



universität
wien

DIPLOMARBEIT

Titel der Diplomarbeit

„ART - Moderne Instrumente für die Absicherung
gegen Großrisiken“

Verfasser

Philipp Pohoralek

Angestrebter akademischer Grad

Magister der Sozial– und Wirtschaftswissenschaften
(Mag. rer. soc. oec.)

Wien, im April 2010

Studienkennzahl lt. Studienblatt:

157

Studienrichtung lt. Studienblatt:

Internationale Betriebswirtschaft

Betreuer:

O. Univ.-Prof. Dipl.-Math. Dr. Jörg Finsinger

Danksagung

An erster Stelle möchte ich meiner Lebenspartnerin danken, die auf Grund dessen, dass sie selbst studiert hat, meine Hochs und Tiefs immer nachvollziehen konnte. Weiters möchte ich meiner Familie danken, die mich während meines Studiums in finanzieller sowie moralischer Hinsicht unterstützt hat und immer für mich da war.

Ein Dank gilt auch Herrn O. Univ.-Prof. Dipl.-Math. Dr. Jörg Finsinger der mir mit Rat und Tat zur Seite stand und meine Diplomarbeit betreut hat.

Zu tiefem Dank verpflichtet bin ich des Weiteren meinem derzeitigen Arbeitgeber L'Oréal Österreich GmbH und dabei ganz im Speziellen Herrn Christopher Tedd, Herrn Christophe Durel und Herrn Patrick Lissmann, die mir mit einer Bildungskarenz die Chance eröffnet haben, meine Diplomarbeit in Ruhe abzuschließen.

Weiters möchte ich all jenen meinen Dank aussprechen, die in irgendeiner Weise an der Fertigstellung meiner Diplomarbeit mitgeholfen haben.

Ganz besonders freut es mich, dass mein Opa, Alfred Walach, noch miterleben darf, wie sein Enkel den von ihm angestrebten akademischen Grad verliehen bekommt. Daher möchte ich diese Arbeit meinem Opa widmen.

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	I
Abbildungsverzeichnis	VII
Tabellenverzeichnis	IX
1. Einleitung	1
1.1. Problemstellung und Zielsetzung.....	1
1.2. Aufbau der Arbeit.....	1
1.3. Der Begriff ART	2
1.4. Historische Entwicklung.....	3
1.5. Größenordnung des ART-Marktes	4
2. Gründe für die Existenz von ART	5
2.1. Marktschwankungen – Der Zyklus des Versicherungs- marktes.....	5
2.2. Grenzen der Versicherbarkeit.....	6
2.2.1. Kriterien der Versicherbarkeit	7
2.2.1.1. Kriterium der Zufälligkeit.....	7
2.2.1.2. Kriterium der Schätzbarkeit	9
2.2.1.3. Kriterium der Eindeutigkeit	9
2.2.1.4. Kriterium der Unabhängigkeit.....	10
2.2.1.5. Kriterium der Größe.....	10
2.2.2. Zusammenfassung	11
2.2.3. Beispiele aus der Realität.....	11
2.3. Risikomanagement.....	14
2.3.1. Einleitung.....	14
2.3.2. Ziele des Risikomanagements	14
2.3.3. Stufen des Risikomanagementprozesses	16
2.4. Veränderte Bedürfnisse des Versicherungsnehmers	17
3. Captives	18
3.1. Einleitung.....	18
3.2. Erscheinungsformen.....	19

3.2.1. Captives klassifiziert nach dem Eigentumsverhältnis	19
3.2.1.1. Risk Retention Groups	20
3.2.1.2. Rent-a-Captive und Captive-Account	20
3.2.1.3. Protected Cell Companies	22
3.2.2. Captives klassifiziert nach der Funktion	22
3.2.3. Captives klassifiziert nach den gezeichneten Risiken	24
3.2.4. Captives klassifiziert nach dem Standort	25
3.3. Zusammenfassung	27
3.4. Vorteile	28
3.4.1. Direkter Zugang zum Rückversicherungsmarkt	28
3.4.2. Cash Flow Vorteile	28
3.4.3. Kosteneinsparungen	29
3.4.4. Abkoppelung von zyklischen Schwankungen des Versicherungs- marktes	29
3.4.5. Finanztechnische Vorteile	29
3.4.6. Risikoauswahl	30
3.4.7. Steuern	30
3.4.8. Überwindung von Kapazitätsengpässen	30
3.5. Nachteile	31
3.5.1. Hoher administrativer Aufwand und Finanzierungskosten	31
3.5.2. Geringer Risikobestand	31
3.5.3. Schwankungen am Rückversicherungsmarkt	32
3.6. Voraussetzungen für die Gründung einer Captive	32
3.6.1. Prämienvolumen	32
3.6.2. Schadensverhütung	33
3.6.3. Rückversicherungsschutz	33
3.6.4. Einbeziehung der Captive in die Unternehmensstruktur	33
3.6.5. Eigenverwaltung oder Fremdverwaltung	34
3.6.6. Ausmaß der Risikoübernahme der Captive	34
3.7. Aktuell: Captives und die Weltwirtschaftskrise	35
4. Contingent Capital	36
4.1. Equity Put Option	37
4.2. Debt Put Option	38

4.3. Exkurs: Was ist eine Option?	39
4.4. Funktionsmerkmale von Contingent Capital	42
4.4.1. Das auslösende Ereignis (Trigger)	42
4.4.1.1. Contingent Capital Lösung mit BIP-Trigger	42
4.4.2. Basiswert	43
4.4.3. Laufzeit	44
4.4.4. Preis und Bezahlung	44
4.4.5. Zusatzvereinbarungen	44
4.5. Vorteile	45
4.6. Nachteile	46
4.7. Zusammenfassung	46
5. Multiline/Multiyear Programme	47
5.1. Struktur eines Multiline/Multiyear Produktes	48
5.2. Vorteile	49
5.3. Nachteile	52
5.4. Zusammenfassung	53
6. Multitrigger Produkte	54
6.1. Ausprägungsformen der Trigger	55
6.2. Beispiele einer Trigger Konstruktion	56
6.2.1. Swiss Re: Betriebsunterbrechungsversicherung mittels Trigger Konstruktion für die Telekommunikationsbranche	56
6.3. Vorteile	57
6.4. Nachteile	58
6.5. Zusammenfassung	59
7. Finite (Re-) Insurance	59
7.1. Einleitung	59
7.2. Funktion einer Finite (Re-) Insurance	64
7.3. Vertragsformen der Finite (Re-) Insurance	65
7.3.1. Retrospektive Vertragsformen	66
7.3.1.1. Time and Distance	66
7.3.1.2. Loss Portfolio Transfer	67

7.3.1.3. Advers Development Cover	70
7.3.2. Prospektive Vertragsformen.....	71
7.3.2.1. Spread Loss Treaty.....	72
7.3.3.2. Finite Quota Share.....	74
7.3.3.2.1. Finite Quota Share und ihre ergebnisglättende Wirkung	75
7.4. Zusammenfassung.....	77
8. Finanzmarktinstrumente.....	78
8.1. Einleitung.....	78
8.2. Versicherungsderivate.....	79
8.2.1. Einleitung	79
8.2.2. Funktionsweise	81
8.2.3. Historisches Beispiel: PCS-Option	82
8.2.4. Exkurs: Wetterderivate.....	85
8.2.5. Vor– und Nachteile.....	86
8.2.6. Versicherungsderivate und Versicherungsnehmer	89
8.3. Versicherungsswaps	90
8.3.1. Einleitung	90
8.3.2. Funktionsweise	91
8.3.3. Vor– und Nachteile.....	92
8.3.4. Versicherungsswaps und Versicherungsnehmer	93
8.4. Insurance Securitization	94
8.4.1. Einleitung	94
8.4.2. Basismodell der Insurance Securitization	96
8.4.3. Ausgewählte Strukturmerkmale	98
8.4.3.1. Ausgestaltung des Triggers	98
8.4.3.2. Risikointensität.....	101
8.4.3.3. Rating	102
8.4.3.4. Investoren	103
8.4.3.5. Platzierung	104
8.4.4. Vor– und Nachteile.....	105
8.4.5. Insurance Securitization und Versicherungsnehmer	106
8.4.6. Marktbedingungen und Ausblick	107
9. Zusammenfassung.....	108

10. Schlussbemerkung	109
Literaturverzeichnis	X
Abstract (Deutsch)	XX
Abstract (English).....	XX
Lebenslauf	XXI

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: „Anzahl Ereignisse 1970 – 2008“	11
Abbildung 2: „Versicherungsschäden von 1970 – 2008“	12
Abbildung 3: „US Kapazitäten: Versicherungsmarkt versus Kapitalmarkt“ ...	13
Abbildung 4: „Funktionsweise einer Erst- und Rückversicherungs-Captive im Vergleich“	24
Abbildung 5: „Captive Standorte gegliedert nach dem Sitz der Muttergesellschaft“	27
Abbildung 6: „Nationwide Mutual Insurance Company - Contingent Surplus Notes Transaktion“	39
Abbildung 7: „Gewinn und Verlust bei einer Call- und einer Put-Option“	41
Abbildung 8: „Entwicklung von einem traditionellen Versicherungsprogramm hin zu einem Multiline/Multiyear Programm“	49
Abbildung 9: „Optimierung des Kapitaleinsatzes durch Aggregation der Selbstbehalte“	50
Abbildung 10: „Systematisierung von Finite (Re-) Insurance Vertragsformen“	66
Abbildung 11: „Wirkung eines Loss Portfolio Transfers auf die Bilanz eines Versicherungsnehmers“	69
Abbildung 12: „Bilanzglättende Wirkung eines Spread Loss Treaty“	73
Abbildung 13: „Grundstruktur der Insurance Securitization“	98
Abbildung 14: „Transparenz und Basisrisiko bei verschiedenen Arten von Triggern“	99

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: „Größenvergleich des ART-Marktes und des Versicherungs- marktes“	4
Tabelle 2: „Unterschiede einer traditionellen (Rück-) Versicherung und einer Finite (Re-) Insurance“	64
Tabelle 3: „Gewinn und Verlustrechnungen ohne Finite Quota Share“	76
Tabelle 4: „Gewinn und Verlustrechnungen mit Finite Quota Share“	77

1. Einleitung

1.1. Problemstellung und Zielsetzung

Durch eine sich ständig verändernde Welt sieht sich auch der Erst- und Rückversicherungsmarkt mit Änderungen konfrontiert. Die Globalisierung und der damit einhergehende steigende Wettbewerb, sowie verschwimmende Grenzen zwischen Versicherungsmarkt und Kapitalmarkt, tragen dazu bei, dass auch die Versicherungsbranche Neuerungen unterworfen ist. Des Weiteren ist zum Beispiel durch den Anstieg von Schadensereignissen enormen Ausmaßes, wie Naturkatastrophen oder Terroranschläge, die Notwendigkeit gegeben, auf alternative Instrumente zurückzugreifen, die es einem Unternehmen ermöglichen, sich gegen solche Risiken abzusichern, wenn die Deckungsgrenzen des Erst- und Rückversicherungsmarktes erreicht sind¹.

Wenn der Markt für Erst- oder Rückversicherung für ein Unternehmen keine adäquaten Alternativen bietet um seine Risiken zu versichern, welche Möglichkeiten gibt es für ein Unternehmen dennoch Versicherungsschutz zu erlangen? Das Ziel dieser Arbeit ist es eine Auflistung der Instrumente zu präsentieren, die einem Unternehmen neben der traditionellen Erst- und Rückversicherung zur Verfügung stehen, sich gegen seine Risiken abzusichern. Besonders die Funktionsweise dieser noch eher neuen Produkte sollen in dieser Arbeit verdeutlicht werden. Weiters wird im Hinblick auf die derzeitige vorherrschende Weltwirtschaftskrise diese Instrumente genau beleuchtet werden und die Vor- und Nachteile, die im Zusammenhang mit ihrer Verwendung, insbesondere durch den Versicherungsnehmer, stehen, aufgezeigt werden.

1.2. Aufbau der Arbeit

Nach der Einleitung im ersten Kapitel, in der eine kurze historische Entwicklung, sowie die Größe des ART-Marktes geschildert wird, soll im zweiten Kapitel der Frage nachgegangen werden, warum es überhaupt zur Entstehung von alternativen Versicherungsformen gekommen ist und noch immer

¹ Vgl. Kuck (2000), S. 59; SwissRE (2003), S. 12.

kommt. Dabei wird besonderes Augenmerk auf die Schwankungen am (Rück-) Versicherungsmarkt, sowie auf die Grenzen der Versicherbarkeit gelegt. Ferner werden der Wunsch nach einem holistischen Risikomanagement und die veränderten Kundenbedürfnisse, als Grund für die Existenz von ART-Lösungen, näher betrachtet. In den Kapiteln drei bis acht werden sodann ausgewählte Produkte die nach herrschender Meinung dem ART zuzuordnen sind, näher erläutert. Fiktive Beispiele, sowie Beispiele aus der Praxis sollen helfen die Funktionsweisen und Einsatzmöglichkeiten dieser, in ihrer Art und Weise unterschiedlichen Produkte zu beschreiben. Das neunte Kapitel, welches eine kurze Zusammenfassung der gesamten Arbeit darstellt, soll noch einmal alle wesentlichen Punkte rekapitulieren. Den Abschluss, das zehnte Kapitel, bildet eine Schlussbemerkung, die die persönlichen Eindrücke des Autors bei der Verfassung seiner Arbeit schildert.

1.3. Der Begriff ART

ART ist die Abkürzung für „Alternativer Risikotransfer“ und ist der Überbegriff für all jene Produkte und Methoden, die eine Alternative zu traditionellen Versicherungs- und Rückversicherungsprodukten beziehungsweise- strukturen darstellt.² Streng betrachtet ist der Begriff Alternativer Risikotransfer für diese globale Definition nicht richtig, da in Literatur und Praxis häufig auch Instrumente bei denen kein Transfer des versicherungstechnischen Risikos stattfindet, wie zum Beispiel bei Captives, unter diesem Begriff subsumiert werden. Daher wäre eigentlich der Ausdruck „Alternative Risikofinanzierung“ der richtigere.³ Durchgesetzt hat sich jedoch der Begriff Alternativer Risikotransfer. Es ist von Autor zu Autor verschieden, welche Instrumente zum ART zu zählen sind. So gehen zum Beispiel Albrecht und Schradin (1998) oder Liebwein (2009) in ihren Werken davon aus, dass nur die Instrumente zum ART gehören, bei denen auch ein tatsächlicher Transfer des versicherungstechnischen Risikos stattfindet.⁴ Im Gegensatz dazu beziehen unter anderem Banks (2004), Culp (2002), Münchner Rück (2000a) und Swiss Re

² Vgl. Eickstädt (2001), S. 70; Patterson (1997), S. 606.

³ Vgl. Eickstädt (2001), S. 2; Grzebiela (2002), S.130.

⁴ Vgl. Albrecht/Schradin (1998), S. 3 und 4; Liebwein (2009), S. 431.

(2003) auch Selbstversicherungsinstrumente und Finite Risk Lösungen mit ein.⁵

Um ein möglichst vollständiges Bild von all jenen Instrumenten zu geben, die nicht den Produkten und Methoden der traditionellen Erst- und Rückversicherung zuzuordnen sind, wird in dieser Arbeit von letztgenannter Betrachtungsweise ausgegangen.

1.4. Historische Entwicklung

Durch die unterschiedlichen Definitionen in der Literatur und Praxis ist auch der Zeitpunkt der Entstehung des ART Marktes schwer zu präzisieren.⁶ Werden auch Captives zum ART gezählt, dann kann im Prinzip mit den ersten Gründungen von Selbstversicherern, Mitte des 19. Jahrhunderts, die Geburt des ART Marktes datiert werden.⁷ Einen kräftigen Entwicklungsschub gab es Mitte der 70er Jahre und Anfang der 80er Jahre des 20. Jahrhunderts, während der US Haftpflichtkrisen und der Medical Malpractice⁸-Krise. In dieser Zeit gab es einen starken Anstieg an Gründungen von Captives.⁹ In den 1980er und 1990er Jahren gewannen Risk Financing Produkte, die jedoch eher darauf ausgerichtet waren das Timing-Risiko zu minimieren, als einen echten Transfer des Risikos zu bewerkstelligen, an Bedeutung. Vor allem verschiedenste Arten von Finite Risk Versicherungen brachten den ART-Markt zum Wachsen. Zur Jahrtausendwende gab es durch Marktderegulierungen, Versicherungszyklen und Produktinnovationen einen weiteren Schub an neuen ART-Produkten. Multiline/Multiyear- und integrierte Produkte, Contingent Capital, Insurance Securitization und Versicherungsderivate erweiterten den ART-Markt um ein weiteres Mal.¹⁰

⁵ Vgl. Banks (2004), S. 51; Culp (2002), S. 362; Münchner Rück (2000a), S. 9; Swiss Re (2003), S. 3.

⁶ Vgl. Eickstädt (2001), S. 71.

⁷ Vgl. Ackermann (1983), S. 41; Eickstädt (2001), S. 71.

⁸ Medical Malpractice bedeutet übersetzt so viel wie „ärztlicher Kunstfehler“. Medizinisches Fachpersonal ist dazu verpflichtet eine Haftpflichtversicherung zu haben, um eventuelle Kosten für Rechtsstreitigkeiten von Kunstfehlern abdecken zu können.

⁹ Vgl. Eickstädt (2001), S. 71; Münchner Rück (2000a), S. 5.

¹⁰ Vgl. Banks (2004), S. 51.

1.5. Größenordnung des ART-Marktes

Die Größenordnung für den ART-Markt kann nur sehr schwer beziehungsweise gar nicht beziffert werden. Der Grund hierfür liegt in der unterschiedlichen Definitionsauffassung für den Begriff ART¹¹, sowie der unscharfen Trennung von traditionellem Versicherungsmarkt und ART-Markt¹². Des Weiteren wird die Größe des traditionellen Versicherungsmarktes zumeist am Prämienvolumen gemessen, während für ART-Produkte, wie zum Beispiel Insurance Securitization, nicht die generierten Prämien, sondern die durch sie generierten Kapazitäten ausschlaggebend sind.¹³ Um dennoch ein Gefühl für den Größenunterschied zwischen dem Markt für ART-Produkte und dem traditionellen Versicherungsmarkt zu bekommen, sei auf Tabelle 1 hingewiesen.

Größenvergleich verschiedener Märkte	in Mrd. US Dollar
geschätzte Größe des weltweiten ART-Marktes*	13
geschätzte Größe des weltweiten Rückversicherungsmarktes	124
geschätzte Größe des weltweiten Versicherungsmarktes	2.129
geschätzte Größe des europäischen Versicherungsmarktes	669

* ohne Captives, jedoch mit Insurance Securitization

Tabelle 1: „Größenvergleich des ART-Marktes und des Versicherungsmarktes“¹⁴

Hauptsächlich wird der Markt für ART von New York, Bermuda, London, Zürich, Dublin und Luxemburg aus geleitet.¹⁵ Das ART Geschäft wird sowohl von großen Industrieunternehmen und Versicherungsunternehmen als auch von Banken, sowie von einer Vielzahl an Finanzintermediären betrieben.¹⁶

¹¹ Vgl. Eickstädt (2001), S. 72.

¹² Vgl. Grzebiela (2002), S. 135.

¹³ Vgl. Eickstädt (2001), S. 72.

¹⁴ Quelle: European Commission (2000), S. 22.

¹⁵ Vgl. European Commission (2000), S. 23; Grzebiela (2002), S. 136.

¹⁶ Für eine detaillierte Auflistung aller Unternehmen der verschiedenen Branchen vgl. European Commission (2000), S. 46ff.

2. Gründe für die Existenz von ART

Die Gründe warum es ART-Produkte gibt, liegen vereinfacht ausgedrückt in den Grenzen traditioneller Versicherungsprodukte.¹⁷ Schwankungen am Versicherungsmarkt, Kapazitätsengpässe und das Verlangen nach einem möglichst ganzheitlichen Risikomanagement innerhalb des Unternehmens, sowie veränderte Kundenbedürfnisse führen dazu, dass traditionelle Versicherungsprodukte nicht mehr vollständig die Bedürfnisse des Versicherungsnehmers erfüllen können.¹⁸

2.1. Marktschwankungen – Der Zyklus des Versicherungsmarktes

Ein Phänomen des Versicherungsmarktes ist die zyklische Schwankung der Preise für Versicherungsschutz.¹⁹ Dabei wechseln sich Phasen weicher Märkte mit Phasen harter Märkte ab.²⁰ In harten Märkten sind die Preise für Versicherungsschutz und die erwirtschafteten Gewinne der Versicherer hoch. Im Gegensatz dazu ist die Deckungskapazität gering. Weiche Märkte hingegen sind gekennzeichnet durch niedrige Preise und Gewinne, jedoch einem hohen Grad an Deckung.²¹ ART-Produkte werden besonders in Phasen harter Märkte nachgefragt, da in diesen Zeiträumen traditioneller Versicherungsschutz nur sehr teuer bzw. in manchen Fällen gar nicht existiert.²² Von Versicherungszyklen sind vor allem diejenigen Marktteilnehmer betroffen die gewerbliche- oder industrielle Risiken zeichnen.²³

Der Ablauf der Zyklen ist immer gleich. In Zeiten niedriger Schadensbelastungen und genügend hoher Gewinne der Versicherungsunternehmen, steht ausreichend Kapital zur Verfügung und die Kapazität des Marktes ist hoch. Dadurch, dass die Nachfrage nach Versicherungsschutz relativ preisunelastisch ist, führt der steigende Wettbewerb um die begrenzte Anzahl an Risiken zu sinkenden Prämiensätzen und größeren Deckungsumfang. Dies wird als

¹⁷ Vgl. Gerathewohl (1989), S. 26; Byrne (1998), S. 29.

¹⁸ Vgl. Eickstädt (2001), S. 73; Flämig (2007), S. 37; Grzebiela (2002), S. 134 und 135; Herold/Paetzmann (1999), S. 27 und 28.

¹⁹ Vgl. Flämig (2007), S. 37.

²⁰ Vgl. Maguhn (2007), S. 13.

²¹ Vgl. Niehaus/Terry (1993), S. 466; Maguhn (2007), S. 14.

²² Vgl. Flämig (2007), S. 37.

²³ Vgl. Maguhn (2007), S. 13.

soft market bezeichnet. Die sinkenden Prämien führen zu einer Verschlechterung der Gewinnlage der Versicherungsunternehmen. Wenn zum gleichen Zeitpunkt auch noch Schadenereignisse in großem Ausmaß auftreten, beschleunigt sich die Gewinnreduzierung weiter. Der Markt wird weniger attraktiv, der Wettbewerb sinkt und im Zuge dessen, steigen die Prämien wieder.²⁴ Die schlechten Ergebnisse der Versicherer führen jedoch nicht nur zu einer Steigerung der Prämien, sondern auch zu einer Einschränkung des Deckungsumfangs.²⁵ Dies liegt in der Besonderheit der Versicherungswirtschaft. Ein Versicherungsunternehmen muss den übernommenen Risiken immer genügend Kapital gegenüberstellen. Sinkt der Kapitalbestand des Versicherungsunternehmens, dann erschöpft dies die Zeichnungskapazität.²⁶ Durch die steigenden Prämien und den geringeren Deckungsumfang, stabilisiert sich die Ertragslage der Versicherer wieder.²⁷ Dies wird als *hard market* bezeichnet. Während einer solchen Marktsituation suchen Unternehmen vermehrt nach günstigeren Möglichkeiten sich gegen ihre Risiken abzusichern, da im traditionellen Versicherungsmarkt nur zu teuren Preisen Versicherungsschutz gekauft werden kann. Die Nachfrage nach ART-Produkten steigt in einer solchen Phase merklich an.²⁸ Die durchschnittliche Dauer eines solchen Zyklus beträgt ungefähr 8,5 Jahre.²⁹ Die durch den Versicherungszyklus beschriebenen starken Schwankungen der Prämien, machen es für ein Unternehmen sehr schwer zukünftige Belastungen vorherzusagen. Dies steht im Widerspruch zum eigentlichen Sinn einer Versicherung, nämlich ungewisse Zahlungen in kalkulierbare Prämien umzuwandeln. Schwanken die Prämien zu stark kann dieser Anreiz verloren gehen und es ist von Vorteil sich alternativer Möglichkeiten zu bedienen.³⁰

2.2. Grenzen der Versicherbarkeit

Durch die stetig wachsende Notwendigkeit sich gegen Katastrophenrisiken, wie zum Beispiel Naturkatastrophen oder Terrorrisiken, abzusichern und

²⁴ Vgl. Eickstädt (2001), S. 25.

²⁵ Vgl. Flämig (2007), S. 39.

²⁶ Vgl. SwissRe (2005), S. 14.

²⁷ Vgl. Eickstädt (2001), S. 25.

²⁸ Vgl. Flämig (2007), S. 39.

²⁹ Vgl. Maghun (2007), S. 55.

³⁰ Vgl. Eickstädt (2001), S. 28 und 29.

durch das Entstehen neuer Risiken, im Bereich unternehmerischer Risiken und Finanzrisiken, die im traditionellen Versicherungsmarkt als nicht-versicherbar gelten, werden den Unternehmen die Versicherungsschutz suchen, die Grenzen traditioneller Produkte aufgezeigt.³¹ Gefragt sind alternative Möglichkeiten die Schutz gegen Risiken gewährleisten, die nach herkömmlichen Maßstäben als nicht-versicherbar angesehen werden.³²

2.2.1. Kriterien der Versicherbarkeit

Die Betrachtung der Versicherung als Risikotransfer zeigt, dass das Zustandekommen von Versicherungsgeschäften von den subjektiv geprägten wirtschaftlichen Entscheidungen des Versicherungsnehmers und des Versicherers abhängt. Nur wenn beide Parteien einen Nutzen aus dem Versicherungsgeschäft ziehen kommt es zustande.³³ Somit existiert keine allgemeingültige Definition für die Grenzen der Versicherbarkeit von Risiken.³⁴ Sondern wie schon erwähnt, entscheiden im Prinzip der zu Versichernde und der Versicherer darüber, ob ein Risiko als versicherbar gilt oder nicht.³⁵ Dennoch werden in der Literatur objektive Kriterien aufgezählt die helfen sollen ein Risiko als versicherbar zu klassifizieren. Dazu zählen das Kriterium der Zufälligkeit der Schadensverteilung, das Kriterium der Schätzung der Schadensverteilung, das Kriterium der Eindeutigkeit der Schadensverteilung, das Kriterium der Unabhängigkeit der Schadensverteilung und das Kriterium der Größenmerkmale der Schadensverteilung.³⁶

2.2.1.1. Kriterium der Zufälligkeit

Das Kriterium der Zufälligkeit verlangt, dass das Ereignis welches den Versicherungsfall auslöst, ungewiss und unbeeinflussbar sein muss.³⁷ Ungewiss setzt voraus, dass der Versicherer und der zu Versichernde über einen symmetrischen Informationsstand verfügen.³⁸ Ist dies nicht der Fall, so kann

³¹ Vgl. Herold/Paetzmann (1999), S. 27 und 28.

³² Vgl. Flämig (2007), S. 43.

³³ Vgl. Farny (2006), S. 37.

³⁴ Vgl. Berliner (1985), S. 322; Eickstädt (2001), S. 33.

³⁵ Vgl. Farny (2006), S. 37.

³⁶ Vgl. Farny (2006), S. 38; Flämig (2007), S. 43; Grzebiela (2002), S. 52; Karten (2000), S. 127; Kuck (2000), S. 25-30.

³⁷ Vgl. Grzebiela (2002), S. 54; Karten (1988), S. 350; Kuck (2000), S. 25.

³⁸ Vgl. Grzebiela (2002), S. 54.

das Problem der adversen Selektion oder des moralischen Risikos auftreten.³⁹

Adverse Selektion beschreibt das Phänomen der asymmetrischen Informationsverteilung der Parteien vor Vertragsabschluss.⁴⁰ George Akerloff beschreibt dieses Phänomen in seiner Forschungsarbeit „The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism“ anhand des Marktes für Gebrauchtwagen. Die Nachfrager von Gebrauchtwagen können nicht zwischen den Anbietern von guterhaltenen Gebrauchtwagen und schlechterhaltenen Gebrauchtwagen unterscheiden. Die Anbieter wissen jedoch sehr gut über die Qualität ihrer Autos bescheid. Der gewöhnlich informierte Nachfrager geht daher von einer durchschnittlichen Güte der Autos aus. Die Anbieter guter Autos werden meist einen höheren Preis verlangen müssen, um ihre Kosten decken zu können, als die Anbieter schlechter Autos. Da diese jedoch sehr wohl davon in Kenntnis sind, dass die Nachfrage über den Qualitätszustand der Autos nicht bescheid wissen, besteht für sie der Anreiz den selben höheren Preis, wie den der Anbieter guter Autos, zu verlangen. Da dieser Preis unter Umständen über dem Preis liegt, den die Nachfrager für die von ihnen erwartete durchschnittliche Qualität der Autos bereit sind zu zahlen, werden keine guten Autos mehr verkauft. Dies führt dazu, dass der Markt für Gebrauchtwagen guter Qualität verschwindet.⁴¹

Umgelegt auf das Versicherungswesen, bedeutet das Problem der adversen Selektion, dass Personen mit hohen Schadenserwartungen stärker nach Versicherungsschutz ansuchen, als Personen mit unterdurchschnittlich hohen Schadenserwartungen.⁴²

Im Gegensatz zur adversen Selektion beschreibt das Problem des moralischen Risikos eine asymmetrische Informationsverteilung der involvierten Parteien nach Abschluss des Vertrages.⁴³ Zum Beispiel ist dies der Fall, wenn sich der Versicherte nach Abschluss des Versicherungsvertrages be-

³⁹ Vgl. Kuck (2000), S. 26.

⁴⁰ Vgl. Furubotn/Richter (2003), S. 175.

⁴¹ Vgl. Akerlof (1970), S. 489ff.

⁴² Vgl. Furubotn/Richter (2003), S. 176; Karten (1993), S. 64; Kuck (2000), S. 26.

⁴³ Vgl. Furubotn/Richter (2003), S. 584.

sonders risikoreich verhält oder Schadensverhütungsmaßnahmen vernachlässigt.⁴⁴

In der Versicherungswelt wird versucht diesen beiden Phänomenen mittels detaillierten Auskunftspflichten des Versicherungsnehmers vor Vertragsabschluss, sowie mittels vertraglichen Vereinbarungen über Sicherheitsobliegenheiten und/oder Selbstbeteiligungen des Versicherten entgegenzuwirken. Auch kann mit der Verwendung von Bonus-Malus-Systemen oder mit bestimmten im Vertrag vereinbarten Leistungsausschlüssen, eine negative Auswirkung auf die Zufälligkeit vermindert werden.⁴⁵

2.2.1.2. Kriterium der Schätzbarkeit

Das Kriterium der Schätzbarkeit verlangt, dass den zu versichernden Risiken bestimmte Eintrittswahrscheinlichkeiten zugeordnet werden können, sowie die Bestimmbarkeit der Versicherungsleistung. Die Praxis zeigt jedoch, dass Versicherungsunternehmen auch Risiken zeichnen die jeglicher statistischer Grundlage entbehren.⁴⁶ Die Tarifierung erfolgt auf Grund subjektiver Wahrscheinlichkeitseinschätzung, sogenannter judgements rates.⁴⁷ Jedoch steigt die Höhe der Prämie mit zunehmender Unsicherheit der subjektiven Schätzung.⁴⁸

2.2.1.3. Kriterium der Eindeutigkeit

Das Kriterium der Eindeutigkeit verlangt, dass sowohl dem Schadensfall als auch der Schadenshöhe objektiv messbare Größen zugeordnet werden können.⁴⁹ Dies sollte schon im Versicherungsvertrag genau festgelegt sein, wann und in welcher Höhe das Versicherungsunternehmen an den Versicherten zu leisten hat. In den meisten Fällen ist es jedoch notwendig, um das Kriterium der Eindeutigkeit zu erfüllen, eine Deckungsobergrenze zu definieren. Das hat allerdings zur Folge, dass die Spitze des zu tragenden Risi-

⁴⁴ Vgl. Grzebiela (2002), S. 54; Kuck (2000), S. 26.

⁴⁵ Vgl. Kuck (2000), S. 27.

⁴⁶ Vgl. ebenda S. 28.

⁴⁷ Vgl. Grzebiela (2002), S. 55.

⁴⁸ Vgl. Kuck (2000), S. 28.

⁴⁹ Vgl. Grzebiela (2002), S. 54; Karten (1988), S. 351; Kuck (2000), S. 27.

kos auf den Versicherungsnehmer übertragen wird und sollte daher erst als letzte Möglichkeit, das Kriterium zu erfüllen betrachtet werden.⁵⁰

2.2.1.4. Kriterium der Unabhängigkeit

Das Kriterium der Unabhängigkeit verlangt, dass die versicherten Risiken eines Kollektivs nicht positiv korreliert sein dürfen. Ist die Unabhängigkeit des Schadensverlaufs nicht gegeben, so stellt dies eine Bedrohung für den Risikoausgleich im Kollektiv dar. Wenn der Eintritt eines Schadensfalls zur Folge hat, dass ein Großteil der Versicherten einen Schaden erleidet, so stellen die einzelnen Schäden keine unabhängigen Ereignisse mehr dar. Kumulschäden können unter Umständen dazu führen, dass ein Versicherungsunternehmen an seine Kapazitätsgrenzen stößt.⁵¹ Es ist jedoch möglich Teilbestände derartiger Risiken zusammenzufassen, um somit wiederum einen Risikoausgleich zu generieren.⁵²

2.2.1.5. Kriterium der Größe

Das Kriterium der Größe bezieht sich auf die höchstmögliche vom Versicherungsunternehmen zu leistenden Entschädigung im Schadensfall.⁵³ Überdurchschnittlich hohe Einzelrisiken führen zu einer starken Streuung des erwarteten Schadensverlaufs des Versicherungsbestandes und können dazu führen, dass das Versicherungsunternehmen hohe Verluste erleidet beziehungsweise sogar zahlungsunfähig wird. Daher ist das Kriterium der Größe für die Versicherbarkeit eines Risikos immer in Relation zu den risikopolitischen Möglichkeiten des Versicherers zu setzen. Risiken mit Großschadenscharakter können unter Umständen mittels Zusammenfassung der Kapazitäten mehrerer Versicherer, Rückversicherung oder Risikopools versichert werden.⁵⁴

⁵⁰ Vgl. Kuck (2000), S. 27.

⁵¹ Vgl. Grzebiela (2002), S. 56.

⁵² Vgl. Kuck (2000), S. 29.

⁵³ Vgl. Grzebiela (2002), S. 56; Kuck (2000), S. 30.

⁵⁴ Vgl. Farny (2006), S. 39 und 40.

2.2.2. Zusammenfassung

Aus der Sicht des Versicherers gibt es keine einheitlich definierbare Grenze über die Versicherbarkeit eines Risikos. Ob und in welcher Form ein Risiko versichert wird hängt viel mehr von der Entscheidung des Versicherers selbst ab. Die Entscheidung wird jedoch begünstigt von den verfügbaren Kapazitäten und der risikopolitischen Einstellung des Versicherers, sowie in wie weit die oben genannten Kriterien erfüllt werden.⁵⁵

2.2.3. Beispiele aus der Realität

Obige Ausführungen gelten insbesondere für sogenannte „high frequency, low severity“ Risiken, die in großem Ausmaß von einander unabhängig sind und eine ziemlich konstante Wahrscheinlichkeitsverteilung besitzen.⁵⁶ Im Gegensatz dazu haben es traditionelle Produkte im Bereich der „low frequency, high severity“ Risiken schwer den Bedürfnissen des Versicherungsnehmers zu entsprechen.⁵⁷

Es ist jedoch zu beobachten, dass eben solche Ereignisse von katastrophalen Ausmaß immer häufiger nacheinander auftreten. Abbildung 1 zeigt den Verlauf von Naturkatastrophen sowie Man-made-Katastrophen (zum Beispiel Terroranschläge) von 1970 bis 2008.⁵⁸

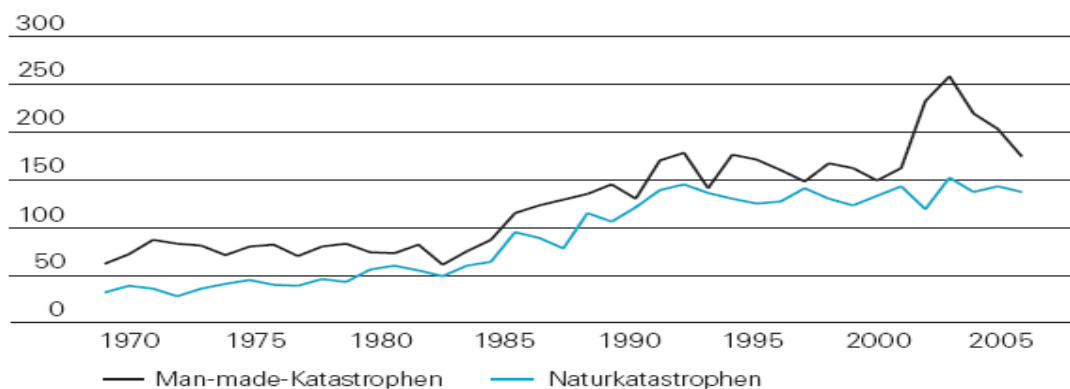


Abbildung 1: „Anzahl Ereignisse 1970 – 2008“⁵⁹

⁵⁵ Vgl. Farny (2006), S. 40.

⁵⁶ Vgl. Flämig (2007), S. 43.

⁵⁷ Vgl. Flämig (2007), S. 44; Herold/Paetzmann (1999), S. 27.

⁵⁸ Vgl. SwissRe (2009), S. 4.

⁵⁹ Quelle: SwissRe (2009), S. 4.

Weiters ist zu beobachten, dass durch eine erhöhte Wertekonzentration die Schadenshöhe je Katastrophenereignis ansteigt.⁶⁰ Das hat zur Folge, dass der Anteil der versicherten Werte an den Gesamtschäden wächst.⁶¹

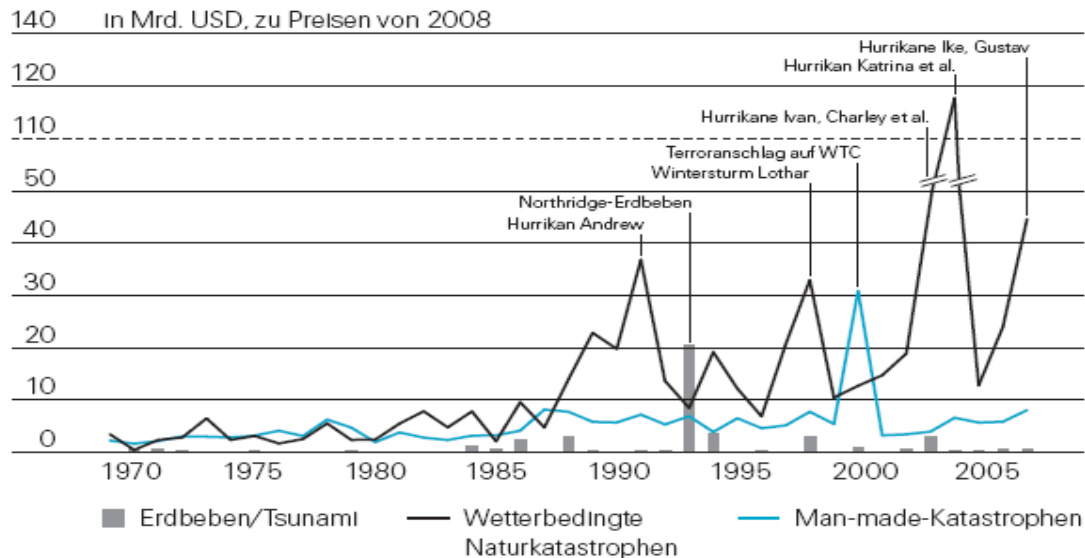


Abbildung 2: „Versicherungsschäden von 1970 – 2008“⁶²

Die Daten aus der sigma Studie zeigen, dass die Höhe der versicherten Werte der Schäden von 1970 bis 2008 angestiegen ist. Waren im Jahr 1970 Belastungen in Höhe von 5 Milliarden USD zu beobachten, so sind die Kosten im Jahr 2004 auf knapp über 40 Milliarden USD und im Jahr 2008 sogar auf 52,5 Milliarden USD angestiegen. Allerdings gab es im Jahr 2008 Schäden, verursacht durch Naturkatastrophen und Man-made-Katastrophen von geschätzten 269 Milliarden USD. Das zeigt, dass ungefähr nur 20 Prozent aller Großschäden in diesem Jahr versichert waren.⁶³

Hier könnte die Verwendung von ART Instrumenten ein Ansatzpunkt sein um Risiken, die mit traditionellen Versicherungsprodukten als nicht- oder nur unter bestimmten Voraussetzungen, wie zum Beispiel überdurchschnittlich hohe Prämien, versicherbar angesehen werden, zu versichern. Denkbar wäre es auf höher kapitalisierte Märkte, wie zum Beispiel den Kapitalmarkt, auszuweichen, um zusätzliche Deckungskapazität für Katastrophenrisiken zu

⁶⁰ Vgl. Flämig (2007), S. 48.

⁶¹ Vgl. Nguyen (2007a), S. 5.

⁶² Quelle: SwissRe (2009), S. 6.

⁶³ Vgl. SwissRe (2009), S. 5 und 6.

erlangen.⁶⁴ Vergleicht man den US Kapitalmarkt mit dem US Erst- und Rückversicherungsmarkt, so entspricht ungefähr ein Prozent der Kapazität des US Kapitalmarktes dem gesamten US Versicherungsmarkt. Angesichts diesem Vergleich scheint es logisch zu sein, sich des Kapitalmarktes zu bedienen um Kapazitätsengpässe am Versicherungsmarkt zu überwinden.⁶⁵ Abbildung 3 soll den eben erwähnten Vergleich nochmals verdeutlichen.

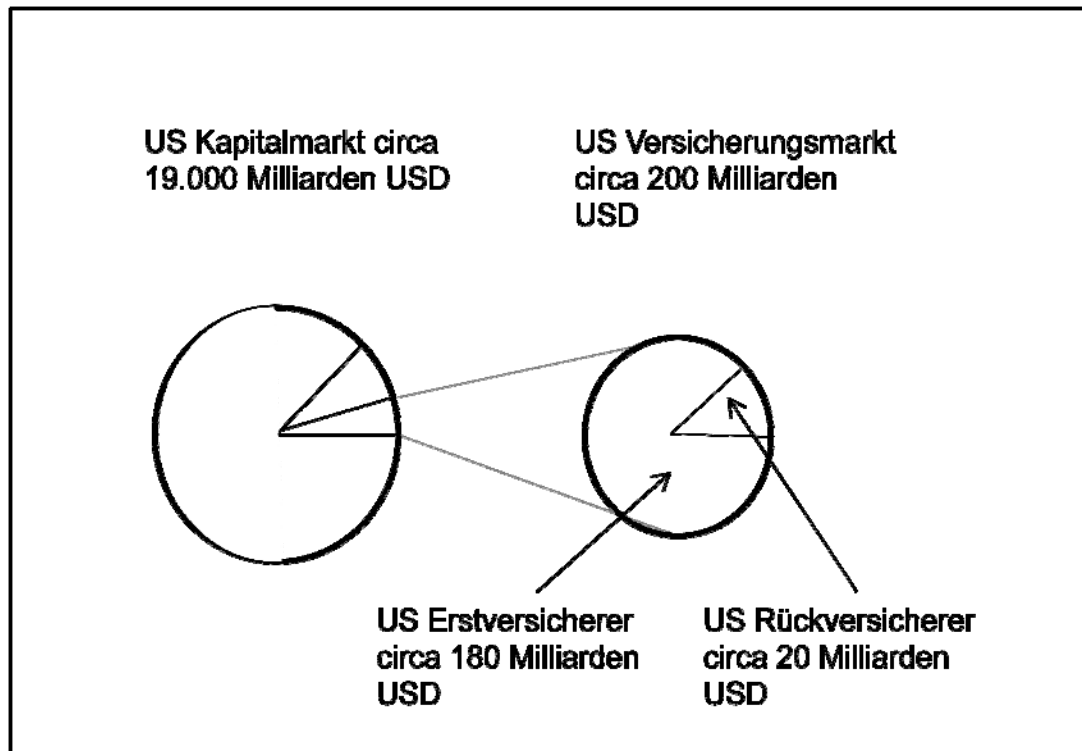


Abbildung 3: „US Kapazitäten: Versicherungsmarkt versus Kapitalmarkt“⁶⁶

Ein weiterer Vergleich der den Größenunterschied der beiden Märkte illustriert kommt von Kielholz und Durrer. 1997 betrug der PML⁶⁷ eines Erdbebens in den USA Schätzungen zufolge ungefähr 100 Milliarden USD. Gemessen an der Standardabweichung betrug die tägliche Wertschwankung am Kapitalmarkt der USA in etwa 133 Milliarden USD.⁶⁸ Allerdings bleibt bei diesen Überlegungen zu beachten, dass im Falle einer tatsächlichen Schadenszahlung die Finanzmittel auch wirklich zur Verfügung stehen müssen.⁶⁹

⁶⁴ Vgl. Liebwein (2009), S. 436.

⁶⁵ Vgl. ebenda S. 436.

⁶⁶ Quelle: Liebwein (2009), S. 436.

⁶⁷ PML = Possible Maximum Loss

⁶⁸ Vgl. Kielholz/Durrer (1997), S. 3.

⁶⁹ Vgl. Liebwein (2009), S. 437 Fußnote 2766.

2.3. Risikomanagement

2.3.1. Einleitung

Unter Risikomanagement wird in der Literatur eine möglichst vollständige Erkennung und Bewertung aller das Unternehmen betreffenden Risiken verstanden, sowie die Setzung geeigneter Maßnahmen zur Bewältigung dieser Risiken.⁷⁰ Allerdings ist zu beachten, dass nicht nur die als versicherbar geltenden Risiken behandelt werden sollten, sondern wirklich alle potenziellen Risiken, die ein Unternehmen treffen könnten.⁷¹ Herkömmliche Risikomanagementansätze beschränken sich lediglich auf das Insurance Management und somit auf die als im traditionellen Sinn geltenden versicherbaren Risiken.⁷² Diese Sichtweise erscheint als nicht sinnvoll. Zum einen ist für eine ideale Risikopolitik das Erreichen eines holistischen Risikomanagements von größter Bedeutung und dies beinhaltet auch die theoretisch nicht-versicherbaren Risiken⁷³, zum anderen ist wie in Punkt 2.2.1. schon erläutert wurde, die Trennung in versicherbare– und nicht-versicherbare Risiken im Prinzip nicht möglich.

Um die Idee eines holistischen Risikomanagements in einem Unternehmen zu verwirklichen, können neben herkömmlichen Versicherungsprodukten, ART Instrumente genutzt werden.⁷⁴ Anzumerken ist, dass ART Lösungen nicht als Ersatz für traditionelle Versicherungsprodukte angesehen werden sollten, sondern als zusätzliche Möglichkeit Risiken zu entschärfen und zu versichern.⁷⁵

2.3.2. Ziele des Risikomanagements

Vornehmlichstes Ziel eines integrierten Risikomanagements ist es die Ruinwahrscheinlichkeit eines Unternehmens zu minimieren beziehungsweise unter ein bestimmtes Niveau zu senken. Weiters sollen dadurch die Zukunftschancen des Unternehmens verbessert werden, in dem mögliche Risi-

⁷⁰ Vgl. Brühwiler (1994), S. 68; Eickstädt (2001), S. 44; Farny (1979), S. 19; Grzebiela (2002), S. 34.

⁷¹ Vgl. Eickstädt (2001), S. 45; Grzebiela (2002), S. 35.

⁷² Vgl. Rendl (1994), S. 59; Wagner (2000), S. 15 und 16.

⁷³ Vgl. Eickstädt (2001), S. 45; Grzebiela (2002), S. 35.

⁷⁴ Vgl. Grzebiela (2002), S. 35.

⁷⁵ Vgl. SwissRe (2001), S. 34.

ken erkannt werden und geeignete Maßnahmen gesetzt werden, um somit die finanzielle Substanz des Unternehmens, wie Produktionsmittel und Arbeitskräfte zu sichern.⁷⁶ Das Risikomanagement sollte entsprechend einer holistischen Betrachtungsweise an der Erfolgsrechnung beziehungsweise der Bilanz des Unternehmens ausgerichtet werden, um das Unternehmen vor suboptimalen Risikoauswirkungen zu schützen.⁷⁷ Des Weiteren sind die Eigentümer des Unternehmens und die Medien eine treibende Kraft in der Entwicklung hin zu einem holistischen Risikomanagement, da diese einen immer kritischer werdenden Standpunkt bezüglich Risiko im Unternehmen einnehmen. Vor dem Hintergrund des „Shareholder-Value-Konzeptes“, sollen vor allem auch die Anteilhaber eines Unternehmens von den negativen Auswirkungen der Risiken, durch ein entsprechendes Risikomanagement geschützt werden.⁷⁸

Weiters kann durch die Implementierung eines holistischen Risikomanagements eine höhere Kosteneffizienz erzielt werden. Durch eine ganzheitliche Betrachtung und Erkennung aller Risiken die ein Unternehmen betreffen, können durch eine gezielte Verbindung verschiedenster Instrumente (traditionelle Versicherungsprodukte, sowie ART Lösungen) Diversifikationspotenziale genutzt werden, um somit die Risikokapitalkosten zu senken. Geht man davon aus, dass die Risiken eines Unternehmens unabhängig von einander sind, so können Kosteneinsparungseffekte erzielt werden, weil die Kosten für die Deckung einzelner Risiken höher sind, als die Kosten für die ganzheitliche Deckung dieser Einzelrisiken. Auch können durch die Zusammenfassung der Risiken Verwaltungskosten auf Seiten des Versicherers eingespart werden, die dann an den Versicherungsnehmer weitergegeben werden können. Neben den direkten Kostenersparnissen, führt ein integriertes Risikomanagement zu einer höheren Planungsstabilität im Bereich der Kosten für die Risiken. Denn, wieder unter der Voraussetzung dass der Risikobestand eines Unternehmens unabhängig ist, kann gezeigt werden, dass die Schwankung der Kosten mehrerer zusammengefasster Risiken in einem

⁷⁶ Vgl. Eickstädt (2001), S. 47; Grzebiela (2002), S. 35.

⁷⁷ Vgl. Grzebiela (2002), S. 133.

⁷⁸ Vgl. Knebel (2001), S. 6.

Portefeuille geringer ist, als die Summe der Kostenschwankungen der Einzelrisiken.⁷⁹

Ein theoretisches Beispiel soll die Ausführungen verdeutlichen: Angenommen ein Unternehmen ist einer Vielzahl an voneinander unabhängigen Risiken ausgesetzt, wie zum Beispiel Naturkatastrophen $R(cat)$ und Währungsschwankungsrisiken $R(cur)$ so kann es im Sinne einer Kostenminimierung günstiger sein, die Summe all dieser Risiken gemeinsam zu decken, als die Deckung für jedes einzelne Risiko isoliert zu kaufen. Der Grund dafür ist, dass die Risiken nicht miteinander korreliert sind (1). Passiert zum Beispiel eine Naturkatastrophe, so ist der Grund dafür sicherlich nicht eine Währungsschwankung auf dem Wirtschaftsmarkt.⁸⁰ Der umgekehrte Fall wäre allerdings sehr wohl denkbar.⁸¹ Geht man nun davon aus, dass die beiden Risiken von einander unabhängig sind, dann werden die Kosten der gemeinsamen Deckung der Risiken kleiner sein, als würden die Risiken jeweils separat von einander gedeckt werden (2). Außerdem wird die Volatilität der Kosten für gemeinsame Deckung niedriger sein, als die der Einzelrisiken (3).⁸²

$$(1) \text{Cov}(R(cat); R(cur)) \leq 0 \quad (\text{Annahme})$$

$$(2) E[K(R(cat)) + K(R(cur))] \leq E[K(R(cat))] + E[(R(cur))]$$

$$(3) \text{Var}\{E[K(R(cat)) + K(R(cur))]\} \leq \\ \text{Var}\{E[K(R(cat))]\} + \text{Var}\{E[(R(cur))]\}$$

Zusätzlich verfolgt das Risikomanagement auch noch nicht-ökonomische Ziele. So sollten durch Erfahrungswerte schon im Vorraus geeignete Maßnahmen zur Schadensverhütung geliefert werden.⁸³

2.3.3. Stufen des Risikomanagementprozesses

Risikomanagement sollte als ein Prozess betrachtet werden⁸⁴ und beinhaltet die Identifikation möglicher das Unternehmen betreffende Risiken, die Schät-

⁷⁹ Vgl. Münchner Rück (2000b), S. 12 und 13.

⁸⁰ Vgl. ebenda S. 13 und 14.

⁸¹ Vgl. ebenda S. 14 Fußnote 21.

⁸² Vgl. Münchner Rück (2000b), S. 14.

⁸³ Vgl. Eickstädt (2001), S. 48.

⁸⁴ Vgl. Grzebiela (2002), S. 35.

zung der damit verbundenen Kosten, die Evaluierung der Häufigkeit eintretender Schäden, die Analyse der Möglichkeiten sich gegen diese Risiken abzusichern, die Auswahl und Einführung der gewünschten Alternativen, sowie die Kontrolle des Ergebnisses. Wichtig ist vor allem, nachdem die Risiken erkannt und analysiert wurden, die Auswahl aller in Betracht kommenden Instrumente um ein ganzheitliches Risikomanagement im Unternehmen zu implementieren.⁸⁵ Hier sind neben der traditionellen Versicherung, ART Produkte eine weitere Möglichkeit Risiken adäquat zu decken.⁸⁶

Da die einzelnen Prozessstufen des Risikomanagements für die folgenden Ausführungen dieser Arbeit nicht von oberster Priorität sind, sei an dieser Stelle unter anderem auf die Werke von Christopher L. Culp (2002) und Jan Eickstädt (2001) verwiesen, die eine detaillierte Schilderung der Prozessstufen darlegen.⁸⁷

2.4. Veränderte Bedürfnisse des Versicherungsnehmers

Traditionelle Versicherungen sind oftmals geprägt durch hohe Kosten, jedoch wenig Nutzen. Ein beträchtlicher Teil der Prämie wird durch Versicherungssteuer, Vertriebskosten, wie Provisionen für Makler, und Verwaltungskosten, die dem Versicherer für die Administration entstehen, verschlungen.⁸⁸ Die im Jahr 1999 veröffentlichte Studie von Brühwiler, Stahlmann und Gottschling zeigt, dass nur circa 30 Prozent der gezahlten Prämie für die eigentliche Bestimmung genutzt wird, nämlich dem Schutz für das versicherte Risiko.⁸⁹

Vor allem Unternehmen mit einem etablierten Risikomanagement und einem guten historischen Schadensverlauf, gehen von einer kompletten Deckung ihrer Risiken ab und tragen den unteren Teil des Risikos, in Form von Selbstbehalten, selbst. Das Unternehmen trägt somit häufig auftretende Schäden, mit geringer Schadenshöhe selbst. Durch den Selbstbehalt gewährte Rabatte vom Versicherer kommen dem Versicherten zu gute und senken somit die Kosten. Des Weiteren muss für den Teil des Selbstbehaltes keine Versicherungssteuer gezahlt werden. Anzumerken ist jedoch, dass es

⁸⁵ Vgl. Mimura (1992), S. 4.

⁸⁶ Für eine Auflistung der möglichen Alternativen vgl. u.a. Münchner Rück (2000), S. 19 bis 30; Albrecht (1998), S. 5 und 6.

⁸⁷ Vgl. Culp (2002), S. 199ff; Eickstädt (2001), S. 50ff.

⁸⁸ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 18; Grezebiela (2002), S. 134.

⁸⁹ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 17f.

immer noch klüger ist Risiken mit hohem Schadenspotential bei einem Versicherer zu decken, als diese selbst zu tragen.⁹⁰

Nachdem nun die Gründe für die Existenz für ART Instrumente geschildert wurden, werden in den nachfolgenden Abschnitten einzelne ausgewählte Produkte, die dem ART zuzuordnen sind, näher betrachtet. Wie bereits Eingangs erwähnt, werden in diesem Zusammenhang nicht nur jene Instrumente beschrieben, wo ein tatsächlicher Transfer des Risikos stattfindet, sondern auch all jene Alternativen die nicht zur traditionellen Versicherung zu zählen sind.

3. Captives

3.1. Einleitung

Eine Captive Insurance Company oder Captive Company (im Kurzen Captive genannt), ist eine Versicherungsgesellschaft die von einem Nicht-Versicherungsunternehmen gegründet wird, um Unternehmenseigene, teilweise auch Unternehmensfremde, Risiken zu versichern oder rückzuversichern.⁹¹ Der primäre Geschäftszweck einer Captive ist somit, die Risiken der Muttergesellschaft und der mit ihr verbundenen Unternehmen zu übernehmen.⁹²

Die ersten Captives entstanden im Zuge der Gründungen von Genossenschaften und Mitversicherungsgesellschaften in den 1920er und 1930er Jahren⁹³. Mitte des 20. Jahrhunderts gab es einen kräftigen Schub an Captive-Gründungen, als die Muttergesellschaften ihre Captives an Offshore Standorten gründeten und der traditionelle Versicherungsmarkt nicht ausreichend Deckung für spezielle Risiken bot. Von 1998 bis 2003 ist der Markt für Captives im Schnitt um 10 Prozent gestiegen und Ende 2002 gab es rund

⁹⁰ Vgl. Herold/Paetzmann (1999), S. 15 bis 17.

⁹¹ Vgl. Gerathewohl (1989), S. 23; Grzebiela (2002), S. 139; Meyer-Kahlen (1988), S. 95; SwissRe (2003), S. 20.

⁹² Vgl. Meyer-Kahlen (1988), S. 95

⁹³ Ackermann erwähnt im Zusammenhang mit der historischen Entwicklung der Captives sogar das Jahr 1865. Einige Mühlenbesitzer in den USA schlossen sich zusammen und gründeten einen Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit (Mutual Insurance Company), da sie für die von ihnen ausgeübte Tätigkeit keinen passenden Versicherungsschutz auf dem damaligen Markt erhielten. [Vgl. Ackermann (1983), S. 41]

4.560 Captives weltweit.⁹⁴ Dieser Trend setzte sich trotz schwieriger Wirtschaftslage bis zuletzt fort. Ende 2009 wurde die Anzahl der weltweit operierenden Captives auf ungefähr 5.000 beziffert.⁹⁵ Captives sind somit die bedeutenste Form des alternativen Risikotransfers und so weit verbreitet, dass in diesem Zusammenhang nicht mehr von alternativem- sonder paradoxerweise von traditionellem ART gesprochen wird.⁹⁶

3.2. Erscheinungsformen

Captives lassen sich hinsichtlich einer Vielzahl an Merkmalen klassifizieren⁹⁷, welche in den folgenden Unterpunkten näher beschrieben werden sollen.

3.2.1. Captives klassifiziert nach dem Eigentumsverhältnis

Ist die Captive Company im Besitz eines einzigen Unternehmens oder Konzerns, so spricht man von einer *Single-Parent-Captive* (in Literatur und Praxis auch oft als *Single-Owner-Captive* bezeichnet).⁹⁸ Die Vorteile einer Single-Parent-Captive liegen vor allem in der einfachen Verwaltung, sowie dass die Ziele des Mutterunternehmens verfolgt werden können, ohne dass interne Informationen preisgegeben werden müssen.⁹⁹ Jedoch lohnt sich die Gründung einer Captive, von einem ökonomischen Standpunkt aus betrachtet erst ab einem gewissen Prämienvolumen.¹⁰⁰ Daher gibt es die Möglichkeit, dass sich mehrere Unternehmen zusammenschließen für die Gründung einer Captive. Eine Captive, die von mehreren Unternehmen beherrscht wird, nennt man Multi-Parent-Captive (auch als Group-Captive oder Group-Owned-Captive bezeichnet).¹⁰¹ Der Vorteil einer Multi-Parent-Captive liegt in der Teilung der Kosten für die Gründung, sowie den Prämienzahlungen.¹⁰² Eine weitere Form, unterschieden nach dem Beteiligungsverhältnis, ist die

⁹⁴ Vgl. SwissRe (2003), S. 23 und 24.

⁹⁵ Vgl. 2009 Global Captive Benchmarking Report (2009), S. 2.

⁹⁶ Vgl. Eickstädt (2001), S. 101; Grzebiela (2002), S. 139.

⁹⁷ Vgl. Banks (2004), S. 94 bis 99; Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 45; Eickstädt (2001), S. 102 bis 107; Grzebiela (2002), S. 140 bis 142; Hets (1995); S. 10 bis 12; Meyer-Kahlen (1988), S. 95 und 96; Mimura (1992), S. 9 bis 19; Reinhard (1999), S. 9 und 10.

⁹⁸ Vgl. Hets (1995); S. 10.

⁹⁹ Vgl. Mimura (1992), S. 10.

¹⁰⁰ Vgl. Eickstädt (2001), S. 103.

¹⁰¹ Vgl. Eickstädt (2001), S. 103; Hets (1995), S. 10; Meyer-Kahlen (1988), S. 95.

¹⁰² Vgl. Mimura (1992), S. 11.

Association- oder Industry-Captive. Dabei handelt es sich um eine Captive die von mehreren Unternehmen derselben Branche bzw. eines Interessensverbandes desselben Wirtschaftszweiges gegründet wird.¹⁰³ Der Vorteil dieser Art von Captive, liegt darin, dass Unternehmen der gleichen Branche auch ähnlichen Risiken ausgesetzt sind und somit auf Grund der Gleichartigkeit der Risiken gewisse Vorteile beim Risikoausgleich entstehen.¹⁰⁴

3.2.1.1. Risk Retention Groups

Eine Spezialform der Multi-Parent-Captive, die jedoch nur in den USA anzutreffen ist, sind Risk Retention Groups (kurz RRGs). Es handelt sich hierbei um spezifische Haftpflichtträger in Genossenschaftsform, die auf Interessensgemeinschaft basieren. RRGs sind auf gewisse Haftpflichtsparten wie, Allgemeinhaftpflicht, Vermögensschadenhaftpflicht, Organhaftpflicht, Ärzthaftpflicht, Berufshaftpflicht und Produkthaftpflicht beschränkt. RRGs müssen von ihren Mitgliedern mit dem nötigen Kapital ausgestattet werden. Das übernommene Risiko verbleibt in dem RRG und wird nicht weiterzediert. Vorwiegend finden RRGs Verwendung in freiberuflichen Dienstleistungen und im Gesundheitswesen.¹⁰⁵

3.2.1.2. Rent-a-Captive und Captive-Account

Eine weitere Sonderform ist die *Rent-a-Captive*. Speziell auf die Gründung und Betreuung spezialisierte Unternehmen oder normale Industrieunternehmen die bereits eine Captive besitzen, stellen Unternehmen, die die Vorteile einer Captive genießen wollen, jedoch keine eigene Captive gründen wollen, zur Verfügung. Das bedeutet, bei der Rent-a-Captive „mietet“ ein, oder mehrere Unternehmen die Rechtspersönlichkeit und die Infrastruktur einer unternehmensfremden Captive. Innerhalb der Rent-a-Captive wird das Versicherungsgeschäft getrennt für jedes Unternehmen einzeln betrieben.¹⁰⁶

Im Gegensatz zur Form der Rent-a-Captive besitzt das *Captive-Account* keine eigene Rechtspersönlichkeit.¹⁰⁷ Im Wesentlichen handelt es sich hierbei

¹⁰³ Vgl. Ackermann (1983), S. 38; Eickstädt (2001), S. 103; Hets (1995), S. 10.

¹⁰⁴ Vgl. Young (1992), S. 50.

¹⁰⁵ Vgl. SwissRe (2003), S. 19.

¹⁰⁶ Vgl. Hets (1995); S. 10 und 11 ; Meyer-Kahlen (1988), S. 95.

¹⁰⁷ Vgl. Meyer-Kahlen (1988), S. 95.

um die finanztechnische Verwaltung des Prämienabschlags für eine Selbstbeteiligung. Ein spezialisiertes Unternehmen für die Betreibung eines solchen Kontos, meist ein Versicherungsunternehmen zeichnet die Risiken eines oder einer Gruppe von Unternehmen. Die durch den Selbstbehalt gewährten Rabatte, zustandekommenden Prämienüberschüsse werden auf ein separates Konto, genannt Captive-Account, eingezahlt. Treten nun Schäden ein, die innerhalb des Selbstbehaltes liegen, wird das eingebrachte Kapital des Captive-Accounts zum Ausgleich herangezogen. Treten Schäden auf, obwohl das Captive-Account erschöpft ist kann das Unternehmen Prämien nachschießen oder das Konto durch das Versicherungsunternehmen, welches das Konto betreibt, zu marktüblichen Zinsen wieder auffüllen lassen. Mittels eines Stop-Loss Vertrages können die maximalen Kosten an Schäden pro Jahr begrenzt werden. Voraussetzung für die Partizipation an einem Captive-Account sind hohe Selbstbehalte, mit dafür gewährten attraktiven Rabatten, sowie eine Schadensbelastung die 30 Prozent des Selbstbehaltes nicht übersteigt.¹⁰⁸

Der Vorteil einer Rent-a-Captive liegt vor allem darin, dass kein Kapital zur Gründung und Verwaltung dieser Sonderform aufgebracht werden muss. Des Weiteren kann das Unternehmen vom versicherungstechnischen Fachwissen des Rent-a-Captive Betreibers profitieren. Dadurch sind diese Formen, nicht nur für Großunternehmen interessant, sondern werden auch von klein- und mittelgroßen Betrieben genutzt.¹⁰⁹

Der Nachteil liegt in der Erscheinungsform der Rent-a-Captive. Da diese im Außenverhältnis wie eine Gesellschaft auftritt, stehen alle Vermögenswerte der Rent-a-Captive für die Befriedigung von Ansprüchen Dritter zur Verfügung. Das heißt, hat ein an der Rent-a-Captive Gesellschaft partizipierendes Unternehmen einen besonders schlechten Schadensverlauf und wird das Mutterunternehmen von weiteren Schäden derart getroffen, dass es nicht mehr in der Lage ist, die nötigen Nachschüsse zu leisten, dann können alle anderen Konten der Rent-a-Captive für die Mittelaufbringung herangezogen werden. Das kann sogar soweit gehen, dass die Rent-a-Captive selbst in

¹⁰⁸ Vgl. Mikosch (2005), S. 227 und 228.

¹⁰⁹ Vgl. Flämig (2007), S. 62; Niquille (1986), S. 306 und 307.

Konkurs geht, was bedeutet, dass alle Konten in die Konkursmasse einfließen. Darum werden Rent-a-Captives meist von Versicherungsunternehmen betrieben, denn diese müssen auf Grund gesetzlicher Bestimmungen über einen bestimmten Bestand an unbelasteten freien Eigenmitteln verfügen.¹¹⁰

3.2.1.3. Protected Cell Companies

Auf Grund des Nachteils des Durchgriffes von Gläubigern auf andere Konten der Rent-a-Captive, haben sich seit dem Jahr 1997 Protected Cell Companies (kurz PCCs) entwickelt.¹¹¹ Diese sind im Prinzip aufgebaut wie eine Rent-a-Captive, sie besitzen somit auch die Rechtspersönlichkeit einer juristischen Person, mit dem Unterschied, dass die einzelnen Konten, als gesetzlich eigenständige isolierte Zellen zu betrachten sind. Es haftet somit keine Zelle für die Ansprüche Dritter gegenüber einer anderen Zelle. Gläubiger einer Zelle können sich demnach nicht aus den Vermögenswerten einer anderen Zelle befriedigen.¹¹²

Zu Vergleichen ist eine PCC mit einer Mietwohnung in einem Mehrfamilienhaus. In diesem Sinne würde das Mehrfamilienhaus die Captive darstellen und die Mietwohnung in diesem Mehrfamilienhaus die Zelle. Vereinfacht ausgedrückt wird in einer Captive eine Zelle gemietet. Das in diese Zelle eingebrachte Risiko wird von einem Captive Management Unternehmen verwaltet, ohne dass die Kosten für die Gründung und Betreibung einer eigenen Captive aufgebracht werden müssen.¹¹³

3.2.2. Captives klassifiziert nach der Funktion

Captives könne einerseits als *Erstversicherungs-Captive*, aber auch als *Rückversicherungs-Captive* gegründet werden. Eine Erstversicherungs-Captive versichert die Risiken ihrer Kunden direkt und erhält dafür eine Prämie. Da der Versicherungsmarkt jedoch strengen aufsichtsrechtlichen Regeln unterworfen ist und bestimmte Risiken nur, von einem in dem Land lizenzierten Versicherungsunternehmen wo sich das Risiko befindet, versichert werden dürfen, ist die Gründung und Betreibung einer Erstversicherungs-Captive

¹¹⁰ Vgl. Wöhrmann/Bürer (2001), S. 14.

¹¹¹ Vgl. Culp (2002), S. 374.

¹¹² Vgl. Wöhrmann/Bürer (2001), S. 14.

¹¹³ Vgl. Mikosch (2005), S. 232 und 233.

oft nur mit sehr hohem Aufwand zu erreichen.¹¹⁴ Daher gibt es die Möglichkeit eine Captive auch als Rückversicherungsgesellschaft zu gründen.¹¹⁵ Der Vorteil liegt darin, dass Rückversicherer zu meist grenzüberschreitend tätig sein dürfen, sowie, dass sie nur in dem Land der Aufsicht unterliegen in dem sie ihren Sitz haben.¹¹⁶ Werden Risiken von einer Rückversicherung-Captive übernommen, müssen diese zuerst von einem Erstversicherer, der als „Fronting-Gesellschaft“ agiert, vorgezeichnet werden, um dann an die Captive weitergegeben werden zu können.¹¹⁷

Fronting ist eine spezielle Form der Rückversicherung, die sehr häufig im Zusammenhang mit Captives genutzt wird. Dabei wird das Risiko zunächst von einem Erstversicherungsunternehmen, welches als „Fronting-Gesellschaft“ bezeichnet wird, übernommen, das in dem Land zugelassen ist, in dem sich das zu versichernde Risiko befindet.¹¹⁸ Im Gegenzug erhält die Fronting-Gesellschaft eine Prämie. Danach wird mittels eines Rückversicherungsvertrages das Risiko und die Prämie an die Captive zediert. Die Captive behält das Risiko und die Prämie entweder komplett oder retrozediert es ihrerseits weiter an ein professionelles Rückversicherungsunternehmen.¹¹⁹ Das Erstversicherungsunternehmen, das als Fronting-Gesellschaft fungiert übernimmt selbst kein versicherungstechnisches Risiko, erhält jedoch für die Deckung ihrer Verwaltungskosten eine Gebühr, die auch als „Fronting-Fee“ bezeichnet wird.¹²⁰ Diese Fronting-Fee beträgt im Schnitt ungefähr 3 bis 10 Prozent der Prämie.¹²¹ Abbildung 4 zeigt die Funktionsweise einer Erst- und Rückversicherungs-Captive im Vergleich.

¹¹⁴ Vgl. Mimura (1992), S. 14 und 15; SwissRe (2003), S. 21.

¹¹⁵ Vgl. Eickstädt (2001), S. 102; Grzebiela (2002), S. 140; Hets (1995), S. 140; Meyer-Kahlen (1988), S. 96; Mimura (1992), S. 16; SwissRe (2003), S. 21.

¹¹⁶ Vgl. Grzebiela (2002), S. 140.

¹¹⁷ Vgl. Eickstädt (2001), S. 102; Grzebiela (2002), S. 140; SwissRe (2003), S. 21.

¹¹⁸ Vgl. SwissRe (2003), S. 21 Fußnote 19.

¹¹⁹ Vgl. Mimura (1992), S. 17.

¹²⁰ Vgl. Grzebiela (2002), S. 141.

¹²¹ Vgl. Eickstädt (2001), S. 102 Fußnote 137; Grzebiela (2002), S. 141 Fußnote 56.

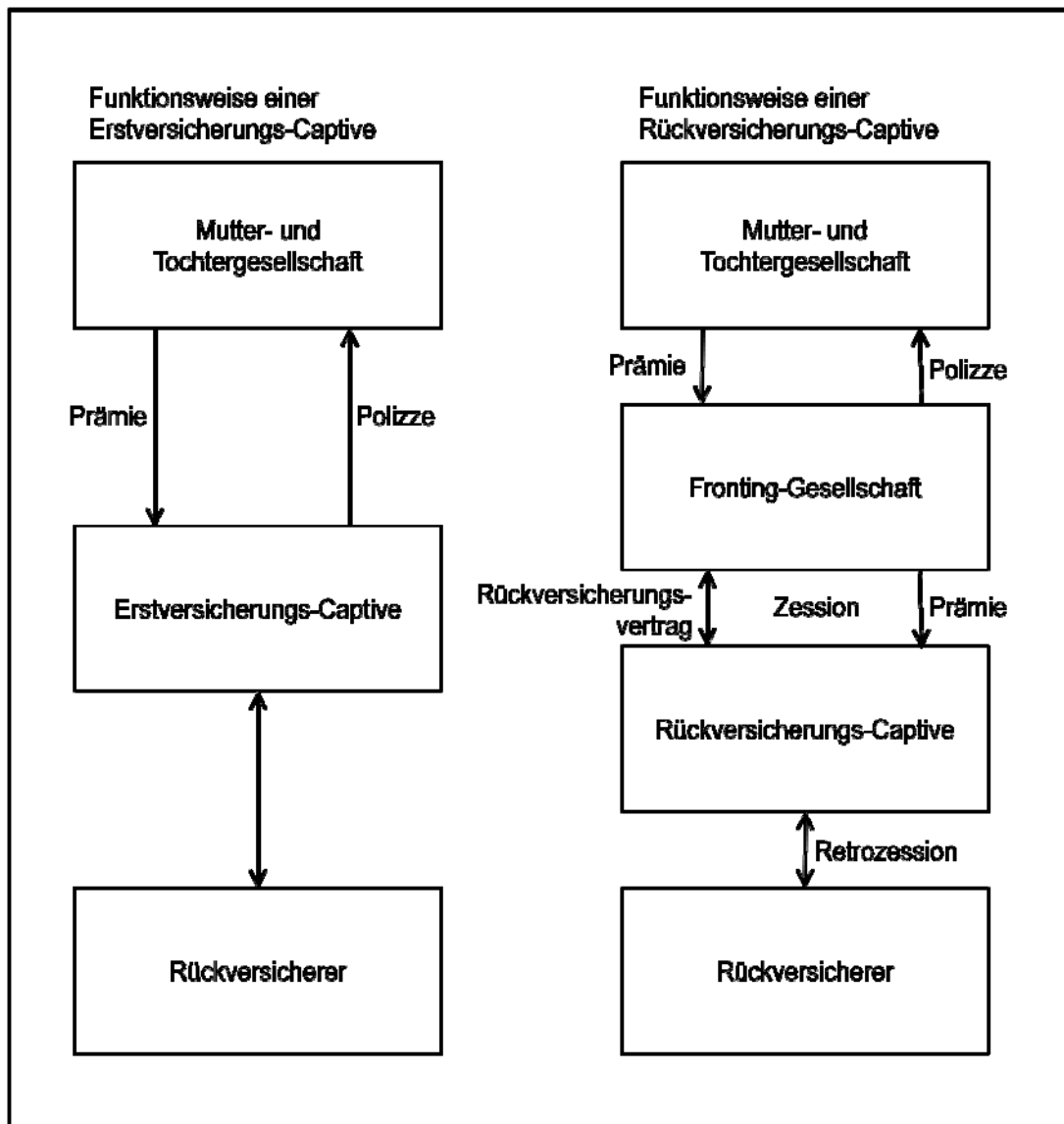


Abbildung 4: „Funktionsweise einer Erst- und Rückversicherungs-Captive im Vergleich“¹²²

3.2.3. Captives klassifiziert nach den gezeichneten Risiken

Als *Pure Captive* bezeichnet man eine Captive-Gesellschaft die sich zu hundert Prozent im Besitz eines Unternehmens oder Konzerns befindet (Single-Parent-Captive) und ausschließlich deren Risiken zeichnet. Werden auch Risiken von unverbundenen Unternehmen versichert, so spricht man von einer *Broad Captive*.¹²³

Zu beachten ist, dass die Gründung einer Broad Captive das versicherungstechnische Risiko der Captive erhöht, was zur Folge hat, dass ein wesentlich

¹²² Quelle: Mimura (1992), S. 16.

¹²³ Vgl. Ackermann (1983), S. 38 und 39.

umfangreicheres Underwriting nötig ist, da Erfahrungsgemäß über fremde Risiken weniger Informationen vorhanden sind als über die eigenen. Trotzdem gibt es Motive für die Gründung und Betreibung einer Broad Captive. Durch die Zeichnung mehrerer Risiken ergeben sich interessante Diversifikationsmöglichkeiten. Dies ist besonders von Vorteil, wenn das Mutterunternehmen nur einen kleinen Bestand an Risiko besitzt. Des Weiteren kann im Zuge des Kundenbindungsmanagements, Kunden aber auch anderen wichtigen Geschäftspartnern, die Möglichkeit eröffnet werden ihre Risiken bei der Captive zu decken. Schließlich kann die Gründung einer Broad Captive auch aus steuerrechtlicher Sicht von Nutzen sein. Prämienzahlungen der Muttergesellschaft an die Captive sind oft nur dann steuerrechtlich als Betriebsausgabe anerkannt, wenn die Captive eine gewisse Anzahl an fremden Risiken zeichnet.¹²⁴

Eine weitere Unterscheidungsmöglichkeit ergibt sich nach der Höhe der gezeichneten Fremdgeschäfte.¹²⁵ Werden mehr als 25 Prozent, jedoch weniger als 80 Prozent an fremden Risiken von der Captive gezeichnet, so spricht man von einer *Senior Captive*. Versichert die Captive nur ungefähr 25 Prozent der Risiken der Muttergesellschaft, so wird diese als *Profit Center Captive* bezeichnet.¹²⁶ Die Absicht einer Profit Center Captive liegt vor allem in der Erwirtschaftung von Gewinnen.¹²⁷

3.2.4. Captives klassifiziert nach dem Standort

Je nach dem wo die Captive ihren Sitz hat spricht man entweder von *Onshore*– oder *Offshore Captive*.¹²⁸ Eine Onshore Captive hat ihren Sitz in demselben Land wie die Muttergesellschaft, während Offshore Captives ihr Domizil im Ausland haben. Da traditionell steuerliche Aspekte für die Wahl des Standortes der Captive im Vordergrund standen und teilweise auch noch immer stehen, wurden und werden immer noch, Offshore Captives vorwiegend in sogenannten Steueroasen (zum Beispiel Bermuda, Cayman Islands,

¹²⁴ Vgl. Eickstädt (2001), S. 105.

¹²⁵ Vgl. Mimura (1992), S. 12; Rosenkranz/Missler-Behr (2005), S. 327.

¹²⁶ Vgl. Rosenkranz/Missler-Behr (2005), S. 327.

¹²⁷ Vgl. Mimura (1992), S. 12.

¹²⁸ Vgl. Eickstädt (2001), S. 106; Grzebiela (2002), S. 142; Mimura (1992), S. 18; Reinhard (1999), S. 10.

Guernsey, Isle of Man, Dublin) gegründet.^{129, 130} Neben dem steuerlichen Motiv sind jedoch noch andere Kriterien für die Wahl des Standortes der Captive von Bedeutung. Primär muss bei der Wahl des Standortes jedes Unternehmen für sich selbst entscheiden, welcher Geschäftszweck mit der Captive erreicht werden soll. Würde zum Beispiel ein Unternehmen mit Tochtergesellschaften in den Ländern der Europäischen Union, die Gründung einer Captive in Erwägung ziehen, so wäre es von Vorteil die Captive onshore in einem Mitgliedsland der Europäischen Union anzusiedeln, da durch das Single Passporting System die Captive nur den Aufsichtsregeln des Sitzlandes unterworfen wäre. Des Weiteren sind sowohl die infrastrukturellen Bedingungen, die politische Stabilität und die Dienlichkeit der Lage des Sitzes von Bedeutung bei der Wahl des Standortes der Captive.¹³¹

Abbildung 5 zeigt die beliebtesten Standorte für Captives, gegliedert nach dem Sitz der Muttergesellschaft. Dabei wird deutlich, dass Unternehmen aus den USA und Kanada ihre Offshore Captives am häufigsten auf Bermuda und den Cayman Islands ansiedeln. Grund dafür ist die gute Infrastruktur, sowie ein hoch entwickeltes regulatorisches System für Captives.¹³² Waren Offshore Captives, wie Eingangs erwähnt, vor allem auf Grund steuerlicher Überlegungen gegründet worden, tendiert der Trend vermehrt dazu Captives auch Onshore anzusiedeln, da durch eine Verschärfung des Steuerrechts Offshore Captives immer mehr an Reiz verlieren.¹³³ Dies zeigt sich durch den enormen Anteil der an in Vermont situierten Captives. Ähnliches gilt für Europa und Asien. Eine Infrastruktur die eine Captive Gründung begünstigt und ein attraktives regulatorisches System spielen hauptsächlich für die Wahl des Sitzlandes der Captive eine Rolle. Bevorzugte Domizile für Captives mit einem Mutterunternehmen in Großbritannien und Irland sind Guernsey, Dub-

¹²⁹ Vgl. Grzebiela (2002), S. 142.

¹³⁰ Ein Beispiel für steuerrechtliche Begünstigung sind Offshore Captives mit einer in den USA ansässigen Muttergesellschaft. Die Offshore Captive ist zwar nicht ausgenommen vom amerikanischen Steuerrecht, genießt jedoch einen jährlichen Freibetrag für eingenommene Prämien in Höhe von 1,2 Millionen Dollar. Die Muttergesellschaft kann die an die Captive gezahlten Versicherungsprämien als Betriebsausgaben steuerrechtlich absetzen. Die Captive muss für die ersten 1,2 Millionen Dollar im Jahr, an erhaltenen Versicherungsprämien, keine Steuer in den USA entrichten. [Vgl. o.V. (2008), Offshore Corporation: <http://www.offshorecorporation.com/captive-insurance/>]

¹³¹ Vgl. 2009 Global Captive Benchmarking Report (2009), S. 4.

¹³² Vgl. ebenda S. 4.

¹³³ Vgl. Eickstädt (2001), S. 106 und 107; SwissRe (2003), S. 22.

lin und Isle of Man, Luxemburg und Dublin für kontinental europäische Unternehmen, sowie Singapur für Unternehmen in Asien.¹³⁴

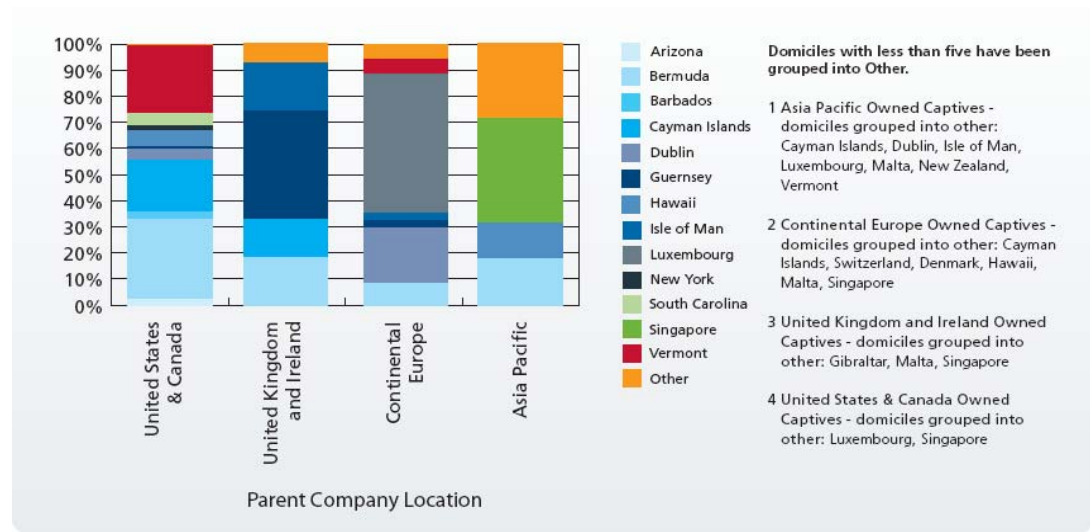


Abbildung 5: „Captive Standorte gegliedert nach dem Sitz der Muttergesellschaft“¹³⁵

3.3. Zusammenfassung

In den letzten 30 Jahren ist die Anzahl der Captives ungeachtet der Bedingungen am Versicherungsmarkt stetig gestiegen.¹³⁶ Jedoch ist die Geschwindigkeit in der neue Captives gegründet werden stark zurückgegangen. Der Grund dafür ist nicht nur die Weltwirtschaftskrise, sondern auch der immer noch vorherrschende weiche Versicherungsmarkt.¹³⁷ Die bestehenden Captives werden zwar weiterhin stark genutzt, der Anreiz für eine Neugründung einer Captive ist jedoch viel geringer als während einer harten Marktphase.¹³⁸ Die USA und Kanada sind mit Abstand die beiden Länder mit dem höchsten Anteil an Unternehmen, die eine Captive als Alternative zur traditionellen Versicherung in Anspruch nehmen.¹³⁹ Der bevorzugteste Standort für Captives ist immer noch Bermuda. Das liegt daran, dass das Land mit den meisten Captivegründungen, die USA, vor allem Bermuda als Standort

¹³⁴ Vgl. 2009 Global Captive Benchmarking Report (2009), S. 4.

¹³⁵ Quelle: 2009 Global Captive Benchmarking Report (2009), S. 4. [Anmerkung: Der Global Captive Benchmarking Report (2009) geht von einem Panel von 900 Single-Parent-Captives aus.]

¹³⁶ Vgl. 2008 Global Captive Benchmarking Report (2008), S. 5.

¹³⁷ Vgl. 2009 Global Captive Benchmarking Report (2009), S. 3.

¹³⁸ Vgl. Eickstädt (2001), S. 122.

¹³⁹ Vgl. 2009 Global Captive Benchmarking Report (2009), S. 3.

wählt.¹⁴⁰ Der Trend ist allerdings dahingehend, dass vermehrt Captives onshore gegründet werden.¹⁴¹

Nachdem nun die verschiedenen Möglichkeiten der Ausgestaltung einer Captive beschrieben wurden, werden in den nächsten beiden Punkten die Vor- bzw. Nachteile, die mit der Verwendung einer Captive als ART Instrument in Verbindung stehen, dargelegt.

3.4. Vorteile

3.4.1. Direkter Zugang zum Rückversicherungsmarkt

Da eine Captive ein Versicherungsunternehmen ist, hat diese direkten Zugang zum Rückversicherungsmarkt.¹⁴² Die Kosten Rückversicherungsschutz über die Captive zu kaufen, sind zumeist geringer, als müsste zuvor noch ein Erstversicherer zwischengeschaltet werden. Das liegt unter anderem daran, dass die Beziehung zwischen einer Captive und dem Rückversicherungsunternehmen meist einen längerfristigen Charakter hat und somit das Rückversicherungsunternehmen bereit ist, bessere Konditionen zu gewähren.¹⁴³ Weiters werden Großrisiken ohnehin zumeist auch von der Erstversicherungsgesellschaft rückversichert. Die Kosten der Erstprämie kann durch die Gründung einer Captive somit vermieden werden. Ein weiterer Vorteil ist, dass durch die geringe Regulierung des Rückversicherungsmarktes, Rückversicherungsunternehmen oft sehr flexibel in ihrer Produktgestaltung sind.

¹⁴⁴

3.4.2. Cash Flow Vorteile

Bei der traditionellen Versicherung sind die Versicherungsprämien grundsätzlich jährlich im Vorhinein zu entrichten. Durch die Captive kann die Muttergesellschaft im Prinzip selbst bestimmen, wann die Prämien in die Captive einbezahlt werden.¹⁴⁵ Dass dadurch in der Muttergesellschaft verbleibende

¹⁴⁰ Vgl. 2008 Global Captive Benchmarking Report (2008), S. 8.

¹⁴¹ Vgl. 2009 Global Captive Benchmarking Report (2009), S. 3, Chart 2; Eickstädt (2001), S. 106 und 107.

¹⁴² Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 46; SwissRe (2003), S. 22.

¹⁴³ Vgl. Culp (2002), S. 376.

¹⁴⁴ Vgl. SwissRe (2003), S. 22.

¹⁴⁵ Vgl. Culp (2002), S. 376 und 377.

Kapital kann genutzt werden um Anlageerträge zu erwirtschaften. Erst bei Eintreten eines tatsächlichen Schadens wird der Captive das nötige Kapital zugeführt.¹⁴⁶

3.4.3. Kosteneinsparungen

Einer Captive entstehen teilweise geringere Aufwändungen als traditionellen Versicherungsunternehmen, da diese in ihrer Prämienkalkulation, neben dem Barwert der zu erwartenden Schäden auch noch Verwaltungskosten und einen Gewinnaufschlag für die Entschädigung der Investoren einkalkulieren.¹⁴⁷ Ein Anteil von nur bis zu 30 Prozent der Prämie entfallen somit auf die eigentlichen Versicherungsleistungen.¹⁴⁸ Mit der Gründung einer Captive ist es möglich Kosten dieser Art weitestgehend zu vermeiden. So können besonders Unternehmen mit niedrigem Risiko, die Vorteile eines günstigen Schadensverlaufs für sich verbuchen.¹⁴⁹

3.4.4. Abkoppelung von zyklischen Schwankungen des Versicherungsmarktes

Wie bereits zu Beginn dieser Arbeit erwähnt, unterliegt der Versicherungsmarkt zyklischen Schwankungen.¹⁵⁰ Die Prämien steigen und sinken im Zeitablauf erheblich an und wieder ab. Mittels einer Captive ist es für ein Unternehmen möglich sich von den Schwankungen abzukoppeln und eine gewisse Prämienstabilität zu erreichen.¹⁵¹

3.4.5. Finanztechnische Vorteile

Unternehmen sind zumeist bestrebt finanztechnische Vorteile, die im Rahmen des gesetzlich Möglichen stehen, auszunutzen. Captives sind in dieser Hinsicht vor allem deshalb ineressant, weil mit ihnen in der Regel versiche-

¹⁴⁶ Vgl. Mimura (1992), S. 33.

¹⁴⁷ Vgl. Hets (1995), S. 15; SwissRe (2003), S. 21.

¹⁴⁸ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 17f.

¹⁴⁹ Vgl. SwissRe (2003), S. 21.

¹⁵⁰ Vgl. Kapitel 2.1.

¹⁵¹ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 46 und 47.

rungstechnische Rückstellungen in einem viel größeren Ausmaß gebildet werden können als gewöhnliche Bilanzrückstellungen.¹⁵²

3.4.6. Risikoauswahl

Mittels einer Captive kann ein Unternehmen entscheiden welche Risiken es gewillt ist selbst zu tragen und welche es über professionelle Erst- oder Rückversicherer decken lässt. Üblicherweise werden Risiken mit einer hohen Frequenz und geringem Schadenspotential über die Captive gedeckt. Im Gegensatz dazu, werden meist Risiken mit einem hohen Schadensausmaß über den traditionellen Versicherungsmarkt versichert.¹⁵³

3.4.7. Steuern

Steuerliche Überlegungen sollten auf keinen Fall der ausschlaggebende Grund für die Gründung einer Captive sein. Allerdings sollten Unternehmen die eine Captive als Alternative in Erwägung ziehen, sich der steuerlichen Vorteile bewusst sein. Welche steuerlichen Begünstigungen durch die Verwendung einer Captive entstehen, hängt sowohl von dem Land in dem das Mutterunternehmen seinen Sitz hat, als auch von dem Sitz der Captive ab.^{154, 155}

3.4.8. Überwindung von Kapazitätsengpässen

Durch die Gründung einer Captive können sowohl neue Kapazitäten geschaffen werden, als auch die bereits vorhandenen Kapazitäten, durch den direkten Zugang zum Rückversicherungsmarkt, effizienter genutzt werden. Weiters können Risiken die auf dem traditionellen Versicherungsmarkt keine Deckung finden, durch die Captive versichert werden.¹⁵⁶

¹⁵² Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 46.

¹⁵³ Vgl. Mimura (1992), S. 31.

¹⁵⁴ Vgl. Culp (2002), S. 377.

¹⁵⁵ Zur steuerlichen Behandlung von Captives in ausgewählten Ländern und Standorten vgl. SwissRe (2003), S. 23, Tabelle 6.

¹⁵⁶ Eickstädt (2001), S. 114 und 115.

3.5. Nachteile

3.5.1. Hoher administrativer Aufwand und Finanzierungskosten

Die Gründung und Betreuung einer Captive ist mit hohen Kosten für die Muttergesellschaft verbunden. Sowohl das nötige Gründungskapital, als auch die personellen Ressourcen müssen der Captive zur Verfügung gestellt werden. Des Weiteren hat eine Captive im Prinzip alle Aufgaben einer traditionellen Versicherungsgesellschaft. Dies beinhaltet Prämienkalkulation und Prämienanpassung, Einschätzung und Übernahme der Risiken, sowie Schadensabwicklung. Die daraus entstehende Verantwortung führt dazu, dass eine Captive mit einem gewissen Mindestkapital ausgestattet werden muss. Die Mindestkapitalausstattung, die gewährleisten soll, dass die Captive in Schadensfällen genügend liquide Mittel zur Verfügung hat, ist von dem Sitzland der Captive, als auch von dem Sitzland der Muttergesellschaft abhängig.¹⁵⁷ Hat die Captive ihren Sitz zum Beispiel in Europa, so hat sie die Regelungen und Vorschriften von Solvency II zu befolgen, da eine Captive laut Gesetz ein Versicherungsunternehmen darstellt. Das bedeutet, dass die Captive die quantitativen Anforderungen, insbesondere die Vorschriften der Mindestkapitalisierung, die qualitativen Anforderungen an das Risikomanagement und die Governance Struktur, sowie die Veröffentlichungspflicht befolgen muss.¹⁵⁸

Weiters muss das Unternehmen, welches sich zur Gründung einer Captive entscheidet, sich mit den Gegebenheiten auf dem Versicherungsmarkt und mit der Captive an sich, detailliert auseinandersetzen. Das in diesem Zusammenhang nötige Know-How zu erlangen kostet Geld, aber vor allem viel Zeit.¹⁵⁹

3.5.2. Geringer Risikobestand

Auf Grund der Größe und des kleinen Portfeuillees der Captive (Captives versichern zumeist nur die Risiken der Muttergesellschaft oder der mit ihr verbundenen Unternehmen) können, vor allem in Phasen weicher Märkte, Captives aufwändiger sein, als traditionelle Versicherungen. Des Weiteren

¹⁵⁷ Vgl. Mimura (1992), S. 36 und 37.

¹⁵⁸ Vgl. o.V. (2009), S. 2.

¹⁵⁹ Vgl. Mimura (1992), S. 38.

müssen bei schlechten Schadensverläufen, Captives die Prämien schneller anpassen als herkömmliche Versicherer, da die geringe Größe des Risikoportefeuilles einen Ausgleich erschwert.¹⁶⁰ Die geringe Größe des Risikoportefeuilles ist mitunter der Grund, dass Captives nur zu teureren Preisen Rückversicherungsschutz erhalten, als traditionelle Erstversicherungsunternehmen.¹⁶¹

3.5.3. Schwankungen am Rückversicherungsmarkt

War einer der Vorteile von Captives, dass Unternehmen sich in gewissem Maße von den Schwankungen des Erstversicherungsmarktes abkoppeln konnten¹⁶², so muss angemerkt werden, dass auch der Rückversicherungsmarkt ähnlichen Schwankungen unterliegt¹⁶³. Da Captives die übernommenen Risiken meistens rückversichern¹⁶⁴, sind sie von den Preisschwankungen des Rückversicherungsmarktes auch betroffen.

3.6. Voraussetzungen für die Gründung einer Captive

Nachdem im vorherigen Abschnitt die Vor- und Nachteile die im Zusammenhang mit der Gründung und Betreibung einer Captive stehen, geschildert wurden, sollen in diesem Kapitel die Voraussetzungen für die Gründung einer Captive beschrieben werden.

3.6.1. Prämienvolumen

Das Erreichen eines gewissen Prämienvolumens ist von essentieller Bedeutung für das Fortbestehen einer Captive. Die Höhe der Prämie sollte so hoch sein, dass folgende Ziele erreicht werden können:¹⁶⁵

- Eine möglichst schnelle Abschreibung der Kosten, die für die Gründung der Captive aufgewendet werden müssen.
- Die Deckung der täglichen Betriebsausgaben.
- Die Bezahlung der Kosten für eventuelle Rückversicherungsprämien.

¹⁶⁰ Vgl. Eickstädt (2001), S. 116.

¹⁶¹ Vgl. Mimura (1992), S. 38.

¹⁶² Vgl. Kapitel Nr., Abkoppelung von zyklischen Schwankungen des Versicherungsmarktes.

¹⁶³ Vgl. Mimura (1992), S. 39.

¹⁶⁴ Vgl. Kapitel 3.4.4., Captives klassifiziert nach der Funktion.

¹⁶⁵ Vgl. Ackermann (1983), S. 109.

- Die Deckung der Schäden.
- Die Bildung von Reserven für die noch zukünftigen Schäden, sowie der nötigen Mindestkapitalisierung.
- Die Erzielung eines Gewinnes.

Durch die Notwendigkeit ein bestimmtes Prämienvolumen zu erreichen, kann der Fall auftreten, dass in gewissen Marktphasen, die Verwendung einer Captive teurer ist als der traditionelle Versicherungsmarkt.¹⁶⁶

3.6.2. Schadensverhütung

Eine Captive kann nur dann auf lange Sicht erfolgreich sein, wenn die Risiken die sie versichert überdurchschnittlich gut sind. Durch entsprechende Maßnahmen im Bereich der Schadensverhütung –und Verminderung muss daher sichergestellt werden, dass die Risiken des Unternehmens, die durch die Captive gedeckt werden sollen, so gering wie möglich gehalten werden.¹⁶⁷

3.6.3. Rückversicherungsschutz

Ein wichtiger Grund für die Gründung einer Captive ist die Versicherung von Risiken, die auf dem traditionellen Versicherungsmarkt keine oder nur zu unverhältnismäßig hohen Kosten Deckung finden. Anzumerken ist jedoch, dass Captives besonders in der Anfangsphase in hohem Maße von der Verfügbarkeit des Rückversicherungsschutzes anhängig sind. Gibt es für das zu versichernde Risiko keinen adäquaten Rückversicherungsschutz, so kann auch mittels einer Captive das gewünschte Ziel nur schwer erreicht werden.¹⁶⁸

3.6.4. Einbeziehung der Captive in die Unternehmensstruktur

Zu klären ist, wer für die Captive verantwortlich ist und ob alle Divisionen des Unternehmens ihre Risiken von der Captive versichern lassen müssen, oder ob die Captive auch nur als Alternative zum herkömmlichen Versicherungs-

¹⁶⁶ Vgl. Eickstädt (2001), S. 107.

¹⁶⁷ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 47; Eickstädt (2001), S. 107; Mimura (1992), S. 42.

¹⁶⁸ Vgl. Eickstädt (2001), S. 108.

markt genutzt werden kann.¹⁶⁹ Des Weiteren sollte die Einführung und Betreuung der Captive vom Top Management des Unternehmens getragen werden, sowie muss sichergestellt sein, dass derjenige, der mit der Führung der Captive betraut wird, das nötige Know How für diese Aufgabe mitbringt.¹⁷⁰

3.6.5. Eigenverwaltung oder Fremdverwaltung

Wird die Captive durch eine Captive Management Firma betrieben, so fallen dafür zumeist erhebliche Kosten¹⁷¹ an. Auch gibt die Muttergesellschaft der Captive einen bedeutenden Teil an Kontrolle ab. Dem gegenüber steht jedoch die Unerfahrenheit des Mutterunternehmens bei Selbstverwaltung der Captive.¹⁷² Ungefähr 50 Prozent aller Captives werden von professionellen Captive Management Gesellschaften verwaltet. Etwa 25 Prozent werden von den Unternehmen selbst und weitere 25 Prozent von Versicherern die den Unternehmen nahestehen betrieben.¹⁷³

3.6.6. Ausmaß der Risikoübernahme der Captive

Bevor die Captive gegründet wird, muss sich die Muttergesellschaft im Klaren sein, welche Risiken an die Captive zur Deckung übergeben werden sollen und welche Risiken über den traditionellen Versicherungsmarkt versichert werden. Anzumerken ist, dass die Abgabe aller guten Risiken an die Captive, während die schlechten Risiken am Versicherungsmarkt gedeckt werden, nicht zu dem gewünschten Ergebnis führen, da die Kostenersparnisse die durch die Captive somit erreicht wird, wahrscheinlich durch höhere Prämien der im Markt verbleibenden schlechten Risiken kompensiert werden.¹⁷⁴

Damit das Unternehmen, welches die Gründung einer Captive in Betracht zieht, kein allzu großes finanzielles Risiko eingeht, sollten die eben angeführten Voraussetzungen erfüllt werden, sowie die verschiedenen Ausgestal-

¹⁶⁹ Vgl. Eickstädt (2001), S. 108.

¹⁷⁰ Vgl. Mimura (1992), S. 42.

¹⁷¹ Captive Management Gesellschaften verlangen je nach Größe und Art der Captive, von 25.000 bis zu 100.000 USD Verwaltungsentschädigung pro Jahr von der Muttergesellschaft [Vgl. Rendl (1994), S. 31].

¹⁷² Vgl. Eickstädt (2001), S. 108 und 109.

¹⁷³ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 45; Eickstädt (2001), S. 108.

¹⁷⁴ Vgl. Eickstädt (2001), S. 108.

tungsmöglichkeiten einer Captive bereits im Vorfeld, mittels einer Feasibility Study (Machbarkeitsstudie) untersucht werden. In der Feasibility Study werden unter anderem Fragen bezüglich der Kosten der Muttergesellschaft, als auch der Captive, versicherungstechnische Fragen, wie Schadenshöhe und Prämienvolumen und organisatorische– sowie rechtliche Fragen behandelt.^{175, 176}

3.7. Aktuell: Captives und die Weltwirtschaftskrise

Im Herbst 2009 wurde auf der Internetseite www.captive.com die Studie „The Financial Crisis and Captives“¹⁷⁷ veröffentlicht. In Zusammenarbeit mit Towers Perrin¹⁷⁸ soll Aufschluss über das Verhalten von Single-Parent –und Group Captives in Zusammenhang mit der vorherrschenden globalen Finanzkrise gegeben werden.

Zusammenfassend betrachtet ist das Ergebnis der Studie, dass die meisten Captives nicht in großem Ausmaß von der Finanzkrise betroffen sind. Selbst bei Captives deren Muttergesellschaften Empfänger des TARP¹⁷⁹ Programmes sind, hat dies keinen Einfluss auf die Geschäfte der Captive. Des Weiteren sind die meisten Captives nicht von sinkenden Kapazitäten auf dem traditionellen Versicherungsmarkt betroffen. Diejenigen Captives die sich jedoch davon betroffen fühlen, gaben an, dass sich dies vor allem in erhöhten Kosten widerspiegelt. Weiters gab der Großteil der Befragten an, dass keine verschärften Kontrollen der Finanzmittel für die Captive durchgeführt bzw. neue Kontrollinstrumente implementiert werden. Das abschließende Ergebnis der Studie ist, dass Captives von der Finanzkrise scheinbar nicht stark betroffen sind.¹⁸⁰

¹⁷⁵ Vgl. Hets (1995), S. 118 und 119.

¹⁷⁶ Für eine detaillierte Erklärung zur Feasibility Study vgl. Hets (1992), S. 118 ff.

¹⁷⁷ Quelle:

http://www.captive.com/survey/analyses/Survey18_FinancialCrisisAndCaptives.html

¹⁷⁸ Towers Perrin fusionierte kürzlich mit Watson Wyatt, weshalb die neue Firma nun Towers Watson heißt [Quelle: <http://www.towersperrin.com/tp/lobby.jsp?country=global>]; Towers Watson ist ein Beratungsunternehmen [Quelle: <http://www.towerswatson.com/germany/about/>].

¹⁷⁹ Trouble Asset Relief Program (kurz: TARP), ist ein staatliches Programm in den USA, welches die Stabilisierung des Finanzmarktes zum Ziel hat. [Quelle: <http://www.federalreserve.gov/bankinfo/tarpinfo.htm>]

¹⁸⁰ Für eine detaillierte Analyse der Studie siehe:

http://www.captive.com/survey/analyses/Survey18_FinancialCrisisAndCaptives.html; sowie

4. Contingent Capital

Contingent Capital oder *Committed Capital*¹⁸¹, im Deutschen bezeichnet als *bedingtes Kapital*¹⁸² oder *Notfallkapital*¹⁸³, ist ein Instrument des ART, welches es einem Unternehmen ermöglicht, bei Eintreten eines bestimmten Ereignisses, zu ex ante festgelegten Konditionen Eigen- oder Fremdkapital zu beziehen¹⁸⁴. Dieses Ereignis (Trigger), welches zur Auslösung der bedingten Kapitalaufnahme führt, kann zum Beispiel das Erreichen einer gewissen Schadenshöhe sein, kann unter Umständen aber auch vom Unternehmen selbstständig beschlossen werden, wenn der Bedarf nach Kapital besteht.¹⁸⁵ Die einfachste Form des bedingten Kapitals besteht somit aus der Vereinbarung zwischen dem Kapitalgeber, den vereinbarten Betrag, bei Eintreten des Triggers zu bezahlen und dem absichernden Unternehmen, das sich zur Zahlung einer Prämie an den Kapitalgeber bereit erklärt.^{186, 187}

Der wirtschaftliche Nutzen von bedingtem Kapital besteht für das versicherte Unternehmen vor allem darin, dass es nach einem Ereignis, welches es in seiner Eigenkapitalbasis stark schwächen würde, viel günstiger Kapital beziehen kann, als es über den Kapitalmarkt oder herkömmliche Bankkredite möglich wäre.¹⁸⁸ Des Weiteren liegt ein wesentlicher Vorteil dieses Instruments darin, dass vor Eintritt des Triggers eine hohe Kapitalbindung vermieden wird und somit die Kapitalkosten gering gehalten werden können.¹⁸⁹

Im Prinzip finden zwei Arten von Ausprägungen des bedingten Kapitals in Literatur und Praxis Anwendung. Wird das nötige Kapital durch die Ausgabe

für die Ergebnisse der Studie siehe:

http://www.surveymonkey.com/sr.aspx?sm=QFeElkXnOiEO6bP4tYdGIJTOiXUAcUtJ_2fzKB7HEYpNw_3d

¹⁸¹ Vgl. Culp (2002), S. 427; SwissRe (2003), S. 33.

¹⁸² Vgl. Albrecht/Schradin (1998), S. 21; Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 70; Münchner Rück (2000b), S. 15.

¹⁸³ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 70.

¹⁸⁴ Vgl. Albrecht/Schradin (1998), S. 21; Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 70; Culp (2002), S. 67; Eickstädt (2001), S. 86; Grzebiela (2002), S. 147; Münchner Rück (2000b), S. 15; SwissRe (2003), S. 33.

¹⁸⁵ Vgl. Eickstädt (2001), S. 86 und 87.

¹⁸⁶ Vgl. Grzebiela (2002), S. 148.

¹⁸⁷ Diese einfachste Ausgestaltung des bedingten Kapitals, ähnelt stark einem gewöhnlichen Kreditvertrag bei einer Bank. Jedoch sind die Finanzierungskonditionen von Kreditverträge zu meist an der Bilanz, sowie der Gewinn und Verlust Rechnung eines Unternehmens geknüpft [Vgl. Grzebiela (2002), S. 148, Fußnote 96.].

¹⁸⁸ Vgl. SwissRe (2003), S. 33.

¹⁸⁹ Vgl. Albrecht/Schradin (1998), S. 21; Eickstädt (2001), S. 87; Grzebiela (2002), S. 148.

von eigenen Aktien bezogen, so handelt es sich um eine *Equity Put Option*, während die Finanzierung des bedingten Kapitals durch Ausgabe von zum Beispiel Anleihen, also Fremdkapital, als *Debt Put Option* bezeichnet wird.¹⁹⁰

4.1. Equity Put Option

Das Unternehmen, das eine Equity Put Option kauft, besitzt das Recht, jedoch nicht die Pflicht, über einen beschränkten Zeitraum, eigene Wertschriften zu einem vorher bestimmten Preis zu verkaufen.¹⁹¹ Meist handelt es sich hierbei um die Ausgabe von stimmrechtlosen Aktien, unter Ausschluss des Bezugsrechtes der Altaktionäre. Dies hat allerdings den Nachteil, dass dadurch eine Kapitalverwässerung stattfindet. Die Altaktionäre dürften sich im Grunde gegen eine solche Eigenkapitalerhöhung nicht zur Wehr setzen, da sie durch die Ausübung der Option, eine verbesserte Vermögenslage des Unternehmens erwarten dürfen.¹⁹²

Ein Beispiel aus der Praxis soll die Ausgestaltung einer Equity Put Option verdeutlichen: Im Falle eines Erdbebens in Kalifornien und den damit verbundenen Versicherungsschäden, hat die RLI Insurance Company die Option stimmrechtlose Aktien an die Center Re zu verkaufen. Diese „Catastrophe Equity Puts“¹⁹³ ermöglichen es der RLI im Bedarfsfall, über einen bestimmten Zeitraum Vorzugsaktien zu emittieren, die von der Center Re gekauft werden müssen. Die Kosten die der RLI für dieses bedingte Kapital entstehen, belaufen sich auf eine Million USD pro Jahr, was ungefähr nur ein Viertel der Kosten ist, wenn Deckung über den traditionellen Versicherungsmarkt gekauft würde. Des Weiteren erhält die Center Re die Option eines proportionalen Rückversicherungsvertrages am Risikobestand der RLI.¹⁹⁴ Dies bein-

¹⁹⁰ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 70; Eickstädt (2001), S. 87 bis 89; Grzebiela (2002), S. 148.

¹⁹¹ Vgl. SwissRe (2003), S. 33.

¹⁹² Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 70 und 71.

¹⁹³ Catastrophe Equity Put Options (CatEput) wurden 1996 in Zusammenarbeit von Aon Re und Center Re entwickelt. Der Käufer dieser Option hat das Recht, bei Eintritt eines gewissen Ereignisses (vorab definiertes Katastrophenereignis), stimmrechtlose Vorzugsaktien, zu einem ex ante festgesetztem Preis, an die Center Re zu verkaufen. Dies gibt dem Käufer der CatEput die Möglichkeit seine Kapazitäten, trotz eines meist auftretenden harten Marktes nach einem Katastrophenereignis, zu erweitern. Bedingung ist, dass die Aktien innerhalb von drei bis vier Jahren vom Unternehmen wieder zurückgekauft werden müssen, andernfalls wird die Hälfte der stimmrechtlosen Aktien, in stimmberechtigte Aktien umgewandelt [Vgl. Eickstädt (2001), S. 89 und 90.].

¹⁹⁴ Vgl. Albrecht/Schradin (1998), S. 21.

hält den Vorteil für die Center Re von den meist nach einem Großschadensereignis ansteigenden Prämien zu profitieren.¹⁹⁵ Allerdings ergibt sich daraus auch die Gefahr des Kumulationsproblems für die Center Re. Denn übt die RLI ihre Option auf den Verkauf ihrer Aktien aus und steigen gleichzeitig die Belastungen aus dem Rückversicherungsvertrag, kann dies eine schwerwiegende finanzielle Belastung für die Center Re darstellen.¹⁹⁶

4.2. Dept Put Option

Bei der Dept Put Option handelt es sich meist um ein nachrangiges Darlehen, das dem Unternehmen gewährt wird. Nachrangig bedeutet, dass im Falle der Liquidation des Unternehmens zuerst alle anderen Schulden beglichen werden, bevor das Fremdkapital aus der Dept Put Option an den Gläubiger zurückgezahlt wird.¹⁹⁷

Eine spezielle Form der Dept Put Option sind sogenannte *Contingent Surplus Notes*. Die Eigenschaft dieses Instruments liegt in der bedingten Umwandlung von Fremdkapitaltitel in Genussrechte. Das Ziel der Contingent Surplus Notes ist ebenfalls die Erlangung von zusätzlichen Kapazitäten nach dem Eintritt eines Katastrophenereignisses.¹⁹⁸

Auch die Ausgestaltung einer Dept Put Option soll anhand eines Beispiels verdeutlicht werden: Die Nationwide Mutual Insurance Company gibt über das eigens dafür gegründete Special Purpose Vehicle (SPV), Nationwide CSN Trust, Trust Notes mit zehnjähriger Laufzeit, im Wert von 400 Millionen USD an Investoren aus. Die 400 Millionen USD an Kapital, die von den Investoren kommen, werden in hochliquide Finanzmarkttitel, Treasury Bills, investiert.¹⁹⁹ Nationwide hat zehn Jahre lang das Recht, aus welchem Grund auch immer (zum Beispiel: Bedrohung der Finanzlage des Unternehmens durch eine Naturkatastrophe oder Entscheidung, eine Akquisition zu tätigen), die Treasury Bills gegen eigene Surplus Notes zu tauschen und die Treasury Bills zu liquidieren. Durch den Tausch, sind die Trust Notes der Investoren nun nicht mehr durch die Treasury Bills hinterlegt, sondern durch die Surplus

¹⁹⁵ Vgl. Eickstädt (2001), S. 90.

¹⁹⁶ Vgl. Albrecht/Schradin (1998), S. 21.

¹⁹⁷ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 71.

¹⁹⁸ Vgl. Albrecht/Schradin (1998), S. 22; Eickstädt (2001), S. 88.

¹⁹⁹ Vgl. Albrecht/Schradin (1998), S. 22; Eickstädt (2001), S. 87 und 88.

wenn eine Übereignung des Basiswerts gar nicht möglich ist, wie bei einer Option auf einen Index.²⁰²

Neben der Bestimmung des Basiswertes, enthält die Emissionsvereinbarung noch eine Reihe an weiteren Merkmalen die den Kauf oder Verkauf des Basiswertes charakterisieren. Die *Laufzeit* der Option ist die Zeitspanne vom Tag der Begebung des Optionsscheins bis zum Erlischen des Rechts auf Ausübung. Die Ausübung bedarf einer ausdrücklichen Ausübungserklärung. Außerdem endet die Möglichkeit das Optionsrecht auszuüben meist einige Tage vor Ende der Optionslaufzeit. Außerdem wird in diesem Zusammenhang zwischen Optionen nach *amerikanischen Typ* und Optionen nach *europäischen Typ* differenziert. Der Unterschied besteht darin, dass amerikanische Optionen an jedem Bankarbeitstag ausgeübt werden können, während europäische Optionen nur am Ende ihrer Laufzeit ausgeübt werden können. Das *Bezugsverhältnis* gibt die Menge der Einheiten des Basiswertes an, die der Inhaber der Option kaufen oder verkaufen kann. Bei einem Barausgleich gibt das Bezugsverhältnis die der Berechnung der Differenz zugrunde zu legenden Einheiten des Basiswertes an. Der *Basispreis* legt fest zu welchem Preis der Inhaber der Option den Basiswert bei Ausübung der Option zu kaufen oder zu verkaufen hat. Für das im Optionsschein verbrieftete Recht, muss der Käufer der Option eine *Prämie* zahlen.²⁰³

²⁰² Vgl. Götte (2001), S. 2.

²⁰³ Vgl. Busse (2003), S. 530 und 531.

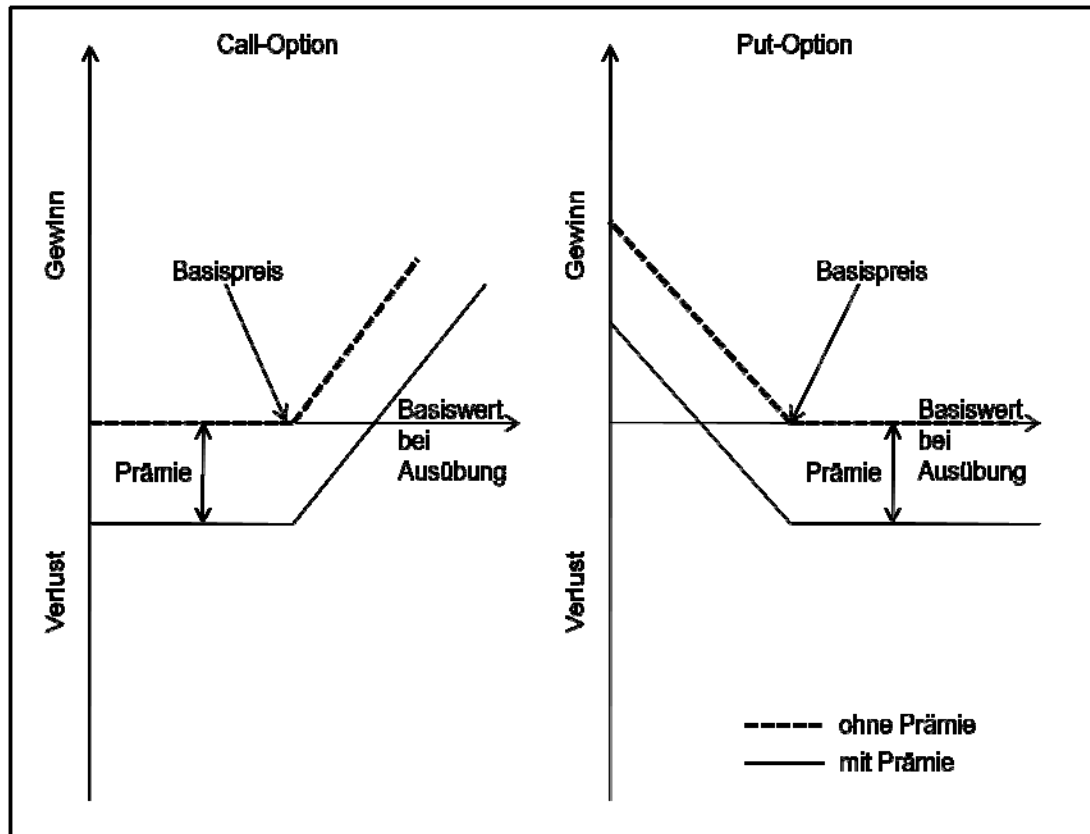


Abbildung 7: „Gewinn und Verlust bei einer Call- und einer Put-Option“²⁰⁴

Anhand des Beispiels der Call-Option in Abbildung 7 sollen die Merkmale, sowie die Funktionsweise einer Option nochmals verdeutlicht werden.

Mit der Bezahlung der Prämie (Preis der Option) für die Call-Option erwirbt der Käufer das Recht, vom Verkäufer eine gewisse Menge des der Emissionsvereinbarung zugrunde liegenden Basiswertes, nach Ablauf der Optionsfrist, zu einem vorher festgelegten Preis (Basispreis) zu erwerben. Ist zum Ausübungszeitpunkt der Kurs des Basiswertes unter dem des Basispreises, würde der Käufer der Option bei tatsächlicher Ausübung, mehr für den Basiswert (nämlich den Basispreis) bezahlen müssen, als würde er ihn über den Markt kaufen. Daher wird der Käufer der Option sein Recht auf Ausübung verfallen lassen. Liegt der Kurs des Basiswertes zum Ende der Optionsfrist jedoch über dem Basispreis, so kann der Käufer der Option den Basiswert zum günstigeren Basispreis beziehen. Daher wird er in diesem Fall von seinem Ausübungsrecht gebrauch machen. Zu beachten ist, dass die Option etwas kostet (Prämie). Darum ist vom jeweiligen Gewinn beziehungs-

²⁰⁴ Quelle: Liebwein (2009), S. 449.

weise Verlust die Prämie abzuziehen. Transaktionskosten werden in diesem vereinfachten Beispiel vernachlässigt.²⁰⁵

4.4. Funktionsmerkmale von Contingent Capital

Da bedingtes Kapital meist einer Optionsvereinbarung ähnelt, können die Funktionsmerkmale von bedingtem Kapital im Grunde durch die Erläuterung folgender Merkmale erklärt werden. Das auslösende Ereignis (Trigger), welches zu Kapitalzuführung führt, der der Vereinbarung zugrunde liegende Basiswert, die Laufzeit der Contingent Capital Vereinbarung, der Preis für das bedingte Kapital und die Bezahlung, sowie charakteristische Zusatzvereinbarungen.²⁰⁶

4.4.1. Das auslösende Ereignis (Trigger)

Die meisten Contingent Capital Produkte beinhalten zwei Trigger. Der erste Trigger wird aktiv, wenn die Option einen Wert bekommt. Dieser erste Auslöser ist prinzipiell nicht explizit vereinbart in dem Contingent Capital Übereinkommen. Klarerweise wird das Unternehmen, das die Option auf bedingtes Kapital gekauft hat, das Recht auf Gebrauch nur dann ausüben, wenn die Option für das Unternehmen einen Wert darstellt. Hat das Unternehmen die Möglichkeit die Kapitalzufuhr über den freien Markt günstiger zu bekommen, wird es das Recht auf Gebrauch nicht ausüben und die Option verfallen lassen. Der zweite Trigger muss an den ersten Trigger gebunden sein, sowie den Bedarf des Unternehmens nach Kapital berücksichtigen. Um das Problem des moral hazard zu minimieren ist der zweite Trigger so zu wählen, dass er nicht unter dem direkten Einfluss des Unternehmens liegt, jedoch eng mit den Bedürfnissen verbunden ist.²⁰⁷

4.4.1.1. Contingent Capital Lösung mit BIP²⁰⁸-Trigger

Angenommen ein großer Reifenhersteller würde bei einem drastischen Nachfragerückgang in Europa und Nordamerika, in eine schwierige finanzielle Situation geraten. Durch den gleichzeitigen Absatzrückgang verschlechtert

²⁰⁵ Vgl. Liebwein (2009), S. 448, Fußnote 2833.

²⁰⁶ Vgl. Culp (2002), S. 428.

²⁰⁷ Vgl. eneda S. 428..

²⁰⁸ BIP = Bruttoinlandsprodukt

sich die Kreditwürdigkeit des Unternehmens und die Kapitalkosten steigen. Eine Möglichkeit für den Reifenhersteller wäre es, eine Contingent Capital Vereinbarung einzugehen und somit die Zusage für die Zuführung von Kapital, bei Eintreten eines bestimmten Ereignisses, sicherzustellen. Um das moral hazard Problem zu minimieren, wird das auslösende Ereignis an das BIP-Wachstum in Europa und Nordamerika geknüpft, das eng mit dem Reifenabsatz verbunden ist. Sollte das durchschnittliche BIP-Wachstum unter einen bestimmten Wert sinken, verpflichten sich ein Versicherungsunternehmen und eine Bank 1,1 Milliarden USD in Form eines Kredits zu einem vorab festgesetzten Preis, an den Reifenhersteller zu zahlen.

Die Vorteile des Reifenherstellers liegen in der langfristigen Zusage von Kapital zu einem wettbewerbsfähigen Preis (da sich der Versicherer und die Bank lediglich dazu verpflichten einen bestimmten Betrag zu zahlen und nicht die gesamte Deckung des Schadens, der bei Eintritt des negativen Ereignisses entstehen würde, übernehmen) in der Möglichkeit weiterhin Übernahmen zu tätigen, da eine Kapitaverwässerung vermieden wird, in der Zusammenarbeit mit seinen gewohnten Finanzpartnern und in der Einbeziehung des BIP-Triggers, weil dadurch das bedingte Kapital wesentlich günstiger zur Verfügung gestellt werden kann, weil es vom Reifenhersteller nicht beliebig eingefordert werden kann. Auf der anderen Seite liegt der Vorteil für die Kapitalgeber in der vorab vereinbarten Prämie die sie jährlich vor Eintritt des auslösenden Ereignisses erhalten, sowie in der Verminderung des moral hazard Problems durch den BIP-Trigger.²⁰⁹

4.4.2. Basiswert

Beim Basiswert einer Contingent Capital Vereinbarung handelt es sich typischerweise um eine Wertschrift in Form von Eigen –oder Fremdkapital, wobei ersteres meist stimmrechtlose Vorzugsaktien betreffen. In nahezu allen Fällen, findet der Verkauf der Wertschriften zu vorab festgelegten Konditionen statt. Das trägt dazu bei, dass auch die bedingte Kapitalzufuhr zu im Vorhinein festgesetzten Preisen beschlossen wird.²¹⁰

²⁰⁹ Vgl. SwissRe (2003), S. 34.

²¹⁰ Vgl. Culp (2002), S. 428 und 429.

Des Weiteren haben die Wertschriften die der Optionsvereinbarung zugrunde liegen immer ein Fälligkeitsdatum. Dies stellt vorallem ein Problem bei Contingent Capital Vereinbarungen bezüglich Eigenkapitalwertschriften dar. Während bei Fälligkeit Fremdkapital einfach an den Kapitalgeber zurückgezahlt wird, kann es vorkommen, dass bei bedingten Kapitalerhöhungen mittels Eigenkapital, alternative Rückzahlungsmöglichkeiten vereinbart werden. So werden häufig stimmrechtlose Aktien des versicherten Unternehmens, in stimmberechtigte Aktien bei Fälligkeit umgewandelt, was das kapitalgebende Unternehmen zu einem Hauptanteilseigner macht, mit der Möglichkeit die Aktien auch weiter zu veräußern. Dies ist jedoch nicht der eigentliche Sinn und Zweck des bedingten Kapitals.²¹¹

4.4.3. Laufzeit

Die Laufzeit der Option, also das Recht auf Verkauf unternehmenseigener Wertschriften und somit der Bezug des bedingten Kapitals, bei Eintritt eines bestimmten Ereignisses, ist im Wesentlichen immer kürzer als die Laufzeit des der Optionsvereinbarung zugrunde liegenden Basiswertes. Handelt es sich beim Basiswert um eine Wertschrift bezüglich des Fremdkapitals, so entsteht zum Zeitpunkt des Verkaufs dieser Wertschrift eine neue Verbindlichkeit, die zu einem späteren Zeitpunkt in der Zukunft fällig wird.²¹²

4.4.4. Preis und Bezahlung

Der Preis für das bedingte Kapital ist im Wesentlichen die Optionsprämie, sowie zusätzlich ein möglicher Aufschlag vom Kapitalgeber. Die Bezahlung der Prämie erfolgt meist jährlich und im Vorhinein. Bei Eintritt des auslösenden Ereignisses und Einforderung des bedingten Kapitals durch das versicherte Unternehmen, muss der Kapitalgeber das vorab vereinbarte Kapital umgehend zur Verfügung stellen.²¹³

4.4.5. Zusatzvereinbarungen

Obwohl durch die häufige Ausgestaltung eines zweiten Triggers das Problem des moral hazard minimiert wird, ist es nicht unüblich, um die Informations-

²¹¹ Vgl. Culp (2002), S. 429.

²¹² Vgl. ebenda S. 429.

²¹³ Vgl. ebenda S. 429 und 430.

asymmetrie noch weiter zu senken, dass vom Kapitalgeber eine Due Diligence Prüfung des kapazitätserweiternden Unternehmens, vor Einwilligung in die Contingent Capital Vereinbarung, durchgeführt wird.²¹⁴ Unter Due Diligence wird die sorgfältige rechtliche und finanzielle Prüfung eines Unternehmens, im Hinblick auf eine Übernahme dieses Unternehmens oder einer anderen Transaktion im Zusammenhang mit diesem Unternehmen, verstanden.²¹⁵ Das Zulassen einer solchen Due Diligence Prüfung des Unternehmens, welches das bedingte Kapital beziehen wird, ist unter Umständen eine Notwendigkeit für das Zustandekommen der Contingent Capital Vereinbarung. Des Weiteren müssen Empfehlungen, die das Ergebnis der Prüfung und sorgfältige Durchleuchtung des Unternehmens sind, vor der Fixierung der Vereinbarung über das bedingte Kapital, verpflichtend umgesetzt werden. Andere Zusatzvereinbarungen können zum Beispiel den vorzeitigen Ausstieg aus dem Übereinkommen des Kapitalgebers vorsehen, bei einer Personalveränderung in der Führungsebene. Oder bestimmte Einschränkungen bei Neuinvestitionen des Unternehmens.²¹⁶

In den nachfolgenden beiden Punkten sollen die Vor- und Nachteile die mit der Verwendung von Contingent Capital, als eines der Instrumente des alternativen Risikotransfers, in Zusammenhang stehen, in übersichtlicher Form, nochmals geschildert werden.

4.5. Vorteile

Ein Vorteil von Contingent Capital liegt in der Kapitalbeschaffung zu ex ante definierten Konditionen. Erfahrungsgemäß steigen die Prämien und somit traditioneller Versicherungsschutz nach Eintritt eines Großschadensereignisses an. Da der Preis für das bedingte Kapital jedoch vor dem Eintritt dieses Großschadensereignisses festgelegt wurde, ist dieser zumeist günstiger.²¹⁷ Weiters zeichnen sich Contingent Capital Lösungen durch geringe Kapitalkosten aus.²¹⁸ Einerseits wird durch das bedingte Kapital eine Bindung des

²¹⁴ Vgl. Culp (2002), S. 430.

²¹⁵ Vgl. De Tommaso (2002), S. 6.

²¹⁶ Vgl. Culp (2002), S. 430.

²¹⁷ Vgl. SwissRe (2003), S. 33.

²¹⁸ Vgl. Eickstädt (2001), S. 87; SwissRe (2003), S. 34.

Kapitals weitestgehend vermieden²¹⁹, andererseits würde die Eigenkapitalbasis eines Unternehmens durch ein Katastrophenereignis stark beeinträchtigt werden und somit die Kreditwürdigkeit schmälern²²⁰. Letztendlich wird bei einer Debt Put Option eine Kapitalverwässerung vermieden, was sich positiv auf die Möglichkeiten des Unternehmens auswirkt auch weiterhin Großinvestitionen, wie zum Beispiel Akquisitionen, durchzuführen.²²¹

4.6. Nachteile

Bei der Risikofinanzierung durch die Aufnahme von bedingtem Kapital findet kein Risikotransfer statt.²²² Das Risiko verbleibt somit im Unternehmen, was allerdings ein Vorteil für die Kapitalgeber ist, da sie somit kein versicherungstechnisches Risiko tragen.²²³ Bei einer bedingten Kapitalaufnahme durch Equity Put Optionen, die zwar zu einer Verbesserung der Bilanzkennziffern beitragen können, muss eine gewisse Verwässerung des Kapitals in Kauf genommen werden.²²⁴ Weiters kann in der Vereinbarung vorgesehen werden, dass zu einem bestimmten Zeitpunkt, die ursprünglich stimmrechtlosen Aktien, in stimmberechtigte Aktien umgewandelt werden. Dies hat zur Folge, dass sich das Unternehmen mit neuen Anteilshabern konfrontiert sieht und dass diese im Prinzip die Möglichkeit besitzen, ihre erworbenen Aktien weiter zu veräußern.²²⁵

4.7. Zusammenfassung

Der Sinn von Contingent Capital Vereinbarungen liegt vor allem in der Sicherung von Kapital für die Zeit nach einem Großschadensereignis. Speziell geeignet sind Contingent Capital Lösungen für Katastrophenereignisse die selten auftreten, in ihrer Schadenshöhe jedoch enorm sind. Zur Glättung der Bilanz können diese Produkte zwar nicht beitragen, da die Kosten der Schä-

²¹⁹ Vgl. Albrecht/Schradin (1998), S. 22; Eickstädt (2001), S. 87; Grzebiela (2002), S. 148.

²²⁰ Vgl. SwissRe (2003), S. 34.

²²¹ Vgl. ebenda S. 34.

²²² Vgl. Culp (2002), S. 429; Grzebiela (2002), S. 148.

²²³ Vgl. Grzebiela (2002), S. 148 und 149.

²²⁴ Vgl. Eickstädt (2001), S. 89.

²²⁵ Vgl. Culp (2002), S. 429.

den voll in die Erfolgsrechnung einfließen, jedoch wird durch die bedingte Kapitalaufnahme das Fortbestehen des Unternehmens gesichert.²²⁶

Den Markt für Contingent Capital gibt es seit ungefähr 1995. Von 1995 bis 2003 gab es 16 Transaktionen mit bedingtem Kapital mit einem Gesamtvolumen von 6 Milliarden USD. Während harter Marktphasen des Versicherungszyklus sind Contingent Capital Lösungen für Unternehmen attraktiver, da die Prämien am traditionellen Versicherungsmarkt hoch sind. Selbstversicherung ist daher eine günstigere Alternative. Transaktionen mit bedingtem Kapital stellen ein Mittelding zwischen der reinen Selbstversicherung und der vollständigen Deckung der Risiken durch traditionelle Versicherer dar, da durch die Zahlung eines Preises zwar Kapital zur Verfügung gestellt wird, jedoch keine vollständige Deckung gewährt wird.²²⁷

5. Multiline/Multiyear Programme

Multiline/Multiyear Produkte sind keine Neuheit, sie existieren, wenn auch nicht in einer solch ausgereiften Form wie heute, schon lange.²²⁸ Bereits 1920 wurde einem Versicherer die Erlaubnis erteilt eine Reiseversicherung bestehend aus Reisegepäck-, Unfall- und Haftpflichtversicherung anzubieten. Dies ist im Prinzip nichts anderes als ein Multilineprogramm.²²⁹ Jedoch in vergangenen Jahren war es aus Sicht des Versicherten das Ziel, möglichst kurzfristige Verträge pro einzelner Versicherungssparte abzuschließen. Dies sollte die Flexibilität bei den Verhandlungen der Ausgestaltungsmöglichkeiten der Verträge mit den Versicherern erhöhen, sowie die Komplexität möglichst minimieren.²³⁰ Dieser Ansicht wird heutzutage nicht mehr Rechnung getragen, denn insbesondere durch die Forderung nach einem holistischen Risikomanagementansatzes, sollen die Risiken in einem Unternehmen nicht mehr einzeln, sondern kombiniert bewältigt werden, um so interne Diversifikations- und Ausgleichseffekte möglichst vollständig zu nutzen.²³¹ Heutige Multiline/Multiyear Produkte weisen einen hohen Grad an Integration auf. Deckung, Deckungsauslöser, sowie Deckungsgrenze werden betraglich und

²²⁶ Vgl. Eickstädt (2001), S. 91.

²²⁷ Vgl. SwissRe (2003), S. 34.

²²⁸ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 71.

²²⁹ Vgl. Herold/Paetzmann (1999), S. 49.

²³⁰ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 71.

²³¹ Vgl. Grzebiela (2002), S. 144.

zeitlich aufeinander abgestimmt.²³² So werden diese Risikoklassen nicht mehr einzeln sondern integriert tarifiert.²³³

Es gibt zwei mögliche Ausprägungen der integrierten Tarifierung. Bei der „*Anhang-Methode*“ werden durch die Formulierung einer Hauptpolizze, die individuellen isolierten Polizzen eines Unternehmens zusammengefasst, beziehungsweise aneinander gehängt. Bei der „*Einzel-Text-Methode*“ wird eine komplett neue Polizze konzipiert, die versucht alle Vereinbarungen der Einzelpolizzen des Unternehmens zu umfassen. Die „*Anhang-Methode*“ ist zu meist kostengünstiger. Allerdings ist die Gefahr groß, dass bei dieser Methode die zusammengefügt Polizzen eine unnötige Doppeldeckung einzelner Risiken enthalten. Egal welche Methode für die integrierte Tarifierung gewählt wird, wichtig ist, dass in der Polizze klar definiert wird bei welchem Auslöser die Leistungen, die in der Polizze vereinbart wurden, aktiv werden. Bei der „*Anhang-Methode*“ sind dies die einzelnen Auslöser der individuellen Polizzen, während bei der „*Einzel-Text-Methode*“ die auslösenden Ereignisse in der neuen Polizze, meist taxativ aufgezählt werden.²³⁴

5.1. Struktur eines Multiline/Multiyear Produktes

Abbildung 8 zeigt die Grundstruktur eines Multiline/Multiyear Produkts. Es erfolgt eine Grunddeckung der einzelnen Risiken über mehrere Sparten hinweg, über die Dauer von mehreren Jahren. Diese für Multiline/Multiyear typische Grundstruktur wird als „Aggregate Primary Program“ bezeichnet.²³⁵ Bei traditionellen Versicherungsprodukten werden Deckungslimite des Versichers, sowie Selbstbehalte des Versicherten, einzeln je Risikoklasse und pro Jahr abgerechnet. Im Gegensatz dazu werden diese bei Multiline/Multiyear Produkten über alle Sparten und die Vertragsdauer aggregiert.²³⁶

²³² Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 71.

²³³ Vgl. Grzebiela (2002), S. 144.

²³⁴ Vgl. Banks (2004), S. 106; Culp (2002), S. 408. Die beiden Autoren sprechen in diesem Zusammenhang von „attachment method“ und „single-text method“.

²³⁵ Vgl. Herold/Paetzmann (1999), S. 52.

²³⁶ Vgl. Grzebiela (2002), S. 145 und S. 154 Fußnote 75.

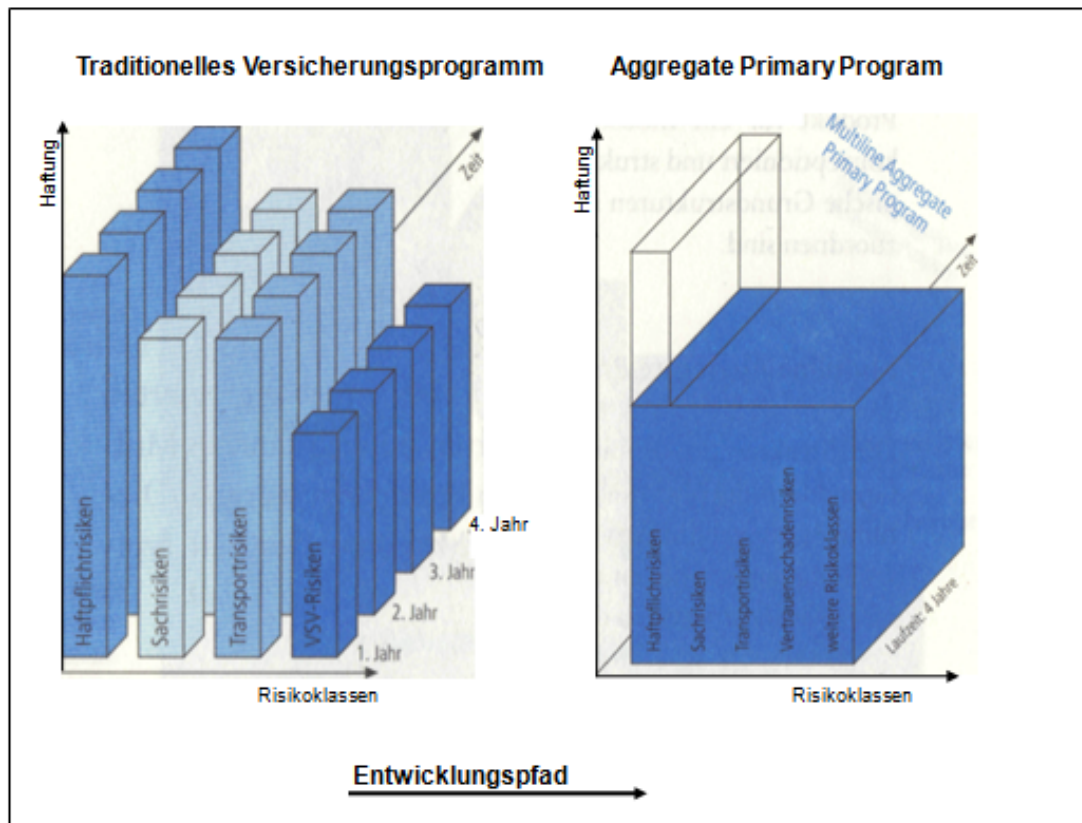


Abbildung 8: „Entwicklung von einem traditionellen Versicherungsprogramm hin zu einem Multiline/Multiyear Programm“²³⁷

5.2. Vorteile

Durch die Zusammenfassung einzelner Polizzen können beträchtliche Effizienzgewinne im Bereich der Administration erzielt werden. Die Verwaltungs- und Koordinationskosten werden um ein Vielfaches gesenkt, wenn man bedenkt, dass dem Unternehmen durch die Zusammenfassung einzelner Sparten, eine geringere Anzahl an Versicherungsunternehmen gegenüberstehen.²³⁸ Ebenfalls bieten Multiline/Multiyear Produkte die Möglichkeit einer Aggregation der Selbstbehalte der Risikoklassen. Im Zuge dessen, wird der Kapitaleinsatz ebenfalls optimiert.²³⁹

Abbildung 9 zeigt wie mittels Aggregation von Selbstbehalten Kosteneinsparungen erzielt werden können.

²³⁷ Quelle: Herold/Paetzmann (1999), S. 51. [Für eine ähnliche Darstellung vgl. Eickstädt (2001), S. 124.]

²³⁸ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 68; Grzebiela (2002), S. 145.

²³⁹ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 68.

Angenommen ein Unternehmen versichert sich in zwei separaten Sparten, Sparte I und Sparte II. In beiden Sparten wird mit einem Versicherer ein Selbstbehalt von 25 Millionen Euro, sowie eine Deckungsobergrenze von 100 Millionen Euro vereinbart (Figur 1). Werden die beiden Sparten aggregiert, erweitert sich der Selbstbehalt auf 50 Millionen Euro und die Deckungsgrenze auf 200 Millionen Euro je Sparte (Figur 2). Durch das Multiline Programm erfolgt eine Erhöhung des Selbstbehaltes, somit werden oft auftretende, in ihrer Schadenshöhe jedoch geringe Schäden vom Unternehmen selbst getragen. Auf der anderen Seite, werden Schäden die selten auftreten, doch ein enormes Schadenspotential beinhalten, durch die Erweiterung der Deckungsobergrenze, in einem höheren Ausmaß als zuvor gedeckt. So können falls nötig die gesamten 200 Millionen Euro für eine der beiden Sparten verwendet werden. Würde zum Beispiel ein Schaden in Höhe von 200 Millionen Euro in einer der beiden Sparten auftreten, müsste unter dem traditionellen Programm das Unternehmen 100 Millionen Euro selbst aufbringen, während die 100 Millionen für die Deckung der anderen Sparte unberührt blieben. Multiline Produkte haben somit den Vorteil das Kapital dort einzusetzen, wo es benötigt wird.²⁴⁰

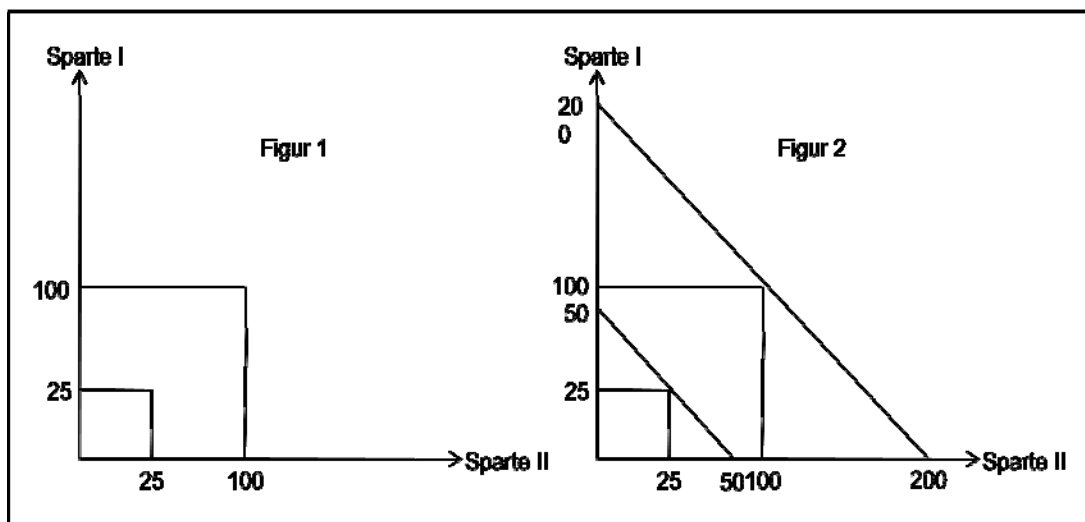


Abbildung 9: „Optimierung des Kapitaleinsatzes durch Aggregation der Selbstbehalte“²⁴¹

²⁴⁰ Vgl. Culp (2002), S. 413 und 414; Eickstädt (2001), S. 126 und 127.

²⁴¹ Quelle: Culp (2002), S. 413.

Der Vorteil eines Multiyear Programmes ist analog zu dem eines Multiline Programmes, da das Auftreten mehrerer Großschadensereignisse in aufeinanderfolgenden Jahren relativ unwahrscheinlich ist und somit eine Vertragserneuerung und der damit verbundene Kauf hoher Limits, am Ende jeden Jahres, vermieden wird.²⁴²

Außerdem, kann durch die Abstimmung der Polizzen, die in einem Multiline Programm zusammengefasst werden, unnötiger Versicherungsschutz beziehungsweise Doppelversicherung vermieden werden.²⁴³

Ein weiterer Vorteil von Multiline/Multiyear Programmen ist, dass durch Produktbündelung eine größere Einkaufsmacht auf Seiten des Versicherten entsteht und somit günstigere Prämien erzielt werden können.²⁴⁴ Niedrigere Preise für Multiline/Multiyear Produkte resultieren auch daraus, dass der Schadenserwartungswert der aggregierten Sparten immer kleiner ist als die Summe der Erwartungswerte der einzelnen Sparten, da sich einzelne Risiken ausschließen können.²⁴⁵ Durch die Zusammenfassung mehrerer Risikoklassen können Diversifikations- und Ausgleichseffekte besser genutzt werden, der Sicherheitszuschlag bei der Kalkulation der Prämie wird dadurch verringert. Das versicherte Unternehmen hat auf Grund der mehrjährigen Vertragsdauer dieser Produkte, die Möglichkeit (je nach Marktsituation) über mehrere Jahre von den günstigeren Preisen zu profitieren.²⁴⁶

Weiters können Multiline/Multiyear Produkte auch mit „Finite (Re-) Insurance Produkten“²⁴⁷ kombiniert werden. In sogenannte „*Blended Covers*“ werden versicherbare Risiken, Risiken die traditionell als nicht-versicherbar gelten, beigemischt. Ein Risikotransfer findet nur bei den versicherbaren Risiken statt. Bei den nicht-versicherbaren Risiken findet ein Risikoausgleich über die Zeit statt, weshalb es von essentieller Bedeutung ist, dass solche Verträge eine mehrjährige Vertragsdauer haben. Die Glättung der Schadenskosten der traditionell nicht-versicherbaren Risiken, erfolgt durch den Aufbau eines Fonds beim Versicherer. Dieser übernimmt zwar kein Underwritingrisiko, je-

²⁴² Vgl. Eickstädt (2001), S. 127.

²⁴³ Vgl. Grzebiela (2002), S. 145.

²⁴⁴ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 67.

²⁴⁵ Vgl. Banks (2004), S. 103; Herold/Paetzmann (1999), S. 55.

²⁴⁶ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 67, 68 und 69.

²⁴⁷ Zur Erklärung von Finite (Re-) Insurance Produkten siehe Kapitel 7.

doch trägt er das Timing²⁴⁸–, das Credit²⁴⁹– und das Investmentrisiko²⁵⁰. Bleibt der Fonds bis zum Ende der vereinbarten Laufzeit unberührt und hat er den vollständigen Zielbetrag erreicht, gibt es mehrere Möglichkeiten über die weitere Verwendung. Eine Möglichkeit ist es, dass das Unternehmen das Fondsvermögen zurückbekommt. Dabei ist zu beachten, dass in der Regel Steuern anfallen. Denkbar ist auch, dass der Verwendungszweck des Fonds erweitert wird, die Prämien ermäßigt werden oder die Versicherungssumme erhöht wird.²⁵¹

5.3. Nachteile

Durch die Überwälzung des Risikos auf nur einen –oder einige wenige Versicherungsunternehmen, erhöht sich die Abhängigkeit von diesem oder diesen und birgt somit ein gewisses Kreditrisiko für den Versicherungsnehmer, für den Fall das die Bonität des Versicherers oder der Versicherer nicht einwandfrei ist.^{252, 253} Ein weiterer Nachteil ist in den hohen Anfangskosten für die Einführung von Multiline/Multiyear Produkten zu sehen.²⁵⁴ Die hohen Transaktionskosten, die bei der Bewältigung der Aggregation der Sparten entstehen, können jedoch mit den später realisierten Einsparungen im administrativen Bereich kompensiert werden.²⁵⁵ Eingeschränkte Transparenz über die Kosten der einzelnen Risikoklassen, sowie der Verlust von Detail-Know-How, sind weitere Nachteile, bedingt durch die Zusammenfassung der

²⁴⁸ *Timingrisk* bedeutet, dass die Versicherungssumme für das nicht-versicherbare Risiko in der Polizze, die durch jährliche Prämienzahlungen vom Versicherten finanziert wird, vom Versicherer jederzeit fällig werden könnte [Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 67].

²⁴⁹ Wird die Versicherungssumme, vor der vollständigen Auffüllung des Fonds durch den Versicherten, vom Versicherer fällig, so handelt es sich im Prinzip um einen Kredit, den der Versicherer dem Versicherten gewährt. Der Versicherer trägt somit in diesem Fall ein *Creditrisk* [Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 67 und 68].

²⁵⁰ Durch die Einzahlungen in den Fonds, ergeben sich verzinsliche Guthaben. Wird zwischen dem Versicherten und dem Versicherer, für die Guthaben ein fester Zinssatz vereinbart, so trägt der Versicherer ein Investmentrisiko [Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 68].

²⁵¹ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 67 und 68. [Für eine weitere Erklärung zu Blended Covers vgl. Liebowitz (2009), S. 412.]

²⁵² Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 69; Eickstädt (2001), S. 139; Grzebiela (2002), S. 145; Herold/Paetzmann (1999), S. 55.

²⁵³ Der Nachteil der Abhängigkeit von einem Versicherer ist jedoch eher theoretischer Natur, da Multiline/Multiyear Produkte weitestgehend nur von den großen Versicherungsunternehmen angeboten werden [Vgl. Eickstädt (2001), S. 139].

²⁵⁴ Vgl. Eickstädt (2001), S. 139; Grzebiela (2002), S. 145.

²⁵⁵ Vgl. Eickstädt (2001), S. 139.

individuellen Sparten bei einem Multiline/Multiyear Programm.²⁵⁶ Ein großes Problem besteht in der noch fehlenden holistischen Ausrichtung des Risikomanagements in den Unternehmen, was die Einführung von Multiline/Multiyear Produkten oft schwierig macht. Das Risikomanagement in einem Unternehmen ist zu meist in klar von einander abgegrenzte Verantwortungsbereiche getrennt. So liegt die Absicherung gegen Zins-, Wechselkurs- und Preisänderungsrisiken in dem Verantwortungsbereich der Finanzabteilung, hingegen ist die Aufgabe der Risk-Manager die Deckung versicherungstechnischer Risiken. Schließlich ist die Personalabteilung verantwortlich für Kranken-, Unfall- und Lebensversicherungen, sowie für die Pensionsvorsorge.²⁵⁷ Des Weiteren herrscht neben der klaren Trennung des Risikomanagements, innerhalb des Unternehmens zwischen den Divisionen, auch keine gesamtheitliche Betrachtung der Risiken zwischen den einzelnen regionalen Einheiten.²⁵⁸

5.4. Zusammenfassung

Die Flexibilität von Multiline/Multiyear Produkten erlaubt eine Integration nahezu aller Risikoklassen²⁵⁹ und ermöglicht es, dem Versicherungsnehmer entweder mehr beziehungsweise größere Risiken mit der gleichen Menge an eingesetzten Kapital zu tragen, oder aber die gleiche Menge an Risiken mit geringeren Kapitaleinsatz zu übernehmen²⁶⁰. Interessant sind Multiline/Multiyear Produkte vor allem in harter Marktphase, da während einer weichen Marktphase am traditionellen Versicherungsmarkt die Prämien genügend niedrig sind. Außerdem würde es von Nachteil für den Versicherungsnehmer sein, sich während einer Phase sinkender Prämien, an eine fixe Prämie über einen längeren Zeitraum zu binden. Dennoch wird die Entwicklung dieser Produkte positiv gesehen, da die Vorteile die Nachteile doch stark überwiegen.²⁶¹

²⁵⁶ Vgl. Herold/Paetzmann (1999), S. 55.

²⁵⁷ Vgl. Grzebiela (2002), S. 145, 146 und 146 Fußnote 83.

²⁵⁸ Vgl. Grzebiela (2002), S. 146 Fußnote 83; Knebel (2001), S. 6 und 7.

²⁵⁹ Vgl. Herold/Paetzmann (1999), S. 55.

²⁶⁰ Vgl. Eickstädt (2001), S. 140.

²⁶¹ Vgl. ebenda S. 144.

6. Multitrigger Produkte

Die im vorigen Kapitel beschriebenen Multiline/Multiyear Programme können im Prinzip auch als Trigger Produkte verstanden werden, die bei Eintritt eines Ereignisses zur Auszahlung der Versicherungssumme führen. Solange die aggregierten Schäden der zusammengefassten Sparten den Selbstbehalt übersteigen, wird die in der Versicherungspolizze vereinbarte Summe fällig, die für die erlittenen Verluste verwendet werden kann. Somit ist das auslösende Ereignis, die Überschreitung des vereinbarten Selbstbehaltes.²⁶²

Vor allem Unternehmen deren wirtschaftlicher Erfolg auch von Nicht-Versicherungsschäden, wie zum Beispiel der Entwicklung des Rohstoffpreises oder von Wechselkursänderungen, abhängig ist, sind an Programmen interessiert, die noch einen zweiten (oder mehrere) Auslöser (Trigger) beinhalten. Die Idee von Multitrigger Produkten ist, herkömmliche Versicherungspolizzen mit Finanzrisiken²⁶³ und in einem weiteren Schritt, Risiken die traditionell als nicht-versicherbar²⁶⁴ gelten, zu verbinden. Eine Doubletrigger Konstruktion kann zum Beispiel nur dann zu einer Deckung führen, wenn zu gleich ein Sachschaden eintritt, als auch der Rohstoffpreis am Markt einen bestimmten Grenzwert erreicht. Der grundlegende Gedanke der hinter einer Multitrigger Transaktion liegt ist, dass das Unternehmen jedes Schadensereignis für sich, selbst tragen kann, nicht aber den Schaden bei Eintreten der Ereignisse zum gleichen Zeitpunkt.²⁶⁵

Dies führt zur klaren Unterscheidung, dass bei Singletrigger Produkten (wie es ein Multiline/Multiyear Programm ist) nur ein Schadensereignis einzeln auftreten muss, damit die Entschädigung fällig wird (es tritt zum Beispiel ein Schaden auf Grund eines Katastrophenereignisses ein *oder* es tritt ein Schaden auf Grund einer Produkthaftung ein). Im Gegensatz dazu sind bei Multitrigger Produkten die Schadensereignisse miteinander verknüpft (es tritt zum

²⁶² Vgl. Culp (2002), S. 417.

²⁶³ Unter Finanzrisiken werden Risiken verstanden die durch Kapitalmarktinstrument hedgebar sind. Beispiele hierfür sind unter anderem Wechselkurs-, Zinsänderungs- und Rohstoffrisiken [Vgl. Eickstädt (2001), S. 127].

²⁶⁴ Traditionell als nicht-versicherbar geltende Risiken werden auch als unternehmerische Risiken bezeichnet und stellen Risiken dar, die bisher weder durch Versicherungs- noch Kapitalmarktinstrumente gedeckt wurden [Vgl. Eickstädt (2001), S. 135].

²⁶⁵ Vgl. Herold/Paetzmann (1999), S. 47.

Beispiel ein Schaden durch ein Katastrophenereignis ein *und* gleichzeitig tritt auch ein Schaden durch eine Produkthaftung ein).²⁶⁶

6.1. Ausprägungsformen der Trigger

Für gewöhnlich werden Multitrigger Programme über eine Laufzeit von mehreren Jahren abgeschlossen. Daraus ergibt sich, dass die Trigger am Ende jeden Jahres wieder zurückgesetzt werden. Unter dem Jahr jedoch kann der Trigger entweder je Eintritt eines Ereignisses ausgelöst werden oder erst durch eine Kumulierung der einzelnen Ereignisse zur vereinbarten Leistung führen. Losgelöst von den beiden eben erwähnten Ausgestaltungsformen, kann ein Trigger entweder fix, variabel oder wechselhaft sein. Ein fixer Trigger ist im Prinzip eine exogene numerische Grenze, die bei Überschreiten zu der in der Polizze vereinbarten Leistung führt. Ein Mutitrigger Programm beinhaltet dann einen variablen Trigger, wenn das Eintreten der Leistung aus der Versicherungspolizze vollständig von einer Zufallvariablen abhängig gemacht wird. Ein wechselhafter Trigger nimmt Rücksicht auf das Verhalten der einzelnen Risikoklassen eines Unternehmens. Zeigt eine Sparte einen guten Schadensverlauf, so kann diese mehr Risiko tragen als eine andere und umgekehrt.²⁶⁷

Des Weiteren kann ein Trigger entweder als intern oder als extern klassifiziert werden. Ein interner Trigger bezieht sich auf ein Ereignis, das unter der direkten Kontrolle des Versicherungsnehmers liegt (zum Beispiel Gewinne), während ein externer Trigger von diesem nicht beeinflusst werden kann (zum Beispiel Wechselkurse).²⁶⁸ Auf Grund des Problems des moralischen Risikos, sollte in die Ausgestaltung einer Trigger Konstruktion immer auch ein externer Trigger miteinbezogen werden.²⁶⁹ Dieser externe Trigger sollte jedoch in einem genügend großem Ausmaß mit dem Risiko des Versicherungsnehmers korreliert sein, damit eine mögliche Entschädigung seine tatsächlichen finanziellen Bedürfnisse widerspiegelt.²⁷⁰

²⁶⁶ Vgl. Banks (2004), S. 106.

²⁶⁷ Vgl. Banks (2004), S. 108. Für eine ausführliche Erklärung der möglichen Ausgestaltungsformen der Trigger, vgl. Culp (2002), S. 419 bis 424.

²⁶⁸ Vgl. Culp (2002), S. 418; Doherty (2000), S. 533.

²⁶⁹ Vgl. Banks (2004), S. 108; Culp (2002), S. 418; Doherty (2000), S. 533.

²⁷⁰ Vgl. Banks (2004), S. 108; SwissRe (2003), S. 32.

6.2. Beispiele einer Trigger Konstruktion

Eine Doppeltrigger Polizza für einen *Stromversorger* könnte zum Beispiel wie folgt ausgestaltet sein: Die Verluste aus einem Stromausfall in Folge einer Betriebsstörung oder eines Sturmschadens werden nur dann durch die Polizza gedeckt, wenn gleichzeitig auch der Einkaufspreis für Strom auf dem Markt über einen bestimmten Wert ansteigt.²⁷¹

Denkbar für den Stromversorger wäre auch, eine Doppeltrigger Polizza, die das Kreditrisiko eines Großkunden mit einer Reduktion des Verkaufspreises für Strom verbindet, da eine mögliche Insolvenz des Großkunden in Kombination mit einer Senkung der Preise ein erhebliches finanzielles Risiko für den Stromversorger darstellt.²⁷²

Eine Doppeltrigger Polizza eines privaten *Krankenhauses* könnte zum Beispiel derart ausgestaltet sein, dass Verluste aus Ärztehauptpflichtschäden nur dann entschädigt werden, wenn zur gleichen Zeit der Wert des Aktienportefeuilles des Krankenhauses unter einen bestimmten Schwellenwert sinkt.²⁷³

6.2.1. Swiss Re: Betriebsunterbrechungsversicherung mittels Trigger Konstruktion für die Telekommunikationsbranche

Ein interessantes Beispiel für eine Doppeltrigger Konstruktion, ist die Versicherung gegen Betriebsausfälle der Swiss Re für Unternehmen in der Telekommunikationssparte. Die Struktur der Doppeltrigger Konstruktion besteht aus einem fixen ersten Trigger und einem variablen zweiten Trigger. Die Auszahlung der Entschädigung bemisst sich nach denselben Variablen, die dem zweiten Trigger unterliegen. Der Grundgedanke dieser Trigger Konstruktion ist, dass Schäden verursacht durch Betriebsunterbrechungen, die Kapitalstruktur eines Unternehmens besonders dann schädigen, wenn zur gleichen Zeit unterdurchschnittliche Geschäftsergebnisse erwirtschaftet werden. Der erste Trigger gewährleistet, dass die Polizza nur dann aktiv wird, wenn Betriebsausfälle auf Grund des täglichen operativen Risikos entstehen. In der Polizza gedeckt sind zum Beispiel Schäden durch Betriebsausfälle

²⁷¹ Vgl. SwissRe (2003), S. 33.

²⁷² Vgl. ebenda S. 33.

²⁷³ Vgl. ebenda S. 33.

bedingt durch große Sachschäden, Naturkatastrophen, Abstürze der IT-Systeme und dergleichen. Der variable zweite Trigger vergleicht das Geschäftsergebnis des Unternehmens mit den Geschäftsergebnissen einer Gruppe von Unternehmen aus demselben Industriezweig. In diesem Fall wurde als Variable für den zweiten Trigger das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen herangezogen (EBITDA²⁷⁴). Sinkt die Wachstumsrate des EBITDA des Unternehmens um mehr als drei Prozentpunkte relativ zur Wachstumsrate des EBITDA der Vergleichsgruppe, wird der zweite Trigger aktiv und der Wert der Entschädigung bemisst sich nach der Differenz der EBITDAs. Ein Vorteil dieser Betriebsunterbrechungsversicherung mittels Doppeltrigger Konstruktion für den Versicherungsnehmer ist, dass dieser die Möglichkeit hat, Kapital zur Finanzierung eventueller Schäden zu vorab vereinbarten Konditionen zu beziehen. Des Weiteren trägt diese Konstruktion zur Glättung des Cash-Flows des Versicherungsnehmers bei und hilft somit Unterinvestitionen zu vermeiden. Ein weiterer Vorteil liegt in der Reduzierung der Bildung von eigenen Kapitalreserven, gleichzeitig werden die Kapazitäten für Fremdkapital erhöht.²⁷⁵

6.3. Vorteile

Da bei Triggerkonstruktionen mehrere Schadensereignisse kombiniert eintreten müssen, bevor die Schadenszahlung aus der Polizzae fällig wird, sinkt die Wahrscheinlichkeit für den Versicherer leisten zu müssen. Der Versicherungsnehmer hat somit die Möglichkeit, Deckung zu einem günstigeren Preis einzukaufen.²⁷⁶ Nimmt man an, dass ein Schadensereignis (zum Beispiel ein Schaden verursacht durch Feuer) mit einer Wahrscheinlichkeit von zehn Prozent eintritt (erster Trigger) und noch ein weiteres Schadensereignis (zum Beispiel ein Kursverlust der Aktien des Versicherungsnehmers), wieder mit einer Wahrscheinlichkeit von zehn Prozent eintritt (zweiter Trigger), so ist die Versicherungsprämie, berechnet als das Produkt der beiden Eintrittswahrscheinlichkeiten, nur ein Prozent.²⁷⁷ Das bedeutet im Prinzip, je mehr Voraussetzungen erfüllt sein müssen, bevor der Versicherungsnehmer die

²⁷⁴ EBITDA = Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization

²⁷⁵ Vgl. Culp (2002), S. 424 und 425.

²⁷⁶ Vgl. Grzebiela (2002), S. 146 Fußnote 89; Herold/Paetzmann (1999), S. 47; SwissRe (2003), S. 32.

²⁷⁷ Vgl. Banks (2004), S. 108; Grzebiela (2002), S. 146 Fußnote 89.

Möglichkeit hat, die Leistungen aus der Polizza vom Versicherer zu fordern, desto günstiger wird die Prämie und somit der Schutz für Deckung.²⁷⁸ Ein weiterer Vorteil von Multitrigger Konstruktionen, allerdings für den Versicherer ist, dass durch die Integrationen eines externen Triggers, das Problem des moralischen Risikos minimiert wird.²⁷⁹ Die Kosteneinsparungen auf Seiten des Versicherers, durch die Möglichkeit des Unterlassens von weiteren Maßnahmen um das Problem des moralischen Risikos zu unterbinden, können somit dem Versicherungsnehmer in Form von niedrigeren Prämien weitergegeben werden.²⁸⁰

Schließlich kann ein Versicherungsnehmer mittels einer Multitrigger Konstruktion sein Geschäftsergebnis besser glätten, als ihm dies mittels traditionellen Versicherungsprodukten möglich wäre. Die Grundidee dieser Konstruktion, nämlich, dass einzelne Schäden vom Unternehmen selbst getragen werden können, aggregierte Schäden jedoch vom Versicherer gedeckt werden, führt zu einer Stabilisierung des Unternehmenserfolges, die wesentlich höher ist, als der über traditionelle Versicherung erreichbaren.²⁸¹

6.4. Nachteile

Durch die Zusammenfassung zweier oder mehrerer Schadenseintrittsvoraussetzungen in einem Multitrigger Programm, können zwar beachtliche Prämiensparnisse erzielt werden, dem Versicherungsnehmer muss jedoch bewusst sein, dass damit gleichzeitig gewisse Deckungseinschränkungen einhergehen.²⁸² Multitrigger Produkte bieten vor allem Schutz gegen Schäden die den Versicherungsnehmer in seiner finanziellen Struktur enorm belasten würden, erlauben jedoch die Absicherung der einzelnen Riskoklassen nicht. Besonders finanzschwache Unternehmen sollten dies bei der Planung ihres Versicherungsportefeuilles berücksichtigen.²⁸³

²⁷⁸ Vgl. Culp (2002), S. 418.

²⁷⁹ Vgl. ebenda S. 418.

²⁸⁰ Vgl. Banks (2004), S. 108.

²⁸¹ Vgl. Eickstädt (2001), S. 137 und 137 Fußnote 271.

²⁸² Vgl. Herold/Paetzmann (1999), S. 47.

²⁸³ Vgl. Grzebiela (2002), S. 147.

6.5. Zusammenfassung

Multitrigger Produkte eignen sich speziell für Unternehmen deren Geschäftserfolg von Schwankungen diverser Marktbereiche (wie zum Beispiel Rohstoffpreise, Wechselkurse oder Zinsen) abhängig ist. Vor allem risikofreudige Großunternehmen mit einer sehr guten Eigenkapitalbasis zeigen Interesse an dieser Art von Deckung. Schäden die das Unternehmen im Normalfall selbst tragen würde, können jedoch durch das Hinzukommen eines zusätzlichen Finanzrisikos, zu einer erheblichen finanziellen Bedrohung werden. Eine mögliche Lösung ist die Verbindung der einzelnen Risiken mittels eines Trigger Programms, das eng mit dem Geschäftserfolg des Unternehmens in Beziehung steht.²⁸⁴

7. Finite (Re-) Insurance²⁸⁵

7.1. Einleitung

Eine allgemeine Definition der Finite (Re-) Insurance ist aufgrund der fließenden Grenzen mit der traditionellen (Rück-) Versicherung schwierig und bis zu diesem Zeitpunkt in der gängigen Literatur noch nicht verwirklicht worden.^{286, 287} Das wichtigste Unterscheidungsmerkmal zwischen traditioneller (Rück-) Versicherung und Finite (Re-) Insurance Produkten ist, dass bei Letztgenanntem ein Risikoausgleich in der Zeit stattfindet und nicht mittels Deversifikation mit anderen Risikoklassen. Somit liegt der Sinn von Finite (Re-) Insurance Lösungen in der Verteilung von Verlusten über die Zeit, ohne dass notwendigerweise eine komplette Überwälzung des versicherungstechnischen Risikos auf den Versicherer stattfindet.²⁸⁸ Der Schwerpunkt solcher

²⁸⁴ Vgl. SwissRe (2003), S. 32.

²⁸⁵ In der Literatur auch als Financial Reinsurance [Vgl. Herold/Paetzmann (1999), S. 61 ff.; Heß (1998), S. 5 ff.] oder zu Deutsch als Finanzrückversicherung [Vgl. Wagner (2000), S.365ff.] bezeichnet. Liebwein unterscheidet zwischen der Stukturierten Rückversicherung, der Financial Reinsurance und der Finite Risk Reinsurance nach der Menge an übertragenem versicherungstechnischen Risiko auf einen Risikoträger [vgl. Liebwein (2009), S.360]. Des Weiteren werden solche Produkte bereits auch im Erstversicherungsgeschäft angeboten, wo Großunternehmen Finite Insurance Lösungen nachfragen, bei denen die Bereitstellung von Finanzmitteln in den Vordergrund rückt und der Transfer des versicherungstechnischen Risikos nicht mehr von oberster Bedeutung ist [Vgl. Thiernemann (1993), 244].

²⁸⁶ Vgl. Wagner (2000), S. 365.

²⁸⁷ Für eine Auflistung verschiedener Definitionsansätze vgl. u.a. Heß (1998), S. 17ff; Liebwein (2000), S. 309ff.

²⁸⁸ Vgl. Culp (2002), S. 381.

Vertragsformen liegt nun nicht mehr auf dem klassischen Risikotransfer, sondern stellt die Risikofinanzierung in den Mittelpunkt.²⁸⁹ Grundsätzlich gibt es einige Merkmale die charakteristisch für Finite (Re-) Insurance Verträge sind²⁹⁰:

- *Beschränkte Risikoübernahme des (Rück-) Versicherers*: Die Übernahme des Risikos vom Versicherungsnehmer durch den (Rück-) Versicherer ist begrenzt.²⁹¹ Allerdings werden bei Finite (Re-) Insurance Produkten auch immer versicherungstechnische Risiken auf den (Rück-) Versicherer übertragen, da dies eine unumgängliche Notwendigkeit darstellt, damit solche Verträge als (Rück-) Versicherungsverträge vom Wirtschaftsprüfer und dem Finanzamt anerkannt werden.²⁹² Lässt sich das versicherungstechnische Risiko bei traditionellen (Rück-) Versicherungsverträgen stets in Zufalls-, Änderungs- und Irrtumsrisiko unterteilen, die auf die Ursachen der Differenz von tatsächlichen Schäden und ihrem Erwartungswert abzielen, so lässt sich das versicherungstechnische Risiko, das ein Risikoträger bei Fixierung eines Finite (Re-) Insurance Kontraktes eingeht, nach Art der Abweichung in das Underwriting Risk und das Timing Risk (Zahlungszeitpunktrisiko) gliedern.²⁹³

Das Underwriting Risk besteht im Grunde darin, dass die eingenommenen Prämien nicht zur Deckung der eingetretenen Schäden ausreichen. Werden bei einer traditionellen (Rück-) Versicherung regelmäßig Polizzen mit einem schlechten Schadensverlauf, durch Polizzen mit einem guten Schadensverlauf ausgeglichen, so steht bei der Finite (Re-) Insurance der Risikoausgleich über die Zeit im Vordergrund. Im Gegensatz zu der traditionellen (Rück-) Versicherung, wo ein Risikoausgleich im Kollektiv stattfindet, soll sich bei der Finite (Re-) Insurance jeder Vertrag selbst tragen. Das Underwriting Risk besteht somit für den Risikoträger bei solchen Verträgen darin, dass die Prämie ein-

²⁸⁹ Vgl. Nguyen (2007b), S. 199.

²⁹⁰ Vgl. Culp (2002), S. 382; Eickstädt (2001), S. 146; Grzebiela (2002), S. 143 und 144; Hirsnik (2001), S. 37.

²⁹¹ Vgl. Culp (2002), S. 384; European Commission (2000), S. 5; Grzebiela (2002), S. 143; Thiernemann (1993), S. 242.

²⁹² Vgl. Wagner (2000), S. 366.

²⁹³ Vgl. Eickstädt (2001), S. 147; Heß (1998), S. 8.

nahmen eines Vertrages, durch die tatsächlich eingetretenen Schäden desselbigen überstiegen werden (dies kann durch eine höhere Anzahl an Schäden und/oder durch eine größere Schadenshöhe der Fall sein).²⁹⁴

Während das Underwriting Risk auf die variable Anzahl der Schäden sowie Schadenshöhe abzielt, ergibt sich das Timing Risk aus der Unsicherheit des Zeitpunktes zu dem der Schaden bezahlt werden muss.²⁹⁵ Vereinfacht ausgedrückt besteht das Timing Risk also darin, dass Schadenszahlungen früher als erwartet auftreten²⁹⁶ und somit dem (Rück-) Versicherer nicht genügend Mittel zur Verfügung stehen für die Deckung der Schäden²⁹⁷.

Des Weiteren können mittels Finite (Re-) Insurance noch weitere nicht-versicherungstechnische Risiken auf den Risikoträger übertragen werden.²⁹⁸ Dazu zählen insbesondere das Credit Risk (Bonitätsbeziehungsweise Delkredererisiko) und das Investment Risk (Kapitalanlagerisiko).²⁹⁹

Das Investment Risk besteht darin, dass die auf dem Kapitalmarkt veranlagten Prämien nicht die erwartete Rendite erwirtschaften.³⁰⁰

Den Erträgen die aus der Veranlagung der Prämien resultieren, kommt aufgrund der zumeist mehrjährigen Laufzeit von Finite (Re-) Insurance Verträgen, eine große Bedeutung zu. Sind die Kapitalerträge expliziter Bestandteil des Vertrages, fällt das Investment Risk zu lasten des (Rück-) Versicherers.³⁰¹

Bei traditionellen (Rück-) Versicherungsverträgen besteht das Credit Risk grundsätzlich nur für den Versicherungsnehmer, der das Risiko trägt, dass der (Rück-) Versicherer nach Erhalt der von ihm gezahlten Prämien zahlungsunfähig wird und die im Vertrag vereinbarten Leistungen nicht mehr erbringen kann. Bei manchen Finite (Re-) Insuran-

²⁹⁴ Vgl. Eickstädt (2001), S. 147.

²⁹⁵ Vgl. Heß (1998), S. 8 und 9.

²⁹⁶ Vgl. Eickstädt (2001), S. 147.

²⁹⁷ Vgl. Liebwein (2000), S. 319.

²⁹⁸ Vgl. Eickstädt (2001), S. 147; Heß (1998), S. 15; Nguyen (2007b), S. 199; Thiernemann (1993), S. 245; Wagner (2000), S. 365.

²⁹⁹ Vgl. Eickstädt (2001), S. 147 und 148; Heß (1998), S. 15 und 16; Thiernemann (1993), S. 245.

³⁰⁰ Vgl. Eickstädt (2001), S. 148; Heß (1998), S. 15.

³⁰¹ Vgl. Eickstädt (2001), S. 148.

ce Verträgen (retrospektive Vertragsformen) trägt neben dem Versicherten, auch der (Rück-) Versicherer ein Credit Risk, da er Schäden vorfinanziert, die erst im Laufe der Vertragsdauer vom Versicherungsnehmer zurückgezahlt werden.³⁰²

- *Ergebnisteilung zwischen Versicherungsnehmer und (Rück-) Versicherer:* Die Prämien bei Finite (Re-) Insurance Vereinbarungen sind zu meist relativ hoch. Allerdings einzig und allein auf die Höhe der Prämien, als Maß für die Bewertung der Kosten dieser Art von Verträgen abzustellen, wäre nicht richtig, denn im Gegensatz zu traditionellen (Rück-) Versicherungs Verträgen, wird das Ergebnis (sei es positiv oder negativ) am Ende der Laufzeit zwischen dem Versicherungsnehmer und dem (Rück-) Versicherer geteilt.³⁰³ Somit ergibt sich eine enge Beziehung zwischen dem Schadensverlauf des Versicherungsnehmers und dessen tatsächlichen Versicherungskosten.³⁰⁴ Grundsätzlich werden die Gewinne und Verluste des Finite (Re-) Insurance Vertrages durch ein sogenanntes „*experience account*“ verfolgt. Prämien die der Versicherungsnehmer an den (Rück-) Versicherer zahlt, werden ebenso dem Konto gutgeschrieben, wie die aus der Anlage am Kapitalmarkt resultierenden Erträge dieser Prämien. Verluste aus Schadensereignissen, sowie etwaige Aufwendungen die dem (Rück-) Versicherer aus dem Vertrag entstehen, werden dem Konto belastet. Am Ende der Laufzeit der Finite (Re-) Insurance Vereinbarung wird das Saldo, das auf dem *experience account* steht, zwischen dem Versicherungsnehmer und dem (Rück-) Versicherer geteilt.³⁰⁵
- *Berücksichtigung von Kapitalanlageerträgen:* Zukünftige Kapitalerträge, die durch die Veranlagung der gezahlten Prämien vom Versicherungsnehmer an den (Rück-) Versicherer resultieren, werden bei der Prämienkalkulation von Finite (Re-) Insurance Verträgen explizit berücksichtigt³⁰⁶, was bei traditionellen (Rück-) Versicherungen normalerweise nicht der Fall ist³⁰⁷. Das bedeutet, dass der Zeitwert des

³⁰² Vgl. Eickstädt (2001), S. 147.

³⁰³ Vgl. Culp (2002), S. 383.

³⁰⁴ Vgl. Grzebiela (2002), S. 143.

³⁰⁵ Vgl. Culp (2002), S. 383 und 384.

³⁰⁶ Vgl. Grzebiela (2002), S. 144; Nguyen (2007), S. 200; Thiernemann (1993), S. 242.

³⁰⁷ Vgl. Thiernemann (1993), S. 242.

Geldes genutzt wird, um die Kosten der Finite (Re-) Insurance Policen zu senken.³⁰⁸

- *Mehrjährige Laufzeit:* Während bei traditionellen (Rück-) Versicherungsverträgen die Laufzeit zumeist auf ein Jahr beschränkt ist, beträgt die Vertragsdauer bei Finite (re-) Insurance Vereinbarungen für gewöhnlich fünf bis sieben Jahre.³⁰⁹ Somit ist mehr Zeit um Anlageerträge aufzubauen beziehungsweise Kreditbeträge zurück zu bezahlen. Weiters kann auf diese Weise der Risikoausgleich besser verwirklicht werden.³¹⁰ Allerdings ist zu beachten, dass sich durch die Mehrjährigkeit dieser Verträge, das Änderungsrisiko^{311, 312}, sowie das Credit Risk für beide Vertragsparteien verstärkt³¹³. Letzteres bedeutet, dass die Bonitätsanforderungen, sowohl an den Versicherungsnehmer als auch an den (Rück-) Versicherer erhöht werden, da beide Geschäftspartner davon ausgehen können müssen, dass der jeweils andere seine Verpflichtungen erfüllt, sowie am Ende der Laufzeit noch existiert.³¹⁴

Wie Eingangs dieses Kapitels schon erwähnt, machen es die verschwimmenden Grenzen zwischen traditioneller (Rück-) Versicherung und Finite (Re-) Insurance Kontrakten schwer, für letzteres eine allgemein gültige Definition zu geben³¹⁵, sowie die beiden Vertragsformen von einander abzugrenzen³¹⁶. Dennoch gibt es charakteristische Merkmale, die Finite (Re-) Insurance Verträge von jenen der traditionellen (Rück-) Versicherung unterscheiden.³¹⁷ Tabelle 2 soll die speziellen Eigenschaften von Finite (Re-) Insurance Verträgen, sowie eine Abgrenzung zur traditionellen (Rück-) Versicherung noch einmal verdeutlichen.

³⁰⁸ Vgl. Culp (2002), S. 385; Grzebiela (2002), S. 144 Fußnote 69; Nguyen (2007), S. 200.

³⁰⁹ Vgl. Liebwein (2000), S. 313; Nguyen (2007), S. 199.

³¹⁰ Vgl. Wagner (2000), S. 366 und 367.

³¹¹ Vgl. Nguyen (2007b), S. 199 Fußnote 514.

³¹² In der Praxis ist die Wahrscheinlichkeitsverteilung der Risiken eines (Rück-) Versicherungsbestandes im Zeitablauf nicht konstant. Die versicherten Risiken sind Änderungen unterworfen, die zum Zeitpunkt ihrer Schätzung noch nicht vollständig bekannt sind [Vgl. Heß (1998), S. 8].

³¹³ Vgl. Liebwein (2000), S. 313.

³¹⁴ Vgl. ebenda S. 313.

³¹⁵ Vgl. Wagner (2000), S. 365.

³¹⁶ Vgl. Eickstädt (2001), S. 145.

³¹⁷ Vgl. ebenda S. 155.

	Traditionelle (Rück-) Versicherung	Finite (Re-) Insurance
Risiken	vorwiegend Underwriting Risk	vorwiegend Timing Risik
Charakter	versicherungstechnisch	finanzierungstechnisch
Ziel	Überleben des Versicherungsnehmers sichern	Bilanz– und Cash Flow-Glättung
Ergebnisteilung	selten	ja, wichtiger Bestandteil
Laufzeit	1 Jahr	mehrfährig (5 - 7 Jahre)
Anlageerträge	zu Gunsten des Risikoträgers	Bestandteil des Vertrages

Tabelle 2: „Unterschiede einer traditionellen (Rück-) Versicherung und einer Finite (Re-) Insurance“³¹⁸

7.2. Funktion einer Finite (Re-) Insurance

Kann bei der klassischen (Rück-) Versicherung als dominierende Funktion der Transfer des versicherungstechnischen Risikos vom Versicherungsnehmer auf einen anderen Risikoträger gesehen werden³¹⁹, steht bei Finite (Re-) Insurance Lösungen die Risikofinanzierung im Vordergrund³²⁰. Dabei können die Ziele des Versicherungsnehmers dieser Vertragsform erfolgswirtschaftlicher sowie finanzwirtschaftlicher Natur sein.³²¹

Die zentrale erfolgswirtschaftliche Funktion einer Finite (Re-) Insurance ist die Glättung schadensbedingter Streuungen versicherungstechnischer Ergebnisse, zum Schutz des Unternehmens vor Insolvenz oder Konkurs.³²² Somit soll der Fortbestand des Unternehmens langfristig gewährleistet werden.³²³

Das vornehmliche finanzwirtschaftliche Ziel, kann in der Glättung der schadensbezogenen Zahlungsströme des Versicherungsnehmers eines Finite (Re-) Insurance Kontraktes gesehen werden.³²⁴ Durch die Erreichung der

³¹⁸ Quelle: Eickstädt (2001), S. 155. [Für eine ähnliche Darstellung vgl. Wagner (2000), S. 366.]

³¹⁹ Vgl. Heß (1998), S. 29.

³²⁰ Vgl. Nguyen (2007b), S. 199.

³²¹ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 74; Heß (1998), S. 30; Hirsnik (2001), S. 45.

³²² Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 74; Heß (1998), S. 31.

³²³ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 74.

³²⁴ Vgl. Heß (1998), S. 40.

Streuung von Schadenszahlungen über einen längeren Zeitraum, kann der Versicherungsnehmer seine benötigten liquiden Mittel besser planen, wodurch das Unternehmen mögliche Liquiditätsengpässe vermeidet beziehungsweise ihre Entstehung erst gar nicht aufkommt.³²⁵

7.3. Vertragsformen der Finite (Re-) Insurance

Die in der Literatur am häufigsten vorkommende Strukturierung von Finite (Re-) Insurance Vertragstypen, ist die Gliederung nach dem Zeitpunkt des Zustandekommens des Vertrages. Dabei kann zwischen *retrospektiven* und *prospektiven* Vertragsformen unterschieden werden.³²⁶ Während sich retrospektive Vertragstypen auf schon bekannte, jedoch noch nicht bezahlte Schäden bereits bestehender Verträge beziehen, sind bei prospektiven Verträgen die zu erwartenden Schäden noch nicht eingetreten.³²⁷ Bei retrospektiven Vertragsformen wird der (Rück-) Versicherer mit Sicherheit beansprucht. Ein Risikotransfer findet entweder gar nicht oder nur in einem sehr geringen Ausmaß statt, sofern genügend Unsicherheit bezüglich des Zahlungszeitpunktes oder der Zahlungshöhe herrscht. Prospektive Vertragstypen werden vor allem zur Glättung für versicherungstechnische Ergebnisse abgeschlossen.³²⁸ Abbildung 10 gibt einen Überblick über die Standardvertragsformen der Finite (Re-) Insurance.

³²⁵ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 75.

³²⁶ Vgl. Heß (1998), S. 45. Für weitere Möglichkeiten nach welchen Kriterine Finite (Re-) Insurance Verträge strukturiert werden können vgl. Heß (1998), S. 45f.

³²⁷ Vgl. Thiernemann (1993), S. 250 und 251.

³²⁸ Vgl. Nguyen (2007b), S. 201.

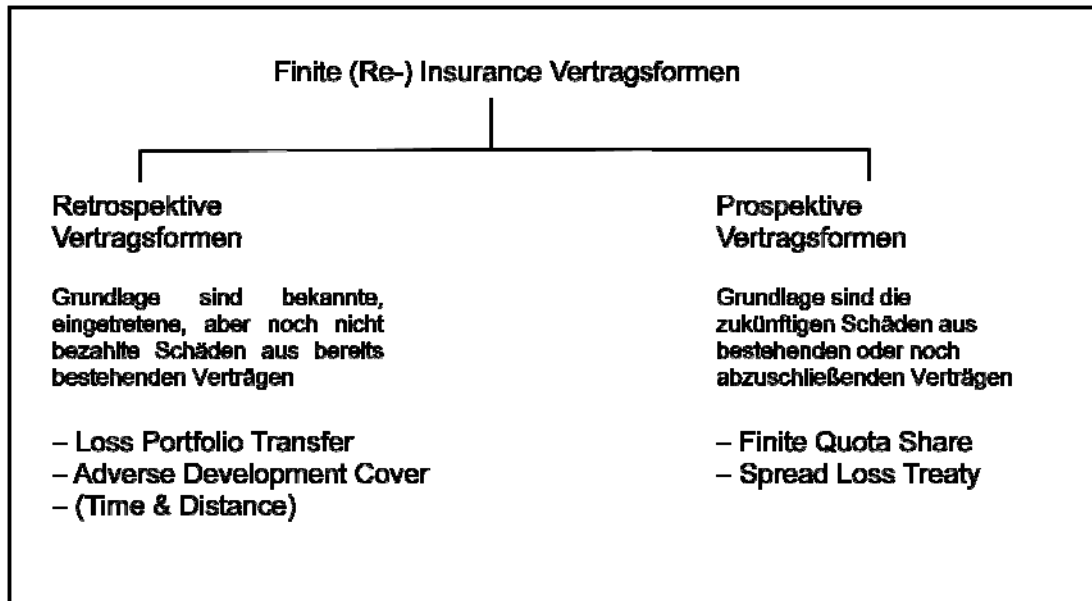


Abbildung 10: „Systematisierung von Finite (Re-) Insurance Vertragsformen“³²⁹

7.3.1. Retrospektive Vertragsformen

Grundlage dieser Vertragsformen bilden bereits eingetretene, bekannte oder unbekannte, jedoch noch nicht bezahlte Schäden vergangener Geschäftsjahre.³³⁰ Retrospektive Finite (Re-) Insurance Vertragsformen führen beispielsweise zu einer Diskontierung der Schadensrückstellungen beim Versicherten und infolgedessen zu einer Erhöhung des Geschäftsergebnisses im Jahr des Vertragsabschlusses, sowie zu einer Stärkung der Eigenkapitalbasis.³³¹ Weiters dienen retrospektive Vertragsformen zur Absicherung des Risikos nicht genügend hoher Rückstellungsbildung, sowie zur Vorbereitung von Marktaustritten³³² und Unternehmenszusammenschlüssen³³³.

7.3.1.1. Time and Distance

Time and Distance Verträge sind die Urform von Finite (Re-) Insurance Vereinbarungen. Sie dienten ursprünglich zur Diskontierung von Schadensrückstellungen auf den Zeitwert des Geldes. Der (Rück-) Versicherer verpflichtet sich zur Zahlung der vereinbarten Leistungen nach einem bestimmten Plan,

³²⁹ Quelle: Thiernemann (1993), S. 251.

³³⁰ Vgl. Heß (1998), S. 45; Thiernemann (1993), S. 250.

³³¹ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 75; Eickstädt (2001), S. 149.

³³² Vgl. Eickstädt (2001), S. 149.

³³³ Vgl. SwissRe (2003), S. 28.

ohne jedoch das Risiko zu übernehmen, dass die Schäden eventuell höher sein können als ursprünglich angenommen. Der Versicherungsnehmer zahlt dem (Rück-) Versicherer im Gegenzug eine bestimmte Prämie, die dem Barwert der Schäden entspricht.³³⁴ Da der (Rück-) Versicherer bei dieser Vertragsform nur das Investment Risk übernimmt und eigentlich kein Risikotransfer stattfindet, werden Time and Distance Verträge nicht mehr als Versicherung anerkannt und sind somit bedeutungslos.³³⁵

7.3.1.2. Loss Portfolio Transfer

Bei einem *Loss Portfolio Transfer* zediert der Versicherungsnehmer zukünftige Zahlungsverpflichtungen von bereits eingetretenen Schäden an den (Rück-) Versicherer. Der (Rück-) Versicherer gleicht die Schadenszahlungen des Versicherungsnehmers aus und erhält dafür meist eine, im Vorhinein entrichtete einmalige Prämie, die dem Barwert der Schäden zuzüglich eines Verwaltungskosten- und Gewinnzuschlages entspricht. Für die Schätzung des Barwertes werden vom (Rück-) Versicherer die vom Versicherungsnehmer für dieses Schadensportefeuille gebildeten Schadensrückstellungen herangezogen.³³⁶ Vereinfacht ausgedrückt handelt es sich bei einem Loss Portfolio Transfer um einen Verkauf von Schadensrückstellungen.³³⁷ Des Weiteren ist neben der Kalkulation der Höhe der zukünftigen Schäden, auch ihre zeitliche Verteilung von Bedeutung. Nach Abschluss eines Loss Portfolio Transfers ist eine verlangsamte Schadensabwicklung nicht mehr von großer wirtschaftlicher Bedeutung für den Versicherungsnehmer. Der (Rück-) Versicherer muss sich aus diesem Grund davor schützen, dass nach Vertragsabschluss der Versicherte seine Schadensregulierungspraxis dahingehend ändert oder außergerichtliche Vergleiche geschlossen werden, um die Schadensabwicklung zu forcieren³³⁸, da dieser das Risiko einer unerwartet raschen Abwicklung der Schäden trägt, durch welche, die Aussicht auf Kapitalerträge aus dem Prämienzufluss geringer wird³³⁹. Oftmals finden sich daher in Loss Portfolio Vereinbarungen Klauseln wie „no out of court settlements

³³⁴ Vgl. SwissRe (2003), S. 28.

³³⁵ Vgl. Eickstädt (2001), S. 152.

³³⁶ Vgl. Heß (1998), S. 47 und 48; Thiernemann (1993), S. 254 und 255.

³³⁷ Vgl. Herold/Paetzmann (1999), S. 61.

³³⁸ Vgl. Thiernemann (1993), S. 255 und 255 Fußnote 575.

³³⁹ Vgl. SwissRe (2003), S. 28.

without reinsurer's approval“, oder „no change in settlement practice“ um den (Rück-) Versicherer vor einer beschleunigten Schadensregulierung zu schützen.³⁴⁰

Es gibt im Wesentlichen zwei unterschiedliche Arten, wie sich ein Loss Portfolio Transfer in einer Bilanz abbilden lässt. Bei der *Schadensmethode* werden die Prämienzahlungen des Versicherungsnehmers an den (Rück-) Versicherer (Ablösezahlung), als Schadensaufwand verbucht und die Schadensrückstellungen um den höheren Nominalbetrag reduziert. Somit ergibt sich durch die Differenz von Aufwand und Auflösung der Rückstellung für den Versicherungsnehmer ein (Abwicklungs-) Gewinn. Bei der *Prämienmethode* wird die Ablösezahlung als Prämienaufwand erfasst. Der versicherungstechnische Gewinn ergibt sich bei dieser Methode aus der Saldierung von Abwicklungsgewinn (als Auflösung der Schadensrückstellung) und Prämienaufwand.³⁴¹

Grundsätzlich bewirken beide Methoden des Loss Portfolio Transfers eine Bilanzverkürzung, Eigenkapitalerhöhung, sowie eine Umwandlung zukünftiger Kapitalerträge in sofortige versicherungstechnische Erträge, was sich somit positiv auf die Bilanzstruktur des Versicherungsnehmers auswirkt.³⁴² Beim (Rück-) Versicherer wird der umgekehrte Effekt erzielt.³⁴³ Abbildung 11 verdeutlicht noch einmal die Wirkung eines Loss Portfolio Transfers auf die Bilanz eines Versicherungsnehmers.

³⁴⁰ Vgl. Thiernemann (1993), S. 255 Fußnote 575.

³⁴¹ Vgl. ebenda S. 256.

³⁴² Vgl. Nguyen (2007b), S. 207.

³⁴³ Vgl. Thiernemann (1993), S. 257.

Bilanz des Versicherungsnehmers vor LPT		Bilanz des Versicherungsnehmers nach LPT	
AKTIVA	PASSIVA	AKTIVA	PASSIVA
Cash	Schadensrückstellungen		Eigenkapital
Assets	Eigenkapital	Assets	= Eigenkapital vor LPT + Schadensrückstellungen - Cash

LPT... Loss Portfolio Transfer

Abbildung 11: „Wirkung eines Loss Portfolio Transfers auf die Bilanz eines Versicherungsnehmers“³⁴⁴

Allerdings ist zu beachten, dass sich durch die Diskontierung der Schadensrückstellung und die damit einhergehende Realisierung eines sofortigen versicherungstechnischen Ertrages, eine lediglich äußerst kurzfristige Verbesserung des ausgewiesenen Ergebnisses erzielen lässt. Denn durch die Vorverlagerung von Kapitalerträgen, erleidet der Versicherungsnehmer Verluste in den Folgejahren, in denen die Erträge naturgemäß erwirtschaftet worden wären.³⁴⁵

Ursprünglich wurden Loss Portfolio Transfers für Erstversicherungsunternehmen entwickelt, die eine einfache Möglichkeit suchten, um aus bestimmten Versicherungssparten auszusteigen. Vor allem in sogenannten long-tail Sparten (zum Beispiel Haftpflicht) ist selbst bei sofortiger Einstellung der Zeichnung der Risiken, ein rascher Rückzug auf Grund der erheblichen Dauer bis zum Bekanntwerden des endgültigen Schadensausmaßes schwierig.³⁴⁶ Durch einen Loss Portfolio Transfer lassen sich Schäden die noch ausstehen schneller abwickeln. Ein Unternehmen kann dadurch einen rascheren Ausstieg aus gewünschten Geschäftszweigen erreichen, als dies unter normalen Vorraussetzungen der Fall wäre. Auch die Auflösung einer

³⁴⁴ Quelle: Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 76.

³⁴⁵ Vgl. Heß (1998), S. 51 und 52.

³⁴⁶ Vgl. ebenda S. 50.

Captive kann mittels eines Loss Portfolio Transfers schneller bewerkstelligt werden.³⁴⁷

Zudem können besonders in Phasen harter Märkte Loss Portfolio Transfers dazu genutzt werden, gebundenes Kapital aus unrentablen Altgeschäften zu transferieren, um so Risikokapital für die Zeichnung neuer lukrativerer Geschäfte freizusetzen.³⁴⁸

Auch werden Unternehmenszusammenschlüsse– und übernahmen durch Loss Portfolio Transfers erleichtert, da der Erwerber kein Schadensabwicklungsrisiko zu tragen hat.³⁴⁹ Oft ist es für neue Investoren schwierig noch bestehende Altlasten eines Unternehmens korrekt beurteilen zu können. Durch den Transfer von unsicheren Schadensrückstellungen auf einen (Rück-) Versicherer, kann die Planungssicherheit potenzieller Erwerber stabilisiert werden. Dies ist noch eine der wenigen Anwendungsmöglichkeiten von Loss Portfolio Transfers in den USA.³⁵⁰ Denn die wesentlichen Effekte eines Loss Portfolio Transfers liegen in der Diskontierung von Schadensrückstellungen. Da seit dem Tax Reform Act 1986 Schadensrückstellungen in den USA ohnehin diskontiert werden müssen, hat dort das Interesse an Loss Portfolio Transfers stark abgenommen.³⁵¹ Im Gegensatz dazu verstößt die Diskontierung von Schadensrückstellungen in Deutschland gegen das Realisations–, Imparität– und Vorsichtsprinzip (§ 253 (1) Satz 1 HGB)³⁵². Mittels Loss Portfolio Transfers kann dieses Verbot somit umgangen werden.³⁵³

7.3.1.3. Advers Development Cover

Im Gegensatz zu einem Loss Portfolio Transfer, wo ein Verkauf der Schadensrückstellungen stattfindet, zahlt der Versicherungsnehmer bei einem *Advers Development Cover* eine Prämie für den Transfer von Schäden, welche die für diese Zwecke bereits gebildete Rückstellung übersteigen.³⁵⁴ Dadurch können noch leichter als beim Loss Portfolio Transfer Unternehmens-

³⁴⁷ Vgl. Nguyen (2007b), S. 206.

³⁴⁸ Vgl. SwissRe (2003), S. 28.

³⁴⁹ Vgl. ebenda S. 28.

³⁵⁰ Vgl. Nguyen (2007b), S. 206.

³⁵¹ Vgl. Eickstädt (2001), S. 152; Thiernemann (1993), S. 258.

³⁵² Dies trifft auch für das österreichische Unternehmensgesetzbuch UGB zu. Vgl. § 201 (2) Z 4 UGB.

³⁵³ Vgl. Eickstädt (2001), S. 150.

³⁵⁴ Vgl. SwissRe (2003), S. 29.

zusammenschlüsse– und übernahmen durchgeführt werden, da der Versicherungsnehmer sowohl das Zeitrisko, als auch das Risiko der Rückstellungsentwicklung für noch nicht abgewickelte Schäden, auf einen (Rück-) Versicherer abwälzen kann.³⁵⁵ Der Versicherte kann somit seine noch unbekannten Altlasten besser abschätzen und ist unabhängiger von den dafür gebildeten Rückstellungen.³⁵⁶ Dem erwerbenden Unternehmen ermöglicht dies den Übernahmekandidaten ohne einen aktuariellen Due Dilligence Prozess zu bewerten.³⁵⁷

Weiters tragen Adverse Development Covers dazu bei den Börsenwert, sowie das Kreditrating eines Unternehmens positiv zu beeinflussen. Durch Inanspruchnahme einer solchen Transaktion vom Versicherungsnehmer, erhalten Ratingagenturen und Anteilhaber einen Anhaltspunkt, über noch ungewisse und bereits eingetretene Schäden und können so die tatsächliche Risikolage des Unternehmens besser beurteilen. Zudem wird durch die Deckung der Altlasten mittels einem Adverse Development Cover, die Volatilität des versicherungstechnischen Ergebnisses gemindert.³⁵⁸

Durch die vermehrte Anwendung der Unternehmen von internationalen Bilanzierungsvorschriften, wie IFRS³⁵⁹ oder GAAP³⁶⁰, und die damit einhergehende immer stärker werdende Bilanztransparenz, verliert die Ergebnisglättung mittels stillen Reserven erheblich an Bedeutung.³⁶¹ Konstruktionen wie der Adverse Development Cover stellen eine geeignete Möglichkeit dar, dennoch die gewünschten bilanzpolitischen Ergebnisse zu erzielen.³⁶²

7.3.2. Prospektive Vertragsformen

Bezugsgröße für prospektive Vertragstypen sind zukünftig zu erwartende, aber noch nicht eingetretene Schäden aus bereits bestehenden oder noch abzuschließenden Verträgen. Die Versicherungsprämie ergibt sich aus dem Barwert, der sich aus der geschätzten Höhe und zeitlichen Verteilung der

³⁵⁵ Vgl. Eickstädt (2001), S. 151.

³⁵⁶ Vgl. Nguyen (2007b), S. 212.

³⁵⁷ Vgl. Nguyen (2007b), S. 212; SwissRe (2003), S. 29.

³⁵⁸ Vgl. Nguyen (2007b), S. 212.

³⁵⁹ IFRS ist die Abkürzung für International Financial Reporting Standard und ist der Reporting Standard für europäische Unternehmen.

³⁶⁰ GAAP ist die Abkürzung für Generally Accepted Accounting Principles und ist der Reporting Standard für US amerikanische Unternehmen.

³⁶¹ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 23.

³⁶² Vgl. Eickstädt (2001), S. 151.

zukünftigen Schadensauszahlungen ergibt. Auch bei dieser Art der Finite (Re-) Insurance Vertragskonstruktion wird die Haftung des (Rück-) Versicherungsunternehmens nach oben hin begrenzt.³⁶³ Hauptfunktion derartiger Verträge ist die Glättung zukünftiger Schäden und Ergebnisschwankungen durch Ausgleich in der Zeit.³⁶⁴ Vor allem Finite Quota Shares und Spread Loss Treaties finden in der Praxis häufig Anwendung.³⁶⁵

7.3.2.1. Spread Loss Treaty

Bei einem *Spread Loss Treaty* zahlt der Versicherungsnehmer dem (Rück-) Versicherer in jeder Vertragsperiode eine vorab vereinbarte Gebühr dafür, dass dieser ihm bei Eintritt des vertraglich geregelten Schadensfall die nötige Deckung zur Verfügung stellt. Zur Begrenzung des Haftungsrisikos des (Rück-) Versicherers, beinhalten Spread Loss Treaties zumeist eine Obergrenze für die vom (Rück-) Versicherer zu begleichende Höhe der Schadenszahlungen.³⁶⁶ Die im Spread Loss Treaty Kontrakt vereinbarte Versicherungssumme wird so gewählt, dass sie der Höhe der zukünftigen zu erwartenden Schäden entspricht.³⁶⁷ Weiters werden die jährlich gezahlten Prämien vom Versicherungsnehmer auf ein sogenanntes experience account eingezahlt. Erwirtschaftete Zinsen kommen in der Regel dem Versicherten zu gute und werden dem experience account gutgeschrieben. Durch die Gutschriften auf dem experience account werden laufende Schadenszahlungen, sowie eine Marge und der administrative Aufwand des (Rück-) Versicherers bezahlt. Ein negativer Saldo des experience account wird durch höhere Prämienzahlungen des Versicherungsnehmers in den folgenden Perioden teilweise ausgeglichen, um einen möglichen Fehlbetrag am Ende der Vertragslaufzeit zu vermeiden. Umgekehrt hat der Versicherte bei einem positiven Saldo für gewöhnlich Anspruch auf Ergebnisteilung.³⁶⁸

Hauptsächlich dient der Spread Loss Treaty zur periodischen Ergebnisglättung beim Versicherungsnehmer. Das vornehmliche Ziel ist es somit Schwankungen des versicherungstechnischen Ergebnisses über die Zeit zu

³⁶³ Vgl. Thiernemann (1993), S. 259.

³⁶⁴ Vgl. Eickstädt (2001), S. 152.

³⁶⁵ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 76.

³⁶⁶ Vgl. Heß (1998), S. 74.

³⁶⁷ Vgl. Eickstädt (2001), S. 152.

³⁶⁸ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 78.

glätten und damit das Timing Risk zu verringern. Unbedingte Notwendigkeit hierfür ist allerdings eine mehrere Jahre umfassende Vertragslaufzeit. Somit weist eine Spread Loss Treaty Vereinbarung zwei charakteristische Merkmale auf. Erstens werden die Prämienzahlungen des Versicherungsnehmers über die gesamte Dauer des Vertrages auf einem verzinslichen Konto beim (Rück-) Versicherer angespart und zweitens werden die anfallenden Schäden über die Zeit verteilt.^{369, 370} Um die bilanzielle Wirkung eines Spread Loss Treaty zu verdeutlichen sei auf Abbildung 12 hingewiesen.

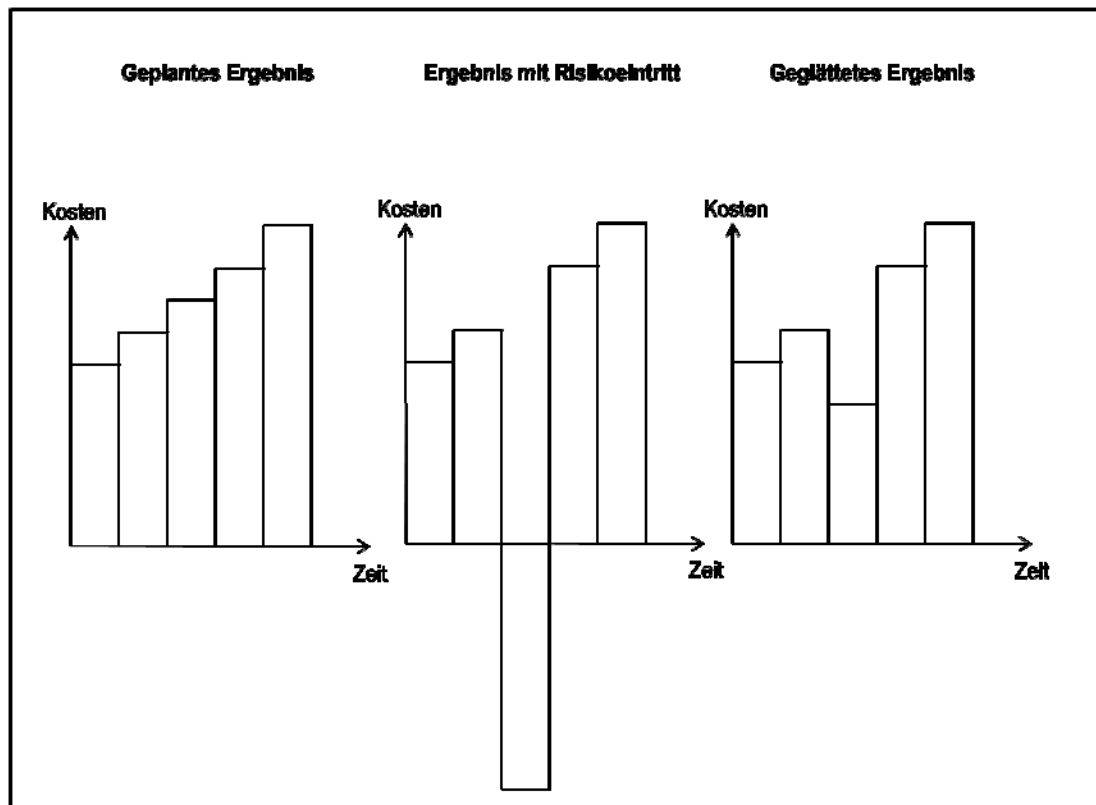


Abbildung 12: „Bilanzglättende Wirkung eines Spread Loss Treaty“³⁷¹

Neben der glättenden Wirkung auf das Geschäftsergebnis des Versicherungsnehmers durch einen Ausgleich in der Zeit, besteht ein weiterer Vorteil von Spread Loss Treaties in der Transferierung des Timing Risk auf den (Rück-) Versicherer. Denn wenn die Schäden die angesparten Mittel auf dem experience account übersteigen, muss die Differenz vom (Rück-) Versicherer

³⁶⁹ Vgl. Nguyen (2007b), S. 219.

³⁷⁰ Handelt es sich bei einem Finite (Re-) Insurance Vertrag um einen festverzinslichen Fonds der beim (Rück-) Versicherer aufgebaut wird, so wird dies als *Funded Cover* bezeichnet [Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 78].

³⁷¹ Quelle: Eickstädt (2001), S. 153.

vorfinanziert werden. Dieser trägt somit das Risiko, dass Schäden früher als erwartet eintreten und dadurch die Erträge aus der Anlage der eingezahlten Mittel geringer sind.³⁷² Des Weiteren trägt, wenn auch nur bedingt, der (Rück-) Versicherer ein Credit Risk, da er durch die Vorfinanzierung dem Versicherungsnehmer in gewisser Weise einen Kredit³⁷³ gewährt und nicht sicher sein kann, ob das versicherte Unternehmen bis zur vollständigen Rückzahlung existiert.³⁷⁴ Zusätzlich besteht die Möglichkeit für den Versicherten sich mittels einem Spread Loss Treaty in gewissem Ausmaß von den zyklischen Schwankungen auf dem (Rück-) Versicherungsmarkt abzukoppeln, wodurch eine Stabilisierung der (Rück-) Versicherungskosten erreicht werden kann. Dadurch ist der Versicherungsnehmer in der Lage seine Managementressourcen auf sein versicherungstechnisches Ergebnis zu konzentrieren.³⁷⁵

Grundsätzlich ist die Wirkung von Spread Loss Treaties ähnlich der Bildung von betragsmäßig unbegrenzten Schwankungsrückstellungen³⁷⁶, die das Timing Risk weitestgehend ausschalten. Durch die relativ starren Vorschriften für die Bildung von Schwankungsrückstellungen, sind Spread Loss Treaties als flexible Alternative für den Ausgleich in der Zeit zu sehen.³⁷⁷

7.3.3.2. Finite Quota Share

Zu den ältesten Vertragsformen der prospektiven Finite (Re-) Insurance gehört die sogenannte *Finite Quota Share*. Dabei handelt es sich im Grunde um eine gewöhnliche Quotenrückversicherung³⁷⁸ angereichert mit finanz- und

³⁷² Vgl. Nguyen (2007b), S. 220.

³⁷³ Allerdings sollte ein Spread Loss Treaty nicht als Sparbuch mit Kreditmöglichkeit verstanden werden, da der (Rück-) Versicherer bei dieser Art von Verträgen Risiken übernimmt, wie es bei einem Sparbuch nie der Fall ist. So trägt er zum Beispiel das Risiko, das am Ende der Vertragslaufzeit das experience account einen negativen Saldo ausweist, ohne dass ein vollständiger Ausgleich mit dem Versicherungsnehmer vereinbart wurde [Vgl. Nguyen (2007b), S. 220].

³⁷⁴ Vgl. SwissRe (2003), S. 29.

³⁷⁵ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 78; Nguyen (2007), S. 220.

³⁷⁶ Vgl. für die rechtliche Behandlung von Schwankungsrückstellungen in Österreich §81 m Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG), sowie die Verordnung des Bundesministers für Finanzen über die Bildung einer Schwankungsrückstellung in der Schaden- und Unfallversicherung (Schwankungsrückstellungs-Verordnung), BGBl. II Nr. 66/1997.

³⁷⁷ Vgl. Nguyen (2007b), S. 220.

³⁷⁸ Bei der Quotenrückversicherung beteiligt sich der Rückversicherer mit einem festen Prozentsatz (Quote) an, grundsätzlich allen, dem Vertrag zu Grunde liegenden gezeichneten Risiken des Erstversicherers [Vgl. Schmidt (1980), S. 61].

erfolgswirtschaftliche Faktoren.³⁷⁹ Ein wesentlicher Unterschied zwischen einer normalen Quotenrückversicherung und einer Finite Quota Share ist, dass bei letzterer die Haftungsbeschränkung des Rückversicherers expliziter Bestandteil des Vertrages ist. Somit ist die Haftung des Rückversicherers immer beschränkt, auch dann, wenn die der Finite Quota Share Vereinbarung zu Grunde liegenden Polizzen keine Haftungsmitel für den (Rück-) Versicherer vorsehen.³⁸⁰

Die Funktionsweise eines Finite Quota Share Kontraktes sieht vor, dass der Erstversicherer seine noch nicht verdienten Prämien an einen Rückversicherer zediert, der im Gegenzug mit einer bestimmten Quote an den entsprechenden Schäden beteiligt ist. Der Erstversicherer wiederum erhält hierfür eine Rückversicherungsprovision vom Rückversicherungsunternehmen. Dadurch wird die unverdienten Prämie des Erstversicherers in sofortiges Einkommen umgewandelt und dient somit als reines risikofinanzierungs Instrument.³⁸¹

7.3.3.2.1. Finite Quota Share und ihre ergebnisglättende Wirkung³⁸²

Die gezeichneten Beiträge³⁸³ eines Erstversicherers betragen im ersten Jahr 20 Millionen Euro und sind gleichmäßig über zwei Jahre hinweg verdient. Der Beitragsübertragungssatz³⁸⁴ beträgt somit 50 Prozent. Die Kostenquote beträgt 30 Prozent in Relation zu den gezeichneten Beiträgen und die Schadensquote beträgt 70 Prozent in Relation zu den verdienten Beiträgen³⁸⁵. Aus Gründen der Einfachheit, wird angenommen, dass alle Kosten sofort im Jahresabschluss zu berücksichtigen sind.

³⁷⁹ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 77; Liebwein (2000), S. 319.

³⁸⁰ Vgl. Culp (2002), S. 395.

³⁸¹ Vgl. ebenda S. 396.

³⁸² Vgl. Liebwein (2000), S. 391 und 392.

³⁸³ Gezeichnete Beiträge eines Jahres beinhalten alle Einnahmen der versicherungstechnischen Einheiten, die in demselben Jahr neu beginnen oder verlängert werden. Wenn der versicherungstechnische Beginn eines Vertrages in einem Folgejahr liegt, so ist er nicht den gezeichneten Beiträgen von diesem Jahr zuzurechnen [Vgl. Liebwein (2009), S. 104 und 105 Fußnote 644].

³⁸⁴ Beitragsüberträge stellen Einnahmen eines Geschäftsjahres dar, die jedoch erst in Folgeperioden erfolgswirksam werden. Es gibt mehrere Methoden für die Berechnung von Beitragsüberträgen. [Vgl. Liebwein (2009), S. 132 bis 134]

Die Methode für die Berechnung der Beitragsüberträge in diesem Beispiel ist die Pauschal-system-Methode.

³⁸⁵ Verdiente Beiträge stellen die Summe aller Beiträge eines Geschäftsjahres dar, die in diesem Jahr tatsächlich eingenommen werden. Besonders zu berücksichtigen sind Beitragsüberträge (Bereinigungen um Rechnungsabgrenzungsposten). [Vgl. Liebwein (2009), S. 105 Fußnote 644]

Die vereinfachten Gewinn und Verlustrechnungen der beiden Jahre ohne Finite Quota Share sehen nun wie folgt aus (in Millionen Euro):

Position	Jahr 1	Jahr 2
Gezeichnete Beiträge	20	0
Beitragsüberträge	-10	10
Verdiente Beiträge	10	10
Aufwendungen für Versicherungsfälle (= 70 Prozent der verdienten Beiträge)	-7	-7
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb (= 30 Prozent der gezeichneten Beiträge)	-6	0
Versicherungstechnisches Ergebnis	-3	3

Tabelle 3: „Gewinn und Verlustrechnungen ohne Finite Quota Share“

Zu sehen ist das über die beiden Jahre ausgeglichene versicherungstechnische Ergebnis, das durch das sofortige Wirksamwerden der Kosten bewirkt wird. Dadurch wird im ersten Jahr ein Verlust und im zweiten Jahr ein Gewinn erwirtschaftet.

Schließt nun der Erstversicherer im ersten Jahr eine Finite Quota Share Vereinbarung mit einem Rückversicherer ab, bei dem dieser an allen Schäden im zweiten Jahr aus dem Versicherungsportefeuille des Vertrags beteiligt ist, so ergeben sich bei einer Rückversicherungsprovision von 30 Prozent³⁸⁶ folgende Gewinn und Verlustrechnungen in betrachteten Perioden (in Millionen Euro):

Position	Jahr 1	Jahr 2
Gezeichnete Beiträge	20	0
davon an den Rückversicherer	-10	0
Beitragsüberträge	0	0
Verdiente Beiträge für eigene Rechnung	10	0
Aufwendungen für Versicherungsfälle (= 70 Prozent der verdienten Beiträge)	-7	-7
davon vom Rückversicherer	0	7
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb (= 30 Prozent der gezeichneten Beiträge)	-6	0

³⁸⁶ Die zedierten Beiträge betragen 10 Millionen Euro. Davon sind 30 Prozent als Rückversicherungsprovision festgelegt.

Rückversicherungsprovision	3	0
Versicherungstechnisches Ergebnis	0	0

Tabelle 4: „Gewinn und Verlustrechnungen mit Finite Quota Share“

Mit dem Abschluss eines Finite Quota Share Vertrages erreicht der Erstversicherer ein ausgeglichenes Ergebnis in beiden Jahren. Die im ersten Jahr wirksamen Kosten von 6 Millionen Euro für den alltäglichen Versicherungsbetrieb, werden durch die Rückversicherungsprovision in Höhe von 3 Millionen Euro kompensiert.

Eine Finite Quota Share Vereinbarung hat somit eine ergebnisglättende Wirkung. Des Weiteren steigt das Eigenkapital bei einer Thesaurierung und die Zeichnungskapazität des Erstversicherers nimmt zu. Durch die Steigerung des Eigenkapitals können aufsichtrechtliche Solvabilitätsvorschriften leichter erfüllt werden.³⁸⁷ Auf Grund dieser ergebnissteigernden Wirkung von Finite Quota Share Kontrakten und der damit zusammenhängenden Verbesserung der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen, in denen sich ein Versicherungsunternehmen bewegt, ist diese Form der prospektiven Vertragsgestaltung vor allem für Versicherer interessant und weniger für Industrieunternehmen.³⁸⁸

Da bei der Vorstellung der einzelnen Vertragstypen der Finite (Re-) Insurance schon auf die mit ihrer Verwendung in Zusammenhang stehenden Vor- und Nachteile eingegangen wurde, wird auf eine nochmalige separate Betrachtung verzichtet. Lediglich in einer kurzen Zusammenfassung sollen die wichtigsten Punkte betreffend Finite (Re-) Insurance noch einmal abgehandelt werden.

7.4. Zusammenfassung

Die eben geschilderten Instrumente die der Finite (Re-) Insurance zuzuordnen sind, werden bis dato vor allem in der Rückversicherungsbranche eingesetzt. Allerdings besteht kein nennenswerter Unterschied zwischen der Funk-

³⁸⁷ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 77.

³⁸⁸ Vgl. Culp (2002), S. 395.

tionsweise einer Finite Insurance und der einer Finite Reinsurance.³⁸⁹ Die Kunden für restrospektive Vertragsformen sind überwiegend Erstversicherungsunternehmen mit einem Loss Portfolio Transfer. Aber auch große Industrieunternehmen mit Captives zählen zum Kundenkreis. Der Grund für viele Finite (Re-) Insurance Transaktionen sind Unternehmenszusammenschlüsse– und übernahmen.³⁹⁰ Ein versicherungstechnischer Risikotransfer findet bei dieser Art der Vertragsgestaltung überhaupt nicht statt (Time and Distance Verträge) oder nur in einem eingeschränktem Maße (Loss Portfolio Transfer und Adverse Development Cover)³⁹¹, weshalb die Anerkennung als (Rück-) Versicherungsvertrag nicht immer gegeben ist und somit die gewünschten Effekte nicht erzielt werden können³⁹². Wie bei der retrospektiven Finite (Re-) Insurance sind auch bei prospektiven Vertragsformen Versicherungsgesellschaften der Hauptkundenstamm.³⁹³ Auf Grund der glättenden Wirkung des versicherungstechnischen Ergebnisses³⁹⁴, sind jedoch auch Großunternehmen als Verwender dieser Finite (Re-) Insurance Verträge denkbar³⁹⁵.

Grundsätzlich stehen bei der Finite (Re-) Insurance als Alternative zur traditionellen (Rück) Versicherung Finanzwirtschaftliche Aspekte im Vordergrund. Der (Rück) Versicherer übernimmt primär nur das Timing Risk und wenig bis gar kein Underwriting Risk.³⁹⁶

8. Finanzmarktinstrumente

8.1. Einleitung

Das Ziel von Finanzmarktinstrumente im Sinne von Versicherungsrisiken ist die Absicherung dieser Risiken durch den Kapitalmarkt.³⁹⁷ Dieser ist im Vergleich zum Versicherungsmarkt und seiner Zeichnungskapazität um ein Vielfaches größer.³⁹⁸ Es stellt sich daher die unumgängliche Frage, ob und in

³⁸⁹ Vgl. Eickstädt (2001), S. 156.

³⁹⁰ Vgl. SwissRe(2003), S. 31.

³⁹¹ Vgl. Nguyen (2007b), S. 201.

³⁹² Vgl. Eickstädt (2001), S. 158 und 159.

³⁹³ Vgl. SwissRe(2003), S. 31.

³⁹⁴ Vgl. Nguyen (2007b), S. 201.

³⁹⁵ Vgl. SwissRe(2003), S. 31.

³⁹⁶ Vgl. Herold/Paetzmann (1999), S. 61.

³⁹⁷ Vgl. ebenda S. 63.

³⁹⁸ Vgl. Kapitel 2.2.3.

wie weit ein Transfer auf den Kapitalmarkt, der Risiken die traditioneller Weise im Versicherungsmarkt gedeckt werden, möglich ist.³⁹⁹ Bis vor kurzer Zeit sind die beiden Märkte nur indirekt miteinander in Berührung gekommen, indem zum Beispiel Investoren Wertpapiere von Versicherungsunternehmen erworben haben.⁴⁰⁰

Es zeigt sich jedoch, dass immer mehr Investoren bereit sind, neben den kapitalmarktspezifischen Risiken⁴⁰¹, auch versicherbare Risiken in ihre Kapitalmarkttransaktionen miteinzubeziehen. Dies eröffnet den Investoren zusätzlich zur üblichen Marktrendite, eine Risikoprämie für das Tragen des versicherungstechnischen Risikos. Des Weiteren können die Investoren so ohne große Bedenken ihre Portfolios diversifizieren, da Versicherungsrisiken selten mit Kapitalmarktrisiken korrelieren.⁴⁰²

Auf Grund der immer wieder auftretenden Kapazitätsengpässe für bestimmte Risiken auf dem Versicherungsmarkt, wurden Anfang und Mitte der neunziger Jahre des vorigen Jahrhunderts, Instrumente entwickelt um den Transfer dieser Risiken auf den Kapitalmarkt zu ermöglichen. Dabei handelt es sich vorwiegend um Naturkatastrophen mit enormem Schadenspotenzial, wie zum Beispiel Sturmschäden oder Erdbeben.⁴⁰³

In den folgenden Unterkapiteln sollen nun die gebräuchlichsten Instrumente vorgestellt werden, mit denen ein Transfer von Versicherungsrisiken vom Versicherungsmarkt auf den Kapitalmarkt erreicht werden kann. Besonderes Augenmerk wird dabei auf die Funktionsweisen dieser unterschiedlichen Instrumente gelegt.

8.2. Versicherungsderivate

8.2.1. Einleitung

Bei Versicherungsderivaten handelt es sich um derivate Finanzmittel, wie zum Beispiel Futures, Swaps oder Optionen, deren Wertentwicklung übli-

³⁹⁹ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 79.

⁴⁰⁰ Vgl. Eickstädt (2001), S. 163.

⁴⁰¹ Ein Kapitalmarktspezifisches Risiko ist in erster Linie das Credit Risk, das der Investor zu tragen hat [Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 79].

⁴⁰² Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 79. Für eine beispielhafte Darstellung für die mangelnde Korrelation zwischen einem natürlichen Risiko und dem Risiko auf dem Kapitalmarkt vgl. Herold/Paetzmann (1999), S. 63 Abbildung 26.

⁴⁰³ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 79 und 80.

cherweise vom Verlauf eines versicherungstechnischen Index als Underlying abhängig ist.⁴⁰⁴ Vor allem am Ende des 20. Jahrhunderts wurden auf Grund des harten traditionellen (Rück-) Versicherungsmarktes Versicherungsderivate entwickelt und im Markt eingeführt.⁴⁰⁵ Am 11. Dezember 1992 wurde an der Chicago Board of Trade (CBoT) mit dem Handel von Versicherungsderivaten begonnen. Das dem Kontrakt zu Grunde liegende Underlying war ein Katastrophenschadensindex, der von der ISO Data, einer Tochtergesellschaft der Insurance Service Office (ISO), quartalsweise berechnet wurde. Auf diesen Index konnten dann Futures und später auch Optionen bezogen und gehandelt werden.⁴⁰⁶ Jedoch, infolge der relativ geringen Repräsentanz, der Index basierte auf den Schadenserfahrungen von 25 US amerikanischen Versicherungsunternehmen mit einem Marktanteil von nur ungefähr 23 Prozent, wurde der Handel der ISO-Derivate eingestellt und am 29. September 1995 durch die auf den Index des Property Claims Service (PCS) beruhenden PCS-Optionen ersetzt.⁴⁰⁷ Diese zweite Generation von Katastrophenversicherungsoptionen linderte die bisherigen technischen Mängel der ISO-Derivate.⁴⁰⁸

Allerdings brachten auch die PCS-Optionen nicht den gewünschten Erfolg. Ein Vergleich der Handelsvolumina von Versicherungsderivaten und Katastrophenanleihen, zeigt eine klare Mehrheit zu Gunsten des Handels mit Katastrophenanleihen. Daher sind aus heutiger Sicht die beiden Generationen von Versicherungsderivaten der CBoT als historisch anzusehen.⁴⁰⁹

Dennoch werden immer wieder Versicherungsderivate an den verschiedenen Börsen gehandelt. So zum Beispiel im März 2007, als an der New York Mercantile Exchange (NYMEX) und an der Chicago Mercantile Exchange (CME) der Handel mit Futures und Optionen erneut eröffnet wurde.⁴¹⁰

⁴⁰⁴ Vgl. Albrecht/Schradin (1998), S. 23.

⁴⁰⁵ Vgl. Liebwein (2009), S. 481.

⁴⁰⁶ Vgl. Kuck (2000), S. 116.

⁴⁰⁷ Vgl. Eickstädt (2001), S. 165.

⁴⁰⁸ Vgl. Kuck (2000), S. 117.

⁴⁰⁹ Vgl. Liebwein (2009), S. 481. Dies gilt zum Beispiel auch für die an der Bermuda Commodities Exchange (BCOE), auf dem Guy Carpenter Catastrophe Index (GCCCI) basierenden Derivate [Vgl. Liebwein (2009), S. 481].

⁴¹⁰ Vgl. Liebwein (2009), S. 481; SwissRe (2008), S. 19.

8.2.2. Funktionsweise

Charakteristisch für derivate Finanzinstrumente ist, dass sie von anderen Objekten, den Basisobjekten (auch als Underlying bezeichnet), abgeleitet werden und dass ihr Wert von dem ihnen unterliegenden Basiswert abhängig ist. Des Weiteren klaffen der Vertragsabschluss und die Erfüllung des Derivats zeitlich auseinander, weshalb es sich hierbei um Termingeschäfte handelt.⁴¹¹

Soll nun im Rahmen des Alternativen Risikotransfers die Verwendung von derivaten Finanzinstrumenten ermöglicht werden, steht vor allem die Konstruktion des versicherungstechnischen Underlyings im Vordergrund.⁴¹² Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass bei der Konstruktion des Underlyings auf welchem dann Schadensderivate platziert werden, zwischen Mengeninizes (zum Beispiel bei einem Ernteausschlag auf Grund eines Hagelschadens) und Schadensindizes unterschieden werden kann. Letztere werden aus geschätzter oder ermittelter Schadenshöhe, bei denen die Schäden schon eingetreten sind oder erst eintreten werden, abgeleitet.⁴¹³

Im Folgenden sollen nun die einzelnen Schritte für die Konstruktion eines versicherungstechnischen Underlyings ganz allgemein dargestellt werden. Im nächsten Kapitel werden diese Ausführungen durch ein historisches Beispiel noch einmal praxisnahe erläutert.

In einem *ersten Schritt* wird der zu (rück-) versichernde Bereich bestimmt. Dies kann anhand der Versicherungszweige, der versicherten Risiken oder nach regionalen Überlegungen erfolgen. Bei Versicherungsterminkontrakten werden dabei vorwiegend aggregierte marktweite Daten verwendet. Im *zweiten Schritt* wird dem eingegrenzten Bereich eine versicherungstechnische Größe zugeordnet. Denkbar sind vor allem Schadenszahl, Gesamtschaden oder Einzelschadenshöhe, aber auch relative Kennzahlen wie Schadensquoten oder Schadenssätze sind möglich⁴¹⁴. Kann die Schadenszahl noch rela-

⁴¹¹ Vgl. Schwarz (2006), S. 10.

⁴¹² Vgl. Liebwein (2009), S. 482.

⁴¹³ Vgl. Liebwein (2009), S. 482; Für eine ausführliche Darstellung vgl. Rust (1998), S. 31 bis 47.

⁴¹⁴ Bei der ersten Generation von Versicherungsderivaten an der CBoT, den ISO-Derivaten, wurde das versicherungstechnische Underlying durch eine Schadensquote konstruiert [Vgl. Albrecht/Schradin (1998), S. 25 Fußnote 70]. Im Gegensatz dazu wurde bei der zweiten

tiv einfach festgestellt werden, gibt es bei Kennzahlen wie dem Gesamtschaden oder der Einzelschadenshöhe oft eine Schätzproblematik, da der Schadenseintritt und die endgültige Schadenshöhe zeitlich auseinander fallen können. Des Weiteren können eine Vielzahl anderer Quantifizierungen zur Konstruktion des versicherungstechnischen Underlyings herangezogen werden, wie zum Beispiel die Differenz von Beiträgen und Schäden oder die Verwendung eines Beitragsvolumens, welches die Schadenserwartung widerspiegelt. Die im zweiten Schritt ermittelte Bezugsgröße, wird in einem *dritten Schritt* in einen Index transformiert, der in aufbereiteter Form den Akteuren am Kapitalmarkt kommuniziert wird. Durch den Index ist es möglich, versicherungstechnische Risiken in verständlicher Form für die Risikoträger des Kapitalmarktes abzubilden.⁴¹⁵

Durch die eben genannten Schritte wird die Konstruktion eines versicherungstechnischen Underlyings (zum Beispiel ein Schadensindex) stufenweise erreicht und die Möglichkeit eröffnet versicherungstechnische Risiken abzubilden und auf den Kapitalmarkt zu transferieren. Im Anschluss daran, werden wie bei klassischen Derivaten auf Indizes, traditionelle Terminkontrakte, wie zum Beispiel Futures, Optionen oder Kombinationen von Optionen, auf das versicherungstechnische Underlying eingesetzt.⁴¹⁶ Da es sich hierbei um ein indexbezogenes Underlying handelt, findet zum Ende der Laufzeit stets ein Barausgleich im Sinne eines Differenzgeschäftes statt.⁴¹⁷

8.2.3. Historisches Beispiel: PCS-Option

Die an der CBoT gehandelten PCS-Optionen waren als spezielle Form des Alternativen Risikotransfers, standardisierte Instrumente für die Absicherung gegen große Naturkatastrophen, deren Underlying auf einem Schadensindex basierte, welcher den absoluten Betrag der Gesamtschäden in USD, in einer bestimmten Region während eines konkreten Zeitraums widerspiegelte.⁴¹⁸

Generation der an der CBoT gehandelten Versicherungsderivate, den PCS-Optionen, der Gesamtschaden (in dem bestimmten zu versichernden Bereich) zur Indexermittlung herangezogen [Vgl. Kuck (2000), S. 121].

⁴¹⁵ Vgl. Liebwein (2009), S. 482 und 483.

⁴¹⁶ Vgl. ebenda S. 483 und 485.

⁴¹⁷ Vgl. Rust (1998), S. 27 und 28; Zur Erläuterung eines Barausgleichs vgl. Kapitel 4.3.

⁴¹⁸ Vgl. Kuck (2000), S. 118.

Es gab neun verschiedene regionale Klassen (National: USA; Regional: Eastern, Northeastern, Southeastern, Midwest, Western; Staatenbezogen: Florida, Texas Kalifornien), für welche unterschiedliche versicherungstechnische Underlyings existierten. Des Weiteren wurden für diese Regionen alle versicherten Risiken der von Naturkatastrophen betroffenen Sparten⁴¹⁹ betrachtet und zeitlich eingegrenzt (Schadensperiode und Entwicklungsperiode).⁴²⁰ In das regionale, gefahrenbezogene und zeitlich abgegrenzte Underlying floss eine Schadensschätzung von PCS ein, die sich an der Gesamtheit der gewährten Schadenszahlungen der Versicherungsbranche orientierte.⁴²¹ Durch die Schätzung der absoluten Höhe der Katastrophenschäden, konnten ungefähr 70 bis 90 Prozent des Marktes erfasst werden. Somit bildeten die PCS-Optionen die Realität wesentlich besser ab, als ihre Vorgänger, die ISO-Derivate.⁴²² Dennoch wurde um eine zu große Differenz zwischen der Schätzung des Underlyings und den tatsächlich auftretenden Schäden zu vermeiden, die Handelsperiode eines PCS-Optionskontraktes in eine Schadensperiode und eine Entwicklungsperiode zerlegt. Die Schadensperiode wurde als die Zeitspanne definiert, in welcher ein Katastrophenereignis eintreten musste um Berücksichtigung im jeweiligen Underlying zu finden. Während der gesamten Schadensperiode (diese betrug grundsätzlich ein Quartal) wurden erste Schätzungen über den Gesamtschaden von PCS durchgeführt. An die Schadensperiode schloss die sogenannte Entwicklungsperiode an, während welcher die Schätzungen über den Gesamtschaden angepasst werden konnten. Die Entwicklungsperiode dauerte entweder sechs Monate oder ein Jahr und setzte somit den Verfallstermin der Option fest. Am Ende der Entwicklungsperiode wurde eine definitive Schätzung durch PCS vorgenommen. Die auf diese Weise geschätzten Katastrophenschäden in den der Schätzung zu Grunde liegenden Regionen und Zeitspannen, wurden mittels Division durch 100 Millionen USD und Rundung auf eine Nachkommastelle, in einen Schadensindex transformiert.⁴²³ Eine Schadensschätzung von 1.234.000.000 USD entsprach somit einem Indexwert von 12,3, während

⁴¹⁹ Zum Beispiel private and commercial automobile damage; fire; multiple-peril for home owners, commercial buildings and farmowners; earthquake und commercial inland marine [Vgl. Eickstädt (2001), S. 166].

⁴²⁰ Vgl. Liebwein (2009), S. 487.

⁴²¹ Vgl. Kuck (2000), S. 121.

⁴²² Vgl. Eickstädt (2001), S. 166.

⁴²³ Vgl. Kuck (2000), S. 121 und 123; Liebwein (2009), S. 487 und 488.

eine Schätzung von 1.235.000.000 USD einen Indexwert von 12,4 widerspiegelte. PCS-Optionen konnten lediglich am Verfallstag, also am Ende der Entwicklungsperiode, ausgeübt werden, was bedeutet, dass diese Optionen europäischen Charakter hatten. War die Option am Ende der Laufzeit im Geld, das heißt überstieg der PCS Schadensindex den Ausübungspreis der Option (wenn es sich um eine Call-Option handelte, bei einer Put-Option war dies genau umgekehrt), erfolgte eine automatische Ausübung der Option. Dies bedeutete für den Käufer der Option, dass er vom Verkäufer den Differenzbetrag vom Ausübungspreis zum Schadensindex bekam.⁴²⁴ Um den Wert einer PCS-Option bestimmen zu können, musste der zu Grunde gelegte Index mit 200 USD multipliziert werden. Weiters wurden zwei in ihrer Höhe unterschiedliche Optionstypen angeboten, um das Verlustrisiko potentieller Investoren zu begrenzen. Die sogenannten Small Caps konnten einen Indexwert bis 200 annehmen und bildeten somit Schäden bis 20 Milliarden USD ab. Large Caps konnten Indexwerte von 200 bis 500 annehmen. Demnach wurden Katastrophenschäden von 20 Milliarden USD bis 50 Milliarden USD abgebildet.⁴²⁵

Des Weiteren konnten an der CBoT zur Verminderung des Verlustrisikos, durch den gleichzeitigen Kauf und Verkauf einer PCS-Call-Option zu unterschiedlichen Ausübungspreisen, Call Spreads⁴²⁶ gehandelt werden. Ziel dieser Transaktion war es synthetischen Rückversicherungsschutz zu generieren.⁴²⁷ Somit ergab sich die Möglichkeit durch PCS-Versicherungsterminkontrakte teile der traditionellen (Rück-) Versicherung zu ersetzen oder bei Kapazitätstengpässen zu schaffen. Voraussetzung war allerdings eine hohe Korrelation zwischen der versicherungstechnischen individuellen Entwicklung des Optionsinhabers und der Entwicklung des Index.⁴²⁸

Trotz der Bemühungen der CBoT einen Markt für Versicherungsderivate zu etablieren, scheiterten die PCS-Optionen, als auch ihre Vorgänger die ISO-Derivate. Das Hauptproblem war sicherlich das Fehlen der nötigen Geschäftspartner. Der Anreiz eine Option zu kaufen entsteht klarerweise nur

⁴²⁴ Vgl. Kuck (2000), S. 123.

⁴²⁵ Vgl. Eickstädt (2001), S. 167.

⁴²⁶ Für ein fiktives Zahlenbeispiel zur Absicherungsmöglichkeit mittels einem historischen PCS-Call-Spread vgl. Liebwein (2009), S. 489.

⁴²⁷ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 87; Eickstädt (2001), S. 167.

⁴²⁸ Vgl. Eickstädt (2001), S. 168.

dann, wenn auf der anderen Seite des Marktes eine Partei existiert die auch gewillt ist das Geschäft gegenzuzeichnen. Als weiteres Problem des Scheiterns der an der CBoT gehandelten Versicherungsderivate, kann der hohe Standardisierungsgrad dieser Instrumente gesehen werden. Für gewöhnlich werden derivate Finanzinstrumente den individuellen Bedürfnissen der Kunden angepasst. Durch ein ständiges Auftreten nicht-standardisierter substituter und komplementärer derivativer Produkte am Markt, die auf spezielle Wünsche der Geschäftsparteien Rücksicht nehmen, schienen die standardisierten PCS-Optionskontrakte weniger attraktiv.⁴²⁹

8.2.4. Exkurs: Wetterderivate

Viele Unternehmen⁴³⁰ befinden sich in der misslichen Lage, dass ihr Geschäftsergebnis von Risiken, hervorgerufen durch das Wetter, beeinflusst ist. Um dem entgegenzuwirken ist es seit 1997 möglich sogenannte Wetterderivate zu handeln. Dabei wird zwischen Heizgradtagen HDD (heating degree days) und Kühlungsgradtagen CDD (cooling degree days) unterschieden. Die HDD eines Tages sind durch $HDD = \max(0, 65 - A)$ und die CDD durch $CDD = \max(0, A - 65)$ definiert. A bezeichnet den Durchschnitt aus der höchsten und der niedrigsten Temperatur in Grad Fahrenheit, die in einer bestimmten Zeitspanne, an einer Wetterstation gemessen wird. Wenn zum Beispiel an einem Tag, von 0 bis 24 Uhr, an einer Wetterstation eine Höchsttemperatur von 68 Grad Fahrenheit (das entspricht 20 Grad Celsius) und eine Minimaltemperatur von 44 Grad Fahrenheit (6,67 Grad Celsius) gemessen wird, dann entspricht A gleich 56^{431} Grad Fahrenheit. Dieser Tag hätte somit 9 HDD und 0 CDD. HDD und CDD sind ein Maß für die Energiemenge, die während einer bestimmten Zeitspanne zum Heizen beziehungsweise zum Kühlen benötigt werden.⁴³² Daraus ergibt sich, dass Wetterderivate vorwiegend von Energieerzeugern und Energieverbrauchern eingesetzt

⁴²⁹ Vgl. Culp (2002), S. 485 und 486.

⁴³⁰ Die Weather Risk Management Association, als Vertreter der Wetterrisikomanagementbranche hat erforscht, dass ungefähr 30 Prozent des nordamerikanischen Bruttoinlandproduktes Wetterrisiken unterliegen [Quelle: Rettberg (2009), <http://www.handelsblatt.com/finanzen/zertifikate-nachrichten/wetterderivate-das-geschaefte-nicht-verhageln-lassen;2215839>].

⁴³¹ $\frac{68+44}{2} = 56$.

⁴³² Vgl. Hull (2009), S. 711.

werden⁴³³, die auf diese Weise in milden Sommern und Wintern, ihre Ertragsrückgänge, die dadurch entstehen, dass weniger geheizt beziehungsweise klimatisiert wird, ausgleichen⁴³⁴. Denkbare Kunden für Wetterderivate sind jedoch auch Einzelhändler, Handelsketten, Nahrungsmittel- und Getränkeproduzenten, sowie Gesundheitsdienste, Agrarproduktproduzenten und Unternehmen der Freizeitbranche. Typische Wetterderivate sind Futures- und Optionskontrakte, die eine Auszahlung gewähren, welche von den HDD oder CDD einer bestimmten Zeitspanne abhängen. Nachdem Wetterderivate anfangs vor allem OTC⁴³⁵ gehandelt wurden, können seit 1999 an der Chicago Mercantile Exchange (CME) standardisierte Wetter-Futures und europäische Optionen auf Wetter-Futures gehandelt werden. Diese beziehen sich auf die HDD und CDD eines Monats von einzelnen ausgewählten Wetterstationen⁴³⁶ in den USA. Der Wert der Wetterderivate ergibt sich durch Multiplikation der kumulierten HDD oder CDD mit 100 USD.⁴³⁷ Mitte des zuendegehenden Jahrzehnts belief sich das Volumen gehandelter Wetterderivate auf 8,4 Milliarden USD und die Anzahl börsengehandelter Kontrakte vervierfachte sich seit Beginn des Jahrtausends. Nichtsdestotrotz findet der börsennotierte Handel mit Wetterderivaten vorwiegend in den USA statt. Es zeigt sich jedoch die Tendenz, dass eine Etablierung derartiger Derivate auch an europäischen und asiatischen Börsen vorangetrieben wird.⁴³⁸

Der Vollständigkeit halber anzumerken ist, dass neben Derivate auf Wetterrisiken, auch noch eine Vielzahl anderer Derivate auf eher exotische Risiken existieren. Beispielhaft seien in diesem Zusammenhang Derivate auf Erdöl, Erdgas und Strom erwähnt, die unter dem Begriff Energiederivate zusammengefasst werden können.⁴³⁹

8.2.5. Vor- und Nachteile

Dieser Unterpunkt soll einen Überblick über die Vor- und Nachteile von an der Börse gehandelten Versicherungsderivaten geben und mögliche

⁴³³ Vgl. ebenda, S. 711.

⁴³⁴ Vgl. Eickstädt (2001), S. 171.

⁴³⁵ OTC ist die Abkürzung für „over the counter“.

⁴³⁶ Die CME stellt Kontrakte für zehn verschiedene Regionen in den USA bereit: Atlanta, Chicago, Cincinnati, Dallas, Des Moines, Las Vegas, New York, Philadelphia, Portland und Tucson [Vgl. Hull (2009), S. 712 Fußnote 2].

⁴³⁷ Vgl. Hull (2009), S. 711 und 712.

⁴³⁸ Vgl. Hee/Hofmann (2006), S. 40.

⁴³⁹ Vgl. Hull (2009), S. 712.

Ursachen⁴⁴⁰ aufzeigen, weshalb sich ein börsennotierter Handel, mit dieser Art von derivativen Finanzmittel bis heute noch nicht etablieren konnte.

Mitte der 1990er Jahre wurden Versicherungsderivate ein großes Entwicklungspotenzial prognostiziert.⁴⁴¹ Dieser Enthusiasmus von Experten und Autoren war durchaus begründet, da Versicherungsderivate theoretische Vorteile gegenüber der traditionellen (Rück-) Versicherung mit sich bringen. Vor allem die Preisvorteile begründet durch die Transaktionskosten, die bei an der Börse gehandelten Versicherungsderivaten um ein Vielfaches niedriger sind, als bei der traditionellen (Rück-) Versicherung, sind hier zu nennen. Des Weiteren werden durch die Koppelung der Wertentwicklung der Derivate an einen Index, der üblicherweise nicht durch ein einzelnes (Versicherungs-) Unternehmen beeinflusst werden kann, Schadensbearbeitungskosten und Regulierungskosten obsolet. Ein weiterer Vorteil besteht in der Geschwindigkeit, mit der Transaktionen abgeschlossen werden können. Vorrausgesetzt ein passender Geschäftspartner steht zur Verfügung, dauert der Abschluss einer derartigen Transaktion nur wenige Minuten.⁴⁴²

Dem gegenüber steht jedoch eine Fülle an Nachteilen, die allesamt als Begründung für das Scheitern von Versicherungsderivaten an den Börsen gesehen werden können.⁴⁴³ Durch die Anwendung eines Index, ergibt sich für den Verwender des Versicherungsderivats ein beachtliches Basisrisiko⁴⁴⁴. Darunter wird die Abweichung der Schadensentwicklung des versicherungstechnischen Portefeuilles eines Versicherungsunternehmens von der Schadensentwicklung des dem Index zu Grunde liegenden versicherungstechnischen Referenzportefeuilles verstanden. Bedingt durch die Standardisierung bei Versicherungsterminkontrakten, weichen der individuelle Schadensverlauf eines Versicherungsunternehmens und der durch das Underlying abgebildete Schadensverlauf voneinander ab. Die Gliederung des Indizes in neun verschiedene Regionen an der CBoT kann als Versuch gesehen werden, mit dem standardisierten Schadensportefeuille näher an die einzelnen versiche-

⁴⁴⁰ Vgl. Kapitel 8.2.3., in dem bereits Gründe für das Scheitern der PCS-Optionen, sowie der ISO-Derivate an der CBoT genannt wurden.

⁴⁴¹ Vgl. Flämig (2007), S. 144, mit dem Verweis auf Eickstädt (2001), S. 172 Fußnote 442.

⁴⁴² Vgl. Eickstädt (2001), S. 172; Flämig (2007), S. 144.

⁴⁴³ Vgl. Flämig (2007), S. 144.

⁴⁴⁴ Albrecht und Schradin verwenden synonym für den Begriff Basisrisiko, das sogenannte Cross-Hedge-Risiko [Vgl. Albrecht/Schradin (1998), S. 23].

rungstechnischen Portefeuilles der Versicherungsunternehmen zu rücken und somit das Basisrisiko zu minimieren. Die an der BCOE gehandelten Versicherungsterminkontrakte bezogen sich sogar auf Indizes, die bis auf die ZIP-Codes untergliedert waren. Dadurch wurde die Standardisierung verfeinert und das Basisrisiko der einzelnen Versicherungsunternehmen reduziert.⁴⁴⁵ Dies ließ jedoch das Problem des moralischen Risikos steigen, da innerhalb einer ZIP-Region ein Versicherungsunternehmen durchaus eine marktbeherrschende Stellung einnehmen kann und somit die Möglichkeit besitzt den Index zu beeinflussen.⁴⁴⁶

Durch die unterschiedlichen Zeithorizonte auf dem Kapitalmarkt und dem (Rück-) Versicherungsmarkt, während der Kapitalmarkt darauf ausgerichtet ist Transaktionen so rasch wie möglich abzuwickeln, toleriert der (Rück-) Versicherungsmarkt auch eine längerfristige Abwicklung, kann eine mögliche Divergenz zwischen dem Zeitpunkt der Feststellung der indexbasierenden Schadenshöhe und der endgültigen, tatsächlichen Schadenshöhe entstehen.⁴⁴⁷ Dies birgt für die Nutzer dieser Versicherungsterminkontrakte das Risiko, dass eventuelle Spätschäden selbst getragen werden müssen. Besonders bei Naturkatastrophen ist die Spätschadensproblematik akut, da erst einige Zeit nach dem Eintritt des Ereignisses die tatsächliche Höhe der verursachten Schäden abschätzbar wird.⁴⁴⁸ Die an der CBoT gehandelten PCS-Optionen versuchten der Spätschadensproblematik entgegenzuwirken, indem die Laufzeit in die Schadens- und Entwicklungsperiode getrennt wurde. Die Entwicklungsperiode wurde dabei genutzt um neue Erkenntnisse über die Schadenshöhe in den Index zu integrieren.⁴⁴⁹

Ein weiteres Problem stellt das Fehlen von potenziellen Geschäftspartnern dar. Zur Absicherung der Risiken mittels Versicherungsderivate werden regelmäßig Long Call-Optionen gekauft. Allerdings wird dafür ein Geschäftspartner benötigt der auf der anderen Seite der Transaktion die Short Position einnimmt. Dafür bietet sich nur ein kleiner Kreis an Branchen an die von den Schäden einer Naturkatastrophe profitieren. In diesem Zusammenhang zu nennen sind zum Beispiel Baufirmen und ihre Zulieferer, die häufig einen

⁴⁴⁵ Vgl. Liebwein (2009), S. 499; Schradin (1998), S. 396.

⁴⁴⁶ Vgl. Eickstädt (2001), S. 172.

⁴⁴⁷ Vgl. Liebwein (2009), S. 492.

⁴⁴⁸ Vgl. Flämig (2007), S. 144.

⁴⁴⁹ Vgl. Liebwein (2009), S. 493.

Anstieg ihrer Erträge nach Katastrophenereignissen erleben. Es hat sich jedoch gezeigt, dass sich diese Akteure aus dem Geschäft mit Versicherungsterminkontrakten herausgehalten haben. Nicht zuletzt auf Grund der fehlenden Kenntnis über Versicherungsderivate und deren Funktionsweisen.⁴⁵⁰

Wie schon in Kapitel 8.2.3. erwähnt stellte das Nichtvorhandensein genügend Geschäftspartner einen Grund für das Scheitern der an der CBoT gehandelten Versicherungsterminkontrakte dar.⁴⁵¹

Eng mit dem Problem fehlender Geschäftspartner verbunden, war die geringe Liquidität des Marktes. Für das effiziente Funktionieren eines Terminmarktes ist es von essentieller Bedeutung, dass genügend liquide Mittel vorhanden sind. Ein Investor muss zu jedem Zeitpunkt die Möglichkeit haben, die gewünschte Position einnehmen und wieder verlassen zu können. Dies war jedoch für die in vergangener Zeit an den Börsen gehandelten Versicherungsterminkontrakte nie der Fall.⁴⁵²

Darüber hinaus hätte die CBoT in der Lage sein müssen, auch bei großen Naturkatastrophen die Leistungen aus den Futures- und Optionskontrakte zu tätigen. Die diesbezüglich fehlende Garantie wird als einer der Hauptgründe für das Scheitern des Marktes für Versicherungsderivate von den Akteuren genannt.⁴⁵³

8.2.6. Versicherungsderivate und Versicherungsnehmer

Abschließend anzumerken ist, dass die historischen Versicherungsderivate vor allem für die Absicherung der Risiken von Erst- und Rückversicherungsunternehmen konzipiert waren. Die Einsatzmöglichkeiten von Versicherungsderivaten für Risiken eines normalen Industrieunternehmens waren und sind hingegen stark beschränkt. Charakteristisch für Sachrisiken eines Versicherungsnehmers ist die hohe Wertkonzentration auf einen geographisch stark beschränkten Raum, zum Beispiel ein Fabriksgelände. Ein großer Schaden würde jedoch mit dem auf eine ganze Region bezogenen Index nur zufällig korrelieren. Abhilfe könnten, wie bereits erwähnt, Indizes auf ZIP-Code Ebene schaffen, bei denen dann ein Schaden tatsächlich auch einen

⁴⁵⁰ Vgl. Flämig (2007), S. 144 und 145.

⁴⁵¹ Vgl. Culp (2002), S. 485.

⁴⁵² Vgl. Flämig (2007), S. 145.

⁴⁵³ Vgl. Berge (2005), S. 48.

Niederschlag im Index finden würde. Allerdings gestaltet sich die Suche hierbei, auf Grund des erhöhten Risikos bei der Absicherung von traditionellen Industrieexposuren, besonders schwierig. Des Weiteren sichern Versicherungsderivate ausschließlich Elementargefahren ab, die jedoch meist als Zusatzversicherung kostengünstig bei der Feuerdeckung inkludiert ist. Daher ergeben sich im Prinzip nur zwei sehr theoretische Nutzungsmöglichkeiten von Versicherungsterminkontrakten für einen Versicherungsnehmer. Zum einen kann er als jemand der von einer Naturkatastrophe profitiert, Versicherungsderivate kaufen (zum Beispiel einer Baufirma würde eine Naturkatastrophe zugutekommen). Zum anderen kann das Unternehmen seine Risiken über Versicherungsderivate absichern, wenn es ähnlichen Risiken ausgesetzt ist, wie ein traditionelles (Rück-) Versicherungsunternehmen.⁴⁵⁴

8.3. Versicherungsswaps

8.3.1. Einleitung

Im Oktober 1996 wurde an der Catastrophe Risk Exchange⁴⁵⁵ (CATEX), einer Spezialbörse für Katastrophenrisiken in New York, der Handel mit Versicherungsswaps eingeführt.⁴⁵⁶ Die an dieser Börse lizenzierten Risikoträger, das heißt insbesondere (Rück-) Versicherungsunternehmen, Versicherungsmakler und auch Captives haben dort die Möglichkeit ihre spezifischen Katastrophenrisiken in Form von Swaps zu tauschen.⁴⁵⁷ Die CATEX hat dabei nur eine Vermittlerrolle inne und tritt selbst nie als Risikoträger oder Agent auf.⁴⁵⁸ Oberstes Gebot der CATEX ist ihre neutrale Stellung.⁴⁵⁹

An der Börse können die Risikoträger nach Regionen und Schadenskategorien differenzierte Katastrophenrisiken untereinander austauschen, um auf

⁴⁵⁴ Vgl. Eickstädt (2001), S. 174 und 175.

⁴⁵⁵ Allerdings ist es möglich, anders als der Name der Börse vermuten lässt, neben Katastrophenrisiken auch andere Risiken zu tauschen [Vgl. Eickstädt (2001), S. 177]. Die handelbaren Haftungstrecken unterscheiden sich zum Beispiel hinsichtlich der Region, der Sparte, der versicherten Gefahr oder der Vertragsart [Vgl. Schradin (1998), S. 343].

⁴⁵⁶ Vgl. Berge (2005), S. 49.

⁴⁵⁷ Vgl. Berge (2005), S. 49; Schradin (1998), S. 342 und 342 Fußnote 66.

⁴⁵⁸ Vgl. Schradin (1998), S. 342.

⁴⁵⁹ Vgl. CATEX (2010), o.S., Quelle: <http://www.catexglobalexchange.com/AboutUs.aspx>.

diese Weise eine Homogenisierung ihrer individuellen Portefeuillestruktur oder eine gefahrenbezogene (geografische) Diversifizierung zu erreichen.⁴⁶⁰ Angenommen ein Versicherungsunternehmen, das in einer bestimmten Region der USA besonders starken oder schwachen Risiken ausgesetzt ist, kann die Unausgeglichenheit in seinem Versicherungsbestand durch den Exposure-Swap an der CATEX ausgleichen. So hat zum Beispiel dieses Versicherungsunternehmen sein Hauptgeschäft in Kalifornien und darum besonders hohe Erdbebenrisiken aus dieser Region in seinem Versicherungsbestand. Um eine bessere regionale und ursachenbezogene Streuung seiner Risiken zu erlangen, möchte der Versicherer Hurricanerisiken aus der Golfküsten-Region erwerben. Da es für ihn jedoch nicht möglich ist auf diesem Markt direkt Geschäfte zu tätigen, kann er durch den Tausch von California/Earthquake-Exposures gegen Gulf Coast Hurricane an der CATEX die gewünschten Diversifikationseffekte erzielen.⁴⁶¹

Auf Verlangen der an der CATEX zugelassenen Unternehmen, können nicht nur Risiken gegen andere Risiken ausgetauscht werden, sondern es besteht auch die Möglichkeit eines Barausgleichs.⁴⁶² Das bedeutet, es können Risiken gegen eine Prämienzahlung getauscht werden (traditionelle (Rück-) Versicherung). Mittlerweile wird von der Möglichkeit des Barausgleichs viel häufiger Gebrauch gemacht, als von der ursprünglichen Idee des Risikoaustausches.⁴⁶³

8.3.2. Funktionsweise

Der Handel an der CATEX wird durch ein nur den zugelassenen Risikoträgern zugängliches Online-Computersystem („virtuelles Parkett“) ermöglicht.⁴⁶⁴ Dazu ist es notwendig, dass die Beschreibung der einzubringenden Risiken über ein elektronisches Postfach erfolgt.⁴⁶⁵ Um die Austauschbarkeit der eingebrachten Risiken zu erleichtern, werden diese in standardisierte Handelseinheiten von einer Million USD versichertem Risiko geteilt. Historische Schadensverläufe und Angebot und Nachfrage nach diesen Risiken

⁴⁶⁰ Vgl. Schradin (1998), S. 342.

⁴⁶¹ Vgl. ebenda S. 343.

⁴⁶² Vgl. Eickstädt (2001), S. 177; Schradin (1998), S. 344.

⁴⁶³ Vgl. Eickstädt (2001), S. 177.

⁴⁶⁴ Vgl. Schradin (1998), S. 343.

⁴⁶⁵ Vgl. Wagner (1998), S. 578.

dienen als Berechnungsgrundlage für fiktive Wechselkurse, die als relative Preise angesehen werden können.⁴⁶⁶ Innerhalb diesem geschlossenen System, haben alle berechtigten Akteure die Möglichkeit anonym ihre Gebote oder Gesuche zu platzieren. Die Anonymität bei der Geschäftsanbahnung spielt dabei eine große Rolle, da so die unerwünschte Offenlegung von internen Informationen der beteiligten Risikoträger vermieden werden kann. Erst bei einem tatsächlichen Vertragsabschluss kommt es zu einer simultanen Identifizierung der Geschäftspartner.⁴⁶⁷ Die Informationen über alle Angebote und Vertragsabschlüsse sind in anonymisierter Form, allen anderen an der CATEX zugelassenen Unternehmen zugänglich. Durch diese Offenlegung aller angebahnten und abgeschlossenen Transaktionen entsteht eine extrem hohe Transparenz, weshalb die CATEX auch als „gläserner Rückversicherungsmarkt“ bezeichnet wird. Der Versicherungsnehmer ist aus dem Handel seines Versicherers an der CATEX nicht betroffen, denn es werden nicht die Polizzen getauscht, sondern die aus den Polizzen resultierenden Cash-Flows. Die Originalschadensabwicklung erfolgt nach wie vor durch den Versicherer, mit dem die ursprüngliche Polizza abgeschlossen wurde.⁴⁶⁸

Die CATEX stellt somit ausschließlich eine elektronische Plattform zur Verfügung, durch die eine vereinfachte und kostengünstigere Anbahnung und Durchführung von Versicherungsswaps ermöglicht wird. Die Hauptfunktion dieser Spezialbörse ist es somit, dass Zusammentreffen von Angebot und Nachfrage institutionell zu erleichtern.⁴⁶⁹

8.3.3. Vor- und Nachteile

Der Hauptgrund für die Entwicklung des elektronischen Risikohandels an der CATEX war, wie bei den meisten ART-Instrumenten, der stetige Anstieg der Schadenspotentiale von Katastrophenereignissen und die damit verbundenen Kapazitätsengpässe am (Rück-) Versicherungsmarkt. Obwohl durch den Austausch von Risiken über die CATEX keine zusätzlichen Kapazitäten für die Deckung von Katastrophenexposuren vom Kapitalmarkt in die Versicherungsbranche fließen, wird durch die über diese Spezialbörse getätigten

⁴⁶⁶ Vgl. Berge (2005), S. 49 und 50.

⁴⁶⁷ Vgl. Schradin (1998), S. 343 und 344.

⁴⁶⁸ Vgl. Eickstädt (2001), S. 178.

⁴⁶⁹ Vgl. Schradin (1998), S. 345.

Transaktionen, eine Verbesserung der Risikodiversifikation ermöglicht, sowie durch die Miteinbeziehung der bislang vom traditionellen Versicherungssystem ausgegrenzten Captives, eine indirekte Erhöhung der Kapazitäten durch eine effizientere Nutzung des vorhandenen Risikokapitals erreicht.⁴⁷⁰ Weitere Vorteile der CATEX sind die überaus hohe Transparenz, geringe Transaktionskosten und die Individualität des Risikotransfers.⁴⁷¹

Demgegenüber stehen Nachteile wie die fehlende Reduktion des Credit Risk und die (rück-) versicherungstypischen Probleme des moralischen Risikos und der adversen Selektion.⁴⁷² Um dem Problem des moralischen Risikos entgegenzuwirken, verlangt die CATEX, dass die Vertragspartner mindestens 20 Prozent der ursprünglichen Risiken behalten müssen.⁴⁷³

8.3.4. Versicherungsswaps und Versicherungsnehmer

Allerdings sind Versicherungsswaps nicht oder noch nicht für die Verwendung durch einen Versicherungsnehmer geeignet. Das liegt zum einen daran, dass die Risiken eines Versicherungsnehmers nicht so einfach zu bewerten sind, im Sinne des Bewertungsmodells der CATEX, wie zum Beispiel Sturmrisiken in einer bestimmten regionalen Region. Zum anderen beinhaltet die Weitergabe von Einzelrisiken erheblich größere Probleme bezüglich des moralischen Risikos und der adversen Selektion. Des Weiteren möchte ein Versicherungsnehmer, der sich für einen Transfer entscheidet, seiner Risiken eher endgültig entledigen und nicht im Zuge eines Tausches, andere Risiken dafür erhalten. Einzig und allein die technische Abwicklung von Versicherungsswaps könnte für den Versicherungsnehmer Vorteile bringen. Durch das elektronische System der CATEX können (Rück-) Versicherungsunternehmen den Risikotransfer effizienter abwickeln und somit Transaktionskosten sparen. Dieses Potenzial könnte dann in Form von preiswerteren Produkten und/oder durch die effizientere Nutzung der vorhandenen Kapazitäten,

⁴⁷⁰ Vgl. Kuck (2000), S. 165; Wagner (1998), S. 578.

⁴⁷¹ Vgl. Schradin (1998), S. 345.

⁴⁷² Vgl. ebenda S. 345 und 355.

⁴⁷³ Vgl. Berge (2005), S. 50.

die eine Zeichnung größerer Risiken erlaubt, an den Versicherungsnehmer weitergegeben werden.⁴⁷⁴

8.4. Insurance Securitization

8.4.1. Einleitung

Die Grundidee der Insurance Securitization besteht darin, dass Katastrophenrisiken⁴⁷⁵ mittels sogenannter Katastrophenanleihen⁴⁷⁶ von den traditionellen Versicherungsmärkten auf die erheblich liquideren Finanzmärkte transferiert werden.⁴⁷⁷ Die Technik der Securitization wurde Ende der 1970er Jahre von der Bank of America entwickelt, die damit ihre Hypothekenforderungen verbriefte, um sie Investoren anbieten zu können.⁴⁷⁸ Während jedoch bei der Forderungsverbriefung Aktivposten aus der Bilanz genommen werden, werden bei der Insurance Securitization Verbindlichkeiten getilgt.⁴⁷⁹ Obwohl die Menge und das Volumen der getätigten Transaktionen mittels Insurance Securitization verglichen mit denen der traditionellen Erst- und Rückversicherung bescheiden sind, wird dieses Instrument dennoch vor allem immer dann genutzt, wenn die Kapazitäten am (Rück-) Versicherungsmarkt durch Katastrophenereignisse von enormen Ausmaß, erschöpft sind. Ein starker Anstieg der Verwendung der Insurance Securitization war zum Beispiel 1992 nach Hurricane Andrew, 2001 nach den Terroranschlägen auf das World Trade Center, sowie 2005 nach den Hurricanes Katrina, Wilma und Rita zu bemerken. Nach jeder dieser Katastrophenereignisse war die Eigenkapitalstruktur der (Rück-) Versicherer fundamental geschwächt und

⁴⁷⁴ Vgl. Eickstädt (2001), S. 181.

⁴⁷⁵ Neben Katastrophenrisiken werden auch Risiken aus der Lebensversicherungssparte verbrieft und auf den Kapitalmarkt transferiert. Diese sogenannten Life Bonds ähneln ihrem Mechanismus nach sehr stark der „Asset Backed Security“. [Vgl. Zhu (2009), S. 8] Für eine Erklärung der Unterscheidungsmerkmale zwischen Katastrophenanleihen und Life Bonds vgl. SwissRe (2006), S. 5. Des Weiteren kann diese Transaktion im Prinzip für jedwede Art von versicherungstechnischem Risiko durchgeführt werden. [Vgl. Hasekamp (2000), S. 49; Münchner Rück (2000b), S. 26]. Vielmehr hat die Entwicklung der Insurance Securitization auf Grund der fehlenden Kapazitäten im Bereich von Katastrophenrisiken ihren Anfang gefunden [Vgl. Grzebiela (2002), S. 151].

⁴⁷⁶ Ähnliche Begriffe sind Insurance Backed Securities, Liability Backed Bonds, Act of God Bonds, CAT-Bonds [Vgl. Schradin (1998), S. 345], sowie Catastrophe Linked Notes, Insurance Linked Notes, Insurance Linked Securities und Insurance Linked Bonds [Vgl. Eickstädt (2001), S. 181 Fußnote 493].

⁴⁷⁷ Vgl. Kuck (2000), S. 133.

⁴⁷⁸ Vgl. Gene/Li-Ming (1995), S. 286.

⁴⁷⁹ Vgl. Eickstädt (2001), S. 182.

die herkömmlichen Wege der Refinanzierung erfüllten nicht die gewünschte Stärkung der Kapitalstruktur, um die gewohnte Marktkapazität wieder herzustellen. Somit stellte das Instrument der Insurance Securitization eine willkommene Alternative dar, für die Wiedererlangung des nötigen Risikokapitals.⁴⁸⁰

Ihrem Wesen nach sind Insurance Securitization Transaktionen Wertpapieremissionen, bei denen Versicherungsrisiken zusammengefasst werden, um sie anschließend in Form von Anteilsscheinen, deren Rendite abhängig vom Schadensverlauf des spezifischen Versicherungsportefeuilles ist, an Investoren zu verkaufen.⁴⁸¹ Durch die Verbriefung der Versicherungsrisiken und die dadurch erzielte Ausgestaltung als Wertpapier wird die nötige Fungibilität dieser Anteilsscheine gewährleistet. Die Investoren werden durch den Kauf der Wertpapiere an den Versicherungsrisiken beteiligt. Die Zinszahlung sowie die Tilgung des investierten Kapitals hängt vom Eintritt oder Ausbleiben beziehungsweise von der Ausprägung eines bestimmten Ereignisses ab oder von der Schadensentwicklung von bestimmten Risiken.⁴⁸² Insurance Securitization Transaktionen werden vorwiegend von Erst- und Rückversicherungsunternehmen, sowie von Investmentbanken konstruiert und durchgeführt.⁴⁸³ Der Risikotransfer mittels Katastrophenanleihen ist jedoch kein Privileg der Versicherungsbranche. Auch Industrieunternehmen machen von diesem Instrument Gebrauch. So liegt der Gedanke nahe, dass gerade Industrieunternehmen, die ohnehin am Kapitalmarkt vertreten sind, um ihre Tätigkeit zu finanzieren, diese mit Insurance Securitization verbinden, um sich Deckung für ihre Risiken zu kaufen.⁴⁸⁴

Im folgenden Punkt soll nun das Basismodell der Insurance Securitization erläutert werden. Anschließend werden ausgewählte Strukturmerkmale dieses Instruments geschildert, sowie einige Vor- und Nachteile die mit der Verwendung von Insurance Securitization in Zusammenhang stehen aufgezeigt.

⁴⁸⁰ Vgl. Cummin/Trainar (2009), S. 463 und 464.

⁴⁸¹ Vgl. Albrecht/Schradin (1998), S. 7; Eickstädt (2001), S. 182.

⁴⁸² Vgl. Eickstädt (2001), S. 182.

⁴⁸³ Vgl. Grzebiela (2002), S. 150 und 151.

⁴⁸⁴ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 85.

8.4.2. Basismodell der Insurance Securitization

Das originäre versicherungstechnische Risiko wird von einem (Rück-) Versicherungsunternehmen oder einem Industrieunternehmen⁴⁸⁵ an eine eigens für diesen Zweck gegründete Gesellschaft, dem „Special Purpose Vehicle“ (SPV), zediert.⁴⁸⁶ In das SPV werden vom Originator zunächst die entsprechenden Prämien eingezahlt. Somit ergibt sich für das SPV grundsätzlich der Rang eines Erst- oder Rückversicherungsunternehmen, mit den jeweils zu beachtenden aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen, wie zum Beispiel die Einhaltung der vorgeschriebenen Solvabilitätskriterien. Ein großer Unterschied zu einem traditionellen (Rück-) Versicherungsunternehmen ergibt sich allerdings dadurch, dass das SPV nur ein einziges transferiertes Risiko übernimmt und somit auf die versicherungsspezifische Herbeiführung eines Ausgleichs im Kollektiv und über die Zeit verzichtet.⁴⁸⁷ Zwischen dem Originator und dem SPV wird also ein (Rück-) Versicherungsvertrag abgeschlossen, welcher den Umfang und die Bedingungen des Risikotransfers definiert.⁴⁸⁸ In einem nächsten Schritt erfolgt die eigentliche Verbriefung⁴⁸⁹ um das SPV mit dem nötigen Kapital auszustatten. Für diesen Zweck werden vom SPV zum Beispiel Katastrophenanleihen am Kapitalmarkt emittiert, deren Erlöse dazu dienen, im Rahmen des (Rück-) Versicherungsvertrages Entschädigungen zu leisten.⁴⁹⁰ Somit wird das Versicherungsrisiko am Kapitalmarkt handelbar.⁴⁹¹ Da das SPV zu jeder Zeit auf das Eintreten des vordefinierten Versicherungsfalles vorbereitet sein muss, wird des Weiteren das von den Investoren einbezahlte Kapital zusammen mit den vereinnahmten Prämien, in Wertpapiere mit kurzer Laufzeit und einer hohen Bonität, am Finanzmarkt veranlagt. Dadurch wird eine jederzeitige Liquidierbarkeit bei geringem Kurs-

⁴⁸⁵ Auch als Originator bezeichnet. [Vgl. Zhu (2009), S. 5]

⁴⁸⁶ Vgl. Bartscherer (2004), S. 201.

⁴⁸⁷ Vgl. Schradin (1998), S. 347 und 348.

⁴⁸⁸ Vgl. Zhu (2009), S. 5.

⁴⁸⁹ Im Rahmen der Securitization kann eine Unterscheidung in eine primäre- und sekundäre Securitization vorgenommen werden. Bei der primären Securitization erfolgt die Beschaffung des Investorenkapitals direkt durch die Emission von Anleihen durch das Unternehmen über den Kapitalmarkt. Bei der sekundären Securitization wird durch die Einschaltung eines SPV die Anleihenemission durchgeführt. Die primäre (sekundäre) Securitization wird in der Literatur auch oftmals als direkte (indirekte) Securitization bezeichnet. [Vgl. Kuck (2000), S. 133 und 133 Fußnote 1]

⁴⁹⁰ Vgl. Schradin (1998), S. 349.

⁴⁹¹ Vgl. Bartscherer (2004), S. 202.

risiko erreicht.⁴⁹² Die Zins- und Tilgungszahlungen aus der Katastrophenanleihe hängen von dem Ausgang des im Versicherungsvertrag vordefinierten Ereignisses ab. Je nach Gestaltung kann dies, wie in der Einleitung bereits erwähnt, zum Beispiel das Erreichen einer bestimmten Schadenssumme sein oder das Eintreten einer Naturkatastrophe mit bestimmten physikalischen Ausprägungen.⁴⁹³ Indem die Investoren in die Wertentwicklung eines Versicherungsportefeuilles investieren, werden diese zu den Trägern des versicherungstechnischen Risikos.⁴⁹⁴ Bei Nichteintritt des vordefinierten Ereignisses erhalten die Investoren am Ende der Laufzeit ihr eingesetztes Kapital, den vereinbarten Zins (Zins der risikolosen, kurzlaufenden Wertpapiere), sowie die Differenz aus den eingezahlten Prämien abzüglich der Kosten für die Securitization. Kommt es jedoch während der Laufzeit zu einem Versicherungsfall, kann es je nach Schwere, zu einem Ausbleiben der Zinszahlung an die Investoren kommen, bis hin zu einem Teilverlust beziehungsweise Totalverlust des eingesetzten Kapitals.⁴⁹⁵ Die administrative Abwicklung der Insurance Securitization wird zumeist von Investmentbanken, Versicherungsbrokern, und/oder Treuhändern, die zugleich auch Anteilseigner des SPV sind, durchgeführt. Die operative Betreuung durch einen Experten ist von essentieller Bedeutung für den versicherungstechnischen Risikotransfer mittels Insurance Securitization. Denn die meisten Investoren besitzen wenig Erfahrung im Bezug auf Katastrophenanleihen als Kapitalanlage, was die Gewinnung ihres Vertrauens und die Garantie der zweckgerechten Verwendung ihrer Mittel um so wichtiger macht.⁴⁹⁶

Abbildung 13 zeigt die eben geschilderte Grundstruktur der Insurance Securitization in einfacher grafischer Form.

⁴⁹² Vgl. Schradin (1998), S. 349 und 350.

⁴⁹³ Vgl. Zhu (2009), S. 5 und 6.

⁴⁹⁴ Vgl. Schradin (1998), S. 349.

⁴⁹⁵ Vgl. Grzebiela (2002), S. 153.

⁴⁹⁶ Vgl. Wagner (1998), S. 582 bis 584.

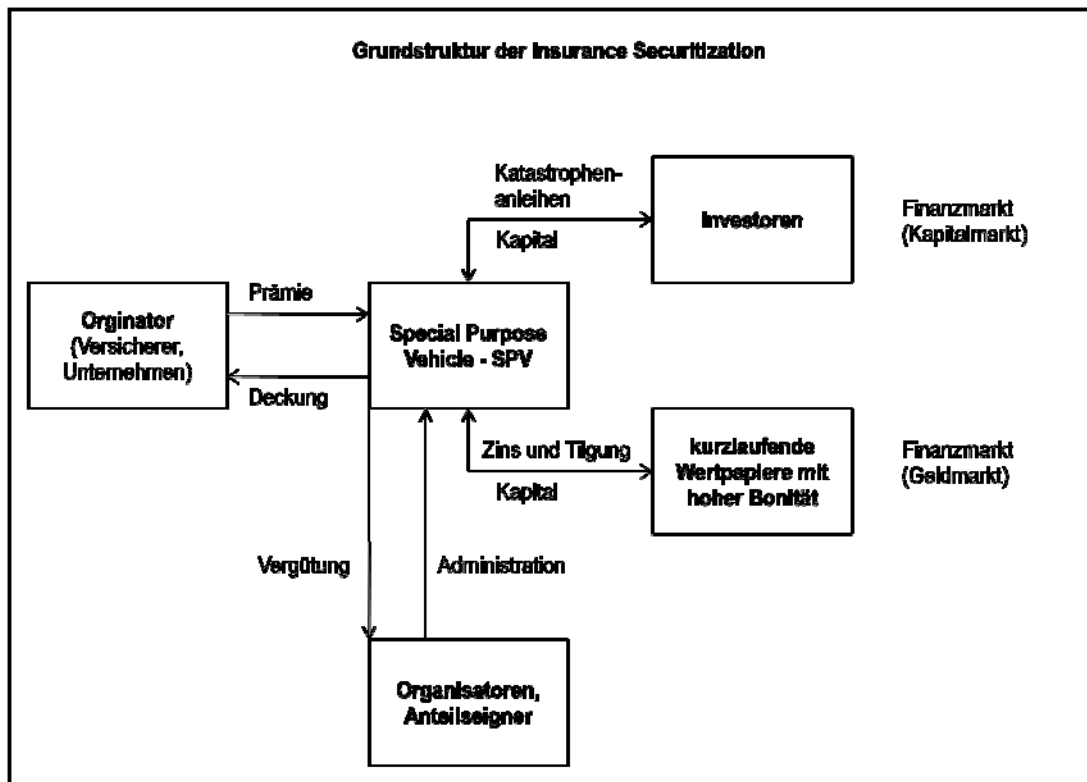


Abbildung 13: „Grundstruktur der Insurance Securitization“⁴⁹⁷

8.4.3. Ausgewählte Strukturmerkmale

8.4.3.1. Ausgestaltung des Triggers

Beim Alternativen Risikotransfer mittels Katastrophenanleihen kommt dem versicherungstechnisch auslösenden Ereignis (Trigger) eine bedeutende Rolle zu.⁴⁹⁸ Die Gestaltung des Triggers bestimmt, inwieweit die Investoren am versicherungstechnischen Risiko beteiligt sind.⁴⁹⁹ Während die Investoren einen möglichst transparenten Trigger für Katastrophenanleihen bevorzugen, um das moralische Risiko auf Seiten des Emittenten (Erst- und Rückversicherer sowie Industrieunternehmen) auszuschalten, legen eben diese größten Wert auf die Minimierung des Basisrisikos⁵⁰⁰. Allerdings ist Transparenz

⁴⁹⁷ Vgl. ähnliche Darstellungen zur Insurance Securitization Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 80; Eickstädt (2001), S. 184; Grzebiela (2002), S. 152; Herold/Paetzmann (1999), S. 66; Kuck (2000), S. 136; Schradin (1998), S. 348; SwissRe (2006), S. 6; Wagner (1998), S. 579; Zhu (2009), S. 5.

⁴⁹⁸ Vgl. Liebwein (2009), S. 468.

⁴⁹⁹ Vgl. Eickstädt (2001), S. 191.

⁵⁰⁰ Das Auseinanderfallen von Schadenshöhe und Deckung wird im Kontext der Insurance Securitization als Basisrisiko bezeichnet. Denn die Minimierung des moralischen Risikos ist verbunden mit einer abnehmenden Beeinflussbarkeit der zu Grunde liegenden Zufallsvariable und damit einhergehend nimmt auch ihre Passgenauigkeit ab. Wenn die Versicherungs-

mit einem höheren Basisrisiko verbunden. Um diesen Trade Off bestmöglich zu bewältigen finden in der Praxis, bei der Insurance Securitization, mehrere Triggerkonstruktionen Anwendung.⁵⁰¹ Abbildung 14 verdeutlicht den Zielkonflikt und ordnet anhand zweier Dimensionen die praxisrelevanten Trigger an. Auf der Y-Achse ist die Transparenz für die Investoren abgebildet, während auf der X-Achse die abnehmende Passgenauigkeit beziehungsweise das steigende Basisrisiko der Absicherung zu sehen ist.⁵⁰²

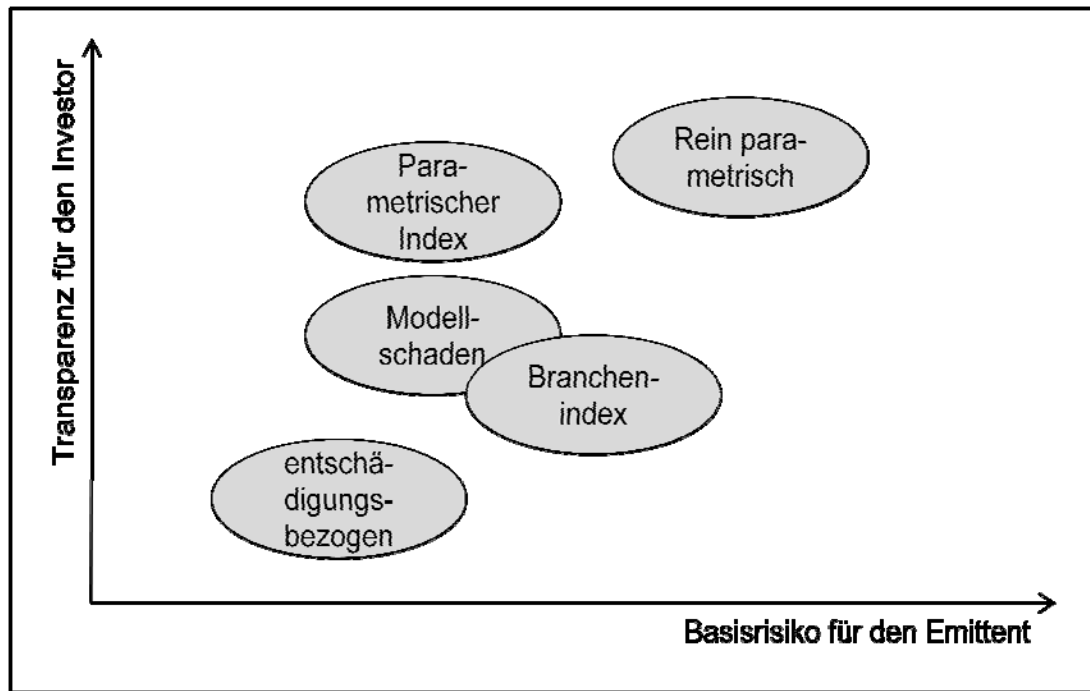


Abbildung 14: „Transparenz und Basisrisiko bei verschiedenen Arten von Triggern“⁵⁰³

Im Folgenden soll nun ein kurzer Überblick über die in der Praxis am häufigsten auftretenden Triggerkonstruktionen gegeben werden:

- Ein rein *entschädigungsbezogener Trigger* basiert auf den tatsächlichen Schadensbelastungen des Emittenten.⁵⁰⁴ Die Transparenz für

leistung nicht direkt an das abzusichernde Risiko gebunden ist, wird in der Regel kein perfekter Hedge möglich sein. [Richter (2001), S. 8]

⁵⁰¹ Vgl. SwissRe (2006), S. 7.

⁵⁰² Vgl. Liebwein (2009), S. 470.

⁵⁰³ Quelle: SwissRe (2006), S. 7. Für eine ähnliche Darstellung vgl. Liebwein (2009), S. 470.

⁵⁰⁴ Vgl. SwissRe (2006), S. 7.

die Investoren, vor allem in Bezug auf eventuelle Einflussmöglichkeiten durch den Emittenten, sind eher als gering einzustufen.⁵⁰⁵

- Ein *Trigger auf einen Branchenindex* basiert auf einem marktweiten Schadensindex, wie zum Beispiel dem Index des Property Claim Service (PCS)⁵⁰⁶.⁵⁰⁷ Die Transparenz für die Investoren bei einem Marktschadensindex ist höher einzustufen, als bei einem rein entschädigungsbezogenen Trigger. Dennoch ist die Transparenz, im Vergleich zu anderen Triggerarten, nicht optimal, da nach dem Eintritt des auslösenden Ereignisses zunächst Daten gesammelt und aggregiert werden müssen. Die Höhe des Basisrisikos für den Emittenten hängt vorwiegend davon ab, wie sich sein individuelles Versicherungsportfolio im Vergleich zum Referenzportfolio verhält.⁵⁰⁸
- Bei einem *Modellschaden als Trigger*⁵⁰⁹ wird das auslösende Ereignis bestimmt, in dem reale physische Parameter in ein anerkanntes Modell eingespeist werden, anhand dessen eine Bewertung des Ereignisses stattfindet.⁵¹⁰ Die Transparenz für die Investoren kann höher sein als bei Katastrophenanleihen mit einem Branchenindex. Die Absicherung für den Emittenten kann relativ hoch sein, hängt aber in diesem Fall stark von der Passgenauigkeit des verwendeten Modells ab.⁵¹¹
- Ein rein *parametrischer Trigger* basiert auf tatsächlich gemeldeten physischen Beobachtungen, wie zum Beispiel Erdbeben einer bestimmten Stärke in einer Region.⁵¹² Die Transparenz für die Investoren, ob der Trigger auslöst oder nicht ist sehr hoch. Auf der anderen Seite wird bei dieser Art von Triggerkonstruktion nicht direkt auf Schäden Bezug genommen, wodurch für den Emittenten die Entlastung aus der Katastrophenanleihe und die Schadensbelastung sehr stark voneinander abweichen können.⁵¹³

⁵⁰⁵ Vgl. Liebwein (2009), S. 472.

⁵⁰⁶ Vgl. Kapitel 8.2.3.

⁵⁰⁷ Vgl. SwissRe (2006), S. 7.

⁵⁰⁸ Vgl. Liebwein (2009), S. 471.

⁵⁰⁹ Voraussetzung hierfür ist allerdings das Vorhandensein hinreichend stabiler Modelle von namhaften Modellierungsagenturen. [Vgl. Liebwein (2009), S. 471]

⁵¹⁰ Vgl. SwissRe (2006), S. 7.

⁵¹¹ Vgl. Liebwein (2009), S. 471.

⁵¹² Vgl. SwissRe (2006), S. 7.

⁵¹³ Vgl. Liebwein (2009), S. 471.

- Ein *parametrischer Index als Trigger* ist eine Weiterentwicklung des rein parametrischen Triggers. Mittels detaillierten Messungen und deren anschließender Aggregation zu einem Index, wird eine optimierte Version des herkömmlichen parametrischen Triggers erreicht.⁵¹⁴ Die Transparenz für die Investoren ist vergleichbar mit jener bei Katastrophenanleihen mit einem rein parametrischen Trigger, jedoch wird die Passgenauigkeit des Versicherungsportefeuilles des Emittenten erheblich verbessert.⁵¹⁵

Wurden anfangs entschädigungsbezogene Trigger und parametrische Indizes zur Definition der Schadenszahlung bei Katastrophenanleihen herangezogen, so wurden diese vornehmlich von Modellschaden- und Branchenindextrigger verdrängt. Allerdings hat sich auf Grund veränderter Bedürfnisse der Emittenten dieser Trend wieder verlangsamt.⁵¹⁶

8.4.3.2. Risikointensität

Charakteristisch für Anleihen sind einerseits der Rechtsanspruch auf Rückzahlung der Nominale (Principal), sowie andererseits die Vereinbarung von meist fixen Zinszahlungen (Coupon).⁵¹⁷ Werden nun im Rahmen des Alternativen Risikotransfers Katastrophenanleihen am Kapitalmarkt emittiert, so kann das Risiko für die potenziellen Investoren entweder im (Teil-) Verlust des Anspruchs auf Rückzahlung der Nominale (Principal) oder der Zinszahlung (Coupon) bestehen.⁵¹⁸ Möglich ist auch eine Kombination aus Principal und Coupon, sodass zum Beispiel sowohl die Tilgung der Rückzahlung und die Zinszahlung unter Risiko stehen.⁵¹⁹

Die Risikointensität des eingesetzten Kapitals (Principal) und der Zinszahlung (Coupon) kann auf drei unterschiedlich ausgeprägte Arten ausgedrückt werden, nämlich „Principal at Risk“, „Principal Protected“ und „Payment Deferred Bond“.⁵²⁰

⁵¹⁴ Vgl. SwissRe (2006), S. 7.

⁵¹⁵ Vgl. Liebwein (2009), S. 471.

⁵¹⁶ Vgl. SwissRe (2006), S. 8.

⁵¹⁷ Vgl. Liebwein (2009), S. 466.

⁵¹⁸ Vgl. König (o.D.), S. 3 und 4.

⁵¹⁹ Vgl. Liebwein (2009), S. 467.

⁵²⁰ Vgl. Eickstädt (2001), S. 191; Kuck (2000), S. 143.

- Principal at Risk: Bei dieser einfachsten Variante steht das gesamte eingesetzte Kapital unter Risiko (also inklusive die in Aussicht gestellten Zinszahlungen).⁵²¹ Sollte das auslösende Ereignis eintreten, so verlieren die Investoren jeglichen Anspruch auf Tilgung und Zinszahlung.⁵²²
- Principal Protected: Bei dieser Konstruktion ist das eingesetzte Kapital teilweise geschützt.⁵²³ Tritt, das als Trigger definierte Ereignis ein, so entfällt lediglich die Zinszahlung, während die Anleihe in jedem Fall getilgt wird.⁵²⁴
- Payment Deferred Bond: Die Gestaltung des Risikokapitals als Payment Deferred Bond ist ähnlich der Principal Protected Konstruktion. Bei Eintritt des vorher definierten Ereignisses entfällt ebenso die Zinszahlung, allerdings wird zusätzlich die Tilgung der Anleihe nicht zum Fälligkeitszeitpunkt beglichen sondern auf einen späteren Zeitpunkt verschoben.⁵²⁵

Als Grundprinzip für die Risikointensität kann festgehalten werden, dass mit zunehmendem Anleihenrisiko, die zu erwartende Rendite steigt.⁵²⁶

8.4.3.3. Rating

Um genügend Liquidität und Transparenz bei der Insurance Securitization zu schaffen, ist es sinnvoll die Katastrophenanleihe mit einem Rating einer anerkannten, namhaften Ratingagentur versehen zu lassen. Dies ist insbesondere dann von großem Nutzen, wenn die Katastrophenanleihe bei einem breiten Publikum platziert werden soll und sie mit relativ hohem Risiko behaftet ist. Wenn also die Investoren Gefahr laufen könnten ihr eingesetztes Kapital ganz oder teilweise zu verlieren.⁵²⁷

Unter den geschätzten 140 weltweit tätigen Ratingagenturen, gibt es nur vier Firmen auf deren Ratings sich Investoren bei ihren Anlageentscheidungen stützen sollten. Die beiden größten Agenturen sind Moody's und Standard

⁵²¹ Vgl. Kuck (2000), S. 143.

⁵²² Vgl. Eickstädt (2001), S. 191 und 192.

⁵²³ Vgl. Kuck (2000), S. 143.

⁵²⁴ Vgl. Eickstädt (2001), S. 192.

⁵²⁵ Vgl. ebenda S. 194.

⁵²⁶ Vgl. Kuck (2000), S. 142.

⁵²⁷ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 83 und 84.

and Poor's (S&P), an dritter Stelle folgt Fitch, während A.M. Best den größten Marktanteil in der (Rück-) Versicherungsbranche besitzt. Alle vier Ratingagenturen weisen starke Ähnlichkeiten in ihrer Methodik bei der Bewertung von (Versicherungs-) Unternehmen und Anlageformen auf. Des Weiteren ist seit den 1980er Jahren bei allen vier Firmen ein Abwärtstrend der Ratings zu erkennen, was auf eine konservativere Einstellung schließen lässt.⁵²⁸

Allerdings stehen die vier großen Ratingagenturen in den letzten Jahren immer häufiger in der Kritik. Nicht zuletzt wegen des populären Enron-Falls, wo die Ratingfirmen noch bis vier Tage vor der Konkurserklärung Enron's, dem Unternehmen eine durchwegs positive Bonität bescheinigten⁵²⁹ und der momentanen Weltwirtschaftskrise, wo den Ratingagenturen auch eine Mitschuld an der derzeitigen Finanzsituation auf den Märkten zugetragen wird⁵³⁰.

8.4.3.4. Investoren

Katastrophenanleihen sind für Investoren sehr attraktiv, da sie hohe Renditen versprechen und wenig bis gar keine Korrelation mit den anderen festverzinslichen Wertpapieren aufweisen. Gegenüber normalen Unternehmensobligationen von vergleichbarer Qualität bieten Katastrophenanleihen angemessene Renditen, bei einer geringeren Volatilität, insbesondere dann, wenn die saisonal bedingte Volatilität der Sturm- und Hurricaneanleihen vernachlässigt wird. Möglichwerweise enthalten Katastrophenanleihen noch immer eine gewisse „Neuigkeitsprämie“, die bei gleichem Rating eine höhere Rendite verspricht. Während Unternehmensobligationen mit einem Kreditrisiko verbunden sind, Katastrophenanleihen jedoch mit einem Naturkatastrophenrisiko, kann die Korrelation zwischen diesen beiden Anlageformen vernach-

⁵²⁸ Vgl. SwissRe (2003), S. 3.

⁵²⁹ Vgl. ebenda S. 30.

⁵³⁰ Vgl. Benders/Osman (2009), S. 1. Die aktuelle Finanzkrise wurde vereinfacht beschrieben dadurch ausgelöst, dass komplexe Hypothekarkreditforderungen verbrieft und anschließend verkauft wurden, nach einiger Zeit jedoch durch Ausfälle gekennzeichnet waren und viele institutionelle- und private Anleger ihr eingesetztes Kapital verloren. Dies obwohl die Ratingagenturen diese Wertpapiere zuvor oftmals mit einem „AAA“-Rating ausgestattet hatten, was im Prinzip gleichbedeutend mit der Sicherheit einer US-Staatsanleihe ist. [Vgl. Benders/Osman (2009), S. 1]

lässigt werden.⁵³¹ Dies steigert daher die Performance und senkt das Risiko im Portefeuille des Investors.⁵³²

Das Bild der in diesem Sektor tätigen Investoren hat sich seit dem Ende des vorigen Jahrhunderts stark verändert. Waren 1999 Erst- und Rückversicherungsunternehmen, sowie Geldmanager der vorwiegende Kreis der Investoren, so sind in den letzten Jahren neue Investoren in diesem Marktsegment tätig geworden. Vor allem speziell auf Katastrophenrisiken spezialisierte Fonds, sogenannte Cat-Fonds (28 Prozent) und klassische Hedge-Fonds (31 Prozent) nehmen vor Geldmanagern (30 Prozent) eine führende Position ein.⁵³³ Während der weltweiten Finanzkrise mussten sich allerdings einige der Investoren vorübergehend aus diesem Bereich zurückziehen.⁵³⁴

8.4.3.5. Platzierung

Die früheren Platzierungen von Katastrophenanleihen sind jeweils für genau eine einzige Transaktion ausgerichtet gewesen. Die komplette Infrastruktur, sowie alle Prozessschritte der Insurance Securitization werden ausschließlich für diese eine Verbriefungstransaktion vorgenommen.⁵³⁵ In Literatur und Praxis hat sich für diese Art der Platzierung der Begriff *Stand alone-Struktur* herausgebildet.⁵³⁶

In letzter Zeit hat sich der Trend allerdings dahingehend verändert, dass vorwiegend sogenannte *Shelf-Strukturen* für die Verbriefung von Katastrophenanleihen verwendet werden.⁵³⁷ Dabei werden die Infrastruktur und die Prozessschritte nicht nur für eine, sondern für eine bestimmte Anzahl an Emissionen genutzt. Für die nachfolgenden Emissionen fallen dann keine zusätzlichen Strukturkosten mehr an und die Zeit zwischen der Entscheidung und der Durchführung der Emission kann entscheidend verkürzt werden. Des Weiteren kann durch das auf Vorrathalten von Teilen des Emissionsvolumens, Kapazitäten für den Emittenten geschaffen werden, wenn dieser sie

⁵³¹ Vgl. SwissRe (2006), S. 34 und 35.

⁵³² Vgl. SwissRe (2006), S. 35; Wagner (1998), S. 590 und 591.

⁵³³ Vgl. SwissRe (2006), S. 35.

⁵³⁴ Vgl. Liebwein (2009), S. 464 Fußnote 2903.

⁵³⁵ Vgl. ebenda S. 466.

⁵³⁶ Vgl. Guy Carpenter (2007), S. 11; Liebwein (2009), S. 464.

⁵³⁷ Vgl. Guy Carpenter (2008), S. 13.

tatsächlich benötigt und der Markt zu einer Risikoaufnahme bereit ist.⁵³⁸ Der Emittent bekommt somit auch die Möglichkeit die Kapazitätsaufnahme mittels Katastrophenanleihen zu forcieren, wenn für ihn die Preise günstig sind und eine Emission zurückzuhalten, wenn die Preise ungünstig sind. Ein weiterer Vorteil von Shelf-Strukturen ist, dass sie nach den Bedürfnissen des Emittenten, sowie der Investoren gestaltet werden können, in dem die Katastrophenanleihen in Tranchen gegliedert werden, mit zum Beispiel unterschiedlichen Risikogehältern oder Laufzeiten.⁵³⁹

8.4.4. Vor- und Nachteile

In diesem Abschnitt sollen die Vor- und Nachteile der Insurance Securitization ausschließlich für das risikoabgebende Unternehmen betrachtet werden. Dies entspricht auch dem bisherigen Gang dieser Arbeit. Für eine Darstellung der Vor- und Nachteile die sich für die Investoren ergeben sei beispielhaft auf den sigma Report Nummer 3 der Swiss Re von 2001 verwiesen⁵⁴⁰.

Durch Insurance Securitization können Kapazitätsengpässe bewältigt werden und bisher als nicht-versicherbar geltende Risiken auf den Kapitalmarkt transferiert und somit Deckung erzielt werden. Durch eine längerfristige Deckung zu einem festen Preis, kann eine gewisse Abkoppelung vom (Rück-) Versicherungszyklus erzielt werden, was dem Emittenten eine größere Planungssicherheit bietet.⁵⁴¹

Außerdem kann bei der Insurance Securitization das Ausfallsrisiko⁵⁴² im Prinzip vollständig eliminiert werden, da durch das SPV eine Vorabliquidität bis zur Höhe der maximalen Haftung bereitgestellt wird. Durch die Anlage der Prämien und die Einnahmen der Anleihenemission über das SPV in festverzinsliche Wertpapiere mit hoher Bonität und der jederzeitigen Möglichkeit der

⁵³⁸ Vgl. Guy Carpenter (2007), S. 11; SwissRe (2006), S. 30.

⁵³⁹ Vgl. Guy Carpenter (2007), S. 11.

⁵⁴⁰ Vgl. SwissRe (2001), S. 14 und 15.

⁵⁴¹ Vgl. ebenda S. 14.

⁵⁴² Voraussetzung hierfür ist allerdings eine hinreichende Vertragssicherheit bezüglich der Einrichtung und der Refinanzierung des SPV über risikolose Papiere [Vgl. Liebwein (2009), S. 479].

Liquidierbarkeit, wird die Gefahr des Ausfalls der Deckung durch eine eventuelle Zahlungsunfähigkeit vermieden.⁵⁴³

Ein weiterer Vorteil der Insurance Securitization liegt in der Möglichkeit der Diversifikation der Kapazitätsquellen des Emittenten. Dabei steht vor allem der schnelle und problemlose Marktzugang im Vordergrund, der zu einer kostengünstigen Deckungsquelle werden kann, wenn sich die Bedingungen am (Rück-) Versicherungsmarkt ändern oder Kapazitätengpässe auftreten sollten.⁵⁴⁴ So kann zum Beispiel bei einem markanten Preisanstieg der (Rück-) Versicherungsprämien der Versicherungsnehmer den Kapitalmarkt nutzen, um seine Risiken dorthin zu transferieren.⁵⁴⁵

Als Nachteil für den Emittenten von Insurance Securitization Transaktionen ist insbesondere das Basisrisiko zu nennen. Das Basisrisiko ist im Vergleich zu einer traditionellen (Rück-) Versicherung höher, da die Investoren von Katastrophenanleihen einen Index- oder Modellbasierten Trigger bevorzugen. Dies liegt daran, dass das moralische Risiko bei diesen Arten der Triggergestaltung geringer ist als bei einem parametrischen Trigger oder einem entschädigungsbasierten Trigger.⁵⁴⁶

8.4.5. Insurance Securitization und Versicherungsnehmer

Die Meinungen in der Literatur gehen weit auseinander, ob der Erstversicherungsbereich für die Anwendbarkeit von Insurance Securitization Transaktionen geeignet ist oder nicht.⁵⁴⁷ So schreiben zum Beispiel Albrecht und Schradin, dass „als Risikoabgebende Kontraktpartner eines Verbriefungsvorganges als ursprüngliche Träger versicherungstechnischer Risiken ausschließlich (Rück-) Versicherungsunternehmen in Betracht kommen“.⁵⁴⁸ Andere Autoren führen fehlende preisliche Attraktivität als Grund dafür an, dass Industrieunternehmen nicht für Insurance Securitization Transaktionen geeignet sind oder halten den Verbriefungsvorgang von versicherungstechnischen Risiken ohne Beteiligung eines (Rück-) Versicherers schlicht für un-

⁵⁴³ Vgl. Grzebiela (2002), S. 153 und 154.

⁵⁴⁴ Vgl. Grzebiela (2002), S. 154; SwissRe (2001), S. 15.

⁵⁴⁵ Vgl. Frost (1998), S. 77.

⁵⁴⁶ Vgl. SwissRe (2006), S. 26.

⁵⁴⁷ Vgl. Eickstädt (2001), S. 206.

⁵⁴⁸ Vgl. Albrecht/Schradin (1998), S. 39.

wahrscheinlich. Demgegenüber gibt es immer mehr Autoren⁵⁴⁹ die es durchaus für möglich halten, dass Versicherungsnehmer (das heißt normale Industrieunternehmen) ihre Risiken auf den Kapitalmarkt transferieren, ohne dass notwendigerweise ein Versicherungsunternehmen in die Transaktion miteinbezogen wird. Zumal bereits derartige Verbriefungstransaktionen von Industrieunternehmen⁵⁵⁰ erfolgreich durchgeführt wurden.⁵⁵¹

8.4.6. Marktbedingungen und Ausblick

Die Nutzung von Insurance Securitization Produkten hat in den letzten Jahren einen beachtlichen Anstieg erfahren. Insbesondere nach den Jahren 2004 und 2005, wo auf Grund der überdurchschnittlich hohen Schäden, verursacht durch Hurricanes in den USA, Kapazitätsengpässe auf dem traditionellen (Rück-) Versicherungsmarkt zu verzeichnen waren. Das größte Wachstum war im Bereich der Katastrophenanleihen zu bemerken. Im Jahr 2006 betrug das Emissionsvolumen derartiger Anleihen sieben Milliarden USD, das bedeutete eine Steigerung gegenüber dem Jahr 2005 von 28 Prozent. Technische Innovationen in der Struktur, sowie der Vorgehensweise bei der Durchführung der Transaktionen, ermöglichten es Versicherungsrisiken für die Akteure am Kapitalmarkt verständlich zu machen und so eine breitere Basis an potenziellen Investoren für Insurance Securitization zu schaffen. Des Weiteren zeichnen für den stetigen Anstieg der Insurance Securitization, die Tatsache, dass Katastrophenereignisse mit enormem Schadenspotenzial immer häufiger hintereinander auftreten, sowie eine beginnende Verhärtung des traditionellen (Rück-) Versicherungsmarktes. Global gesehen haben Insurance Securitization Transaktionen genügend Volumen und Fülle erreicht, um von den risikoabgebenden Unternehmen als innovativer Bestandteil eines integrierten Risikomanagements genutzt zu werden, sowie um von den Investoren als brauchbarer Bestandteil des ABS-Marktes anerkannt zu wer-

⁵⁴⁹ Vgl. für die Haltung, dass auch Industrieunternehmen von der Insurance Securitization Gebrauch machen können zum Beispiel: Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 85; Eickstädt (2001), S. 206; Grzebiela (2002), S.153; Liebwein (2009), S. 479; Wagner (1998), S. 579 und vorallem 580.

⁵⁵⁰ Vgl. Eickstädt (2001), S. 204 und 205, beispielhaft für eine Insurance Securitization die von einem Industrieunternehmen durchgeführt wurde.

⁵⁵¹ Vgl. Eickstädt (2001), S. 206.

den. Auf jeden Fall sollten die noch kommenden Entwicklungsschritte in diesem Bereich weiter verfolgt werden.⁵⁵²

9. Zusammenfassung

Nachdem im ersten Kapitel eine kurze Einführung zur Thematik „Alternativer Risiko Transfer“ gegeben wurde, sowie die historische Entwicklung des ART-Marktes und dessen Größenordnung geschildert wurde⁵⁵³, befasste sich das zweite Kapitel mit den Gründen für die Existenz von ART-Produkten. Zyklische Schwankungen auf dem (Rück-) Versicherungsmarkt, die es dem Versicherungsnehmer erschweren seine Kosten im Vorraus zu planen, können durch ART-Instrumente ebenso bewältigt werden, wie die (theoretischen) Grenzen der Versicherbarkeit zu durchbrechen, in dem sie geeignete Mittel zur Verfügung stellen um Kapazitätsengpässe zu überbrücken, sowie neue Möglichkeiten bieten, um nicht-versicherbare Risiken zu decken. Das steigende Bewusstsein der Manager, dass ein integriertes Risikomanagement ein wichtiger Bestandteil einer soliden Performance ihrer Unternehmen darstellt, trägt ebenso zur stetigen Anwendung von ART-Lösungen bei, wie die veränderten Kundenbedürfnisse.⁵⁵⁴ Im Hauptteil der Arbeit, Kapitel drei bis acht, wurden die gängigsten Instrumente die dem ART zuzuordnen sind beschrieben. Die Funktionsweisen und Gestaltungsmöglichkeiten sind dabei sehr unterschiedlich, doch haben sie im Prinzip alle gemein, dass sie die Effizienz des Risikotransfers steigern, Kapazitätsgrenzen erweitern, sowie die Bilanz vor unerwünschten Schwankungen schützen⁵⁵⁵. Vor allem die Miteinbeziehung der enormen Kapazitäten des Kapitalmarktes bei der Deckung von Versicherungsrisiken kann als sehr sinnvoll erachtet werden. Hier könnten die positiven Auswirkungen der Vorteile von Versicherungen auf Wachstum und Stabilität von Volkswirtschaften einem breiteren Publikum zugänglich gemacht werden.⁵⁵⁶ Obwohl die Verwendung von kapitalmarktähnlichen Produkten in der Versicherungswirtschaft noch als eine junge Disziplin anzu-

⁵⁵² Vgl. Bradley/Pickup (2007), S. 18 und 21.

⁵⁵³ Vgl. Kapitel 1, S. 2 bis 4.

⁵⁵⁴ Vgl. Kapitel 2, S. 4ff.

⁵⁵⁵ Vgl. Grzebiela (2002), S. 167.

⁵⁵⁶ Vgl. Flämig (2007), S. 154.

sehen ist⁵⁵⁷, ist die Entwicklung von Insurance Securitization und ähnlichen Mechanismen beachtlich^{558, 559}.

10. Schlussbemerkung

Es scheint als wäre das Interesse an ART-Produkten in den letzten Jahren ein wenig verflacht. Waren um die Jahrtausendwende viele namhafte Autoren⁵⁶⁰ bestrebt diese Produkte genau zu erforschen und zu beleuchten, gibt es, ungefähr ein Jahrzehnt später, nur wenige neue Werke beziehungsweise Studien über aktuelle Marktgegebenheiten. Dabei sollte ART auf keinen Fall nur als eine Modeerscheinung betrachtet werden, vor allem vor dem Hintergrund, dass einige der Instrumente bereits seit vielen Jahrzehnten existieren⁵⁶¹. Sobald der traditionelle (Rück-) Versicherungsmarkt nicht die optimalen Voraussetzungen bietet, werden neue und innovative Produkte und Lösungen gesucht werden, um dem entgegenzuwirken. Wie die Geschichte gezeigt hat schaffen manche Instrumente den Durchbruch nicht den Bedürfnissen eines breiten Publikums zu entsprechen⁵⁶², andere wiederum schaffen es sich zu etablieren und ernstzunehmende Möglichkeiten versicherungstechnische Risiken zu decken, darzustellen. Es sollte daher in diesem Bereich auf jeden Fall weiterhin viel Zeit an Forschungsarbeit investiert werden, um Mechanismen, Anwendungsmöglichkeiten, sowie Vor- und Nachteile der ART-Produkte zu verstehen und den potenziellen Anwendern näherzubringen.

⁵⁵⁷ Vgl. Flämig (2007), S. 153.

⁵⁵⁸ Vgl. Bradley/Pickup (2007), S. 21.

⁵⁵⁹ Vgl. für die Schilderung der einzelnen ART-Instrumente Kapitel 3 bis 8, S. 17ff.

⁵⁶⁰ Hier seien beispielhaft angeführt: Albrecht, Banks, Brühwiler/Stahlmann/Gottschling, Byrne, Culp, Schradin, Wagner.

⁵⁶¹ Vgl. Brühwiler/Stahlmann/Gottschling (1999), S. 101.

⁵⁶² Vgl. Kapitel 8.2.3., welches das historische Beispiel der PCS-Optionen schildert.

Literaturverzeichnis

Ackermann, M. W. (1983). *Captive Insurance Company - Eine Versicherungsmöglichkeit für die Großunternehmung*. Freiburg/Schweiz: Kanisidruckerei, 1983.

Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. In: *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No.: 3, 1970 , S. 488-500.

Albrecht, P. (1998). Auf dem Weg zu einem holistischen Risikomanagement? *Mannheimer Manuskripte zur Risikotheorie, Portfolio Management und Versicherungstheorie*, Nr. 110 . Mannheim, publiziert am 29.04.2004: <http://madoc.bib.uni-mannheim.de/madoc/volltexte/2004/253/>. (abgerufen am 4. Oktober 2009).

Albrecht, P., & Schradin, H. (1998). Alternativer Risikotransfer - Verbriefung von Versicherungsrisiken. *Mannheimer Manuskripte zu Risikotheorie, Portfolio Management und Versicherungswirtschaft*, Nr. 106 . Mannheim, publiziert am 29.04.2004: <http://madoc.bib.uni-mannheim.de/madoc/volltexte/2004/257/>. (abgerufen am 4. Oktober 2009).

Banks, E. (2004). *Alternative Risk Transfer - Integrated Risk Management through Insurance, Reinsurance and the Capital Market*. The Atrium, Southern Gate, Chichester, West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.

Bartscherer, M. (2004). *Investor Relations in Versicherungsunternehmen (-konzernen)*. Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft GmbH, 2004.

Benders, R., & Osman, Y. (2009). Ratingagenturen im Feuer vom 18. September 2009. New York/Zürich: Handelsblatt, 2009. <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/banken-versicherungen/ratingagenturen-im-feuer;2458064>. (abgerufen am 17. März 2010).

Berge, K. (2005). *Katastrophenanleihen - Anwendung, Bewertung, Gestaltungsempfehlungen*. Köln: Josef Eul Verlag GmbH, 2005.

Berliner, B. (1985). Large Risks and Limits of Insurability. In: *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, Vol. 32, 1985 , S. 313-329.

Bradley, C., & Pickup, C. (2007). *Insurance Securitization. The Storm's Silver Lining*. Emphasis No. 1, Towers Watson: New York, 2007.

Brühwiler, B. (1994). *Internationale Industrieversicherung: Risk Management, Unternehmensführung, Erfolgsstrategien*. Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft GmbH, 1994.

Brühwiler, B., Stahlmann, B. H., & Gottschling, H. D. (1999). *Innovative Risikofinanzierung - Neue Wege im Risk Management*. Wiesbaden: Dr. Th. Gabler, 1999.

Busse, F.-J. (2003). *Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft*. Oldenbourg: Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH, 2003.

Byrne, N. (1998). *Trends in Global Commercial Insurance - The Impact of ART*. London: Business Insights, 1998.

Carpenter, G. (2007). *The Catastrophe Bond Market at Year-End 2006 - Ripples Into Waves*. Guy Carpenter & Company, LLC: New York, 2007.

Carpenter, G. (2008). *The Catastrophe Bond Market at Year-End 2007 - The Market Goes Mainstream*. Guy Carpenter & Company, LLC: New York, 2008.

CATEX. (2010). <http://www.catexglobalexchange.com/AboutUs.aspx>. (abgerufen am 09. März 2010).

Culp, C. L. (2002). *The ART of Risk Management: Alternative Risk Transfer, Capital Structure, and the Convergence of Insurance and Capital Markets*. New York: John Wiley & Sons, 2002.

Cummins, D. J., & Trainar, P. (2009). Securitization, Insurance, and Reinsurance. In: *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. 76, No. 3, S. 463-492.

De Tommaso, D. (2002). *Due Diligence- Grundlagen*. Norderstedt: Grin Verlag, 2002.

Doherty, N. A. (2000). *Integrated Risk Management: Techniques and Strategies for Reducing Risk*. New York: McGraw-Hill, 2000.

Eickstädt, J. (2001). *Alternative Risikofinanzierungsinstrumente und ihr Beitrag zur Lösung aktueller Probleme der Industrieversicherung*. Karlsruhe: Gerling-Akademie-Verlag, 2001.

European, Commission. (2000). *ART Market Study Final Report, Study Contract ETD/99/B5-3000/C/51*.

http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/docs/studies/risk_en.pdf. (abgerufen am 24. Oktober 2009).

Farny, D. (1978). Grundfragen des Riskmanagement. In W. Götzke, & G. Sieben, *GEBERA-Schriften* (S. 11-37). Band 5, 1978.

Farny, D. (2006). *Versicherungsbetriebslehre*. Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft GmbH, 2006.

Flämig, M. (2007). *Alternativer Risikotransfer - eine volkswirtschaftliche Betrachtung*. Otto-Friedrich-Universität Bamberg. 2009. <http://www.opus-bayern.de/unibamberg/volltexte/2009/165/>. (abgerufen am 24. Oktober 2009).

Frost, P. (1998). *Versicherungsderivate und Securitization von Versicherungsrisiken - Ansätze einer finanzökonomischen Bewertung*. Bern, Stuttgart, Wien: Haupt, 1998.

Furubotn, E. G., & Richter, R. (2003). *Neue Institutionenökonomik: Eine Einführung und kritische Würdigung*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2003.

Gene, L. C., & Li-Ming, H. (1995). An Analysis of Securitization in the Insurance Industry. In: *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. 62, No. 2, S. 286-296.

Gerathewohl, K. (1989). Captives und kein Ende? Anmerkungen eines Rückversicherers. In: *Zeitschrift Versicherungswirtschaft*, Vol. 44, No.: 1, S. 23-27.

Götte, R. (2001). *Optionsscheine - Das Kompendium*. Marburg: Tectum Verlag, 2001.

Grzebiela, T. (2002). *Internet Risiken - Versicherbarkeit und Alternativer Risikotransfer*. Freiburg: Deutscher Universitäts-Verlag GmbH, 2002.

Hasekamp, U. (2000). *Finanzinnovationen im Versicherungskontext: Securitization und börsegehandelte Derivate*. Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft GmbH, 2000.

Hee, C., & Hofmann, L. (2006). *Wetterderivate - Grundlagen, Exposure, Anwendung und Bewertung*. Wiesbaden: Dr. Th. Gabler, 2006.

Herold, B., & Paetzmann, K. (1999). *Alternativer Risiko-Transfer*. München: Gerling Akademie Verlag, 1999.

Heß, A. (1998). *Financial Reinsurance*. Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft e.V., 1998.

Hets, S. (1995). *Captive Insurance Company - Ein risikopolitisches Instrument für deutsche Industrieunternehmen*. Wiesbaden: Dr. Th. Gabler, 1995.

Hirsnik, S. (2001). Alternativer Risikotransfer unter besonderer Berücksichtigung der Finanzrückversicherung. Unveröffentlichte Diplomarbeit, Wirtschaftsuniversität Wien, 2001.

Hull, J. C. (2009). *Optionen, Futures und andere Derivate*. München: Prentice Hall, 2009.

Karten, W. (1993). Das Einzelrisiko und seine Kalkulation. In W. Asmus, & J. Gassmann, *Versicherungswirtschaftliches Studienwerk, Studententext 12*. Wiesbaden: Dr. Th. Gabler, 1993.

Karten, W. (1988). Existenzrisiken der Gesellschaft - Herausforderung für die Assekuranz. In: *Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft*, Vol. 77, 1988, S. 350.

Karten, W. (2000). *Versicherungsbetriebslehre - Kernfragen aus entscheidungsorientierter Sicht*. Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft GmbH, 2000.

Kielholz, W., & Durrer, A. (1997). Insurance Derivates and Securitization: New Hedging Perspectives for the US Cat Insurance Market. *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, Vol. 22, No.: 1, 1997, S. 3-16.

Knebel, E. (2001). *Soft And Hard Risk - A Holistic Focus on Risk Management and Insurance*. München: GE Frankona Re, 2001.

König, M. (o.D.). Der Anleger als Rückversicherer- Alternativer Risikotransfer mittels "Katastrophen-Anleihen" nach deutschem Recht. Osnabrück. http://www.jura.uni-frankfurt.de/ifawz1/baums/Bilder_und_Daten/Arbeitspapiere/a0497.pdf. (abgerufen am 16. März 2010).

Kuck, A. (2000). *Abgrenzung traditioneller Rückversicherung von Katastrophenrisiken zu ausgewählten Konzepten des Alternativen Risikotransfers*. Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft GmbH, 2000.

Liebwein, P. (2000). *Klassische und moderne Formen der Rückversicherung (1. Auflage)*. Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft GmbH, 2000.

Liebwein, P. (2009). *Klassische und moderne Formen der Rückversicherung (2. Auflage)*. Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft GmbH, 2009.

Maguhn, O. M. (2007). *Versicherungszyklen in der Schaden- und Unfallversicherung - Erklärungsansätze und Steuerungsmöglichkeiten*. Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft GmbH, 2007.

Meyer-Kahlen, W. (1988). Captive-Versicherung. In D. Farny, E. Helten, P. Koch, & R. Schmidt, *Handwörterbuch der Versicherung* (S. 95-97). Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft GmbH, 1988.

Mikosch, C. (2005). *Industrieversicherungen - Eine Führung durch den Versicherungdschungel*. Wiesbaden: Dr. Th. Gabler Verlag, 2005.

Mimura, R. (1992). Captive Insurance Companies - Unternehmenseigene Versicherungsgesellschaften. Unveröffentlichte Diplomarbeit, Wirtschaftsuniversität Wien, 1992.

MünchnerRück. (2000a). *„Finite risk reinsurance“ und Risikotransfer in den Kapitalmarkt – ein Komplement zur traditionellen Rückversicherung*. Munich Re ART Solutions, 2000.

MünchnerRück. (2000b). *Inegriertes Risikomanagement*. Munich Re ART Solutions, 2000.

Nguyen, T. (2007a). Gedanken zur Versicherbarkeit von Großschadenereignissen. In: *Zeitschrift für Versicherungswesen*, Vol. 58, No.: 3 , S. 112-117. <http://www.tristan-nguyen.de/pdf/A12.pdf>. (abgerufen am 17. Jänner 2010).

Nguyen, T. (2007b). *Grenzen der Versicherbarkeit von Katastrophenrisiken - Erweiterungsmöglichkeiten durch Rückversicherung, Katastrophenanleihen und Versicherungsderivate*. Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag | GWV Fachverlag GmbH, 2007.

Niehaus, G., & Terry, A. (1993). Evidence on the time series properties of insurance premiums and causes of the underwriting cycle. In: *Journal of Risk and Insurance* , Vol. 60, S. 466-479.

o.V. (2009). "The Financial Crisis and Captives". http://www.captive.com/survey/analyses/Survey18_FinancialCrisisAndCaptives.html. (abgerufen am 28. Jänner 2010).

o.V. (2008). *2008 Global Captive Benchmarking Report - Next Generation Captives - Optimising Opportunities*. Marsh Inc. http://global.marsh.com/risk/captives/benchmark/GlobalCaptives_BenchmarkingReport08_complete.pdf. (abgerufen am 29. Jänner 2010).

o.V. (2009). *2009 Global Captive Benchmarking Report - Single Parent Captives - A Global Analysis*. Marsh Inc. http://www.marsh.ie/media/articles/2009_Captive_Benchmark_Report.pdf. (abgerufen am 27. Jänner 2010).

o.V. (o.D.). Board of Governors of the Federal reserve System. <http://www.federalreserve.gov/bankinfo/reg/tarpinfo.htm>. (abgerufen am 01. Februar 2010).

o.V. (2009). *Die Anwendung von Solvency II auf Captives*. Düsseldorf: Wilhelm Rechtsanwälte. http://www.wilhelm-rae.de/uploads/media/Praxistipp_Oktober_2009__16.09.09__01.pdf. (abgerufen am 01. Februar 2010).

o.V. (o.D.). http://www.surveymonkey.com/sr.aspx?sm=QFeElkXnOiEO6bP4tYdGIJTOiXUAcUtJ_2fzKB7HEYpNw_3d. (abgerufen am 28. Jänner 2010).

o.V. (o.D.). <http://www.towerswatson.com/germany/about/>. (abgerufen am 01. Februar 2010).

o.V. (2008). Offshore Corporation. <http://www.offshorecorporation.com/captive-insurance/>. (abgerufen am 28. Jänner 2010).

o.V. (o.D.). Towers Watson. <http://www.towersperrin.com/tp/lobby.jsp?country=global>. (abgerufen am 01. Februar 2010).

Patterson, S. F. (1997). Alternativer Risikotransfer - immer mehr Realität. In: *Zeitschrift für Versicherungswesen*, Vol. 21, 1997, S. 606-609.

Reinhard, F. (1999). *"Fronting" für eine Captive Insurance Company - Risiken und Sicherungsmöglichkeiten*. Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft GmbH, 1999.

Rendl, K. (1994). Captive-Gesellschaften und ihre Funktion im Rahmen des Risk-Managements von Großunternehmungen. Unveröffentlichte Diplomarbeit, Wirtschaftsuniversität Wien, 1994.

Rettberg, U. (2009). Wetterderivate: Das Geschäft nicht verhageln lassen. <http://www.handelsblatt.com/finanzen/zertifikate-nachrichten/wetterderivate-das-geschaef-nicht-verhageln-lassen;2215839>. (abgerufen am 04. März 2010).

Richter, A. (September 2001). Moderne Finanzinstrumente im Rahmen des Katastrophen-Risk-Managements - Basisrisiko versus Ausfallrisiko. *Working Papers on Risk and Insurance*, Nr. 3. Hamburg University, 2001. <http://www.econbiz.de/archiv/hh/uhh/versicherung/katastrophen-risk-management.pdf>. (abgerufen am 16. März 2010).

Rosenkranz, F., & Missler-Behr, M. (2005). *Unternehmensrisiken erkennen und managen: Einführung in die quantitative Planung*. Berlin Heidelberg: Springer-Verlag, 2005.

Rust, F. (1998). *Schadenderivate: Aspekte eines kapitalmarktorientierten Risikotransfers*. Wiesbaden: Dr. Th. Gabler, 1998.

Schmidt, J. (1980). *Betriebswirtschaftliche Aspekte der Rückversicherung unter besonderer Berücksichtigung der Absatzpolitik von Rückversicherungsunternehmen*. Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft e.V., 1980.

Schradin, H. R. (1998). *Finanzielle Steuerung der Rückversicherung - Unter besonderer Berücksichtigung von Großschadenereignissen und Fremdwährungsrisiken*. Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft GmbH, 1998.

Schwarz, C. (2006). *Derivate Finanzinstrumente und hedge accounting - Bilanzierung nach HGB und IAS 39*. Berlin: Erich Schmidt Verlag GmbH & Co., 2006.

SwissRe. (2003). *Alternativer Risikotransfer - Eine Bestandsaufnahme*. sigma Nr. 1/2003.

SwissRe. (2005). *Innovationen zur Versicherung unversicherbarer Risiken*. sigma Nr. 4/2005.

SwissRe. (2001). *Innovative Kapitalmarktprodukte in der Versicherungsbranche*. sigma Nr. 3/2001.

SwissRe. (2008). *Natur- und Man-made-Katastrophen im Jahr 2007: hohe Schäden in Europa*. sigma Nr. 1/2008.

SwissRe. (2009). *Natur-und Man-made-Katastrophen im Jahr 2008: schwere Schäden in Nordamerika und Asien*. sigma Nr. 2/2009.

SwissRe. (2003). *Ratings für Versicherungsunternehmen*. sigma Nr. 4/2003.

SwissRe. (2006). *Verbriefung - neue Möglichkeiten für Versicherer und Investoren*. sigma Nr. 7/2006.

Thiemermann, M. (1993). *Rückversicherung und Zahlungsströme*. Bergisch Gladbach u.a.: Eul, 1993.

Wagner, F. (1998). Risk Securitization - An Alternative of Risk Transfer of Insurance Companies. In: *The Geneva Papers on Risk and Insurance* , Vol. 23, No.: 89, 1998, S. 540-607.

Wagner, F. (2000). *Risk-Management im Erstversicherungsunternehmen: Modelle, Strategien, Ziele, Mittel*. Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft GmbH, 2000.

Wöhrmann, P., & Bürer, C. (2001). Instrument der alternativen - Protected Cell Captives: Auch für die Schweiz geeignet? http://www.risknet.de/typo3conf/ext/bx_elibrary/elibrarydownload.php?&downloadaddat a=76. (abgerufen am 26. Jänner 2010).

Zhu, M. (2009). *Insurance Securitization mit Katastrophenbonds - Unter besonderer Berücksichtigung ihres Einflusses auf das ökonomische Zielkapital*. Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft GmbH, 2009.

Abstract (Deutsch)

Die vorliegende Arbeit befasst sich mit dem Thema „Alternativer Risikotransfer“. Verschiedene Faktoren führen dazu, dass Unternehmen nicht mehr nur ihre Risiken auf dem traditionellen Erst- und Rückversicherungsmarkt decken lassen, sondern sich auch alternativer Instrumente bedienen. Der Innovationsfreudigkeit in diesem Bereich ist dabei im Prinzip keine Grenzen gesetzt, weshalb eine sehr große Anzahl an verschiedenen Produkten existiert. Diese Arbeit beschreibt somit nur eine Auswahl an alternativen Versicherungslösungen und stellt daher auf keinen Fall den Anspruch auf Vollständigkeit. Vor allem die Funktionsweise, sowie die Vor- und Nachteile dieser Produkte, die bei ihrer Verwendung durch einen Versicherungsnehmer zu beachten sind, stellen das Hauptinteresse dieser Arbeit dar.

Schlüsselworte: Alternativer Risikotransfer (ART), Risiko, Versicherungsnehmer, (Rück-) Versicherer

Abstract (English)

This work is concerned with the topic „alternative risk transfer“. A lot of different parameters cause firms to seek new ways of insuring their risks other than traditional (re-) insurance. Thereby steadily innovations glut the market with new products causing a huge range of diversified alternative insurance solutions. Therefore this work should not be seen as complete. Particularly, how an insured has to use these products and what are the pros and cons of these modern instruments are the main focuses of this work.

Keywords: alternative risk transfer (art), risk, insured, (re-) insurer

Lebenslauf

Persönliche Daten:

Name: Philipp Pohoralek
Geboren am: 10. August 1985
Wohnhaft in: 1030 Wien, Hagenmüllergasse 21-23/5/18
E-Mail: philipp.pohoralek@gmail.com

Studium:

seit 10/2003: Universität Wien, Studium der Internationalen Betriebswirtschaftslehre
Vertiefungen: Controlling, Financial Services Diplomarbeit zum Thema „ART - Moderne Instrumente für die Absicherung gegen Großrisiken“

Schulausbildung: Bundesrealgymnasium, 1110 Wien, Geringergasse

Berufserfahrung:

seit 05/2009: Finance Controller, Vollzeit, L'Oréal Österreich GmbH
Division Cosmétique Active
02/2009 – 04/2009: Finance and Sales Controller, Praktikum (30 Wochenstunden), L'Oréal Österreich GmbH Division Cosmétique Active
03/2008 – 01/2009: Studienassistent am Lehrstuhl für Controlling an der Universität Wien

Sprachkenntnisse:

Deutsch: Muttersprache
Englisch: fließend
Französisch: wirtschaftliche Kenntnisse in Wort und Schrift

weitere Kenntnisse:

EDV: Microsoft Office (Word, Excel, Power Point)
SAP
Controlling mit OGWin