

# Investeren in Insurance Linked Securities

Met de huidige lage rentestand is het een hele uitdaging om asset classes te vinden die nog een aardig rendement kunnen leveren bij een risico-profiel dat voor de investerende partij nog acceptabel is ('search for yield'). Zogenaamde illiquid assets passen op zich in deze zoektocht: de illiquiditeit levert een extra illiquiditeitspremie op, die het rendement aantrekkelijk kan maken. Vanuit een verzekeraarsperspectief hebben deze als nadeel dat ze een relatief hoge SCR-eis hebben. Er zijn echter instrumenten die dit laatste nadeel niet hebben, namelijk Insurance Linked Securities (ILS). Deze securities worden voornamelijk beïnvloed door verzekerde (schade)gebeurtenissen en niet door marktomstandigheden (zoals wijzigende rente).

## WAT IS HET?

Meest bekend in de ILS categorie zullen de Catastrophe (CAT) bonds zijn (waar dit artikel dan ook op gefocust zal zijn): dit zijn obligaties die bepaalde risico's (normaliter (natuurlijke) catastroferisico's) overdragen naar een investeerder. In tegenstelling tot een herverzekering, wordt hier dus upfront een bedrag betaald en niet pas als er schade optreedt. De investeerder neemt dus het risico dat een specifiek van te voren vastgesteld event (bijvoorbeeld een aardbeving van een bepaalde grootte in een bepaald gebied, of een orkaan van een zekere sterkte) plaats gaat vinden en krijgt daarvoor een bepaalde return (coupon). Een CAT bond is dus eigenlijk gebaseerd op een herverzekeringsstructuur. Als het (herverzekerde) event zich niet voordoet, vindt naast de coupon uitkeringen gedurende de looptijd (meestal 3 jaar) aan het eind terugbetaling van de hoofdsom plaats (zie ook "Structuur van een CAT bond" verderop).



**Figuur 1:** Kobe (Japan) aardbeving 1995 (links) en Orkaan Katrina 2005 (midden en rechts)

Het is dus van groot belang dat precies omschreven is wat de risico's zijn, zoals de voorwaarden waaronder de CAT bond geraakt kan worden en er dus een verlies op kan treden voor de investeerder(s). Hiertoe wordt gebruik gemaakt van zogenaamde 'triggers' met vooraf gedefinieerde parameters waaraan moet worden voldaan voordat verliezen worden opgebouwd. Deze triggers kunnen op vele manieren worden geconstrueerd, waarbij de meest gangbare zijn

- indemnity: werkelijke portefeuille schade van de uitgevende (her)verzekeraar,
- industry loss trigger: wordt geactiveerd als het totale verlies van een industrie boven een bepaald punt komt,
- parametric index trigger: bijvoorbeeld weerindex, trigger kan dan een bepaalde windkracht zijn en uitkering is ook hier weer onafhankelijk van de daadwerkelijke portfolio loss.

K. van Exel AAG heeft ruim 20 jaar ervaring in de financiële dienstverlening, waarvan 10 jaar in Reinsurance en 2,5 jaar in ILS.



Een kenmerk van 'illiquid assets' is dat je er in geval van nood niet gemakkelijk of op korte termijn vanaf kan komen. CAT bonds hebben echter als voordeel dat er ook een secundaire CAT bond markt bestaat. Dit maakt dat, hoewel CAT bonds tot de 'illiquid assets' behoren, er toch een redelijk goede verhandelbaarheid is.

## HET ONTSTAAN VAN DE CAT BOND MARKT

De Cat bond markt is ontstaan in de jaren '90 in de USA, na de Northridge aardbeving (1994) en orkaan Andrew (1992). Dit waren dusdanig grote gebeurtenissen dat de verzekeringsindustrie op zoek moest naar alternatieve methodes om de risico's af te dekken. Zo ging een aantal verzekeringsmaatschappijen in Florida failliet omdat de schade die voortkwam uit de catastrofale gebeurtenissen niet voorzien was.



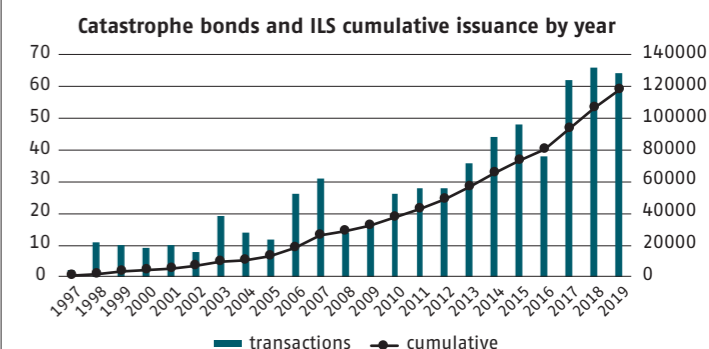
**Figuur 2:** Northridge (California) aardbeving 1994 (links) en Orkaan Andrew (Bahama's en Florida) 1992 (midden en rechts)

De catastrofe modellering stond toen nog in de kinderschoenen: onderwriters analyseerden historische markt aandeel/verlies gegevens en stopten een PML (Probable Maximum Loss) of recent verlies in een verdeling met dikke staart om een prijs te bepalen voor een bepaald (herverzekerings)programma. Dit werkt vooral als het verleden een indicatie is voor de toekomst. Bovendien waren (en zijn) de verzekeringsmaatschappijen in Florida heel laag gekapitaliseerd (geen flinke kapitaalbuffer nodig om als verzekeraar op te mogen treden), waardoor foute inschatting van de risico's ook meteen een bedrijfsrisico vormt.

Er ontstond dus meer vraag naar herverzekeringen, maar daar was de capaciteit in de herverzekeringmarkt niet groot genoeg voor.

## BESTAAN NAAST DE TRADITIONELE HERVERZEKERINGSMARKT

Zoals gezegd heeft het ontstaan van de CAT bond markt veel te maken met het feit dat traditioneel herverzekeringkapitaal niet meer toereikend was. Er werd dus gezocht naar alternatief kapitaal en dat werd gevonden bij bijvoorbeeld pensioenfondsen en (grote) investeringsfondsen. Daar de herverzekeringmarkt eigenlijk blijft groeien (steeds meer noodzaak tot mitigeren van de verzekeringsrisico's door strenge(re) regelgeving en het steeds meer voorkomen van catastrofale gebeurtenissen) is deze alternatieve markt een welkome aanvulling.



**Figuur 3:** Marktonwikkeling ILS afgelopen 25 jaar

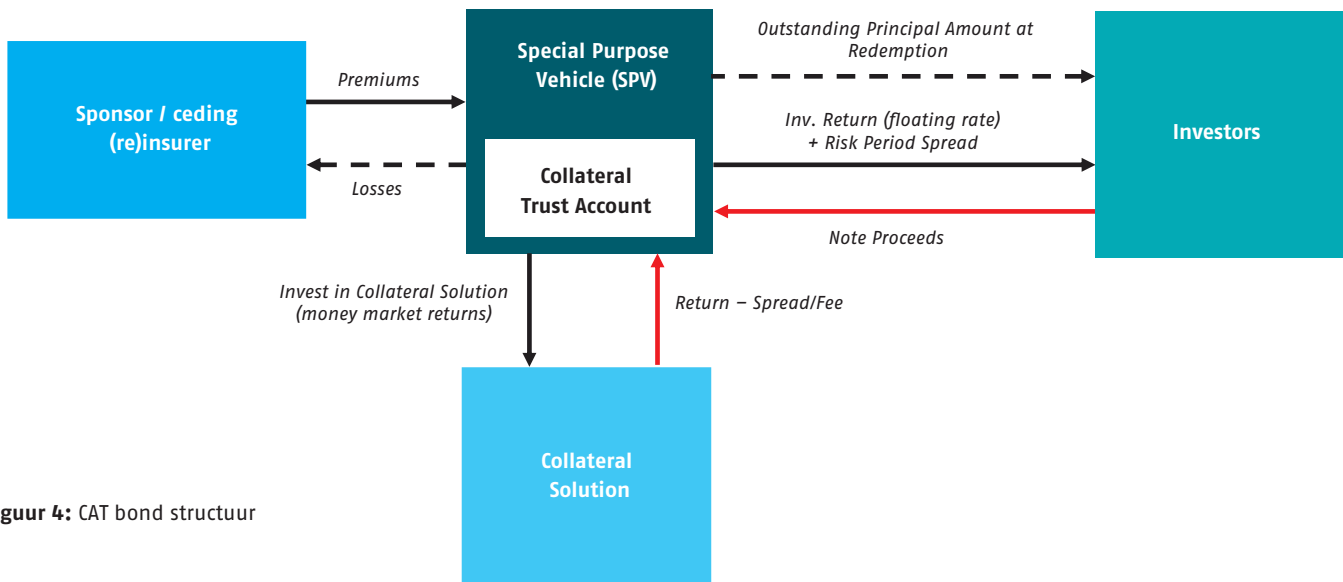
Bron: www.Artemis.bm Deal Directory

Een punt van aandacht is wel dat er nog altijd veel slecht of niet gemodelleerde risico's bestaan (denk aan Wildfire wereldwijd, Flood in diverse regio's, Cyber wereldwijd etc), en dat de traditionele herverzekeringmarkt wel het voordeel heeft van meer kennis van, en/of ervaring met, de onderliggende risico's. Van origine zijn de meeste investeerders geen deskundigen op het gebied van verzekeringsrisico's. Die kennis wordt wel steeds meer binnenshuis gehaald, maar is over het algemeen nog niet op het niveau van een grote herverzekeraar. 2017 en 2018 hebben laten zien dat het niet goed kunnen inschatten van risico's (bijvoorbeeld in het geval van de grote bosbranden in Californië) een groot probleem op kan leveren voor investeerders. Niet alleen dat er verlies op kan treden, maar vooral ook dat er nog 'mogelijk verlies' op gaat treden, zeg maar wat de verzekeraar aan reserve en IBNR aanhoudt na een catastrofe, waardoor aan het einde van de risicoperiode van de CAT bond het geld nog vast blijft staan (zogenoeten 'trapped collateral', over het algemeen is die periode maximaal 3 jaar) totdat de totale schade duidelijk is.

## STRUCTUUR VAN EEN CAT BOND

Een CAT bond structuur heeft een 'Special Purpose Vehicle' (SPV) (of 'Special Purpose Insurer' (SPI)) nodig om het herverzekeringcontract aan te gaan met de sponsor, de premies te ontvangen, de bond uit te geven (aan de investeerders) en de 'principal amounts' te ontvangen. Vervolgens wordt de volledige principal amount van de bond in een collateral account gestort, waarna dit geïnvesteerd wordt in 'veilige' high rated fondsen, zoals money market fondsen.

Wat de investeerder vervolgens ontvangt vanuit de SPV/SPI zijn coupons, opgebouwd uit de rente uit het collateral en de premies die de sponsor betaald (zie figuur 4).



Figuur 4: CAT bond structuur

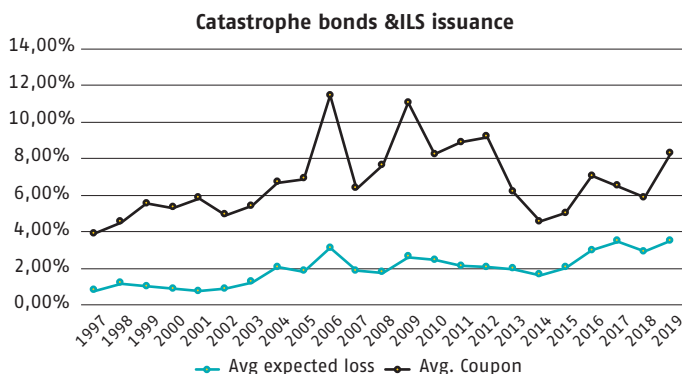
### WAAROM WORDEN CAT BONDS UITGEGEVEN?

CAT bonds worden veelal uitgegeven door (her)verzekeraars om hun 'remote risks' af te dekken (meestal gebeurtenissen die 1 in 100 tot 1 in 250 jaar voorkomen) maar ook steeds vaker al bij hogere frequenties (1 in 40 tot 1 in 100) om het risico te spreiden over verschillende markten (traditioneel en alternatief) en daarmee ook de mogelijkheid te kunnen 'schuiven' tussen de twee takken. Prijzen in de traditionele markt lopen niet 1 op 1 met de alternatieve markt dus het actief zijn op beide markten kan voordeel op leveren.

Wat ook steeds vaker voorkomt is dat bijvoorbeeld overheden op zoek gaan naar het afdekken van catastrofes in hun land (bijvoorbeeld aardbevingen). De Wereldbank heeft al met enige regelmaat hiervoor CAT bonds uitgegeven (onder andere diverse Earthquake bonds in Zuid-Amerika). Dit zijn dan parametrische bonds, die dus een van te voren vastgesteld bedrag uitkeren indien een van te voren vastgestelde gebeurtenis plaatsvindt. De uitkering is niet gelinkt aan daadwerkelijke schade in een portefeuille.

### WAAROM KAN INVESTEREN IN CAT BONDS INTERESSANT ZIJN?

Omdat CAT bonds eigenlijk nauwelijks gecorreleerd zijn met marktrisico is het in de meeste gevallen een mooie diversifier in een beleggingsportefeuille. Bovendien zijn de rendementen aantrekkelijk.



Figuur 5: Risk / return afgelopen 23 jaar

Bron: www.Artemis.bm Deal Directory

Steeds meer (pensioen)fondsen hebben een ILS strategie ontwikkeld of zijn daar mee bezig. PGGM is een voorbeeld in Nederland van een relatief grote investeerder in deze markt. Zij hadden per eind 2019 al meer dan 6 miljard geïnvesteerd in ILS. Voor levensverzekeraars kan dit ook een aantrekkelijke categorie zijn. De diversificatievoordelen zijn hier nog groter, omdat je vanuit een levenbalans investeert in schade risico. Niet iedere balans is echter geschikt voor dit type investering, daar het wel P&L volatiliteit met zich mee brengt: er kan jaren niets gebeuren waardoor je hoog rendement haalt, maar je moet ook de klap op kunnen vangen van een 'catastrofejaar'. Er moet dus wel mogelijkheid en bereidheid zijn om een grote, gespreide (zowel geografisch als qua type risico) portefeuille op te bouwen die dit soort volatiliteit kan opvangen.

Voorlopig lijkt in Nederland de animo voor deze beleggingscategorie nog niet heel groot, maar wie weet hoe dat in de toekomst zal gaan lopen.... ■