

Solidum ILS – Anmerkungen zum ersten Halbjahr 2024

Solidum Partners - August 2024

Für Investoren in der ILS Anlageklasse verlief die erste Jahreshälfte 2024 sehr erfreulich. Auf der Basis stabiler Rückversicherungsprämien in der Erneuerungsrunde zum Jahreswechsel und damit korrespondierender attraktiver Risiko-Spreads im Cat Bond Markt wurde eine starke Performance erzielt. Kontinuierlich hohe Basiszinsen besonders im USD unterstützten die Ertragsentwicklung. Die ausserordentlichen Ergebnisse des Vorjahres, die auf Sondereffekten wie z.B. Preiserholungen von Bonds beruhten, die nach Hurrikan Ian übermässig abgewertet worden waren, werden 2024 wohl nicht wieder erreicht werden können. Aber ein robustes Spread-Umfeld liefert das Potenzial für eine stabile Wertentwicklung auch in der zweiten Jahreshälfte.

Die Solidum Fonds erwirtschafteten eine attraktive Rendite für ihre Investoren. Vor Verwaltungsgebühren (aber unter Berücksichtigung aller Betriebskosten der Fonds) konnte sogar der gebührenfreie Swiss Re Cat Bond Performance Index von allen Portfolios deutlich geschlagen werden.

	07 / 2024	2023	2018 – 2022
Solidum Cat Bond Fund	6.68 %	16.08 %	22.57 %
Solidum Event Linked Securities Fund, SAC 2	8.50 %	18.34 %	25.11 %
Solidum Event Linked Securities Fund, SAC 3	8.01 %	20.21 %	46.51 %
Swiss Re Cat Bond Index	6.02 %	19.69 %	16.62 %

Brutto-Erträge der USD-Anteilsklassen der Solidum Fonds (vor Verwaltungsgebühren, nach Abzug der aller Betriebskosten)

Ereignis-Aktivität

Das erste Halbjahr 2024 verzeichnete eine durchschnittliche Ereignis-Aktivität, die zu keinen wirklichen Überraschungen führte. Dennoch wirkt die Höhe der wirtschaftlichen Gesamtschäden und der finanziellen Belastung der Versicherungsindustrie eindrücklich. Gemäss einer Studie von Gallagher Re verursachten Naturkatastrophen USD 128 Mrd. an Schäden, von denen USD 61 Mrd. versichert waren.¹ Der Versicherungsschaden liegt damit um 25% über dem Durchschnittswert der letzten zehn Jahre. Dies mag auf den ersten Blick alarmistisch wirken. Wenn allerdings bedacht wird, dass sowohl Prämienzahlungen wie auch Kapitalisierung der Industrie über die letzte Dekade gleichsam gewachsen sind und zudem die inflationäre Entwicklung der letzten zwei Jahre einen guten Teil einer erhöhten Schadensumme schon alleine erklären kann, stellt sich die Zahl als nicht übermässig spektakulär dar. Das keinerlei Warnungen aus der Branche zu vernehmen waren zeigt, dass die Industrie gut positioniert ist, um mittelfristige Trend-Bewegungen zu bewältigen.

Diese Beobachtung darf allerdings nicht als pauschale Beruhigungsformel dienen. Einige Entwicklungen der letzten Jahre bedürfen eingehender Beobachtung, damit auch zukünftig das Potenzial für negative Überraschungen minimiert werden kann. Ein wichtiger und wiederkehrender Trend ist, dass die Gefahrenklasse Tornado/Hagel kontinuierlich einen signifikanten Beitrag zur gesamten Schadenlast liefert. Im ersten Halbjahr entfielen ca. zwei Drittel der von den Versicherern

¹ Gallagher Re, *Natural Catastrophe and Climate Report: H1 2024*, Juli 2024

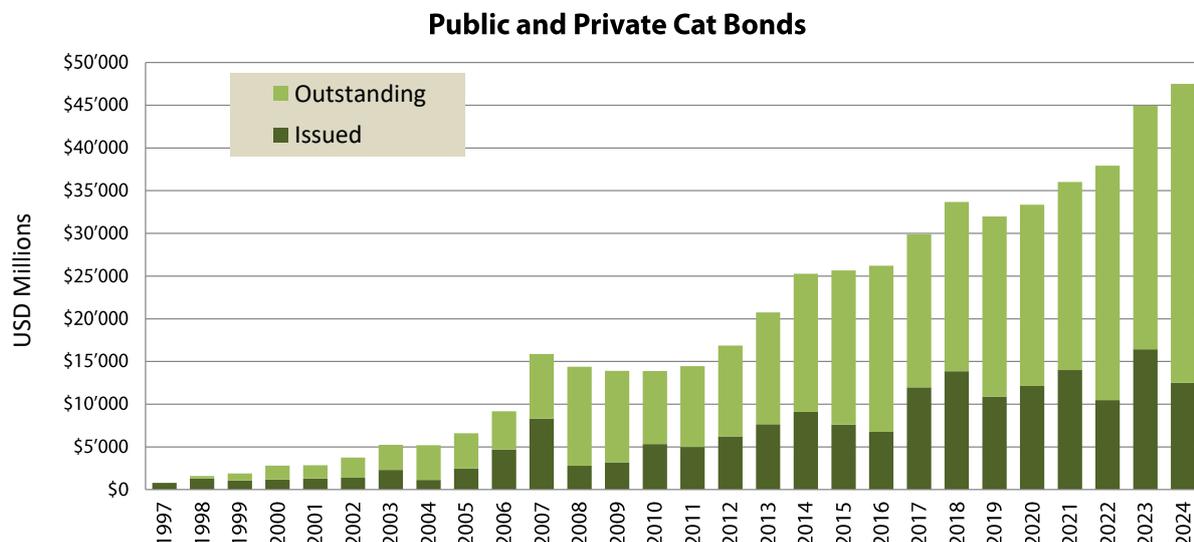
zu zahlenden Schadensumme auf dieses Peril. Auch die Signifikanz individueller Einzelereignisse in dieser Klasse nimmt kontinuierlich zu. Die drei teuersten Versicherungsereignisse im H1/2024 waren Tornado/Hagel-Ausbrüche, welche jeweils der USD 5 Mrd. Grenze sehr nahe kamen.

Zu spät, um noch in die Halbjahres-Statistiken Eingang zu finden, formierte sich Hurrikan Beryl Ende Juni und wuchs zum frühesten Kategorie 4 Sturm an, der jemals im Atlantik verzeichnet wurde. Als solcher zog er über die Kleinen Antillen und verursachte dort starke Schäden. Nach einer Phase der Reorganisation verstärkte sich Beryl weiter und entwickelte sich zum sowohl frühesten wie auch stärksten atlantischen Kategorie 5 Sturm im Juni in den Aufzeichnungen. Als solcher wurde er für die ILS-Industrie interessant, da eine Zugbahn nur etwas weiter nördlich ihn nahe genug nach Jamaika gebracht hätte, um einen Ausfall eines Cat Bonds der Weltbank zu verursachen. Das Management Team verfolgte die Situation allerdings gelassen, da die Solidum Fonds nicht in diesen Bond investiert hatten waren. Einerseits wies der parametrische Trigger dieses Bonds einige Details auf, welche die Höhe des Coupons nicht ausreichend reflektierte. Wichtiger noch war für uns die Tatsache, dass der Bond bei einer Laufzeit von 2.5 Jahren 3 vollständige Hurrikan-Saisons abdeckte, wofür wiederum die Höhe des Coupons als nicht ausreichend bewertet wurde.

Das Verhältnis der eingangs erwähnten ökonomischen und versicherten Schäden beträgt ungefähr zwei zu eins. Schon dies deutet darauf hin, dass ein grosser Teil der relevanten Ereignisse Industrieländer betraf. In den USA beispielsweise kann davon ausgegangen werden, dass ca. 50% der Gesamtschäden durch Naturkatastrophen von Versicherungen gedeckt werden. In Schwellen- und Entwicklungsländern ist dieses Verhältnis deutlich geringer, und das Schliessen dieses 'Insurance Gaps' wird auch von der Weltbank als ein wichtiger Schritt hin zu einer erhöhten Resilienz der Gesellschaften solcher Länder verstanden.

Marktwachstum

Ein starker Kapitalzufluss in einen Markt führt gewöhnlich dazu, dass Preise von Wertschriften oder Anlagen steigen und damit die Renditen abnehmen. Ein starkes Wachstum sah auch der ILS-Markt in der letzten Zeit. Insofern ist es bemerkenswert und erfreulich, dass sich das Rendite-Niveau des Cat Bond-Marktes als recht immun gegen das gestiegene Investoreninteresse erweisen konnte.



Die globale Brokerfirma Aon schätzt, dass der ILS-Anteil an der gesamten Kapitalisierung der Rückversicherungsindustrie in den fünf Quartalen von Anfang 2023 bis Q1 2024 um USD 17 Mrd. auf USD 110 Mrd. zunahm.² Auf das Cat Bond-Segment entfallen dabei mit ca. USD 47 Mrd. (je nach Art der Zählung variiert die genaue Zahl ein wenig) gut 40% der gesamten Kapitalisierung. In den ersten sechs Monaten des Jahres 2024 wurde mit ca. USD 12.5 Mrd. an Neuemissionen ein neuer Emissions-Rekord für ein erstes Halbjahr aufgestellt und der bisherige Maximalwert, der aus dem letzten Jahr stammt, um USD 2.5 Mrd. deutlich übertroffen. Das von der Notwendigkeit für erweiterte Rückversicherungsdeckung getriebene Angebot an neuen Cat Bonds stiess dabei auf das Interesse einer im gleichen Masse wachsenden Anlegergemeinde von ILS-Investoren, so dass der Markt im Grossen und Ganzen im Gleichgewicht blieb.

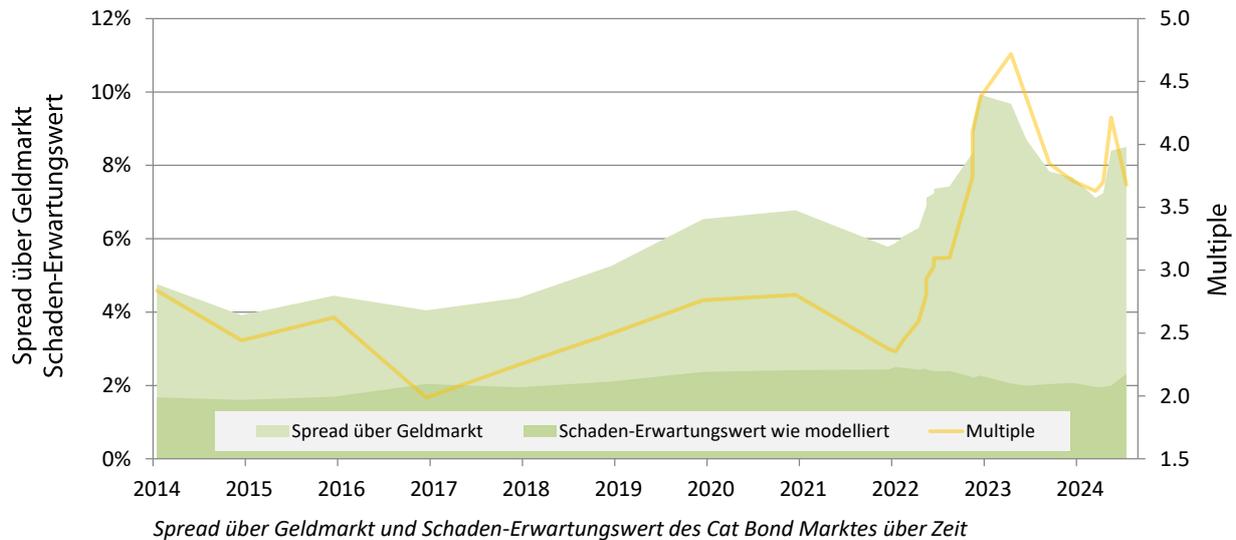
Ertragstreiber des ILS-Marktes in jüngster Zeit

Das gegenwärtig gute Rendite-Umfeld des ILS-Marktes wird von mehreren Faktoren gestützt. Erstens führte die Zinswende im Jahr 2022 nicht nur zu dem offensichtlichen Effekt, dass die Basiszins-Komponente von ILS-Anlagen zunahm. Als viel wichtiger erwies sich die Tatsache, dass mit der ‚Verteuerung des Preises von Geld‘ auch die Übernahme von Risiko wieder adäquater bepreist wurde. Dieser Effekt war in fast allen Anlageklassen zu beobachten: Anlagen mit Fixed-Income Charakteristik wie Unternehmensanleihen oder Immobilien fielen im Preis und erhöhten somit zukünftige Erträge. Auch Aktien gaben von vorherigen Höchstständen nach und wurden zu attraktiveren Preis/Earning-Verhältnissen gehandelt. Und so sah man auch in der Rückversicherung nach einer langen Phase eines ‚weichen Marktes‘ wieder substanzielle Prämienerrhöhungen, die sich unmittelbar auch in der Rendite von ILS-Anlagen widerspiegeln.

Ein zusätzlicher Effekt erhöhte die Attraktivität des ILS-Marktes dann über das Niveau anderer Märkte hinaus: Ende September 2022 traf Hurrikan Ian an der floridianischen Golfküste an Land. Dieses Ereignis stellte mit einem versicherten Marktschaden von knapp USD 50 Mrd. zwar keinen ‚Super-Gau‘ für die Versicherungsbranche dar, war aber sicherlich signifikant genug, um nach Jahren moderater Erträge in der Rückversicherung als Game-Changer zu fungieren. Rückversicherungsprämien und Cat Bond Spreads weiteten sich in der Folge sehr markant aus, ein deutliches Überschieseln über technisch motivierte Preise war insbesondere zum Jahreswechsel 22/23 zu beobachten. Dieses unnatürlich hohe Spread-Niveau war sicherlich nicht haltbar, und im Jahresverlauf 2023 setzte eine Normalisierung ein, wobei sich die Spreads im Jahr 2024 auf weiterhin sehr attraktivem Niveau konsolidierten.

Letztlich wird die Dynamik durch einen weiteren makro-ökonomischen Faktor unterstützt: Die stark erhöhte Inflation in den letzten Jahren hat zur Folge, dass mögliche Versicherungsschäden auf nominaler Basis deutlich teurer werden. Da solche Schäden aber mit gleichfalls ‚nominalen‘ Geldbeträgen von Versicherungen beglichen werden müssen, führt das zu einem erhöhten Kapitalbedarf von Versicherungen und Rückversicherern. Erwirtschaftete Gewinne allein waren nicht ausreichend, um den zusätzlichen Kapitalbedarf der Industrie zu decken, wodurch eine erhöhte Nachfrage nach zusätzlicher Rückversicherungsdeckung getrieben wurde.

² AON, *Reinsurance Market Dynamics*, Juli 2024



Im Jahr 2024 führte die Dynamik von Angebot und Nachfrage zu einiger Bewegung der Spreads im Cat Bond Markt. Besonders im ersten Quartal war der Sekundärmarkt stark von Käufern getrieben, was die Preise trieb und die Renditen entsprechend drückte. Auch die starke Emissions-Aktivität im Primärmarkt konnte die erhöhte Nachfrage nicht alleine bedienen. Im Mai setzte schlagartig eine Umkehrbewegung ein, und Verkäufer dominierten den Markt. Damit zogen auch die Risiko-Spreads wieder an. Es sei betont, dass alle diese Bewegungen auf generell sehr attraktivem Niveau stattfanden und dass auch im Q1 2024 der Markt als generell attraktiv bewertet werden konnte.

Bei Vorhersagen, wie sich das Spread-Niveau mittelfristig entwickeln wird, muss wie üblich eine gewisse Vorsicht angewendet werden. Viele ökonomische Faktoren beeinflussen den Markt, und die zufällige Natur des Eintretens von Katastrophenereignissen kann die Basis von Prognosen sehr plötzlich grundsätzlich verändern. Sollte der Markt von keinen Sondereffekten beeinflusst werden, gehen wir davon aus, dass das Ertragspotenzial des gesamten ILS-Marktes und seines Cat Bond-Teilsegmentes über einen mittelfristigen Zeithorizont überdurchschnittlich attraktiv bleiben wird.

Für weitere Fragen oder eine vertiefte Diskussion steht Ihnen das Management Team jederzeit gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen
Solidum Partners