

## **Solidum Marktkommentar:**

# **Sind Cat Bond Index Tracker ETF im heutigen Marktumfeld möglich?**

## **Grundannahme zur Fragestellung**

Wir gehen von folgenden Überlegungen aus: Die Grundidee eines ETF ist, einen definierten Markt bzw. einen Teilmarkt durch ein passiv gemanagtes Portfolio abzubilden. Der abgebildete Markt wird durch einen Index repräsentiert, dem das Portfolio möglichst genau folgen soll. Aus dem passiven Management-Ansatz resultieren Kosteneffizienzen, da die Kosten für Research etc. entfallen. Die Handelbarkeit ist typischerweise täglich, wobei eine Bank bzw. ein Prime Broker als Warehouse auftritt und mit einem geringen Spread Fondsanteile verkauft bzw. aufkauft.

Davon zu unterscheiden sind Bestrebungen, die Versicherungsereignisrisiken (z.B. in Fondsform) vordergründig liquider machen sollen. Wir gehen nicht darauf ein, dass es grundsätzlich immer möglich ist, einen Fonds an der Börse zu handeln.

Im Fall eines hypothetischen Cat Bond ETF existieren mögliche Indizes als Repräsentanten des Cat Bond Marktes. Der bekannteste ist der Swiss Re Cat Bond Index mit seinen Untervarianten, aber auch einige Kapitalmarkteinheiten von globalen Rückversicherungsbrokern berechnen die Performance des Cat Bond Marktes.

## **Unsere Überlegungen**

Dennoch ist aus unserer Sicht ein Cat Bond ETF derzeit noch nicht darstellbar. Gründe dafür sind:

### *1. Liquidität des Marktes verhindert die dynamische Nachbildung eines Index:*

Der Cat Bond Markt besteht gegenwärtig aus ca. 350 Positionen mit knapp 50 Mrd. USD Nominalwert. Es existiert ein Sekundärmarkt mit einer gewissen Liquidität, allerdings handelt die Mehrheit der Akteure als 'Buy & Hold' Investor und nicht als «Trader». So passen ILS- und Cat Bond Funds ihre Portfolios an, um Zu- und Abflüsse zu managen, um Reinvestitionen auslaufender Papiere zu tätigen oder z.B. auch um ein Portfolio mit Hinblick auf Aussagen zur nächsten Hurrikan-Saison taktisch zu positionieren. Aber nur ein geringer Anteil der aktuellen Bonds im Markt wird zu einem gegebenen Zeitpunkt im Sekundärmarkt gehandelt. Für eine grosse Gruppe von Bonds existieren während ihrer gesamten Laufzeit keine Einträge im 'Trace' System der Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), was darauf schliessen lässt, dass diese Papiere während der gesamten Laufzeit nicht gehandelt werden.

### *2. Mindeststücklungen beim Handel verhindern die dynamische Nachbildung eines Index:*

Die meisten Cat Bonds werden unter der 144A Regel der SEC an qualifizierte Investoren emittiert. Um sicherzustellen, dass nur institutionelle Investoren im Markt auftreten, ist in den Prospekten der meisten Bonds ein Minimalvolumen von 250'000 USD Nominalwert für den Handel vorgeschrieben. Dies bedeutet, dass selbst wenn alle Bonds zu jedem Zeitpunkt im



Sekundärmarkt vorhanden wären, eine präzise Anpassung eines Portfolios an den Index nicht möglich wäre.

3. *Zuteilung bei Erstemission in Proportion zur Portfolio-Grösse nicht gewährt:*

Auch bei der Erstemission gelten die unter 2. beschriebenen Mindest-Handelsvolumina. In der Marktpraxis erfolgen Zuteilungen in Schritten von 250k. Zudem werden Neuemissionen häufig überzeichnet, so dass Zuteilungen geringer ausfallen als vom Investor nachgefragt. Da, wie unter den Punkten 1 und 2 beschrieben, eine Korrektur nach der Erstemission nur schwer - wenn überhaupt - möglich ist, bedeutet das, dass schon kurz nach einer Neuemission ein Tracking-Fehler zum Index wahrscheinlich wird.

Aufgrund der Eigenschaften 1 - 3 ist ein Replizieren des Index mittels dynamischer Anpassung in der Praxis nicht durchführbar. Ein Tracking Error wird sehr schnell gross und kann je nach Wording des Prospektes zu passiven oder sogar aktiven Grenzverletzungen führen.

4. *Keine Automatisierung möglich:*

Der Cat Bond Sekundärmarkt ist ein Telefonmarkt (bzw. in der Praxis ein Email-Markt). Transaktionen werden von einigen wenigen spezialisierten Brokerhäusern zwischen Käufern und Verkäufern vermittelt, teilweise mit mehrmaligen Anpassungen von Geld- und Briefpreisen bis zum Abschluss. Die Brokerhäuser nehmen dabei die Wertschriften nicht dauerhaft auf die eigene Bilanz, sondern agieren ausschliesslich als Vermittler zwischen Käufer und Verkäufer. Eine Automatisierung des Handelsprozesses ist daher nicht möglich.

In der Praxis bedeutet das, dass ein Nachführen des Portfolios mit erheblichen Ressourcen für den Handelsprozess verbunden wäre, selbst wenn man die unter 1-3 beschriebenen Limitierungen des Martes unberücksichtigt lässt. Das Produkt wäre somit zwar nicht 'aktiv gemanagt' in Bezug auf die Titelauswahl, aber hätte eine sehr starke Komponente eines aktiven, diskretionären Handels. Das Bereitstellen der benötigten Ressourcen (i.e. Handelsdesk für Cat Bonds) lässt vermuten, dass ein solches Produkt schlussendlich teurer sein müsste als durch die Notation «ETF» impliziert.

5. *Externe Marktpreise nur auf wöchentlicher Basis machen dynamisches Pricing problematisch:*

Da die Liquidität des Sekundärmarkts der Cat Bonds deutlich geringer ist als in vielen anderen Märkten, existieren auch nur wenige Preispunkte für erfolgte Transaktionen. In der Praxis veröffentlichen einige relevante Brokerhäuser indikative Preise auf wöchentlicher, semi-wöchentlicher, teilweise auch nur auf monatlicher Basis. Die verfügbaren Indizes wie der Swiss Re Cat Bond Index berücksichtigen diese Charakteristik dadurch, dass nur eine wöchentliche Berechnung stattfindet. Eine Bewertung des Portfolios auf täglicher Basis kann daher nicht auf 'objektiven', i.e. externen Preisinformationen erfolgen, sondern setzt eine interne Bewertung des Managers bzw. Market Makers voraus. Dies wird dann problematisch, wenn ein marktveränderndes Ereignis droht, z.B. ein Hurrikan im Wasser ist, oder stattgefunden hat, wie z.B. ein starkes Erdbeben in Kalifornien. Es ist davon auszugehen, dass in solchen Fällen ein potenzieller Market Maker auf die Bewertungsunsicherheit mit einem massiven Ausweiten des Bid/Ask Spreads für den Anteilshandel reagiert. Ein historisches Analogon wäre das CS Iris



Zertifikat, das nach den Hurrikanen Harvey, Irma und Maria im Jahre 2017 vom Emittenten auf 50/100 gestellt wurde. Dies macht einen Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen vor/nach einem Ereignis zum Vabanquespiel, so dass tägliche Handelbarkeit in der Zeit, in der sie am nötigsten wäre, nicht gegeben ist.

#### 6. *Kein Market Maker bzw. Warehouse:*

In einem ETF handeln die Investoren ihre Anteile an der Börse nicht untereinander, sondern gegen einen Market Maker. Prime Broker oder Investmentbanken übernehmen diese Funktion im Fall typischer Anlageklassen. Dies ist möglich, da für typische Anlageklassen Märkte mit sehr hoher Liquidität existieren, so dass die Marktrisiken durch das Aufnehmen von Fondsanteilen auf die eigene Bilanz dynamisch gemanagt werden können – sei es durch Gegengeschäfte der Basistitel oder auf synthetische Art. Im Fall von Cat Bonds existiert die Möglichkeit von solchen Gegengeschäften nicht. Wenn der Market Maker einen Kalifornien Erdbeben-Bond auf seine Bilanz aufnimmt, ist er gegen das Eintreten dieses Ereignisses exponiert. Ein Hedging ist nicht möglich, da dafür tatsächlich Rückversicherung eingekauft werden müsste (welche ja der Prämie des Cat Bonds entspricht).

Damit verleiben als potenzielle Market Maker oder als Warehouse die grossen Rückversicherungsgesellschaften, für welche die Aufnahme von solchen Risiken auf die Bilanz zum Geschäftsmodell gehört. Allerdings treten diese Gesellschaften schon als Sponsoren für Cat Bonds auf, weil sie die entsprechenden Risiken auslagern wollen. Eine Wiederaufnahme auf die Bilanz sollte aus ihrer Perspektive nur dann Sinn machen, wenn die für diesen Service erzielbaren Gebühren so hoch sind, dass sie mehr abwerfen als alternativ die Risiken gleich zu Beginn auf der Bilanz zu behalten. Mit anderen Worten: Die Kosten für den Service werden deutlich höher sein als für das Market Making bei „normalen“ ETF und müssen sich oberhalb der Risikospreads bewegen, die auf dem Teil des ETF verdient werden, der auf der Bilanz des Rückversicherers liegt.

### **Zusammenfassend**

- Aufgrund der Marktstruktur ist ein dynamisches Nachführen eines Cat Bond Index nicht möglich. Tracking Errors werden von Beginn an auftreten und schnell sehr relevant werden.
- Die Handelspraxis von Cat Bonds im Sekundärmarkt macht eine Handels-Automatisierung unmöglich. Kosten für Handelsaktivitäten würden wahrscheinlich deutlich höher ausfallen als Ersparnisse im Research.
- Tägliche Handelbarkeit wäre in der Praxis nur solange gegeben, 'wie die Sonne scheint'. Unmittelbar vor/bzw. nach Ereignissen müssten Market Maker in Ermangelung von aktuellen Marktpreisen für das Portfolio prohibitive Bid/Ask Spreads für den Anteilshandel stellen, die den Handel unterbinden würden.
- Die im vorherigen Punkt erwähnten Market Maker existieren gar nicht erst, da die Natur des zugrundeliegenden Risikos ein dynamisches Markt-Risikomanagement unmöglich macht.

Solidum Partners, 13 März 2025