



INSURANCE-LINKED PRODUCTS:

ANLAGEN MIT POTENZIAL?

SANDRO KRIESCH

Seit 2013 zeigen sich Teile des ILS-Marktes als überkauft, die Renditen gaben stark nach. Einige Zeichen deuten jedoch auf eine Verlangsamung dieses Trends. Ein Grund für die B2B-Redaktion, Sandro Kriesch von Twelve Capital zu kontaktieren, um über das Marktsegment, Kriterien des erfolgreichen Investierens und zu vermeidende Risiken zu sprechen. Verfügt das ILS-Segment neben den Diversifikationsvorteilen über das gesuchte Renditepotenzial?

Sandro Kriesch, welche Marktdynamik haben Sie im ILS-Bereich beobachten können?

Zuerst gilt es zwischen Cat Bonds und direkten Rückversicherungs-Anlagen, also Private ILS - auch PILS genannt - zu unterscheiden. Die Renditen von Cat Bonds waren besonders 2013/14 stark unter Druck, haben sich aber im ersten Halbjahr 2015

gut erholt. Wir haben eine saisonal überdurchschnittliche Renditeerweiterung von ca. 1% festgestellt (siehe Abbildung Seite 40). Die Nachfrage nach PILS steigt erst seit etwa einem Jahr stark an; die Renditen sind risikoadjustiert weiterhin attraktiv. Eine Illiquiditätsprämie ist nach wie vor vorhanden, im Vergleich zu letztem Jahr aber auf tieferem Niveau. Das Investoreninteresse im ILS-Segment zeigt sich konstant. Langjährige Investoren von Cat Bonds neigen allerdings zu einem Umschichten in PILS, wogegen neue Investoren sowohl Cat Bonds als auch PILS interessant finden.

Wie sieht das Renditepotenzial im ILS-Markt heute aus?

Je nach Risikokonzentration generieren Cat Bond Portfolios zwischen 4-9% vor Gebühren. Für die relativ geringe Illiquidität erhalten die Investoren im PILS-Segment zwischen 0.5% und 1.5% als Renditezuschlag. Im Kontext global rückläufiger Renditen sehen wir diese Niveaus als weiterhin attraktiv. Die Diversifikationskraft gegenüber dem Finanzmarkt steht ausser Frage und stellt nebst der absoluten Rendite einen weiteren Pluspunkt dar.

Hat dieser Markt Wachstumspotenzial oder stehen sich die Investoren bereits auf den Füssen?

Der ILS-Markt ist Teil des Risikotransfermarktes im Feld Versicherung-Rückversicherung, einer Industrie, die seit mindestens 350 Jahren etabliert ist. Die Hauptquelle der Anlagen liegt im Segment der Naturgefahren. Investoren unterstützen also nachhaltig die Nachfrage nach Schutz gegenüber diesen Risiken. In den vergangenen Jahren konnte ILS kontinuierlich wachsen und deckt mit seinen rund 65 Mrd. USD heute ungefähr ein Fünftel der weltweiten Kapazität ab. Je nach Bedarf bieten wir Investoren Portefeuilles an, deren Diversifikation weit über Naturgefahren hinaus geht und somit wachsen das Universum und damit das Wachstumspotenzial. Wir denken, dass die Nachfrage trotzdem das Angebot übersteigt. In Ländern mit geringerer Versicherungs-Durch-

dringung und gleichzeitig hoher Gefährdung durch Naturgefahren bietet sich ein naheliegendes Wachstumspotenzial für ILS-Investoren. So sollten zum Beispiel die Philippinen beim nächsten grossen Wirbelsturm nicht mehr 11 Mrd. USD ökonomischen Schaden selbst tragen, wie es bei dem Taifun Haiyan im November 2013 noch der Fall war.

Wie sieht die grundlegende Struktur von privaten ILS-Instrumenten aus und welche Liquidität haben Investoren in diesem Segment?

Private ILS Investments beteiligen sich 1:1 an (Rück-)Versicherungsverträgen. Solche Verträge sind in aller Regel Risikotransfer-Vereinbarungen, die über zwölf Monate laufen. Während dieser Risikoperiode erhält der Investor an vordefinierten Daten eine Risikoprämie. Meist wird diese vorab bezahlt, was ein willkommenes implizites Leverage generiert. Wenn diese Risikoperiode ohne versicherten Schaden abläuft, wird das investierte Kapital plus Prämie zurückbezahlt. Aus dieser Mechanik ergibt sich eine Illiquidität dieser Anlagen von etwa zwölf Monaten plus Abwicklung von 2-6 Wochen.

Lässt sich die Liquidität in privaten ILS-Anlagen steuern?

Da PILS-Anlagen selten als einzelne Wertpapiere gekauft, sondern meist in Form eines breit diversifizierten Fonds oder in einem Mandatskontext getätigt werden, ergeben sich im Idealfall kürzere Rücknahmezeiten von etwa 4-6 Monaten. Für viele institutionelle Investoren stellt sich mittlerweile die Frage nicht mehr, ob man bereit ist, diese - relativ geringe - Illiquidität für eine substanzielle Prämie gegenüber Cat Bonds zu akzeptieren. Dies insbesondere dann nicht, wenn die Zielallokation kaum 3% des Vermögens übersteigt.

Was lässt sich generell zum Thema Korrelation in dieser Anlageklasse sagen?

Fundamental sind ILS Investments nicht mit Finanzmarktrisiken korreliert. Das macht natürlich deren grosse Attraktivität aus. Im Speziellen könnte sich eine di-

rektionale Korrelation einstellen, wenn ein Erdbeben in der Nähe grosser Wertkonzentrationen geschieht. Aufgrund zeitlicher Unsicherheiten bezüglich Ausmass eines solchen Erdbebens können Leitindizes darauf reagieren und kurzzeitig einbrechen. Niemals aber wird - und hiervor haben Investoren meist Angst - ein schwacher Dow Jones ein Erdbeben verursachen. Innerhalb des ILS Portfolios lässt sich weiter keine oder bloss eine geringe Korrelation feststellen. So haben etwa Wirbelstürme keine Verbindung zu Erdbeben, Flugzeugkatastrophen oder Terroranschlägen. Ein ILS Portfolio kann von diesen Aspekten profitieren, je nach Risikoneigung des Investors.

Welches sind die wichtigsten Entscheidungshürden für ein Investment?

Vorab müssen sich Anleger der Risiken dieser Anlageklasse bewusst sein. Insbesondere sollten interessierte Investoren folgende drei Punkte beachten. 1: Wenn sich Versicherungsrisiken einstellen, bedeutet dies nicht nur ein Buchverlust, sondern meistens auch ein effektiv eingetretener Verlust. Der Portfoliomanager stellt jedoch sicher, dass ein Portfeuille breit diversifiziert ist und Verluste verkräftbar bleiben. 2: Sind die Renditen mit Blick auf die reduzierte Liquidität attraktiv? Eine klare Sicht zu Risikoaversion und Liquiditätsvorgaben erleichtert die Entscheidung. 3: Eine Anlage im ILS-Sektor bedarf grundlegender Analysen. Es ist ein langfristiger, stra-



Sandro Kriesch
Managing
Partner & Head
Private ILS,
Twelve Capital
AG, Zürich.

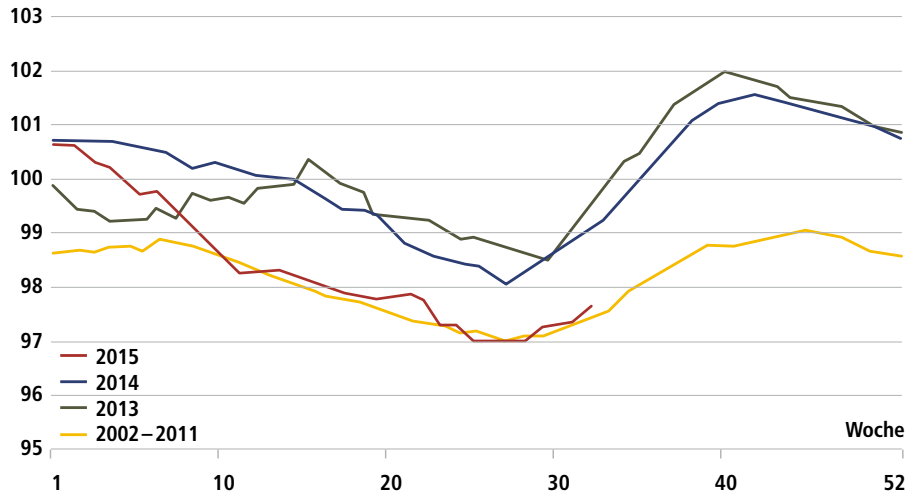
tegischer Entscheid zu fällen, der die inhärenten Risiken klar aufzeigen muss. Der Auswahl des Fondsmanagers kommt damit eine besondere Bedeutung zu.

Sind Versicherungsrisiken überhaupt modellierbar?

Versicherungsrisiken zählen zu den gut verstandenen Risiken im Finanzsektor. Nur deshalb ist es der Versicherungsindustrie möglich, langfristig die «richtigen» Prämien zu verlangen. Seit den 1990er-Jahren wurde auch im Naturgefahrenbereich viel investiert, was zum Verstehen komplexer, atmosphärischer Vorgänge führte. Heute gehören viele Naturgefahren zu den am besten modellierten Versicherungsbranchen. Trotzdem bleiben Katastrophen zufällige Ereignisse, ansonsten wären sie nicht versicherbar. Eine Anlage in ILS/PILS bietet eine gute Gewähr für eine wissenschaftliche Bestimmung von Risiken.

Rendite-Erweiterung bei Cat Bonds im 1. Halbjahr 2015

Illustration am Beispiel des Swiss Re US Wind Price Return Index (SRUSWPRC)



Kommentar: Gegenüber dem langjährigen Verlauf (2002-2011) der Preise für Anleihen, die US-Wirbelstürmen ausgesetzt waren, hatten die Preise 2013 und 2014 teilweise stark über par notiert. Im ersten Halbjahr 2015 gaben die Preise überdurchschnittlich nach, was die Renditen entsprechend erweiterte.