

## SIGLO Timeout Nr. 13

### Wer hat Angst vor dem schwarzen Schwan? Insurance Linked Instruments

#### Einleitung

Das aktuelle Tiefzinsumfeld schafft für viele Investoren hauptsächlich zwei Probleme: Ertragsdruck und ausgelaufene Basisdiversifikation zwischen Aktien und Obligationen. Eine Anlage, welche beide Probleme adressiert, ist die Übernahme von Versicherungsrisiken oder Insurance Linked Instruments (ILI). ILI wird am Markt mit einer Prämie über Libor entschädigt. Zusätzlich sind die versicherten Risiken unabhängig von der Entwicklung anderer Anlagen. Verluste treten oft im Zusammenhang mit Ereignissen wie Naturkatastrophen oder Unfällen zusammen.

#### Der schlechte Ruf der schwarzen Schwäne

„Cygnus atratus“ oder zu deutsch der schwarze Schwan hat in den vergangenen zwei Dekaden zu viel Kummer und Schmerz an den internationalen Finanzmärkten geführt. Schon die reine Erwähnung des passender Weise auch als Trauerschwan bezeichneten Tieres reicht aus, um Anleger in Angst und Schrecken zu versetzen, werden doch „Black Swan Events“ als seltene Ereignisse mit extrem negativen Renditerealisationen gefürchtet. Wie wir während des Grundstudiums in der Statistik gelernt haben, führen solche Ereignisse zu Renditeverteilungen mit einer sogenannten negativen Schiefe und fetten Enden (Excess Kurtosis). Sie sind somit, wurde uns einmal von einem Gesprächspartner erklärt, von risikoaversen Investoren tunlichst zu vermeiden. Ist dies immer der Fall?

#### Finanzökonomisches Mimikry

Unter Mimikry wird eine Tarnstrategie in der Tierwelt verstanden, welche Fressfeinden durch die Färbung der potentiellen Beute Gefahr signalisieren soll, obwohl sich diese sehr wohl als wohlschmeckende Nahrung eignen würde. Mimikry ist jedem von uns aus dem Alltag bekannt. Nicht jedes gelbschwarze Insekt, welches uns im Sommer vom Mittagstisch aufspringen lässt, ist giftig und angriffslustig!

Ähnlich verhält es sich in der Portfoliotheorie. Eine Renditeverteilung, welche eine negative Schiefe und Excess Kurtosis aufweist, kann im Portfoliokontext sinnvoll

sein, wenn die Diversifikationsvorteile die negativen Effekte der Renditeverteilung überkompensieren. Wenn also die in der Anlage inhärenten Tail-Risiken unabhängig zum Rest der Portfolios sind und langfristig eine positive Rendite erwartet werden darf, kann diese den Investor besser stellen. Der „Black Swan“ muss nicht per se gefährlich sein!

#### Insurance Linked Instruments (ILI) als strategische Anlageklasse

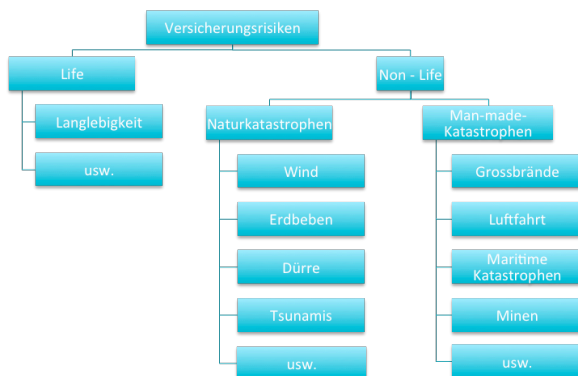
Ein Anlagesegment, welches obiger Beschreibung entspricht, sind Insurance Linked Instruments (ILI): die Anlage in Versicherungsrisiken. Unter ILI werden Wertschriften verstanden, deren Wertentwicklung an versicherungstechnische Risiken gekoppelt sind.

Die Renditeverteilung von ILI ist stark asymmetrisch. Im optimalen Szenario ohne Schäden kann der Investor maximal die Versicherungsprämie verdienen. Im Schadensfall wird er einen realisierten Verlust im Umfang der versprochenen Deckung erleiden. Dieses Rendite-Risikoprofil eines einzelnen Vertrages kann durch die Kombination verschiedenen Ereignissen, sogenannten Perils, geglättet werden. Obiger Sachverhalt kann mathematisch illustriert werden, indem man eine unendliche Anzahl unabhängiger Poissonverteilungen, welche sich zur Modellierung von seltenen Ereignissen eignet, in eine Normalverteilung überführt. Oder auf deutsch: eine Schwalbe macht noch keinen Sommer und ein einzelner

schwarzer Schwan noch kein Portfolio! Aber ein ganzes Rudel davon schon. Weil sich dieses Portfolio von Versicherungsverträgen unabhängig zu anderen traditionellen Anlagerisiken verhält, kann der Diversifikationsgewinn im Gesamtportfolio die Nachteile der Rendite- / Risikocharakteristik von ILI als Einzelanlage überkompensieren. Eine unabhängige Risikoprämie über Libor im aktuellen Tiefzinsumfeld ist sowohl aus Risikoüberlegungen als auch aus einer Ertragsperspektive attraktiv. Wir erachten es deshalb als lohnenswert, das Segment vertieft zu beleuchten.

### Ursprünge von ILI

ILI sind ein Segment des ART (Alternative Risk Transfer). Unter ART versteht man innovative Lösungen zur Finanzierung von Versicherungsrisiken. ILI nutzen dabei als alternativen Risikoträger den Kapitalmarkt. Die Nutzung des Kapitalmarktes für das Management von Versicherungsrisiken ist nicht neu und hat ihren Ursprung in der Emmission der ersten Katastrophenanleihe (Cat Bond) Mitte der neunziger Jahre. Sponsoren der Transaktionen waren Rückversicherer, welche sich selber gegen Naturkatastrophen absichern wollten. Das Cat Bond Universum fokussierte ursprünglich auf die grossen Naturkatastrophen wie Wind, Erdbeben, Überschwemmungen, Dürre oder auch Tsunamis. Im Verlauf der Zeit wurden auch sogenannte Man-Made Katastrophen, welche wie Naturkatastrophen zu den Non - Life Risiken (vgl. untenstehende Tabelle) zählen, verbrieft und an die Finanzmärkte transferiert.



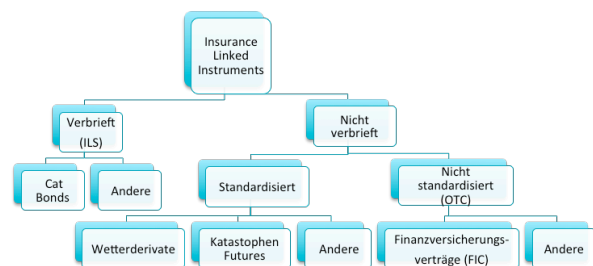
Quelle: eigene Darstellung

Das Non - Life Bond Universum wurde mit Emissionen von Lebensversicherern um die Perils Langlebigkeit und Pandemien ergänzt. Auf der Spitze im Jahr 2007 war ein Gesamtvolumen von USD 14.0 Mia. ausstehend.

### Starke Entwicklung bezüglich Markbreite und Tiefe

Auf der Spitze USD 14.0 Mia.? Viele Kritiker bemängeln zu Recht das fehlende Volumen des Cat Bond Marktes. Zusätzlich wird das Opportunitätsset durch die Emission der Versicherungsindustrie vorgegeben, wobei z.B. 20% der ausstehenden Programme diesen Sommer auslaufen und nicht mehr erneuert werden. Dies liess oft Zweifel aufkommen, ob Cat Bonds überhaupt als Anlagekategorie qualifizieren.

Die Emissionen im Cat Bond Markt sind im Bezug auf den Gesamtmarkt nur die Spitze des Eisberges. Der alternative Risikotransfer hat sich in den nicht - verbrieften OTC Markt (vgl. Tabelle) weiterentwickelt und sowohl bezüglich Tiefe sowie auch Breite deutlich dazu gewonnen.



Quelle: eigene Darstellung

Je nach Schätzung und Abgrenzung kann davon ausgegangen werden, dass im OTC Bereich ein Gesamtvolumen von USD 300 – 500 Mia., hauptsächlich in der Form von Finanzversicherungsverträgen (FIC), ausstehend ist. Unter FIC verstehen wir nicht-verbrieft, individuelle Vereinbarungen zwischen einem Versicherer und einem Finanzinvestor. Durch den privaten Charakter dieser Vereinbarungen sind diese nicht oder nur sehr eingeschränkt handelbar. Grundsätzlich werden diese Kontrakte, welche normalerweise eine Laufzeit von bis zu 12 Monaten haben, bis zum Verfall gehalten.

Das Opportunitätsset der ILI wird durch die Einbeziehung von FICs deutlich breiter. Kosten dieser Ausweitung sind jedoch eine deutlich schlechtere Liquidität der Anlage und erhöhte Umsetzungsrisiken (Bewertung, Transparenz, rechtliche Ausgestaltung).

### **Sinn oder Unsinn von OTC Transaktionen – eine Grundsatzdiskussion**

Die Beurteilung dieses Trade Offs bei den FIC zwischen breiteren Opportunitätsset und höheren Umsetzungsrisiken ist unter Marktteilnehmern nicht unumstritten. Einige sind der Meinung, dass es sich beim Versicherungsmarkt um einen effizienten und vollständigen Markt handelt. Gemäss dem Arrow-Debreu-Modell von zustandsbedingten Preisen würde dies bedeuten, dass der Investor nur für das systematische Risiko entschädigt wird. Unsystematisches Risiko wird durch Diversifikation eliminiert, einzig mit den systematischen Risiken wie Erdbeben und Windstürmen in den USA kann eine Prämie verdient werden. Diese können im Cat Bond Markt problemlos erschlossen werden. Die Zusatzrisiken von FIC werden nicht entschädigt.

Wir möchten dieser Darstellung als Endzustand nicht widersprechen. Wir glauben aber, dass der Markt noch weit davon entfernt ist, vollständig zu sein und obige Bedingungen zu erfüllen. Dies impliziert, dass der OTC Markt Opportunitäten offerieren kann, welche die Investoren besser stellen können als das „Cat Bonds Only“ Universum.

### **Erhöhte Umsetzungsrisiken müssen in der Implementierung adressiert werden**

Bei FIC sind neben den Modellierungsrisiken weitere Aspekte zu bedenken. Auf Grund der fehlenden Handelbarkeit kommt der Bewertungspraxis eine erhöhte Bedeutung zu. Im Falle von Unsicherheit bezüglich eines Schadensfall muss sichergestellt sein, dass Ansprüche zeitlich abgegrenzt sind (sogenannte Sunset Clause). Der Abgrenzung und der Analyse des angebotenen Geschäfts muss je nach dem zu Grunde liegenden Objekt eine erhöhte Aufmerksamkeit zugeordnet werden.

### **Sonderthema asymmetrische Information**

Das Problem der asymmetrischen Information ist in der Versicherungsindustrie alt bekannt und beim ART besonders akzentuiert. Es muss davon ausgegangen werden, dass die Versicherung als Gegenpartei des Finanzinvestors einen Informationsvorsprung hat. Die Problematik kann jedoch durch entsprechende Ausgestaltung der Kontrakte (Selbstbehalt, prozentuale Beteiligung) adressiert werden. Nichtsdestotrotz ist Fachwissen in der Modellierung, Strukturierung und im Underwriting zwingend notwendig. Von einer Direktanlage würden wir deshalb nicht nur aus obigen Gründen sondern auch wegen der erwähnten Umsetzungsrisiken vehement abraten.

### **Umsetzung durch spezialisierte Boutiquen**

Weltweit haben sich etwa 30 – 35 Manager mit ungefähr 50 – 60 Produkten etabliert. Bei etwa zwei Drittel dieser Produkte handelt es sich um Anlagevehikel nach Offshore – Recht. Innerhalb dieser Angebotspalette ist wie bei allen anderen Anlagen mit möglichen illiquiden Positionen strikt auf das Liquiditätsmanagement zu achten. Wir raten dringest davon ab, Produkte mit einem Missverhältnis zwischen Investorenliquidität und zu Grunde liegender Handelbarkeit der Instrumente zu berücksichtigen. Ähnliches gilt für die Kombination von Finanzleverage und illiquiden Anlagen.

Ein Nachteil ist die hohe Kostenstruktur vieler Produkte. Dabei irritiert die oft angewandte Erfolgsbeteiligung an der Rendite, wobei direkt von der Risikoprämie des Investors abgeschöpft wird. Wir sind aber zuversichtlich, dass sich mit zusätzlicher Nachfrage der Markt von einem Verkäufer in einen Käufermarkt drehen wird.

### **Fazit**

Im aktuellen Tiefzinsumfeld können ILI einen interessanten Beitrag liefern. Wir hoffen, dass Ihnen unser Aufsatz die Angst von schwarzen Schwänen zumindest teilweise genommen hat und Sie in Zukunft neugierig, aber mit der gebotenen Vorsicht, auf Sie zugehen.