



ulm university universität
uulm

**Anreizwirkungen unterschiedlicher
Finanzierungsformen des Gesundheitssystems
auf das Arbeitsangebot**

Thomas Kamberger und Tristan Nguyen

Fakultät für Mathematik und
Wirtschaftswissenschaften

Einsatzmöglichkeiten und Emissionswege von Cat Bonds

von Thomas Kamberger und Prof. Dr. Tristan Nguyen, Universität Ulm

1. Entwicklung von Cat Bonds im Überblick

Cat Bonds (Katastrophenanleihen) sind eine innovative Möglichkeit zur Erhöhung der Versicherungskapazität. Mit diesem Instrument können die Versicherer Katastrophenrisiken durch Emission einer Anleihe auf die Kapitalmärkte übertragen. Wenn das vorher definierte Katastrophenereignis eintritt, bekommen die Versicherer in der Regel die Zinsen und je nach Vereinbarung einen Teil des eingesetzten Kapitals, um ihre Haftungsverpflichtungen aus dem Versicherungsgeschäft zu finanzieren. Der Markt für Cat Bonds geht auf die Hard-Market-Phase zurück, die sich Anfang der neunziger Jahre nach einer Häufung von Großschadenergebnissen (Naturkatastrophen und Man-Made-Katastrophen) ergab (vgl. Abbildung 1). Damals wurden weltweit Rückversicherungskapazitäten für Katastrophenereignisse knapp, so dass nach neuen Möglichkeiten der Kapazitätserweiterung gesucht wurde.

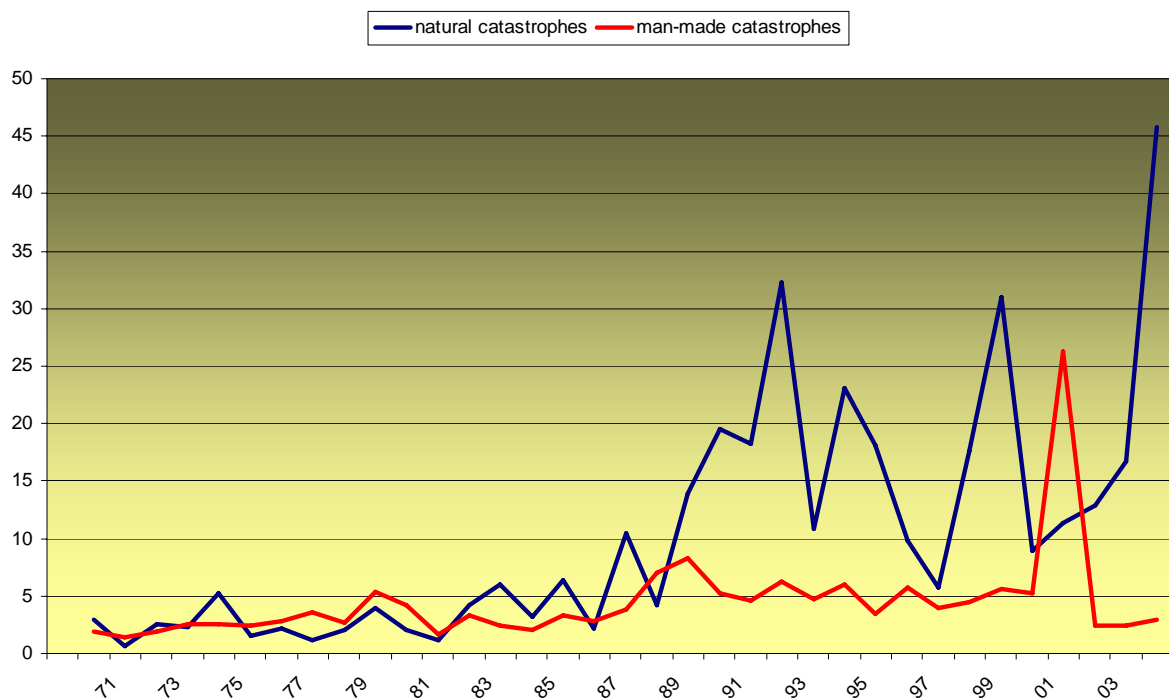


Abbildung 1: Versicherte Schäden in Mrd. USD, Quelle: Swiss Re (2005 a).

Im Dezember 1996 wurde durch die St. Paul Re der erste Cat Bond auf den Markt gebracht. Dieser Cat Bond wurde durch eine Zweckgesellschaft namens Georgetown emittiert und hatte ein Volumen von insgesamt 69 Millionen USD. Die Katastrophenanleihe diente zur Absicherung gegen verschiedene Schadenereignisse und hatte eine Laufzeit von 10 Jahren. Als Auslöser dieser Katastrophenanleihe fungierte die unternehmensindividuelle Schadenhöhe.¹

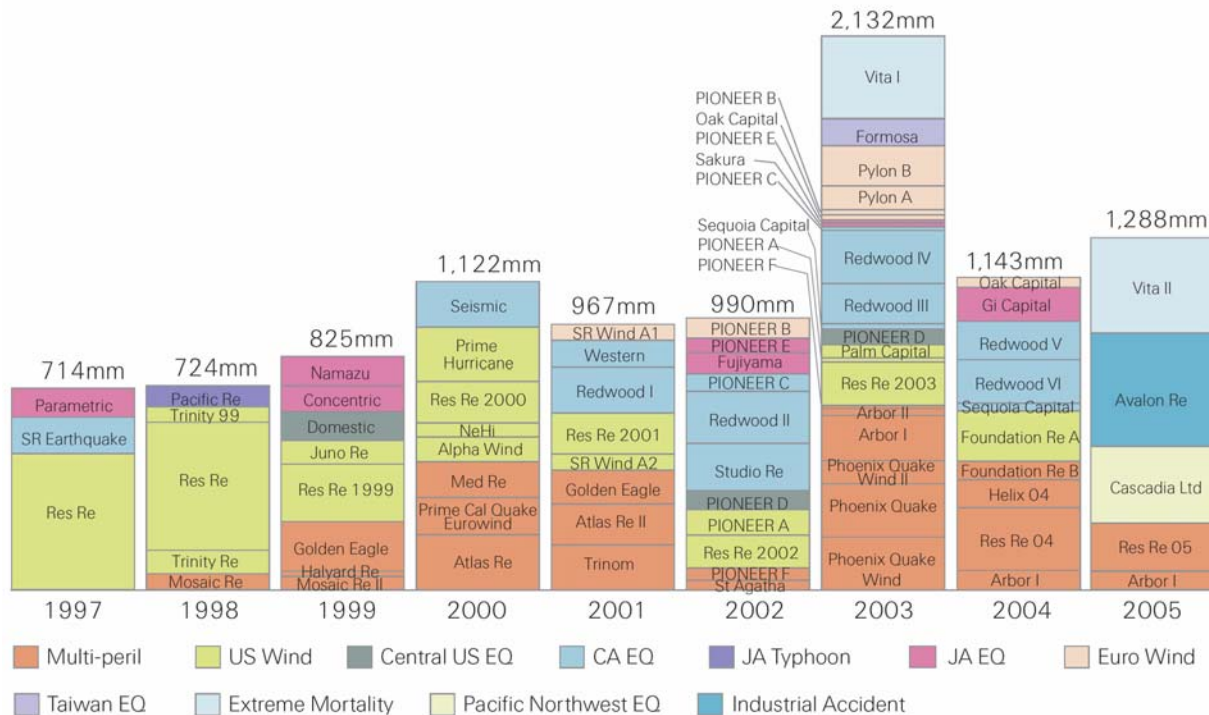


Abbildung 2: Emittierte Cat Bonds seit 1997, Quelle: Swiss Re (2005 b).²

Der Markt für Katastrophenanleihen erlebt seitdem eine rasante Entwicklung. So wurden im Jahr 2000 beispielsweise bereits 8 Cat Bond-Emissionen mit einem Gesamtvolumen von ca. 1,1 Milliarden USD verzeichnet. Ein Vergleich der Abbildungen 1 und 2 zeigt, dass die Emission von Cat Bonds nach einem schadenreichen Jahr stark ansteigt. Dies ist auch logisch erklärbar, da die Rückversicherungskapazitäten nach großen Schadenereignissen erfahrungsgemäß knapp werden, so dass dann verstärkt nach Möglichkeiten des alternativen Risikotransfers wie Cat Bonds nachgefragt wird. Die Zahlen für das Jahr 2005 liegen noch nicht vor. Jedoch ist aufgrund der eingetretenen Häufung der Naturkatastrophenereignissen in den USA im Jahre 2005 davon auszugehen, dass die Emission von Cat Bonds in den Jahren 2006/2007

¹ Vgl. Swiss Re, 2003 a, S.31

² Die Angaben für das Jahr 2005 beziehen sich nur auf die erste Jahreshälfte.

stark expandieren wird. Insgesamt wurden von 1996 bis Mitte 2005 mehr als 60 Katastrophenanleihen mit einem Gesamtvolumen von ca. 7,5 Milliarden USD emittiert.

Betrachtet man alle Katastrophenanleihen, die sich zum Stichtag 30. Juni 2005 auf dem Markt befanden, so haben diese ein Gesamtvolumen von rund 5,1 Milliarden USD (vgl. Abbildung 3). Zudem wird hieraus deutlich, dass die Katastrophenanleihen derzeit vor allem zur Absicherung gegen Stürme in Europa und den USA, sowie zur Absicherung gegen Erdbeben in Japan, Kalifornien oder den gesamten Vereinigten Staaten von Amerika eingesetzt werden. Darüber hinaus werden Katastrophenanleihen zunehmend auch zur Absicherung gegen extreme Sterblichkeit eingesetzt (vgl. Abbildung 2).

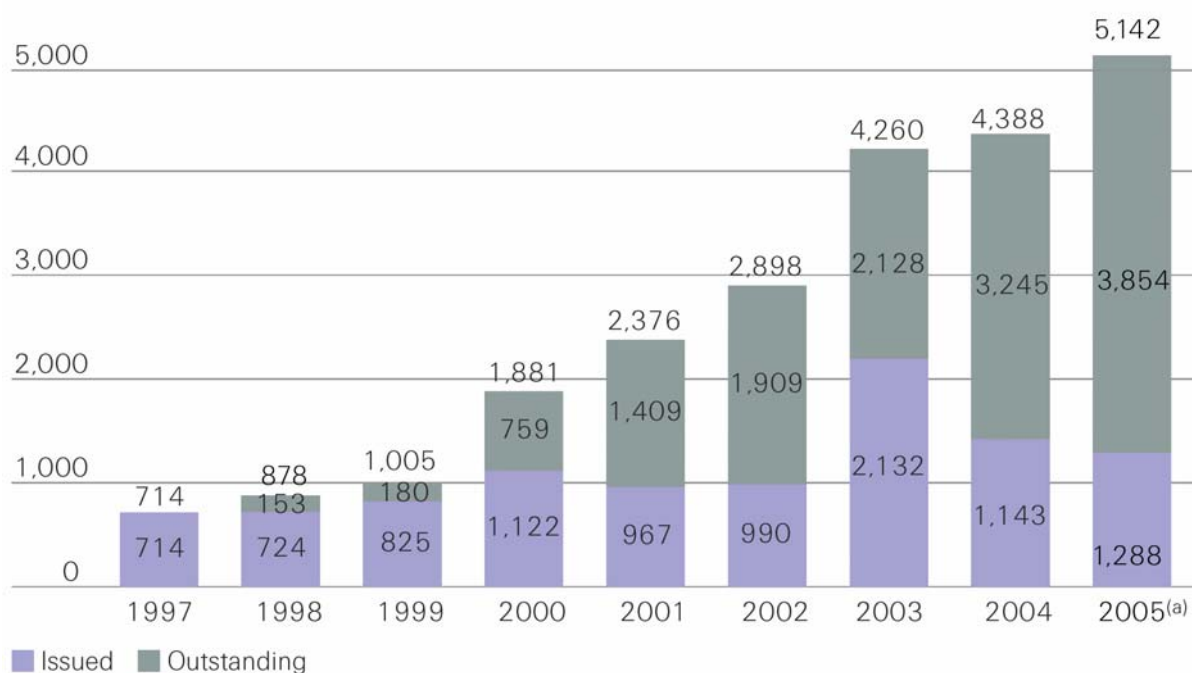


Abbildung 3: Ausstehende Cat Bonds zum 30.06.2005, Quelle: Swiss Re (2005 b).

In dem vorliegenden Aufsatz werden zunächst die möglichen Emittenten und deren Gründe für eine Cat Bond-Emission vorgestellt. Dabei werden sowohl die einzelnen Aspekte für eine Emission von Katastrophenanleihen durch ein Versicherungsunternehmen diskutiert, als auch der Einsatz von Cat Bonds außerhalb der Versicherungsbranche. Anschließend werden die möglichen Emissionswege detailliert vorgestellt, wobei zunächst auf die Direktemission und danach auf die Emission mittels einer Zweckgesellschaft, dem sog. „Special Purpose Vehicle“ eingegangen wird. Unser Hauptaugenmerk konzentriert sich dabei auf die gesellschaftsrechtlichen Anforderungen, die bei den unterschiedlichen Emissionswegen zu beachten sind.

2. Gründe für den Einsatz von Cat Bonds

2.1. Erweiterung der Zeichnungskapazität

Cat Bonds werden in erster Linie durch Erst- und Rückversicherungsunternehmen zur Ergänzung oder als Substitut zur klassischen Rückversicherung resp. Retrozession eingesetzt. Hierbei eignen sich Cat Bonds insbesondere zur Absicherung gegen Naturkatastrophenrisiken bzw. Großschadenereignisse.³ Diese Tatsache liegt beispielsweise darin begründet, dass einerseits die hieraus resultierenden Schäden oft extreme Ausmaße annehmen und andererseits der Transfer von Versicherungsrisiken auf den Kapitalmarkt eine enorme zusätzliche Kapazität darstellt.

Erfahrungsgemäß werden Rückversicherungskapazitäten nach Jahren extremer Häufung von Großschadenereignissen knapp. Durch den Einsatz von Cat Bonds werden einerseits eventuell auftretende Kapazitätsengpässe auf den Rückversicherungsmärkten reduziert bzw. vermieden, und andererseits werden die Grenzen der Versicherbarkeit signifikant erweitert.⁴ Die Emission von Cat Bonds durch ein Erst- oder Rückversicherungsunternehmen führt folglich zu einem erweiterten Anwendungsbereich von Risikomanagementlösungen.

2.2. Vermeidung des Kreditrisikos

Unter dem sog. Kreditrisiko bzw. Ausfallrisiko versteht man das Risiko, dass das (Versicherungs-)Unternehmen, welches das jeweilige Versicherungsrisiko absichert, aufgrund mangelnder Zahlungsfähigkeit seinen vertraglich vereinbarten Verpflichtungen im Schadenfall nicht mehr nachkommen kann, und der Versicherungsschutz somit ausfällt. Dieses Risiko wird durch den Einsatz von Cat Bonds vermieden, da hier das im Katastrophenfall benötigte Kapital ex ante bereitgestellt wird und somit bei Eintritt des Versicherungsereignisses in jedem Fall zur Kompensation der entstandenen Schäden zur Verfügung steht.⁵

Insbesondere im Management von Katastrophenrisiken ist dieser Aspekt von großer Bedeutung, da diese Großschadenereignisse Ausmaße an Versicherungsleistungen verursachen können, die manche Versicherer zum Konkurs führen. Betrachtet man beispielsweise die Zunahme der Insolvenzen in der Versicherungswirtschaft Anfang der 1990er Jahre und die Bonitätsherabstufungen durch die Ratingagenturen in den vergangenen Jahren, so wird deutlich

³ Vgl. Munich Re, 2001, S.12

⁴ Vgl. Swiss Re, 2003 b, S.14-15

⁵ Vgl. Richter A., 2001, S.3

wie sehr Katastrophenrisiken die Kapitalkraft der Versicherungsunternehmen schwächen können.

2.3. Positiver Einfluss auf die Soll-Solvabilität

Ein weiterer interessanter Aspekt bzgl. der Emission von Cat Bonds durch Versicherungsunternehmen ist, dass sich Cat Bonds positiv auf die Soll-Solvabilität⁶ auswirken. Zunächst sind Cat Bonds risikobezogen und fallen somit nicht direkt in die Definition von Eigenmitteln. Nach § 53c VAG sind allerdings Verträge, die zu einem dauerhaften Kapitalzufluss führen, zu den Eigenmitteln zu zählen. Entscheidend bei dieser Betrachtung ist, dass Cat Bonds bereits zu Beginn der Laufzeit zu einem Kapitalzufluss führen. Aufgrund dessen entsprechen sie nicht der klassischen Konzeption von Rückversicherungsverträgen.

Bezogen auf den § 53c VAG, der die Unternehmenssicherheit garantieren soll, ist dieser vorzeitige Kapitalzufluss positiv zu bewerten. Durch den vorzeitigen Mittelzufluss beim Einsatz von Cat Bonds kann nämlich insbesondere das Insolvenzrisiko bei Rückversicherungsverträgen ausgeschlossen werden. Der Versicherer kann somit durch die Emission von Cat Bonds ex ante sicherstellen, dass er die gewünschte Absicherung des jeweiligen Versicherungsrisikos auch erhält. Dies hat wiederum zur Folge, dass zur Abdeckung eines bestimmten Versicherungsrisikos hierbei weniger Eigenmittel erforderlich sind. Dabei ist allerdings zu beachten, dass sich der Umfang der erforderlichen Eigenmittel nach § 53c VAG um maximal 50% reduzieren kann.⁷ Somit kann festgehalten werden, dass ein Versicherungsunternehmen durch die Emission von Cat Bonds eine Verringerung der Soll-Solvabilitätsspanne erreichen kann.

2.4. Attraktives Instrument im Risikomanagement

Neben den Erst- und Rückversicherungsunternehmen als klassische Emittenten treten auch Unternehmen außerhalb der Versicherungsbranche als Emittenten von Cat Bonds auf. Außerhalb der Versicherungsbranche ist diese Form des Risikotransfers zwar nicht sehr verbreitet, dennoch können Katastrophenanleihen für Unternehmen anderer Branchen ebenfalls ein attraktives Instrument im Risikomanagement darstellen. So brachte im Jahre 1997 das Disneyland Tokio beispielsweise eine Katastrophenanleihe zur Absicherung gegen Erdbebenrisiken auf den Markt.⁸

⁶ Vgl. Kellermann N., 2001, S.245: Um die fortlaufende Fähigkeit, sämtlichen Verpflichtungen aus Versicherungsverträgen nachkommen zu können, zu garantieren, sind die Versicherer gemäß § 53 c (1) VAG verpflichtet, Eigenmittel mindestens in Höhe einer definierten Solvabilitätsspanne vorzuhalten.

⁷ Vgl. hierzu auch König M., 1997, S.14

⁸ Vgl. Nell M, Richter A., 12/2004, S.6

Einer der Hauptgründe dafür, weshalb es bisher kaum Cat Bond-Emissionen außerhalb des Versicherungssektors gibt, ist sicherlich, dass diese Form des Risikotransfers großes Know-how im Risikomanagement voraussetzt. Da Unternehmen aus anderen Branchen mit derartigen Transaktionen allerdings meist nur wenig vertraut sind, ist diese Form des Risikotransfers in den meisten Fällen nur mit einem enormen Aufwand realisierbar. Folglich bringt der Risikotransfer über die Emission von Cat Bonds für Unternehmen außerhalb der Versicherungsbranche in der Regel noch mehr Kosten mit sich, als er ohnehin schon für Versicherungsunternehmen verursacht.

3. Mögliche Emissionswege von Cat Bonds

Die Emission von Cat Bonds kann zunächst direkt durch einen Erst- bzw. einen Rückversicherer erfolgen („Direkt-Emission“). Alternativ können Cat Bonds aber auch durch eine Zweckgesellschaft, dem sog. „Special Purpose Vehicle“ emittiert werden. Diese beiden möglichen Emissionswege sowie ihre Vor- und Nachteile sollen in den folgenden beiden Abschnitten erörtert werden.

3.1. Direkt-Emission eines Cat Bonds

Bei der sog. „Direkt-Emission“ eines Cat Bonds tritt der Erst- bzw. Rückversicherer selbst als Emittent der Cat Bonds auf. Damit ein Versicherungsunternehmen derartige Anleihen ausgeben darf, müssen jedoch einige Voraussetzungen vor dem Hintergrund der verschiedenen Rechtsformen beachtet werden.

Nach § 7 (1) VAG ist das Betreiben des Erstversicherungsgeschäftes nur in der Rechtsform der Aktiengesellschaft (AG), des Versicherungsvereins auf Gegenseitigkeit (VVaG) sowie der öffentlich-rechtlichen Körperschaft oder Anstalt erlaubt. Bei reinen Rückversicherungsgesellschaften gilt diese Vorschrift nicht. D.h. reine Rückversicherungsgesellschaften können im Prinzip in jeder Rechtsform auftreten, also auch als Personengesellschaft oder Genossenschaft. Da Rückversicherungen jedoch überwiegend als Aktiengesellschaft auftreten, wird im Folgenden der Fokus auf Versicherungsunternehmen in der Rechtsform der AG gelegt.

Ein entscheidender Aspekt für die Emission von Cat Bonds ist, welcher wertpapierrechtlichen Gattung sie zuzuordnen sind. Will eine Aktiengesellschaft beispielsweise als Emittent von

Genussscheinen⁹, Gewinnschuldverschreibungen¹⁰ oder Wandelschuldverschreibungen¹¹ auftreten, so müssen nach § 221 AktG bestimmte Voraussetzungen erfüllt sein. Hierzu gehören insbesondere ein Beschluss der Hauptversammlung mit einer drei Viertel Mehrheit und die Einräumung von Bezugsrechten an die Aktionäre des Unternehmens. Bei der Emission von reinen Gläubigerpapieren müssen die Aktionäre hingegen nicht miteinbezogen werden. Hier genügt bereits ein Beschluss des Vorstandes.¹² Aus diesem Grund ist hierbei zunächst insbesondere zu prüfen, ob es sich bei Cat Bonds um reine Schuldverschreibungen oder um Gewinnschuldverschreibungen handelt, oder ob es sich dabei um Genussscheine handelt, welche eine Stellung zwischen Aktien und Anleihen einnehmen.

Um die wertpapierrechtliche Gattung von Cat Bonds zu erörtern, ist es sinnvoll Cat Bonds mit bedingter Zinszahlung und Cat Bonds mit bedingter Rückzahlung zunächst getrennt zu untersuchen.

- **Cat Bonds mit bedingter Zinszahlung**

Betrachtet man zunächst nur Cat Bonds mit einer katastrophenabhängigen Verzinsung, welche in der Literatur unter Coupon-at-Risk-Bonds geführt werden, so entsprechen diese nach *König* der Legaldefinition von Inhaberschuldverschreibungen.¹³ Die sog. Legaldefinition von Inhaberschuldverschreibungen findet sich in § 793 (1) BGB und lautet: „Hat jemand eine Urkunde ausgestellt, in der er dem Inhaber der Urkunde eine Leistung verspricht (Schuldverschreibung auf den Inhaber), so kann der Inhaber von ihm die Leistung nach Maßgabe des Versprechens verlangen, es sei denn, dass er zur Verfügung über die Leistung nicht berechtigt ist.“ Diese Einordnung der Coupon-at-Risk-Bonds liegt darin begründet, dass auch sie eine Verpflichtung des Emittenten darstellen. Die Verpflichtung besteht bei dieser Gestaltungsform von Cat Bonds darin, dass ex ante festgelegte Zinszahlungen an den Inhaber der Urkunde zu erbringen sind. Die Tatsache, dass die Leistungen in Abhängigkeit von einem vertraglich festgehaltenen Versicherungsereignis erfolgen, ändert dabei nichts an der grundsätzlichen Leistungsverpflichtung.

⁹ Bei Genussscheinen handelt es sich um eine Kategorie von Wertpapieren, die zwar bestimmte Vermögensrechte, aber keine Mitgliedschaftsrechte verbriefen. Vgl. Wöhe G., 2000, S.717.

¹⁰ Die Gewinnschuldverschreibungen stellen eine Sonderform der Schuldverschreibungen dar. Das Aktiengesetz bezeichnet sie als Schuldverschreibungen, „bei denen die Rechte der Gläubiger mit Gewinnanteilen von Aktionären in Verbindung gebracht werden“ (§ 221 (1) AktG). Vgl. Wöhe G., 2000, S.715.

¹¹ Wandelschuldverschreibungen enthalten das Recht, nach einer bestimmten Sperrfrist in Aktien umgetauscht zu werden. Damit bietet man gegenüber den normalen Obligationen einen gewissen Anreiz durch die Möglichkeit, das Gläubigerverhältnis in ein Beteiligungsverhältnis umzuwandeln. Vgl. Wöhe G., 2000, S. 713.

¹² Vgl. Kellermann N., 2001, S.132-133

¹³ Vgl. König M., 1997, S.6

Auch wenn Coupon-at-Risk-Bonds den Anforderungen des § 793 (1) BGB genügen, so stellt sich dennoch die Frage, ob es sich dabei lediglich um gewöhnliche Schuldverschreibungen oder um Gewinnschuldverschreibungen handelt. Die Definition für Gewinnschuldverschreibungen findet sich dabei in § 221 (1) AktG; demnach handelt es sich um eine Gewinnschuldverschreibung, wenn „die Rechte der Gläubiger mit Gewinnanteilen von Aktionären in Verbindung gebracht werden“. Ausgehend von dieser Definition kommt *König* dabei zunächst zu dem Ergebnis, dass bei einer Anleihe mit einer katastrophabhängigen Verzinsung regelmäßig eine Anknüpfung an den Gewinn im Sinne des § 221 (1) AktG gegeben ist. Auf diesem Resultat basierend kann dann letztendlich die Schlussfolgerung gezogen werden, dass es sich bei Coupon-at-Risk-Bonds mit einer katastrophabhängigen Verzinsung regelmäßig um Gewinnschuldverschreibungen bzw. obligationsähnliche Genussrechte handelt.¹⁴

Insgesamt ist somit festzuhalten, dass für Cat Bonds mit katastrophabhängiger Verzinsung, welche von einem Versicherungsunternehmen in der Form der Aktiengesellschaft emittiert werden sollen, die Voraussetzungen des § 221 AktG zu erfüllen sind. Dies hat zur Folge, dass eine Emission von Coupon-at-Risk-Bonds durch einen Versicherer in der Form der Aktiengesellschaft nur mit einem Beschluss der Hauptversammlung mit mindestens drei Viertel Mehrheit realisierbar ist. Darüber hinaus müssen den Aktionären der Gesellschaft Bezugsrechte gewährt werden.

Bei einem Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit ist die direkte Emission von Coupon-at-Risk-Bonds mit katastrophabhängiger Zinszahlung gemäß § 36 VAG ebenfalls nur mit einer drei Viertel Mehrheit der obersten Vertretung möglich. Eine Gewährung von Bezugsrechten für die Mitglieder ist hierbei jedoch gesetzlich nicht erforderlich.¹⁵

- **Cat Bonds mit bedingter Rückzahlung**

Bei Cat Bonds mit einer bedingten Rückzahlung, die in der versicherungswissenschaftlichen Literatur meist unter Principal-at-Risk-Bonds geführt werden, kann bei Eintritt des ex ante spezifizierten Versicherungsereignisses der Anspruch auf Rückzahlung des Nominalbetrages ganz oder teilweise entfallen. Diese Gestaltungsform von Cat Bonds erinnert zunächst an das Genussrecht. Allerdings unterliegen die Genussrechte aufgrund der mangelnden begrifflichen und inhaltlichen gesetzlichen Definition einem großen Gestaltungsspielraum, so dass sie je nach Ausgestaltung mehr Eigenkapital- oder Fremdkapitalcharakter besitzen können.

¹⁴ Vgl. König M., 1997, S.6-11

¹⁵ Vgl. Kellermann N., 2001, S. 138

Aufgrund der Tatsache, dass bei den Genussrechten das Recht auf Rückzahlung an den Gewinn resp. Verlust gekoppelt sein kann, findet jedoch eine sinngemäße Anwendung des § 221 (1) AktG auf die Emission von Genussrechten durch Aktiengesellschaften statt. Die Verknüpfung des Rechtes auf Rückzahlung mit dem Gewinn resp. Verlust des Unternehmens liegt hierbei darin begründet, dass der Gläubigeranspruch auf Rückzahlung in den meisten Fällen über den gewählten Trigger des Cat Bonds von dem Gewinn des Unternehmens abhängt.

Als Konsequenz aus dieser Abhängigkeit müssen für eine Emission von Cat Bonds mit bedingtem Rückzahlungsanspruch durch ein Versicherungsunternehmen in der Form der Aktiengesellschaft die Voraussetzungen des § 221 (1) AktG erfüllt sein. Dies impliziert, dass eine Emission von Principal-at-Risk-Bonds durch ein Versicherungsunternehmen in der Form der Aktiengesellschaft nur mit einem Beschluss der Hauptversammlung mit mindestens drei Viertel Mehrheit möglich ist. Bei den Versicherungsvereinen auf Gegenseitigkeit regelt auch bei dieser Gestaltungsform von Cat Bonds § 36 VAG, dass Genussrechte nur mit einem Beschluss der obersten Vertretung und einer Zustimmung mit drei Viertel Mehrheit emittiert werden dürfen.

Ein weiterer bei der Direkt-Emission von Cat Bonds zu beachtender Aspekt ist, dass Versicherungsunternehmen nach § 7 (2) VAG „neben Versicherungsgeschäften nur solche Geschäfte betreiben dürfen, die hiermit in unmittelbarem Zusammenhang stehen“. Für reine Rückversicherungsunternehmen, die nicht die Rechtsform eines Versicherungsvereins auf Gegenseitigkeit haben, gilt diese Vorschrift jedoch nicht. Die Frage, ob derartige Anleihen für Versicherungsunternehmen, die auch das Erstversicherungsgeschäft betreiben, als versicherungsfremde Geschäfte einzuordnen sind, wurde allerdings bisher noch nicht abschließend geklärt. Aus diesem Grunde könnte es vorteilhaft sein, bei der Emission von Cat Bonds den indirekten Emissionsweg über eine Zweckgesellschaft zu wählen.

3.2. Emission von Cat Bonds über ein Special Purpose Vehicle

Neben der Direkt-Emission von Cat Bonds durch das transferierende Unternehmen existiert, wie bereits erwähnt, die Möglichkeit ein Special Purpose Vehicle (SPV) als Zweckgesellschaft zwischen zu schalten.¹⁶ Dabei ist das sog. „Special Purpose Vehicle“ ein Unternehmen, das in der Regel allein für die Abwicklung des Risikotransfers resp. der damit verbundenen Transaktionen von dem transferierenden Unternehmen gegründet wird.¹⁷

¹⁶ Vgl. Canabarro E., Finkenmeier M., Anderson R.R., Bendimerad F., 2000, S.2

¹⁷ Vgl. Nell M., Richter A., 12/2004, S.5; Kellermann N., 2001, S.140

Bei der Emission von Cat Bonds via Special Purpose Vehicle schließt einerseits das transferierende Unternehmen mit dem SPV einen Rückversicherungsvertrag über das abzusichernde Versicherungsrisiko ab. Auf der anderen Seite emittiert nun das SPV Cat Bonds, für die die Investoren eine Kapitaleinlage leisten. Dieses eingesetzte Kapital der Investoren wird nun von der Zweckgesellschaft in risikolose Anlagen wie z.B. Staatsanleihen investiert, für die das SPV entsprechende Couponzahlungen erhält. Gleichzeitig erhält das SPV für den zu leistenden Rückversicherungsschutz von dem transferierenden Unternehmen eine Rückversicherungsprämie. Mit Hilfe der Couponzahlungen aus den sicheren Anlagen und der erhaltenen Rückversicherungsprämie ist das SPV nun in der Lage die Zinsansprüche der Cat Bond-Investoren zu leisten (vgl. Abbildung 4).

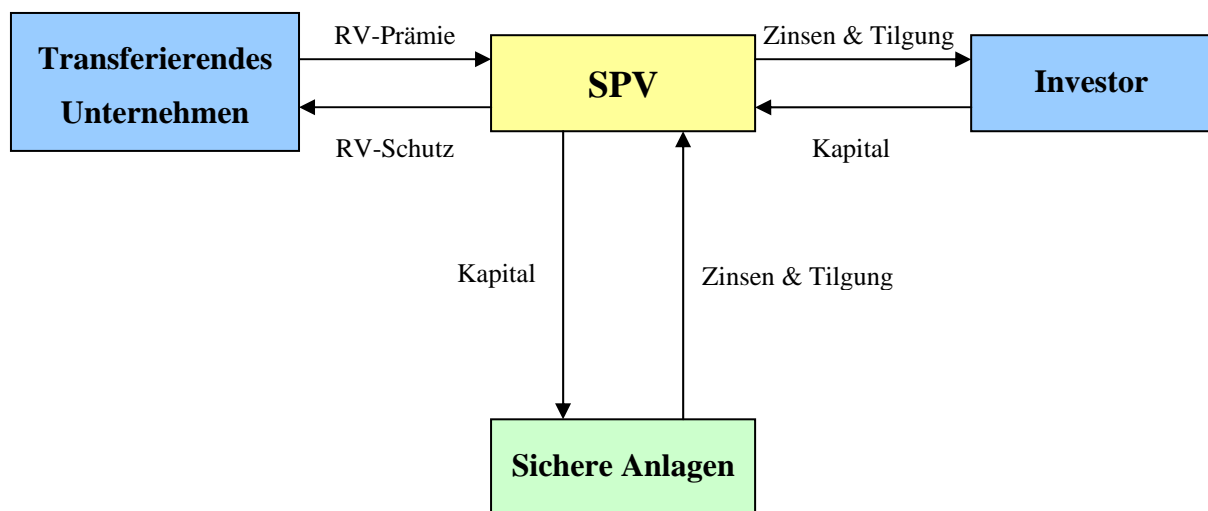


Abbildung 4: Cat Bond-Transaktion über ein SPV, (Quelle: Canabarro E., Finkenmeier M., Anderson R.R., Bendimerad F., 2000)

Tritt nun das für die Cat Bonds ex ante spezifizierte Katastrophenereignis innerhalb der vereinbarten Laufzeit nicht ein, so zahlt das SPV während der gesamten Laufzeit des Cat Bonds die Couponzahlungen und am Ende der Laufzeit das investierte Kapital komplett an die Investoren zurück. Kommt es hingegen innerhalb der Laufzeit in der vereinbarten Region zu dem ex ante festgelegten Katastrophenereignis, so leistet das SPV einerseits die vertraglich geregelten Entschädigungszahlungen an das transferierende Unternehmen. Auf der anderen Seite erhält der Investor je nach Gestaltungsform des Cat Bonds nur noch reduzierte Couponzahlungen resp. für die restliche Laufzeit keine Zinszahlungen mehr, oder der Investor erhält am

Ende der Laufzeit sein investiertes Kapital nicht mehr vollständig zurück. Dieser Weg der indirekten Emission wurde in den vergangenen Jahren bei nahezu allen Cat Bond-Transaktionen gewählt.

Ein wesentlicher Vorteil der indirekten Emission von Cat Bonds über ein Special Purpose Vehicle ist, dass zwischen dem risikotransferierenden Unternehmen und dem SPV ein Rückversicherungsvertrag abgeschlossen wird und somit die aufsichts-, handels- und steuerrechtliche Behandlung geregelt ist. Dies bedeutet, dass bei diesem Weg der Emission von Cat Bonds das transferierende Unternehmen insbesondere nicht den Anforderungen unterliegt, die an eine Emission von Cat Bonds gestellt werden. Ein Nachteil dieser Form der Emission ist, dass zunächst ein solches Special Purpose Vehicle als Tochtergesellschaft gegründet werden muss. Insofern stellt sich nun noch die Frage, welche gesetzlichen Anforderungen hierfür zu erfüllen sind.

Nach § 119 AktG ist bei der Gründung von Tochtergesellschaften sowie deren Ausstattung mit dem notwendigen Kapital grundsätzlich kein Hauptversammlungsbeschluss erforderlich. Bei Unternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft fällt somit die Gründung von Tochtergesellschaften in die Geschäftstätigkeit des Vorstandes. Eine Genehmigungspflicht durch die Hauptversammlung ist bei der Gründung von Tochtergesellschaften allerdings laut Bundesgerichtshof erforderlich, wenn ein wertvoller Betriebszweig im Kern der Unternehmenstätigkeit ausgegliedert wird und dadurch die Unternehmensstruktur wesentlich geändert wird. Da ein SPV jedoch lediglich für den Zweck des Rückversicherungsschutzes gegründet wird und dabei auch keine wesentlichen Vermögensgegenstände übertragen werden, sind die Voraussetzungen für diese Ausnahmeregelung nicht erfüllt. Somit kann insgesamt festgehalten werden, dass die Gründung eines SPV gesellschaftsrechtlich unkompliziert durchführbar ist. Aufgrund der Tatsache, dass ein SPV mit dem transferierenden Unternehmen einen Rückversicherungsvertrag abschließt, der durch die Emission von Cat Bonds gedeckt wird, werden SPVs in der Literatur auch unter „Special Purpose Reinsurer“ geführt.¹⁸

¹⁸ Vgl. Froot K.A., 1998, S.20

Literaturverzeichnis

- Canabarro E., Finkenmeier M., Anderson R.R., Bendimerat F.(2000): Analyzing Insurance-Linked Securities, in: The Journal of Risk Finance, Winter 2000.
- Froot K.A. (1998): The Evolving Market for Catastrophic Event Risk, Special Report August 1998, Marsh & McLennan Securities, www.guycarp.com.
- Kellermann N. (2001): Risikotransfer bei Versicherungsunternehmen mit Konzepten der Rückversicherung und des Alternativen Risikotransfers. Cuvillier Verlag, Göttingen, 2001.
- König M. (1997): Der Anleger als „Rückversicherer“ - Alternativer Risikotransfer mittels „Katastrophen-Anleihen“ nach deutschem Recht. Universität Osnabrück, Working Paper, 1997.
- Munich Re (2001): Munich Re ART Solutions, Risikotransfer in den Kapitalmarkt. Munich Re (Hrsg.), Münchener-Rück-Publikationen zu ART, 2001.
- Nell M., Richter A. (2004): Catastrophic Events as Threats to Society: Private and Public Risk Management Strategies. Hamburg University, Working Papers on Risk and Insurance, No. 12, 2004.
- Richter A. (2001): Moderne Finanzinstrumente im Rahmen des Katastrophen-Risk-Managements - Basisrisiko versus Ausfallrisiko. Hamburg University, Working Papers on Risk and Insurance, No. 3, 2001.
- Swiss Re (2003 a): Insurance-linked securities. Swiss Re (Hrsg.), 2003.
- Swiss Re (2003 b): The picture of ART. Swiss Re (Hrsg.), Sigma Nr. 1, 2003.
- Swiss Re (2005 a): Natural catastrophes and man-made disaster in 2004: more than 300 000 fatalities, record insured losses. Swiss Re (Hrsg.), 2005.
- Swiss Re (2005 b): Insurance-linked securities Quarterly 7/2005. Swiss Re (Hrsg.), 2005.
- Wöhe G. (2000): Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre. Verlag Franz Vahlen, München, 2000.