

Wohin steuert die Risikofinanzierung?

ART als Schlüssel für die Zukunft

Von Thomas Renggli*

Die Kunst des Alternativen Risikotransfers (ART) beginnt sich in verstärktem Mass auch in Europa durchzusetzen. Nach wie vor sind ART-Prozesse bei kleinem Volumen aber wenig profitabel. Zudem fehlt es bisweilen am notwendigen Wissen. Europas Risiko-Manager sind gefordert, wollen sie nicht den Anschluss an die Vereinigten Staaten verpassen.

Der Markt für *Alternative Risikofinanzierung* oder *-transfers* (ART) hat sich in den letzten Jahren stark entwickelt. ART ist dabei als Transfer von Risiken in nichttraditionelle (Kapital-)Märkte zu verstehen. Diese Märkte sind durch drei Tendenzen beeinflusst worden. *Erstens* fand eine Erweiterung der Investorenschaft statt, wie sie die meisten Beobachter in diesem Mass nicht erwartet hatten. So treten heute als Risiko-Nachfrager neben (Rück-)Versicherern zusehends auch Pensionskassen, Hedge-Funds und Privatanleger auf.

«Nichtversicherbares» wird versicherbar

Eine *zweite Tendenz* ist die Entwicklung von Analyse-Instrumenten zur Erfassung und Preisgestaltung von alternativ zu transferierenden Risiken: Klassisches, versicherungsmathematisches Wissen tritt zunehmend zugunsten kapitalmarktmethodischer, ökonomischer und nicht-stochastischer Werkzeuge in den Hintergrund. Zeitreihen, die früher als schwierig oder gar unmöglich zu analysieren galten, werden heute mit neuen mathematischen Analysemöglichkeiten wie der Spieltheorie so weit erfasst, dass eine Prognose eher möglich wird; Wetter-Derivate oder Versicherungsprodukte, die Börsen-Indizes abschirmen, seien als Beispiele angeführt.

Eine *dritte Tendenz* zielt auf den Anwendungsbereich der nichttraditionellen Risikofinanzierung. Galten vor zehn Jahren nur versicherbare Risiken als handelbar, schliessen die Anbieter von ART-Modellen heute auch nichtversicherte oder klassisch nichtversicherbare Risiken in ihre Lösungen ein. Unvollkommene, illiquide Märkte werden durch die weltweite Vernetzung von Angebot und Nachfrage so stark erweitert, dass genug Marktteilnehmer gefunden werden können, um einen einigermaßen regen Handel zu ermöglichen. Zudem wird das relevante Datenmaterial den interessierten Marktteilnehmern dank neuen Informationstechnologien praktisch in Echtzeit zur Verfügung gestellt.

Die kritische Frage der «Effizienz»

ART im Sinn des «Alternativen Risikotransfers» bezieht sich gemäss klassischer Definition auf den Anwendungsbereich der Verbriefung, der über die ursprünglich reinen Katastrophenrisiken im Sachbereich hinaus *erweitert* wurde. Heute werden auch Leben- und Haftpflichtrisiken oder Risiken aus breit gestreuten Portefeuilles wie Auto-Haftpflicht-, Kredit- oder Wetterrisiken zur Verbriefung in Betracht gezogen. Zudem nimmt der Grad der Unsicherheit und somit die «Lernrente» der Investoren ab, was die Effizienz und Effektivität dieser neuen Instrumente begünstigt.

Mit welchen Themenbereichen befassen sich nun aber heute Anbieter von ART-Dienstleistungen hauptsächlich? Zunehmend wichtiger wird die Frage der *Effizienz*. Dabei interessiert namentlich, ob es den ART-Anbietern möglich sein wird, die Standardisierung der ART-Prozesse so weit voranzutreiben, dass diese auch für kleinere Transaktionen profitabel gestaltet werden können. Bisher war es so, dass jede nichttraditionelle Finanzierungslösung jeweils von Grund auf analysiert und strukturiert wurde; das Rad wurde mit anderen Worten stets neu erfunden. Diese Ineffizienz führt dazu, dass nur grosse Transaktionen ab einem bestimmten Volumen für die Teilnehmer interessant sind. Sobald die Absatzkanäle, die Analyse-Tools und die administrativen Prozesse standardisiert werden, wird es möglich sein, die Märkte auch für *kleinere* Transaktionen zu öffnen. Eine Standardisierung von ART-Lösungen führt natürlich gleichzeitig dazu, dass diese Lösungen letztlich «traditionell» werden und somit ihren ART-Status verlieren.

Wissen verlangt Grösse

Ein weiteres Problem für ART-Anbieter stellt sich bei der Zusammenführung von *Know-how* aus verschiedenen Fachgebieten für das Underwriting und die Gestaltung von komplexen, integrierten Risikofinanzierungslösungen. Gefordert ist eine Kombination von Versicherungs-, Finanzierungs- und Kapitalmarkt-Techniken mit steuerlichem, rechnungsregulatorischem und aufsichtsrechtlichem Wissen. Das Zusammenstellen von schlagkräftigen, interdisziplinären Teams können sich mittelgrosse ART-Anbieter kaum leisten. Die kritische Grösse oder die Möglichkeit, auf das Wissen eines spezialisierten ART-Anbieters mittels Joint venture oder Kooperation zugreifen zu können, sind also zentrale Erfolgsbedingungen. Ist eines der beiden Kriterien erfüllt, haben innovative Anbieter die Chance, ihre Tätigkeitsfelder nachhaltig zu erweitern und sich in Bereichen zu entwickeln, in denen Wettbewerbsvorteile und Arbitrage-Möglichkeiten die Abschöpfung einer Marktvorsprungsrente (zur Finanzierung der Entwicklungskosten) so lange ermöglichen, bis die Konkurrenz diese Lösungen verstanden und kopiert hat.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, welche fachspezifischen *Entwicklungsmöglichkeiten*

* Dr. Thomas Renggli ist Leiter Insurance-Marketing von Swiss Re New Markets für Deutschland, Österreich, die Schweiz sowie für Osteuropa.

ten ART in den nächsten Jahren liefern wird und welche *Nachfragebereiche* an Bedeutung gewinnen werden. Hierbei ist, erstens, der Markt für *Katastrophenrisiken* zu erwähnen. Eine Häufung sogenannter Jahrhundert-Naturkatastrophen (wie Erdbeben, Stürme und Überschwemmungen) während der letzten zehn Jahre und die eher pessimistische Einschätzung für die Zukunft (Stichwort: globale Erwärmung) führen zu einer Erschöpfung des Marktes für extreme Naturkatastrophen. Zudem führt der Wunsch der öffentlichen Hand, traditionell nichtversicherbare volkswirtschaftliche Risiken wie Wälder, Strassen, Aufräumarbeiten durch die öffentliche Hand oder Schadenminderungsmassnahmen (z. B. der Bau von Dämmen) an die Versicherungs- oder Kapitalmärkte zu zedieren, zu einem veränderten Verständnis, wie mit solchen Risiken umgegangen werden soll. Hier sind vor allem die grossen Rückversicherer und die Politiker gefordert. Eine Vielzahl von Katastrophenrisiken können an die Kapitalmärkte weitergegeben werden: Flugzeugkatastrophen und «Gen-Risiken» bilden zwei prominente Beispiele.

Zweitens kann eine verstärkte Nachfrage der *Banken* beobachtet werden, die ihre Kapitalbasis durch Auslagerung (*Zession*) eines Teils ihrer Kredit-Portefeuilles (*Credit default*) besser nutzen wollen. Drittens ist bei *Industrieunternehmen* der Trend zu beobachten, Teile ihrer Unternehmerrisiken an die Versicherer oder an den Kapitalmarkt zu zedieren. Viertens besteht Nachfrage nach einer Restrukturierung der Kapitalbasis von Unternehmen im Finanzbereich (Versicherer, Rückversicherer, Banken) mittels *hybrider Kapital-Instrumente*. Ein fünfter Nachfragebereich umfasst den *Rating-Kapital-Support* für Gesellschaften, die ein besonderes Augenmerk auf ihr Rating werfen müssen. Weiter sind Wetter-Derivate für Unternehmen zu nennen, deren wirtschaftlicher Erfolg im besonderen Masse von den Kapiolen der Natur abhängig ist; Beispiele sind Stromerzeuger, Erzeuger landwirtschaftlicher Produkte oder Getränkehersteller.

Entsolidarisierung als ART-Trumpf?

Die Entwicklung nichttraditioneller Finanzierungsinstrumente wird vor allem durch drei Faktoren stark beeinflusst: *Erstens* sind es die sich verändernden Kundenbedürfnisse, auf Grund deren Risiken immer stärker atomisiert und individualisiert werden. Aber auch Kunden, seien dies Industrieunternehmen oder Versicherungsgesellschaften, zeigen sich immer weniger bereit, «schlechte Risiken» mitzufinanzieren (Entsolidarisierung). *Zweitens* hat sich das Marktumfeld

durch den Wettbewerb und die Globalisierung der Kapitalmärkte in den letzten Jahren signifikant verändert: Starke, neue Konkurrenten wie Banken, Broker-Häuser oder international verankerte Versicherungsgruppen treten auf und generieren viel neues Kapital, das investiert werden will. *Drittens* haben sich schliesslich auch die Behörden im Rahmen der gesetzlich geltenden Steuer-, Rechnungslegungs- oder Aufsichtsvorschriften stark den neuen Möglichkeiten angepasst.

Dennoch: Kontinentaleuropa steht *erst am Anfang* der Konvergenz der Kapitalmärkte; gleiches gilt für die Entwicklung der verschiedenen alternativen Behandlungsmethoden von Risiken. Was die Vereinigten Staaten vorgeben, stellt indes auch für Europas Risiko-Manager einen gangbaren Weg dar. Dazu bedarf es auf dem alten Kontinent in Zukunft aber einer intensiveren Auseinandersetzung mit den neuen Modellen der Risikofinanzierung.