

Insurance Linked Securities – Rückblick 2021 und Ausblick 2022

Ein unsicheres wirtschaftliches Umfeld und steigende Inflationszahlen in den Vereinigten Staaten und im Euro-Raum (wenn diese auch von einigen Marktteilnehmern wegdiskutiert oder vielleicht auch nur verdrängt werden) führten in 2021 zu zunehmender Nervosität auf den Kapitalmärkten. Sorgen vor finanzieller Repression und steigenden Zinsen wurden grösser. In diesem Umfeld blieb das Interesse an Insurance Linked Securities als diversifizierendes Element in einem Anlageportfolio auch im Jahre 2021 ungebrochen.

Grundsätzlich sind Insurance Linked Securities als marktneutrale «high yield» Fixed Income Anlagen in einem von Inflationssorgen geprägten Umfeld eine interessante Portfoliobeimischung, da sie wegen vernachlässigbar kurzer Duration bei steigenden Zinsen nicht abwerten und zusätzlich den erhöhten Ertrag auf dem Geldmarkt-Kollateral den Anlegern als Coupon weiterreichen. Dennoch sollte man bei der Portfoliokonstruktion und bei der Titelselektion mit Sorgfalt vorgehen, wie sich auch dieses Jahr wieder eindrücklich manifestierte: Etliche mittelgrosse und ein signifikantes Ereignis prägten das Jahr 2021 und wirkten sich negativ auf die erzielte Rendite der Anlageklasse aus. Daher divergierten die Resultate verschiedener Fonds im Markt teilweise deutlich. Wir freuen uns berichten zu können, dass die Solidum Fonds von diesen Problemen kaum betroffen waren. In diesem Markt-Update möchten wir das Jahr Revue passieren lassen und einen Blick auf die gegenwärtige Lage werfen.

Ereignisse

2021 war ein durchaus ereignisreiches Jahr für die Versicherungsindustrie. Die Münchner Rück schätzt die Höhe der versicherten Schäden aus Naturereignissen des Jahres 2021 gesamthaft auf 120 Mrd. USD. Die Schweizer Rück kommt in ihren Berechnungen auf 112 Mrd., wovon 7 Mrd. auf sogenannte ‚man-made perils‘ entfallen. Die wirtschaftlichen Gesamtschäden liegen typischerweise bei gut dem Doppelten der versicherten Werte. Hier macht sich der sogenannte ‚Protection Gap‘ bemerkbar, den Organisationen wie die Weltbank durch spezielle Programme mit starkem sozialen Aspekten insbesondere für Entwicklungs- und Schwellenländer zu verringern versuchen.

Die Nachrichtenlage dominierten im Jahresverlauf verschiedene Grossereignisse. Herauszuheben sind Wintersturm Uri, die Fluten in Deutschland und Hurrikan Ida.

Wintersturm Uri war dabei weniger ein „Sturm“-Ereignis, sondern suchte als Kältewelle Ende Februar grosse Teile von Texas heim und führte zu weiträumigen Stromausfällen. In deren Folge kam es besonders bei Eigenheimen vielerorts zu Schäden an geplatzten Wasserleitungen. Die versicherten Schäden beliefen sich auf über 10 Mrd. USD.

Aus Ereignissicht war Juli bemerkenswert, allerdings nicht in den üblichen verdächtigen Regionen, sondern in Deutschland, das aufgrund seiner Topographie oft von Flutereignissen an grossen Strömen heimgesucht wird. In diesem Sommer allerdings schwellten kleine Flüsse wie die Ahr in der Eifel infolge von lokalen Starkregenereignissen enorm an und rissen als Sturzflut alles mit, was ihnen im Weg stand. Sturzfluten sind in Südfrankreich und den Alpentälern relativ häufig, in Mitteldeutschland aber vergleichsweise selten und somit unterschätzt, obwohl das Gefahrenpotenzial bekannt sein sollte. Im Ahrtal gab es seit dem Mittelalter über 70 Hochwasser-

ereignisse. Aus diesen sei auf zwei gut dokumentierte Fluten hingewiesen, die beide höhere Pegelstände erreichten als die diesjährige Flut: Die Flutkatastrophen von 1910 und besonders diejenige von 1804. Sie blieben aber bezüglich Schutzmassnahmen und Bauzonenmanagement unbeachtet, weil die Behörden das Gefährdungspotential einzig basierend auf einer erst seit 1947 homogenen Datenreihe abschätzten und somit sträflich unterschätzten.¹

Bezüge zu solchen historischen Ereignissen helfen ex post der betroffenen Bevölkerung wenig, bestätigen aber die Notwendigkeit von fundierten Extremwertanalysen, die Rückversicherung als Risikopartner und letztlich die Existenz von Katastrophenanleihen.

Ende August traf dann Hurrikan Ida auf die Küste Louisianas. Basierend auf der dritten PCS-Schätzung für den versicherten Schaden von 27.7 Mrd. USD ist der Sturm auf bestem Weg, zum teuersten Ereignis für das amerikanische Festland seit Hurrikan Katrina im Jahre 2005 zu werden und die Hurrikane Harvey, Irma oder Maria von 2017 zu übertreffen. Zwei Elemente treiben diese Zahl: Der beachtliche Anteil von 20 Mrd. USD, der allein Louisiana zugeschrieben wird, und schwere Regenfälle und Überflutungen infolge des Übergangs zu einem extratropischen Tief über Pennsylvania bis New York, welche zu zusätzlichen Schäden führten.

Im Cat Bond Segment zeigten die amerikanischen Ereignisse durchaus Spuren, indem z.B. aggregierende Katastrophenanleihen unter Druck kamen. Zum heutigen Zeitpunkt implizieren Sekundärmarkt-Preisindikationen zudem, dass vier Bonds im Markt infolge von Hurrikan Ida einen Ausfall ihres Prinzipals erleiden werden.

Für Privatmarkttransaktionen hingegen, seien es direkte Rückversicherungsverträge mit lokalen Erstversicherern oder solche im privaten Retrozessionsmarkt, i.e. die Rückversicherung eines Rückversicherungsunternehmens, erachten wir den Einfluss der 2021 Ereignisse als beachtlich: So erwarten wir für den Markt etliche Ausfälle von Erstversicherungskontrakten mit Fokus Louisiana und Deutschland und generell einmal mehr ungenügende Resultate von aggregierenden Retrozessionsdeckungen (aggregate retro).

Solidum Fonds in 2021

Angeichts der signifikanten Ereignisaktivität sind wir stolz berichten zu können, dass die Solidum Fonds auch das Jahr 2021 erfolgreich abschliessen und die im Peervergleich ausserordentlich gute Performance der letzten drei Jahre fortsetzen konnten.

Es wirkte sich dabei positiv aus, dass Solidum bei privaten Retrozessionsverträgen keine Aggregatsdeckung schreibt. Zudem wurde schon für die Erneuerungsrunde 2020 ein „de-risking“ umgesetzt und die bis dahin gezeichneten riskantesten Einzelereignisdeckungen nicht mehr erneuert. Bei diversifizierenden Privatmarkttransaktionen offeriert Solidum nur dort Rückversicherungsdeckung, wo in der eigenen Analyse die zu erzielenden Prämien das Schadenspotential auch wirklich decken. Potenziell interessante Bereiche wie z.B. Australien finden daher häufig nicht Zugang zum Portfolio.

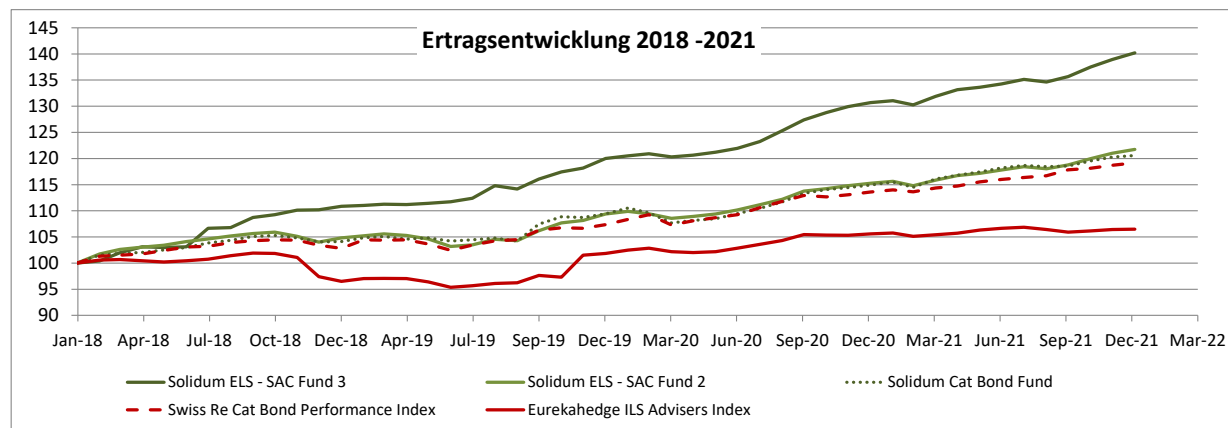
¹ Karlsruher Institut für Technologie, Center for Disaster Managmeent and Risk Reduction Technology, CEDIM Forensic Disaster Analysis (FDA) Group: Hochwasser Mitteleuropa, Juli 2021 (Deutschland), 21. Juli 2021 - Bericht Nr.1 „Nordrhein-Westfalen & Rheinland-Pfalz“

Die Solidum Fonds sind auch nicht in diejenigen Bonds investiert, die infolge von Hurrikan Ida wohl ausfallen werden, und haben auch keine privaten Rückversicherungsverträge in Louisiana gezeichnet, weil alle analysierten Programme aus unserer Sicht ein unzureichendes Preisniveau aufwiesen. Rückblickend waren bei den Privatmarkttransaktionen die Fluten in Deutschland das signifikanteste Ereignis, jedoch blieben auch diese deutlich unter den kritischen Schwellenwerten. Daher wurden unter keinem transformierten Rückversicherungsvertrag in den Solidum Portfolien Reservepositionen angemeldet oder Kollateral-Assets blockiert.

Der Marked-to-Market Volatilität auf den aggregierenden Cat Bonds – sie machen etwa 50% des Cat Bond Marktes aus – konnten sich die Solidum Fonds nicht vollends entziehen. Die problematischen Fälle allerdings, z.B. diejenigen der Allstate oder Nationwide, wurden aus strukturellen Gründen schon bei der Emission nicht unterstützt und waren daher für die Fonds nicht von Bedeutung.

	<u>2021</u>	<u>2020</u>	<u>2019</u>	<u>2018</u>
Solidum Cat Bond Fund (USD R)	4.91%	5.02%	5.10%	4.13%
Solidum ELS SAC 2 (USD A-1)	5.10%	4.83%	3.84%	4.31%
Solidum ELS SAC 2 (USD I-1)	5.62%	5.36%	4.36%	4.83%
Solidum ELS SAC 3 (USD I-1)	7.27%	8.92%	8.22%	10.88%
Eurekahedge ILS Advisers Index	0.82%	3.69%	1.43%	-3.49%
Swiss Re Cat Bond Performance Index ^{*)}	4.92%	5.81%	4.43%	2.81%

^{*)} ohne Kosten, nicht-investierbar



Der ILS Markt zum Jahreswechsel

Während des gesamten Jahres wurden etwa 13 Mrd. USD an neuen Cat Bonds begeben, wobei der überwiegende Teil auf den Naturgefahrenbereich entfiel und einzelne Satelliten wie Krankenversicherung und Mortalität beitrugen. In der Summe übertraf der Markt damit die bisherigen Rekordmarken der Jahre 2020 und 2017. Zum Jahreswechsel standen etwa 35 Mrd. an Cat Bonds aus. Das Volumen der Privatmarkttransaktion in allen Facetten (Rückversicherung, Retrozession, ILW, Sidecar, Quota Share etc.) wird auf etwas über 55 Mrd. USD geschätzt.

Das hohe Interesse an ILS liegt aus Emittenten/Sponsorensicht im mehrjährigen Planungshorizont und der hervorragenden Qualität des Deckungssubstrates begründet. Die gute Akzeptanz auf Investorenseite ist auf ihre nicht-korrelierende Eigenschaft und wohl auch auf die allgemeinen Unsicherheiten zurückzuführen, die sich Anleger in traditionellen Marktsegmenten heute vergegenwärtigen müssen. ILS können als durationsfreie und weitgehend marktneutrale «high yield» Fixed Income Anlagen hier ein stabilisierendes Element in Anlageportfolien einbringen.

Mit dem Auslaufen der Hurrikansaison im November notierten die Preise für wind-exponierte Bonds zum Jahreshöchst. Seither sind sie rückläufig, was einem normalen Saisonalitätsmuster entspricht. Der Primärmarkt reflektierte generell das gegenwärtige attraktive Prämienniveau. Allerdings sahen wir in Teilbereichen eine Entwicklung, die uns nicht vollständig befriedigte. Manche diversifizierenden Risiken konnten zu für Sponsoren sehr attraktiven Konditionen begeben werden. Treiber für diese Entwicklung sind in unseren Augen regulatorische Vorgaben, die übermässig grosse UCITS Cat Bond Fonds faktisch zwingen, jede Transaktion zu unterstützen, auch wenn sie strukturell, qualitativ oder ökonomisch nicht allzu attraktiv ist. Auf der anderen Seite des Risikospektrums wurden recht riskante global weiträumig exponierte aggregierende Cat Bonds ausgegeben. Hier trieb die gegenwärtige Verknappung des klassischen Retrozessionsmarktes die Dynamik, die davon abhängige Player wie die Hannover Rück zwingt, auf den Cat Bond Markt auszuweichen. Grundsätzlich begrüssen wir einen sich verhärtenden Retrozessionsmarkt, da er Erst- und Rückversicherer zu mehr Disziplin im Underwriting zwingt und uns ermöglicht, in den Privatmarkttransaktionen höhere Prämien und bessere Bedingungen durchzusetzen. Im Schnitt brachte die Erneuerungsrunde im Retrozessionsbereich für die Solidum Portfolien eine risikoadjustierte Ertragsverbesserung von ca. 10% und die Möglichkeit, das Wording für Endabrechnungen von Schäden in unserem Sinne zu verbessern. Der Markt bleibt also weiterhin attraktiv.

In eigener Sache: Entwicklung bei den Solidum Fonds

Um aktuellem Investoreninteresse zu entsprechen, wurden in den Solidum Fonds im letzten Jahr neue Anteilsklassen eröffnet. So lancierte der Solidum Cat Bond Fund institutionelle Klassen in USD und CHF, und im Solidum ELS Fund, SAC Fund 3 wurde eine institutionelle Anteilsklasse in Schweizerfranken aktiv.

Für Fragen zur Anlageklasse oder weiterführende Informationen zu den Solidum Fonds stehen wir Ihnen jederzeit gerne für ein Gespräch zur Verfügung. Wir freuen uns auf den weiteren Dialog mit Ihnen über Cat Bonds und Insurance Linked Securities.

Mit freundlichen Grüssen
Solidum Partners AG

Dr. Karsten Bromann

Stefan Müller