instrumente wie erwähnt als Floater über Geldmarkt strukturiert sind und somit eine gewisse Abschirmung gegen Inflationsrisiken bieten.

Und somit beantworten sich die Fragen zu einem ILS-Investment in 2024 wie folgt:

- Können die Resultate von 2023 auch in 2024 wieder erzielt werden? - Leider nein!
- Bietet das gegenwärtige Spread-Niveau das Potenzial für überdurchschnittliche Erträge auch in 2024? - Sicherlich!