



**Insurance-Linked
Securities: Ein Leit-
faden zu ILS und Cat
Bonds mit Fokus auf
Deutschland**

Executive Summary – DE:

Faktoren wie der Klimawandel, regulatorische Anforderungen und die Inflation der vergangenen Jahre sorgen dafür, dass der Kapitalbedarf des Versicherungssektors steigt. Ein Transfer von Schadensrisiken auf den Kapitalmarkt mittels Versicherungsverbriefungen (Insurance-linked securities - ILS), insbesondere ihre bekannteste und liquideste Form, Katastrophenanleihen (Cat Bonds) kann dazu beitragen große und häufigere Schadensereignisse weiterhin abzusichern und leistet somit einen **Beitrag zur volkswirtschaftlichen Stabilität**. ILS und Cat Bonds fungieren dabei als **ergänzendes Instrument zur traditionellen Rückversicherung**.

Der Cat-Bond-Markt verzeichnete in den vergangenen beiden Jahrzehnten ein **stetiges Wachstum, was zunehmendes Interesse institutioneller Investoren** und die wachsende Nachfrage nach Lösungen für Risikotransfer widerspiegelt.

Trotz dessen stellen ILS und Cat Bonds noch immer **weniger bekannte alternative Subassetklassen** dar. Wir geben daher eine **theoretische Einführung** in ILS und konzentrieren uns dabei auf ihre häufigste Form Cat Bonds. Hierbei wird ein Überblick **zur historischen Entwicklung der Subassetklasse, theoretische Definitionen, rechtlicher Struktur und Ausgestaltung** gegeben.

Auf Grundlage von **Interviews mit 12 Branchenexperten**, ergänzenden Gesprächen mit Investoren und einer **Analyse von Marktdaten**, beleuchten wir das aktuelle Marktumfeld von Cat Bonds. Hierbei unterscheiden wir zwischen der **Nachfrageseite des Marktes aus Investorenperspektive und der Angebotsseite aus Emittentenperspektive**.

Nachfrageseite: Welche Treiber machen ILS-Investments attraktiv, welche Risiken bestehen, und welche Hemmnisse gibt es speziell in Deutschland?

Insurance-Linked Securities, insbesondere Cat Bonds, bieten durch ihre niedrige Korrelation mit traditionellen und anderen alternativen Assetklassen und die Generierung attraktiver alternativer Risikoprämien, eine wertvolle Diversifikationsmöglichkeit im institutionellen Portfolio. Ihre Attraktivität basiert auf ihrer wirtschaftlichen Erklärbarkeit, und geringer Korrelation mit klassischen Risikoprämien. Eine vergleichsweise hohe Sharpe Ratio lässt sich durch, im Vergleich zu anderen Assetklassen, unterschiedliche Werttreiber und Risikofaktoren, sowie einer hohen Resilienz in Finanzmarktkrisen begründen.

Eine **Analyse des Einflusses von Zins und Inflation** zeigt, dass Cat Bonds aufgrund ihrer weitgehenden Entkopplung vom Kapitalmarkt nur geringe Zinsrisiken aufweisen, jedoch aufgrund der hinterlegten Treuhandinvestitionen von steigenden Zinssätzen profitieren. Zudem führen höhere Versicherungsprämien, die durch Inflation und eine erhöhte Nachfrage nach Deckung getrieben werden, zu attraktiveren Renditen für Investoren. Inflation stellt jedoch auch eine Herausforderung dar, da Werte und Kapitalanforderungen steigen und steigende Kosten präzise in die Preisgestaltung einfließen müssen.

Cat Bonds tragen dazu bei, die **finanziellen Auswirkungen von Naturkatastrophen und des Klimawandels abzumildern**. Sie werden von Marktteilnehmern daher überwiegend als ESG-positive Anlagevehikel betrachtet und Cat Bonds Fonds zumeist unter Artikel 8 SFDR klassifiziert. Allerdings wirken sich dieselben klimabedingten Ereignisse, deren finanzielle Folgen Cat Bonds abfedern sollen, auch auf ihr Risiko-Ertrags-Profil aus, da versicherte Risiken wie Hurrikane und Stürme potenziell von den Auswirkungen des Klimawandels beeinflusst werden. Wir diskutieren daher die Frage wie sich der Klimawandel auf Cat Bonds auswirkt. Kurze Laufzeiten von Cat Bonds ermöglichen eine schnelle Anpassung an sich stetig verändernde Risiken, was die Folgen begrenzt. Regelmäßig aktualisierte Katastrophenmodelle helfen bei der Anpassung an diese Veränderungen und gewährleisten eine genaue Risikobewertung. Der Klimawandel wird teilweise als Risiko, teilweise jedoch auch als Chance für den ILS-Markt betrachtet, da die Nachfrage nach Rückversicherung steigt und die Branche in der Lage ist, sich anzupassen. Weiter begrenzt die Konzentration auf Großereignisse die Risikoexposition von Cat Bonds.

Während international die Verbreitung von Cat Bonds in den Portfolios von institutionellen Investoren zunimmt, berichten Marktteilnehmer, dass sie **in Deutschland** tendenziell **stagniert**. Verantwortlich hierfür sind **mangelnde regulatorische Klarheit** und Auslegungen des sogenannten **Spartentrennungsprinzips**, was Versicherer davon abhält in ILS zu investieren.

Zunehmende Standardisierung der Dokumentation und der Risikomodelle und eine **an die Marktbedingungen angepasste Auslegung des Investorenaufsichtsrechts** könnten die Investitionsbedingungen für ILS verbessern. Hiermit könnte ein Beitrag zur Steigerung der Resilienz des Versicherungsmarktes und zur Abfederung der Folgen des Klimawandels geleistet werden.

Angebotsseite: Welche Faktoren beeinflussen Cat Bond Emissionen und welche Risiken werden gehandelt?

Für Versicherer weist der Rückversicherungsmarkt aktuell, insbesondere in den USA, erschwerte Konditionen und begrenztes Angebot auf, was die Attraktivität von Risikotransfers über Cat Bonds steigert. In Europa erfolgen Emissionen weniger aus Notwendigkeit, sondern vielmehr um Cat Bonds, angesichts regulatorischer Entwicklungen und steigenden Klima- und Inflationsrisiken, als mögliche Alternative zu testen.

Der Cat Bond Markt ist stark auf sogenannte Peak Perils, sehr große Katastrophen wie Erdbeben und Hurrikane, und hauptsächlich auf Nordamerika konzentriert. Dies bringt die Vorteile guter Modellierbarkeit und attraktiver Bepreisung mit sich. Trotz dessen sind die gehandelten Risiken vielfältig, so dass aus Investorenperspektive Diversifikation möglich ist. Auch nahm die Varianz an Risikotypen und geographischen Standorten von Versicherungsrisiken in letzter Zeit weiter zu und europäische und deutsche Risiken werden zunehmend über Cat Bonds abgesichert.



Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|-----------|
| 1. Einführung | 5 |
| 2. Was sind ILS und Cat Bonds | 7 |
| 2.1 Wie funktionieren Versicherungs- und Rückversicherungsmärkte? | 7 |
| 2.2 Warum sind Cat Bond historisch entstanden? | 7 |
| 2.3 Definition von ILS und Cat Bonds | 8 |
| 2.4 Rechtliche Struktur von Cat Bonds | 9 |
| 2.5 Trigger | 11 |
| 2.6 Unterschiedliche Typen von ILS | 13 |
| 3. Marktumfeld für ILS und Cat Bonds: Die Nachfrageseite | 15 |
| 3.1 Treiber für die Investitionen von LPs in Cat Bonds | 15 |
| 3.2 Die Performance und die Rolle von ILS und Cat Bonds als Anlageklasse zur Diversifikation | 16 |
| 3.3 Rendite-Risiko-Profil einzelner ILS-Strategien | 21 |
| 3.4 Der Einfluss des makroökonomischen Umfelds auf ILS und Cat Bonds | 21 |
| 3.4.1 Welchen Einfluss hat das Zinsumfeld auf ILS und Cat Bonds? | 22 |
| 3.4.2 Welchen Einfluss hat Inflation auf ILS und Cat Bonds? | 23 |
| 3.5 ILS im Kontext von ESG und Klimawandel | 24 |
| 3.5.1 Welche Auswirkungen hat ESG auf ILS? | 24 |
| 3.5.2 Welche Auswirkungen hat der Klimawandel auf die ILS-Anlageklasse? | 24 |
| 3.6 Regulatorische Hürden für ILS in Deutschland | 25 |
| 4. Marktumfeld für ILS und Cat Bonds: Die Angebotsseite | 30 |
| 4.1 Cat Bond Emissionen | 30 |
| 4.2 Auf dem ILS-Markt gehandelte Risiken | 32 |
| 4.2.1 Arten von Katastrophenrisiken im ILS – Peak Perils vs. Secondary Perils | 33 |
| 4.2.2 Geografische Verteilung der im ILS- und Cat Bond-Markt enthaltenen Versicherungsrisiken | 34 |
| 5. Schlussfolgerungen | 36 |
| 6. Danksagungen | 37 |
| 7. Über uns | 38 |

1. Einführung

In den letzten Jahren erlebte auch die Bevölkerung in Deutschland vermehrt extreme Wetterereignisse. Die Katastrophe im Ahrtal im Sommer 2021 war hier nur die Spitze des Eisbergs. Auch im Jahr 2024 kam es zu zahlreichen Ereignissen, darunter die extremen Überschwemmungen in Süddeutschland im Juni.

Im Jahr 2023 verursachten Stürme, Hagel und Starkregen in Deutschland versicherte Schäden in Höhe von 5,7 Milliarden Euro – 1,7 Milliarden Euro mehr als im Vorjahr. Der bisherige Rekordschadenswert stammt aus dem Jahr 2021, dem Jahr der Katastrophe im Ahrtal, mit 13,9 Milliarden Euro.

Der Klimawandel ist ein wesentlicher Faktor für den steigenden Trend der Schadenssummen durch extreme Wetterereignisse. Allerdings spielen auch andere Faktoren eine Rolle, darunter höhere Werte versicherter Güter aufgrund der Inflation, zunehmende Zersiedelung, Flächenversiegelung und der damit verbundene Mangel an Hochwasserschutzmaßnahmen.¹

Deutschland bildet keine Ausnahme im globalen Trend zu immer größeren Schäden durch Naturkatastrophen und steigende Versicherungsansprüche. Im Jahr 2024 verursachten Naturkatastrophen weltweit Schäden in Höhe von 320 Milliarden Euro, von denen 140 Milliarden Euro versichert waren. 97 Prozent aller Schäden sind auf wetterbedingte Katastrophen zurückzuführen.



Damit war 2024 das Jahr mit den dritthöchsten Schadenssummen seit 1980 und lag, selbst inflationsbereinigt, deutlich über den Durchschnittswerten der letzten zehn Jahre. Der Großteil der Verluste, etwa 55 Prozent, entfiel auf sogenannte non-peak-Risiken, darunter Stürme, Waldbrände und Überschwemmungen.

Die Auswirkungen des Klimawandels sind hier deutlich erkennbar. So wurde im vergangenen Jahr ein neuer Temperaturrekord verzeichnet, mit Durchschnittstemperaturen von 1,6 Grad Celsius über dem vorindustriellen Niveau. Studien zeigen zudem, dass der Klimawandel auch zu einer höheren Intensität von sogenannten „Peak Perils“ wie den Hurrikans Helene und Milton führt.²

Die zunehmende Häufigkeit von Schadensereignissen brachte auch in Deutschland schon Forderungen nach einer Pflichtversicherung auf, um zu verhindern, dass die Allgemeinheit für versicherte Schäden aufkommen muss.

Steigende Schadenssummen stellen auch Versicherer vor wachsende Herausforderungen. Das Versicherungsprinzip basiert darauf, dass Versicherungsnehmer Prämien in eine Versicherungspolice einzahlen und im Schadensfall die Versicherung diese aus den geleisteten Zahlungen abdeckt. Diese sogenannten versicherungstechnischen Erträge (Underwriting-Einkommen) stellen neben den Kapitalerträgen eine der beiden Haupteinnahmequellen für Versicherungsunternehmen dar.³

Versicherungsunternehmen sichern sich wiederum durch Rückversicherungen gegen sehr große Versicherungsrisiken ab, die ihre Prämieinnahmen übersteigen. Der steigende Schadensdruck hat jedoch in den letzten Jahren zu einem massiven Anstieg der Kosten für Rückversicherungsverträge geführt, weit über die Inflationsrate hinaus. Laut der Beratungsfirma Guy Carpenter sind die Kosten für Rückversicherungsschutz in den USA seit 2017 um 116 Prozent gestiegen.

¹ Cf. [Handelsblatt 23.04.2024](#), [Handelsblatt 27.05.2024](#), [Handelsblatt 06.06.2024](#).

² [MunichRe 2025](#).

³ [BAI Insurance Companies 2024](#)

Versicherungsunternehmen unterliegen strengen Kapitalanforderungen für Schadensfälle gemäß der Solvency-Regulierung. Steigende Schadensvolumina können den Druck erhöhen, Risiken mit einer geringeren Verlustwahrscheinlichkeit an Rückversicherer weiterzugeben. Allerdings kann die Kombination aus zunehmenden Schadenssummen und höheren Rückversicherungskosten dazu führen, dass bestimmte Risiken wirtschaftlich nicht mehr tragbar versicherbar sind.⁴

Aufgrund dieser Faktoren werden zunehmend alternative Lösungen diskutiert, wie etwa die Übertragung von Versicherungsrisiken auf den Kapitalmarkt durch sogenannte „**Insurance-Linked Securities**“ (ILS, dt.: Versicherungsverbriefungen). Hierbei kommen „**Catastrophe Bonds**“ (Cat Bonds, dt.: Katastrophenanleihen) zum Einsatz, die von Kommunen, Organisationen wie der Weltbank, Versicherungsunternehmen und Rückversicherern ausgegeben werden. Institutionelle Investoren investieren in einen Cat Bond und erhalten eine attraktive Rendite. Im Schadensfall tragen sie die finanziellen Verluste.

Aufgrund der fehlenden Korrelation ihrer Renditen mit anderen Anlageklassen bieten Cat Bonds institutionellen Investoren eine wertvolle Möglichkeit zur Diversifikation. Dennoch bestehen insbesondere in Deutschland weiterhin erhebliche regulatorische Hürden und Unsicherheiten für Investitionen in diesen Bereich.

In dieser Publikation geben wir eine Einführung in ILS mit besonderem Fokus auf Cat Bonds.

Wir zeigen, wie Cat Bonds als Anlageklasse entstanden sind, und geben einen Überblick über die historische Entwicklung und Performance von ILS und Cat Bonds. Basierend auf den Einschätzungen von Branchenexperten analysieren wir das aktuelle Marktumfeld mit besonderem Schwerpunkt auf Deutschland.

Darüber hinaus erörtern wir spezifische regulatorische Hürden und Unsicherheiten im Zusammenhang mit Investitionen in ILS und Cat Bonds in Deutschland sowie das Marktumfeld für die Emission von Cat Bonds.



⁴ Cf. Handelsblatt 23.04.2024, Handelsblatt 27.05.2024, Handelsblatt 06.06.2024.

2. Was sind ILS und Cat Bonds

2.1 Wie funktionieren Versicherungs- und Rückversicherungsmärkte?

Um ILS und Cat Bonds theoretisch zu verstehen, müssen wir zunächst untersuchen, wie Versicherungs- und Rückversicherungsmärkte funktionieren. Daraus lässt sich die Rolle von Cat Bonds in diesen Märkten ableiten.

Versicherungsmärkte ermöglichen den Risikotransfer von Einzelpersonen, Unternehmen oder Institutionen auf spezialisierte Risikoträger. Dieser Prozess trägt zur wirtschaftlichen Stabilität bei, indem er die finanziellen Auswirkungen erheblicher Schadensereignisse abmildert. Im Kern umfasst der Mechanismus mindestens zwei Hauptakteure: Die Partei, die das Risiko überträgt, wird als „Zedent“ bezeichnet. Sie gibt ihre Risikobelastung an eine zahlungsbereite Gegenpartei weiter und entrichtet dafür eine Prämienzahlung.

Ein Erstversicherer, beispielsweise eine Sachversicherungsgesellschaft, deckt eine Vielzahl individueller Risiken, etwa Sturmschäden an Gebäuden. Solche Versicherer schätzen potenzielle Verluste anhand statistischer Methoden ab. Ihr Geschäftsmodell zielt darauf ab, mehr Prämien einzunehmen, als sie an Schadensersatz auszahlen, um Gewinne zu erwirtschaften. Dieses Modell funktioniert besonders gut für kleinere, gut verständliche und unkorrelierte Risiken, die eine angemessene Diversifikation innerhalb des Versicherungsportfolios ermöglichen.

Allerdings können großflächige Ereignisse, wie Naturkatastrophen, eine Vielzahl von Schadensmeldungen gleichzeitig auslösen und somit zu einem „Konzentrationsrisiko“ für Erstversicherer führen. Eine solche Häufung von Verlusten kann die Liquidität der Versicherer erheblich belasten und im Extremfall zu deren Insolvenz führen.

Um diesem Risiko zu begegnen, tritt der globale Rückversicherungsmarkt in Erscheinung. Rückversicherer sind große, spezialisierte Unternehmen mit der Fähigkeit, Risiken weltweit zu streuen. Durch Diversifikation über verschiedene Regionen und Risikotypen hinweg können sie lokale Katastrophenereignisse abfedern und zur Stabilität des gesamten Versicherungssystems beitragen.⁵

Allerdings können auch sehr große Schadensereignisse, wie Naturkatastrophen in Form von Hurrikanen, das verfügbare Rückversicherungskapital begrenzen oder es zu teuer machen.

2.2 Warum sind Cat Bond historisch entstanden?

An dieser Stelle hilft ein Exkurs in die Geschichte des Cat-Bond-Marktes, um zu verstehen, wie große Naturkatastrophen zur Entstehung dieser (Sub-)Anlageklasse führten und warum sich der Cat-Bond-Markt in den USA heute auf sehr große Risiken, die sogenannten „Peak Perils“, konzentriert.

Ein entscheidender Wendepunkt für die Entstehung von Cat Bonds war der Hurrikan Andrew im Jahr 1992. Dieses katastrophale Ereignis traf Florida und die Golfküste und war der bis dahin teuerste Hurrikan in der Geschichte der USA, mit Schäden in Höhe von 27 Milliarden US-Dollar. Die enormen Herausforderungen für die Sach- und Unfallversicherungsbranche in den frühen 1990er Jahren führten zur Insolvenz von acht Versicherungsunternehmen und brachten viele weitere an den Rand der Zahlungsunfähigkeit.

Die durch Hurrikan Andrew verursachte finanzielle Belastung zwang Versicherer dazu, ihre Risikopositionen neu zu bewerten, insbesondere in Küstenregionen, in denen die Gefahr erheblicher Verluste durch Peak Perils zunehmend offensichtlich wurde.

⁵ Steiger, Florian (2022, p.27), *Versicherungen für den Klimawandel – Investieren in Katastrophenanleihen*.

Peak Perils

„Peak Perils“ sind katastrophale Ereignisse, die aufgrund ihres hohen Schadenpotenzials ein außergewöhnlich hohes finanzielles Risiko darstellen. Dazu gehören unter anderem schwere Hurrikane, Erdbeben und andere großflächige Naturkatastrophen. Diese Ereignisse gelten als „Peak“, da sie die größten und am stärksten konzentrierten Risiken in den Portfolios von Versicherern und Rückversicherern darstellen.

Wenn Peak Perils eintreten, können sie einzelne Marktteilnehmer, wie Versicherungsunternehmen oder Rückversicherer, erheblich belasten. Da solche Ereignisse eine hohe Anzahl von Schadensmeldungen nach sich ziehen, können sie die Reserven und eines Unternehmens übersteigen und die Risikomanagementstrategien an ihre Grenzen bringen. Besonders betroffen sind Versicherer, die eine hohe Exponierung in bestimmten geografischen Regionen oder für spezifische Risiken aufweisen.

Die BaFin informierte über „Risiken im Fokus 2025“, in dem explizit physische Risiken und deren mögliche Folgen für Banken und Versicherungen im Bereich der Nachhaltigkeit dargestellt wurden.⁶

Wenn ein Versicherungsunternehmen beispielsweise viele Policen in einer hurrikangefährdeten Region gezeichnet hat, kann ein schwerer Hurrikan zu einer Flut von Schadensforderungen führen, wodurch die Reserven des Unternehmens erschöpft werden. Dies kann erhebliche finanzielle Verluste oder sogar Insolvenzen zur Folge haben. Das Risiko verstärkt sich zusätzlich, wenn mehrere Unternehmen in gleichem Maße einem bestimmten Peak Peril ausgesetzt sind, wie es 1992 bei Hurrikan Andrew der Fall war.

Nach Hurrikan Andrew erhöhten Versicherer die Prämien für Hausratversicherungen in risikoreichen Küstenregionen, um künftige Katastrophenfälle zu berücksichtigen. Gleichzeitig wuchs jedoch auch der Bedarf an zusätzlicher Versicherungskapazität, was Versicherer dazu veranlasste, alternative Möglichkeiten zur Risiko- steuerung zu erforschen. Hier entstand das Konzept der Cat Bonds.

Cat Bonds boten eine innovative Lösung, indem sie es Versicherern ermöglichten, einen Teil ihres Katastrophenrisikos an Investoren zu übertragen. Cat Bonds funktionieren so, dass Versicherer oder Rückversicherer Anleihen an Investoren ausgeben, die im Gegenzug regelmäßige Zinszahlungen erhalten. Diese Anleihen sind an Naturkatastrophen wie Hurrikane oder Erdbeben gekoppelt. Falls das festgelegte Ereignis eintritt und erhebliche Schäden verursacht, wird das Kapital der Anleihe zur Deckung der Versicherungsansprüche verwendet, wodurch das Risiko vom Versicherer auf die Investoren übergeht. Falls kein Schadensereignis eintritt, erhalten die Investoren ihr Kapital am Ende der Laufzeit vollständig zurück.

Die ersten Cat Bonds wurden 1997 emittiert und schufen für Versicherer einen neuen Mechanismus, um Kapital aus den breiteren Finanzmärkten zu beschaffen. Seit ihrer Einführung hat sich der Markt für Cat Bonds erheblich weiterentwickelt.⁷

2.3 Definition von ILS und Cat Bonds

Die Übertragung von Rückversicherungsrisiken auf den Kapitalmarkt erfolgt durch das sogenannte alternative Rückversicherungskapital, das vom globalen Kapitalmarkt bereitgestellt wird. Dieses Kapital wird über Anlagevehikel zur Verfügung gestellt, deren Rentabilität von der Nicht-Eintrittswahrscheinlichkeit bestimmter Schadenereignisse abhängt. Der übergeordnete Begriff für diese handelbaren Instrumente lautet Insurance-Linked Securities (ILS).

Die etablierteste Unterkategorie von ILS sind Cat Bonds, die den Schwerpunkt dieser Publikation bilden. Daneben gibt es weitere ILS-Kategorien, die hier nur am Rande betrachtet werden. Die zweite bedeutende Unterkategorie von ILS sind Private ILS, insbesondere die Collateralized Reinsurance-Instrumente.

⁶ BaFin.

⁷ Chicago Fed Letter, No. 405, 2018, *The London School of Economics*.

Unterschiede zwischen Cat Bonds und Collateralized Reinsurance-Instrumenten:

Rechtliche Struktur und Handelbarkeit:

- Cat Bonds sind als Anleihen strukturiert, wodurch sie auf dem Sekundärmarkt gehandelt werden können und über ISIN (International Security Identification Number) - oder CUSIP-(Committee on Uniform Security Identification Procedures) Wertpapierkennnummern identifizierbar sind.
- Collateralized Reinsurance-Instrumente werden bilateral ausgehandelt, sind häufig nicht standardisiert und nicht leicht übertragbar, was zu einem fehlenden liquiden Sekundärmarkt führt.
- Cat Bonds sind für Einsteiger im ILS-Markt besser geeignet.

Kreditrisiko:

- In Rückversicherungsverträgen besteht das theoretische Risiko, dass Ansprüche nicht gedeckt werden, falls der Rückversicherer insolvent wird.

Aus Sicht der Rückversicherer stellen ILS sowohl eine Chance als auch ein Risiko dar. Einerseits ermöglichen sie die Übertragung von Risiken aus der eigenen Bilanz auf den Kapitalmarkt. Andererseits sorgt die Verfügbarkeit von ILS als Alternative zur traditionellen Rückversicherung für Druck auf die Preise und verändert damit die Preisdynamik zugunsten der Versicherungsnehmer, aber zulasten der klassischen Rückversicherer.⁸

2.4 Rechtliche Struktur von Cat Bonds

Cat Bonds sind handelbare Wertpapiere, die es Kapitalmarktinvestoren, wie Investmentfonds, ermöglichen, sie ähnlich wie liquide Unternehmens- oder Staatsanleihen zu handeln. Dies ist durch ihre eindeutigen Wertpapierkennnummern (ISIN oder CUSIP) möglich. Die Umwandlung eines Rückversicherungsvertrags in ein handelbares Wertpapier erfolgt in mehreren Schritten.

Zunächst schließt ein **Sponsor**, in der Regel ein Versicherer oder Rückversicherer, einen Rückversicherungsvertrag mit einem **Special Purpose Vehicle (SPV)** ab, einer speziell für diese Transaktion gegründeten rechtlichen Einheit. Der Vertrag legt die wesentlichen Details fest, darunter die Art der Versicherungsdeckung, die versicherten Risiken, die Vertragsbedingungen, die Versicherungsprämien sowie die maximale Verlustgrenze, die abgedeckt werden soll.

Anschließend gibt das SPV einen Cat Bond mit einem Nominalwert aus, der der zuvor festgelegten Schadensgrenze entspricht. Investoren erwerben die Anleihe und stellen dem SPV damit Liquidität in Höhe des Nominalwerts zur Verfügung. Diese Liquidität wird auf einem **Treuhandkonto** hinterlegt und in risikoarme, kurzfristige Sicherheiten, wie US-Staatsanleihen oder supranationale Anleihen, investiert, um das Kreditrisiko zu minimieren.

Während der Laufzeit der Anleihe erhalten die Investoren regelmäßige **Kuponzahlungen**. Diese setzen sich aus der vom Sponsor gezahlten Versicherungsprämie sowie den Erträgen aus der besicherten Anlage zusammen. Am Ende der Versicherungsperiode erhalten die Investoren ihr Kapital zurück, abzüglich eventueller Verluste durch versicherte Ereignisse, die eine Zahlung gemäß dem Rückversicherungsvertrag ausgelöst haben.

Ein wesentlicher Vorteil von Cat Bonds ist ihre **Unabhängigkeit von der Insolvenz des Sponsors**. Da die Liquidität auf einem Treuhandkonto verwahrt wird, bleibt das Kapital auch im Falle einer Zahlungsunfähigkeit des Versicherers gesichert. Diese Struktur sorgt für eine klare Trennung vom Finanzmarkt, wobei das einzige direkte Marktrisiko aus den Sicherheiteninvestitionen resultiert. Das Hauptrisiko für Investoren besteht daher in der Möglichkeit eines katastrophalen Ereignisses, das den Auszahlungsauslöser der Anleihe aktiviert.⁹

⁸ Steiger 2022, p.25-27.

⁹ Steiger, Florian (2024, p.37-41), *The Essential Guide on Investing in Cat Bonds*.

Das SPV ist die Gegenpartei des Zedenten, also des Versicherungssponsors, in einem Rückversicherungsvertrag. Der Vertrag legt die Versicherungsdeckung, die Art der versicherten Risiken, die Vertragsbedingungen, die Prämien sowie die maximal versicherte Schadenssumme fest.

Ein wesentlicher Aspekt bei der Strukturierung von Cat Bonds ist die Wahl des Standorts des SPV. Unterschiedliche Rechtsräume bieten regulatorische, steuerliche oder rechtliche Vorteile, wodurch sich die Frage stellt, wo das SPV am besten angesiedelt werden sollte.

Die meisten SPVs für Cat Bonds werden in Bermuda, auf den Cayman Islands und in Irland gegründet, da diese Standorte vorteilhafte regulatorische, steuerliche und operative Rahmenbedingungen bieten.

Diese Rechtsräume verfügen über flexible und effiziente regulatorische Rahmenwerke, die es ermöglichen, SPVs mit minimalem bürokratischem Aufwand einzurichten und zu verwalten. Zudem bieten diese Standorte günstige steuerliche Bedingungen oder vollständige Steuerbefreiungen, was die Gesamtkosten für die Emission von Cat Bonds erheblich senkt.

Bermuda und die Cayman Islands gelten als globale Zentren der Rückversicherung, während Irlands EU-Mitgliedschaft den Standort besonders für europäische Investoren attraktiv macht, die eine regulatorische Übereinstimmung innerhalb des europäischen Marktes anstreben.



*Thorsten Fromhold,
Chief Group
Reinsurance Officer,
Allianz*

Die Tatsache, dass Bermuda aus europäischer oder deutscher Sicht nicht zwangsläufig als nachteiliger Standort für das SPV eines Cat Bonds betrachtet werden sollte, wird durch die Planungen eines deutschen Versicherers für eine entsprechende Emission untermauert. **Thorsten Fromhold, Chief Group Reinsurance Officer der Allianz**, erklärt, dass sein Unternehmen bei der Emission eines Cat Bonds verschiedene Optionen für den Sitz der SPV geprüft habe.

Obwohl Bermuda als Standort in Betracht gezogen wurde, entschied man sich letztlich für Dublin, da es unter den Solvency-II-Rahmen fällt und insbesondere in Bezug auf die Anerkennung durch Regulierungsbehörden wie die BaFin als sicherere Wahl galt. Zwar wird Bermuda im Allgemeinen als Solvency-II-äquivalent betrachtet, allerdings hätte dies einen zusätzlichen Genehmigungsschritt durch die BaFin erfordert, den das Unternehmen vermeiden wollte.

Fromhold merkt jedoch an, dass die Kosten und Angebote zwischen Bermuda und Dublin vergleichbar seien, wobei Bermuda aufgrund seiner größeren Erfahrung Genehmigungen in der Regel schneller erteile.



*Ulrich Müller,
Reinsurance
Manager and Head of
Department,
Versicherungskammer
Bayern*

Ulrich Müller, Reinsurance Manager und Abteilungsleiter der Versicherungskammer Bayern, erklärt, dass sich sein Unternehmen ebenso für Irland als Standort des Special Purpose Vehicle (SPV) entschieden habe, da es innerhalb der Europäischen Union liegt und den europäischen regulatorischen Standards entspricht. Während auch Standorte wie Bermuda in Betracht gezogen wurden, priorisierte das Unternehmen den Verbleib innerhalb der EU, um regulatorische Konformität und eine bessere Übereinstimmung mit europäischen Vorschriften sicherzustellen.

2.5 Trigger

Das Rendite-Risiko-Profil von Cat Bonds wird in erster Linie durch die spezifischen Deckungsbedingungen für versicherte Schadensereignisse bestimmt, die durch den sogenannten Trigger-Mechanismus festgelegt werden. Der Trigger-Typ bestimmt, welche Informationen oder Daten herangezogen werden, um zu entscheiden, ob ein Anspruch aus dem Cat Bond aktiviert wird und eine Auszahlung an den Versicherer erfolgt.

Es gibt drei Arten von Trigger-Mechanismen: **Indemnity Trigger, Parametric Trigger und Index-Linked Trigger.**

Ein häufig verwendeter Mechanismus ist der **Indemnity Trigger**, bei dem die Auszahlung auf den tatsächlichen versicherten Verlusten des Versicherers basiert. Überschreiten die Verluste eines Versicherers durch eine Katastrophe eine vordefinierte Schwelle, den sogenannten **Attachment Point**, wird eine teilweise Auszahlung ausgelöst, was für den Investor einen teilweisen Verlust bedeutet. Erreichen die Verluste die höhere **Erschöpfungsgrenze (Exhaustion Point)**, erfolgt eine vollständige Auszahlung des Anleihekaptals, was zu einem Totalverlust für den Investor führt. Dieses System ermöglicht es Versicherern, ihren Risikoschutz genau an ihre individuellen Bedürfnisse anzupassen. Aus Investoren-Perspektive werden Indemnity Triggers jedoch oft als weniger transparent wahrgenommen, da die Höhe der Verluste des Versicherers und damit die potenzielle Auszahlung nicht unmittelbar aus den sichtbaren Auswirkungen einer Naturkatastrophe abgeleitet werden können.

Ein weiterer weit verbreiteter Mechanismus ist der **Parametric Trigger**, bei dem Auszahlungen auf messbaren physikalischen Parametern des Naturereignisses basieren. Beispielsweise könnte eine Cat Bond ausgelöst werden, wenn die Magnitude eines Erdbebens oder der minimale zentrale Luftdruck eines Hurrikans eine vordefinierte Schwelle überschreitet. Ähnlich wie bei Indemnity Triggers werden auch hier Schwellenwerte für Teil- und Vollaussahlungen festgelegt. Aus Investorensicht gelten Parametric Triggers als transparenter und vorhersehbarer, da das Auftreten und die Intensität von Naturkatastrophen objektiv gemessen und in Echtzeit durch meteorologische oder geologische Daten verfolgt werden können.

Für den Sponsor (Zedenten) haben Parametric Triggers jedoch potenzielle Nachteile. Der tatsächliche finanzielle Schaden durch eine Naturkatastrophe korreliert nicht immer perfekt mit der gemessenen Intensität des Ereignisses. So könnte ein Erdbeben einer bestimmten Magnitude beispielsweise größere als erwartete versicherte Verluste verursachen, die nicht vollständig gedeckt wären, wenn der Trigger ausschließlich auf der Magnitude basiert. Diese Diskrepanz zwischen physikalischen Parametern und tatsächlichem finanziellen Verlust wird als Basisrisiko bezeichnet und kann den Versicherer Restverlusten aussetzen.

Der **Index-Linked Trigger**-Mechanismus für Cat Bonds basiert auf der gesamten Höhe der versicherten Verluste in der **gesamten Versicherungsbranche** aufgrund eines Naturereignisses. Überschreiten die gesamten versicherten Verluste eines bestimmten Ereignisses eine vordefinierte Schwelle, wird eine Auszahlung ausgelöst. Wie bei anderen Trigger-Arten werden auch hier spezifische Schwellenwerte für **Teil- und Vollaussahlungen** festgelegt, die das Ausmaß des Verlustes für den Investor bestimmen.

Dieser Trigger-Typ ist besonders für **große, global tätige Rückversicherer** attraktiv, da ihre Risikoposition oft eng mit dem Gesamtmarkt korreliert. Für solche Rückversicherer ist die Verbindung zwischen ihren eigenen Verlusten und dem branchenweiten Index relativ hoch, was ihn zu einer effektiven Methode zur Absicherung ihrer Exponierung macht.

Für **Erstversicherer** ist diese Übereinstimmung jedoch weniger zuverlässig. Ihre Risikoposition unterscheidet sich oft erheblich vom Marktdurchschnitt, was zu einer **Diskrepanz zwischen tatsächlichen Verlusten und der Deckung** führt. Diese Abweichung, bekannt als **Basisrisiko**, tritt auf, wenn ein Versicherer höhere als erwartete Verluste erleidet, die nicht vollständig gedeckt sind, weil die Schwelle für den branchenweiten Schaden nicht erreicht wurde. Daher sind Index-Linked Triggers für Erstversicherer im Vergleich zu Rückversicherern in der Regel weniger attraktiv.

Ein weiteres wichtiges Unterscheidungsmerkmal im **Trigger-Mechanismus** von Cat Bonds ist die Frage, ob Auszahlungen an ein **einzelnes Schadensereignis** oder an **mehrere Schadensereignisse** innerhalb eines bestimmten Zeitraums gebunden sind.

Bei einem **Single-Event Trigger** wird die Auszahlung aktiviert, wenn eine einzelne Naturkatastrophe, wie ein Hurrikan oder ein Erdbeben, die vordefinierten Trigger-Bedingungen erfüllt (z. B. Überschreiten einer Magnitude-Schwelle oder einer bestimmten Schadenssumme). Diese Methode ist einfacher zu überwachen und konzentriert sich auf ein einzelnes Ereignis.

Ein **Multiple-Event Trigger** hingegen aggregiert die Auswirkungen mehrerer kleinerer Katastrophen, die innerhalb eines bestimmten Zeitraums, beispielsweise eines Kalenderjahres, auftreten. Wenn die kombinierten Verluste oder Parameter der Ereignisse eine bestimmte Schwelle überschreiten, wird die Auszahlung ausgelöst. Dieser Ansatz kann einen umfassenderen Schutz bieten, ist jedoch in der Verwaltung komplexer, da mehrere Ereignisse überwacht und aggregiert werden müssen.¹⁰

Ausstehende Katastrophenanleihen & ILS nach Triggertyp

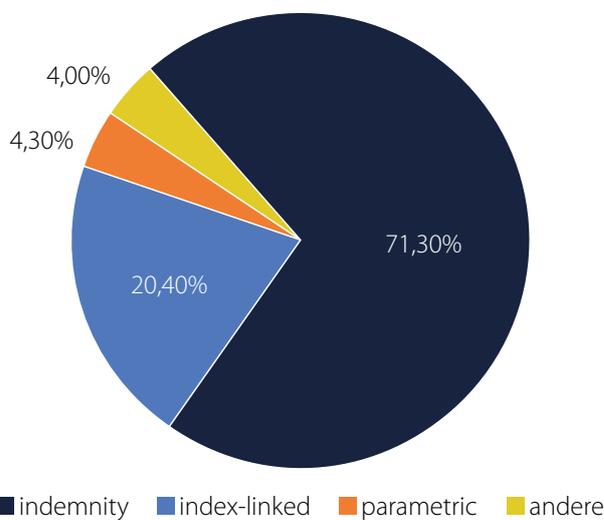


Abbildung 1: Marktaufteilung von ILS und Cat Bonds nach Trigger-Typ im Jahr 2025. Quelle: Artemis¹¹

Thorsten Fromhold, Allianz, erläutert die Vor- und Nachteile verschiedener Trigger-Mechanismen bei der Emission von Cat Bonds. Er merkt an, dass ein indemnity-basierter Trigger für den Emittenten in der Regel vorteilhafter ist, da er tatsächliche Verluste abdeckt und somit das Basisrisiko – das Risiko einer Diskrepanz zwischen der Anleiheauszahlung und den tatsächlichen Verlusten des Emittenten – eliminiert.

Das Unternehmen entschied sich jedoch bei seinem europäischen Sturm-Cat Bond für einen indexbasierten Trigger, hauptsächlich aus zwei Gründen:

Erstens verfügt das Unternehmen über einen großen und gleichmäßig verteilten Marktanteil in Europa. Ein Index spiegelt die Risikoposition daher angemessen wider, während dies für ihr spezifisches Portfolio in den USA nicht der Fall wäre. Zweitens sind indexbasierte Anleihen schneller und effizienter zu emittieren, da indemnity-basierte Anleihen eine umfassende Due Diligence erfordern. Dies wäre besonders bei der Vielzahl an sturmexponierten Versicherungsnehmern in Europa zu komplex und zeitaufwendig gewesen.

In Bezug auf den King Max Cat Bond erklärt **Ulrich Müller, Versicherungskammer Bayern**, dass sich sein Unternehmen für einen indemnity-basierten Trigger entschieden habe. Dies sei auf die regionale Ausrichtung ihres Portfolios zurückzuführen, das ein einzigartiges Schadensprofil aufweise. Während ein indexbasierter Trigger für größere internationale Programme geeignet sein könnte, war er für die stärker lokalisierten Geschäftsaktivitäten ihres Unternehmens nicht passend.

¹⁰ Cf. Steiger 2024, p55-71., CAIA, American Academy of Actuaries.

¹¹ Artemis

2.6 Unterschiedliche Typen von ILS



Michael Stahel, Partner,
LGT ILS Partners

Michael Stahel, Partner bei LGT ILS Partners, erläutert die Unterschiede zwischen Cat Bonds und privaten ILS: Cat Bonds und private Insurance-Linked Strategies erfüllen für Versicherungsunternehmen unterschiedliche Zwecke.

Cat Bonds sind in der Regel komplexer und mit höheren Strukturierungskosten verbunden. Sie haben meist eine längere Laufzeit von etwa drei Jahren und erfordern eine erhebliche Anfangsinvestition für juristische, strukturelle und risikobezogene Prüfungsgebühren, die vom Sponsor der Anleihe, also dem Versicherungsunternehmen, getragen werden. Aufgrund dieser Eigenschaften werden Cat Bonds typischerweise für größere, strategische Lösungen zum Kapital- und Risikoschutz eingesetzt und beinhalten die Zusammenarbeit mit externen Parteien wie Investmentbanken und Risikobewertungsberatern.

Auf der anderen Seite sind private ILS-Verträge, wie beispielsweise Collateralized Reinsurance Instruments (CRI), flexibler und kostengünstiger, wodurch sie eine kürzere Laufzeit von meist etwa 12 Monaten ermöglichen. Diese privaten Verträge sind anpassungsfähiger an sich verändernde Marktbedingungen und stellen für Versicherungsunternehmen aufgrund ihrer niedrigeren Kosten und einfacheren Verwaltung eine bevorzugte Option zum Risikoschutz dar.

Hinsichtlich des Marktanteils wird der gesamte ILS-Markt auf etwa 100 Milliarden US-Dollar geschätzt, wobei private ILS mit rund 60 Milliarden US-Dollar den größeren Anteil ausmachen, während Cat Bonds etwa 40 Milliarden US-Dollar umfassen.

Stahel weist jedoch darauf hin, dass der Markt für Cat Bonds in den letzten Jahren erheblich gewachsen ist und Marktanteile von privaten ILS (CRI) gewonnen hat. Dieser Wandel ist auf die gestiegene Nachfrage nach Risikoschutz durch Versicherer zurückzuführen, die aufgrund zunehmender Schadensereignisse verstärkt auf den Kapitalmarkt zugreifen, um die erforderlichen Kapazitäten zu sichern. Während private ILS mehr Flexibilität und eine kürzere Laufzeit von etwa 12 Monaten bieten, zeichnen sich Cat Bonds durch ihre Liquidität aus, da sie am Sekundärmarkt gehandelt werden können – eine Eigenschaft, die privaten ILS fehlt.

Derzeit bieten private ILS-Verträge aufgrund der aktuellen Marktsegmentierung leicht höhere Renditen (etwa 5–10 Prozent mehr), jedoch stellen Cat Bonds einen attraktiven Einstieg für neue Investoren dar.

Life Insurance-Linked Securities (Life ILS) sind Finanzinstrumente, die mit Lebensversicherungsrisiken, wie Sterblichkeit, Langlebigkeit oder Pandemien, verknüpft sind. Diese Wertpapiere sind an die Performance zugrunde liegender Lebensversicherungspolicen gekoppelt.



Nils Ossenbrink,
Managing Partner,
Products and
Distribution, Twelve
Capital

Nils Ossenbrink, Managing Partner für Products and Distribution bei Twelve Capital, betont, dass Life- und Non-Life-Insurance-Linked Securities unterschiedliche Diversifikationspotenziale bieten.

Im Non-Life-Sektor, insbesondere im Bereich von Naturkatastrophenrisiken wie Erdbeben und Hurrikans, besteht ein erhebliches Diversifikationspotenzial, da diese Risiken nur eine geringe Korrelation mit traditionellen Markttrends aufweisen.

Im Gegensatz dazu werden Lebensversicherungsrisiken stärker von Zinsschwankungen beeinflusst, was ihre Diversifikationsvorteile in einem traditionellen Portfolio etwas verringert. Dennoch bieten beide Bereiche, insbesondere der Non-Life-Sektor, erhebliche Diversifikationsmöglichkeiten für Investoren.



*Stephan Ruoff,
Co-Head Schroders
Capital Private Debt &
Credit Alternatives and
Chairman Schroders
Capital ILS*

Laut **Stephan Ruoff, Co-Head von Schroders Capital Private Debt & Credit Alternatives und Chairman von Schroders Capital ILS**, spielen verschiedene Arten von Insurance-Linked Securities unterschiedliche Rollen für Investoren.

Die Hauptkategorien umfassen Cat Bonds, private Transaktionen sowie spezialisierte Nischenbereiche wie Life-ILS und Cyber-ILS.

Katastrophenanleihen zeichnen sich durch eine höhere Liquidität und Standardisierung der Transaktionen aus, wodurch sie für Investoren leichter zugänglich sind. Diese Standardisierung und die häufigere Liquidität von Katastrophenfonds (mehrmals pro Monat) ermöglichen es Investoren, schneller auf Marktveränderungen zu reagieren und ihre Portfolios effizienter zu verwalten.

Private ILS-Transaktionen hingegen bieten eine geringere Liquidität und sind weniger standardisiert, wodurch sie für Investoren komplexer sind. Diese Instrumente können jedoch in Fonds mit vierteljährlicher oder halbjährlicher Liquidität integriert werden, um den Anforderungen langfristiger Investoren gerecht zu werden.

Die Wahl zwischen diesen ILS-Typen hängt stark von den individuellen Anforderungen der Investoren ab, wie etwa ihrer Liquiditätspräferenz, ihren Renditeerwartungen, ihrer Risikobereitschaft und ihrer langfristigen Portfoliostrategie. Investoren nutzen Cat Bonds und private ILS entsprechend ihren spezifischen Zielen und den Strukturen, die am besten zu ihrer Portfolioallokation passen.

Aus der Perspektive der Investoren sind die Liquidität von Cat Bonds und die Existenz eines Sekundärmarkts bedeutende Vorteile innerhalb des ILS-Spektrums.



*Dr. Jochen Heubischl,
Head of Multi Asset,
MEAG MUNICH ERGO
Kapitalanlagegesell-
schaft mbH*

Laut **Dr. Jochen Heubischl, Head of Multi Asset bei MEAG Munich Ergo Kapitalanlagegesellschaft mbH**, setzt das Unternehmen im ILS-Segment auf eine Auswahl aktiv gemanagter Cat Bond-Investmentfonds, die in ein global diversifiziertes Portfolio standardisierter Katastrophenanleihen investieren, für die ein öffentlicher Sekundärmarkt existiert.

Ein aktiv gemanagter Cat Bond-Investmentfonds bietet mehrere Vorteile: Neben dem Risikomanagement innerhalb des Fonds durch Anpassung der Allokation zur Wertschöpfung kann auch von saisonalen Effekten im Portfolio profitiert werden. Zudem ermöglicht die gezielte Auswahl von Investitionen eine taktische Liquiditätshaltung, um Marktverzerrungen, beispielsweise infolge eines bedeutenden Ereignisses, strategisch zu nutzen.

3. Marktumfeld für ILS und Cat Bonds: Die Nachfrageseite

In den letzten Jahren haben alternative Investments aus verschiedenen Gründen zunehmend an Bedeutung in den Portfolios institutioneller Investoren gewonnen. Während der Phase niedriger Zinssätze dienten illiquide Vermögenswerte als Ersatz für Anleihen, um vorhersehbare Erträge zu generieren und Verpflichtungen auf der Passivseite zu erfüllen.

Mit dem Anstieg der Inflation nach der COVID-19-Pandemie und der darauffolgenden Zinswende wurden liquide Anleihen wieder attraktiver, wodurch alternative Anlagen teilweise ihre Rolle als Anleiheersatz in den Portfolios verloren. Dennoch blieb die Bedeutung alternativer Investments in der Asset-Allokation hoch oder nahm weiter zu, wodurch andere Faktoren, wie der Inflationsschutz, stärker in den Fokus rückten.

Alternative Risikoprämien, wie die Illiquiditätsprämie, versprechen statistisch höhere Renditen für alternative Anlageklassen im Vergleich zu liquiden Pendanten. Dies ist aus Investorensicht insbesondere in Phasen erhöhter Inflation vorteilhaft, um reale Renditeziele zu erreichen. Zudem stellt die Diversifikation aufgrund unterschiedlicher Risiko- und Performance-Treiber einen konstanten Faktor für Investitionen in alternative Anlagen dar.

Innerhalb der alternativen Anlage- und Subanlageklassen weisen ILS und Cat Bonds jedoch unterschiedliche Rendite-Risiko-Profile sowie verschiedene Investitionstreiber für institutionelle Anleger auf. Daher werden im Folgenden die Treiber und Hindernisse für Investitionen in Cat Bonds, ihre Rolle in den Portfolios von LPs sowie das aktuelle Marktumfeld analysiert.

3.1 Treiber für die Investitionen von LPs in Cat Bonds

Wir haben mit Investoren gesprochen, um zu verstehen, warum sie Cat Bond-Investitionen als attraktiv erachten.

Laut den von uns befragten deutschen Investoren könnten Cat Bonds grundsätzlich als eine sinnvolle Ergänzung für Portfolios mit alternativen Risikoprämien betrachtet werden, beispielsweise für Versorgungseinrichtungen (Versorgungswerke). Allerdings gibt es aus ihrer Sicht sowohl Pro- als auch Kontra-Argumente, die wir im Folgenden darlegen.

Die Attraktivität von Cat Bonds liegt in ihrer Übereinstimmung mit den zentralen Kriterien alternativer Risikoprämien: Sie sind wirtschaftlich erklärbar, empirisch beobachtbar und unkorreliert mit traditionellen Risikoprämien. Cat Bonds erfüllen alle drei dieser Bedingungen.

Das Renditepotenzial von Cat Bonds ergibt sich aus ihrer Unabhängigkeit von konventionellen Marktrisiken sowie der vergleichsweise geringen Wahrscheinlichkeit des Eintritts bestimmter Naturkatastrophenereignisse. Diese geringe Korrelation mit traditionellen Anlageklassen macht Cat Bonds zu einem effektiven Diversifikationsinstrument, welches das Risiko-Rendite-Profil eines Portfolios verbessert.

Ein wesentlicher Vorteil ist ihre Fähigkeit, eine vergleichsweise hohe Sharpe-Ratio zu erzielen. Ihre nahezu null-Korrelation mit Finanzmarktkrisen sorgt dafür, dass Cat Bonds selbst nach großen Katastrophenereignissen relativ stabil bleiben. Verluste sind in der Regel begrenzt, und der Markt erholt sich aufgrund des sogenannten Spillover-Effekts meist rasch auf das Vorkrisenniveau.

Langfristig betrachtet wird erwartet, dass die risikoadjustierten Renditen von Cat Bonds jene von High-Yield (HY)-Anleihen mit vergleichbarem Ausfallrisiko übersteigen. Dies macht sie zu einer überzeugenden Wahl, z.B. für Versorgungswerke, die ihr Risiko diversifizieren und gleichzeitig wettbewerbsfähige Renditen in einem Niedrigzinsumfeld erzielen möchten.

Allerdings wurden auch mehrere Bedenken hinsichtlich Cat Bond-Investitionen geäußert.

Einerseits besteht bei dieser Anlageklasse das Risiko eines Totalverlusts, was im Widerspruch zu den zentralen Anlagezielen von Versorgungswerken – Sicherheit und Rentabilität – stehen kann.

Andererseits betonen regulatorische Rahmenbedingungen, wie das BaFin-Rundschreiben 3/99 und 08/2017, die Notwendigkeit von Kapitalgarantien und untersagen negative Renditen für strukturierte Produkte. Cat Bonds fallen in keine der bestehenden anerkannten Anlagekategorien der aktuellen Anlagevorschriften, was zusätzliche Zweifel an ihrer Eignung aufwirft.

Allerdings wurden einige dieser Argumente durch die von uns befragten Investoren abgeschwächt oder widerlegt. Diese verfolgen in der Regel einen breit diversifizierten Anlageansatz, um Risiken zu reduzieren. Anstelle direkter Investitionen werden Cat Bonds meist über Fondsstrukturen erworben, die Diversifikation und operative Effizienz bieten.

Ein hilfreicher Vergleichsmaßstab für Cat Bonds im Verhältnis zu anderen risikobehafteten Anlagen ist der erwartete Verlust (Expected Loss, EL). In den letzten 25 Jahren wiesen Cat Bond-Portfolios einen durchschnittlichen EL von 2,0 % auf, was dem Risikoprofil eines B+-bewerteten High-Yield-Anleiheportfolios entspricht. Der höchste jemals beobachtete EL von 3,5 % entspricht dem Risiko eines B-bewerteten Anleiheportfolios, was die insgesamt überschaubare Natur der Cat Bond-Risiken unterstreicht.

Darüber hinaus gelten Cat Bond-Investitionen als frei von Reputationsrisiken, da Investoren nicht von Naturkatastrophen profitieren. Stattdessen tragen ihre finanziellen Mittel dazu bei, Versicherungsleistungen an betroffene Versicherungsnehmer auszuzahlen, wenn ein vordefiniertes Ereignis eintritt. Indem Cat Bond-Investoren einen Teil des Risikos übernehmen, stärken sie die Risikotragfähigkeit von Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen und ermöglichen diesen die Übernahme zusätzlicher Risiken.

Aus einer gesamtwirtschaftlichen Perspektive trägt dies zur finanziellen Widerstandsfähigkeit des Versicherungssektors bei.

Daraus ergeben sich mehrere relevante Faktoren für Cat Bond-Investitionen aus Sicht der Investoren, die wir im Folgenden näher analysieren.

3.2 Die Performance und die Rolle von ILS und Cat Bonds als Anlageklasse zur Diversifikation

Die Performance sowie das Rendite-Risiko-Profil von Cat Bonds und ILS wurden von Investoren als attraktiv beschrieben. Im Folgenden analysieren wir die Gründe dafür.

Die erste zentrale Frage ist, wie die Performance von ILS und Cat Bonds gemessen werden kann und wie sie sich in der Vergangenheit entwickelt hat.

Der Swiss **Re Cat Bond Total Return Index** ist die am häufigsten verwendete Benchmark für die Marktperformance von Cat Bonds. Er erfasst die Wertentwicklung, einschließlich der Kuponzahlungen, aller öffentlich gehandelten Cat Bonds weltweit. Private Cat Bonds oder private ILS sind nicht in diesem Index enthalten, da für sie keine öffentlich zugänglichen Daten existieren.

Aufgrund der geringen Liquidität gibt es keine börsengehandelten Fonds (ETFs) oder andere direkte Investitionsmöglichkeiten in den Index.¹²

¹² *SwissRe, Cf. Steiger 2024, p.98.*

Der Eureka hedge ILS Advisors Index stellt eine weitere potenzielle Marktbenchmark dar, die sich in Struktur und Fokus vom Swiss Re Cat Bond Index unterscheidet. Der Eureka hedge Index ist gleichgewichtet, wodurch alle enthaltenen Fonds unabhängig von ihrer Größe den gleichen Einfluss auf die Indexentwicklung haben. Im Gegensatz dazu ist der Swiss Re Index nach Marktwert gewichtet, sodass größere Cat Bonds einen stärkeren Einfluss auf die Performance ausüben. Der Eureka hedge Index umfasst rund 27 ILS-Fonds und spiegelt eine Vielzahl von Strategien innerhalb des ILS-Sektors wider. Der Swiss Re Index hingegen konzentriert sich ausschließlich auf Cat Bonds und schließt Life- und Health Bonds aus. Ein weiterer wesentlicher Unterschied liegt in der Berücksichtigung von Kosten. Der Eureka hedge Index weist Nettoerrenditen nach Abzug von Gebühren aus, während der Swiss Re Index die Bruttoerrenditen vor Abzug von Gebühren und Transaktionskosten darstellt. Der Eureka hedge Index stellt Daten seit 2006 zur Verfügung, während der Swiss Re Index bis ins Jahr 2002 zurückreicht.¹³

Der Swiss Re Cat Bond Total Return Index hat seit seiner Einführung am 30. Juni 2004 eine annualisierte Rendite von 7,1 % erzielt. Dies bedeutet, dass Cat Bonds in Bezug auf die erwartete Rendite nicht weit von Aktieninvestitionen entfernt sind, da der MSCI World in USD im gleichen Zeitraum eine Rendite von 9,56 % erreichte.

Allerdings weist die Aktienbenchmark mit einer jährlichen Volatilität von 13,77 % deutlich stärkere Schwankungen auf als der Cat Bond Index mit 3,79 %. Die überlegene risikoadjustierte Rendite der Cat Bonds in der Vergangenheit zeigt sich in der Sharpe Ratio, die für den Cat Bond Index bei 1,87 liegt, während sie für den MSCI World Index lediglich 0,69 beträgt.

In den letzten zwanzig Jahren war die Volatilität von Cat Bonds damit signifikant niedriger als die von liquiden Anleihen, die eine Volatilität von 6,08 % aufwiesen. Der breiter gefasste Index für den ILS-Markt, der Eureka hedge ILS Advisors Index, erzielte seit seiner Einführung im Jahr 2006 eine niedrigere annualisierte Rendite von 4,26 % als der auf Cat Bonds fokussierte Swiss Re Index. Gleichzeitig weist der Eureka hedge Index mit 3,48 % eine geringfügig niedrigere Volatilität auf.¹⁴

Der Markt für Katastrophenanleihen ist liquider und möglicherweise effizienter als der Markt, den der breitere Eureka hedge ILS Advisors Index abbildet. (Für die jährliche Rendite aller vier Benchmarks siehe Abbildung 3, unten).

Ein technischer Faktor, der zur Differenz zwischen den beiden Indizes beiträgt, ist, dass der Swiss Re Index im Gegensatz zum Eureka hedge Index nicht um Gebühren bereinigt ist.

Performance von Cat Bonds im Vergleich

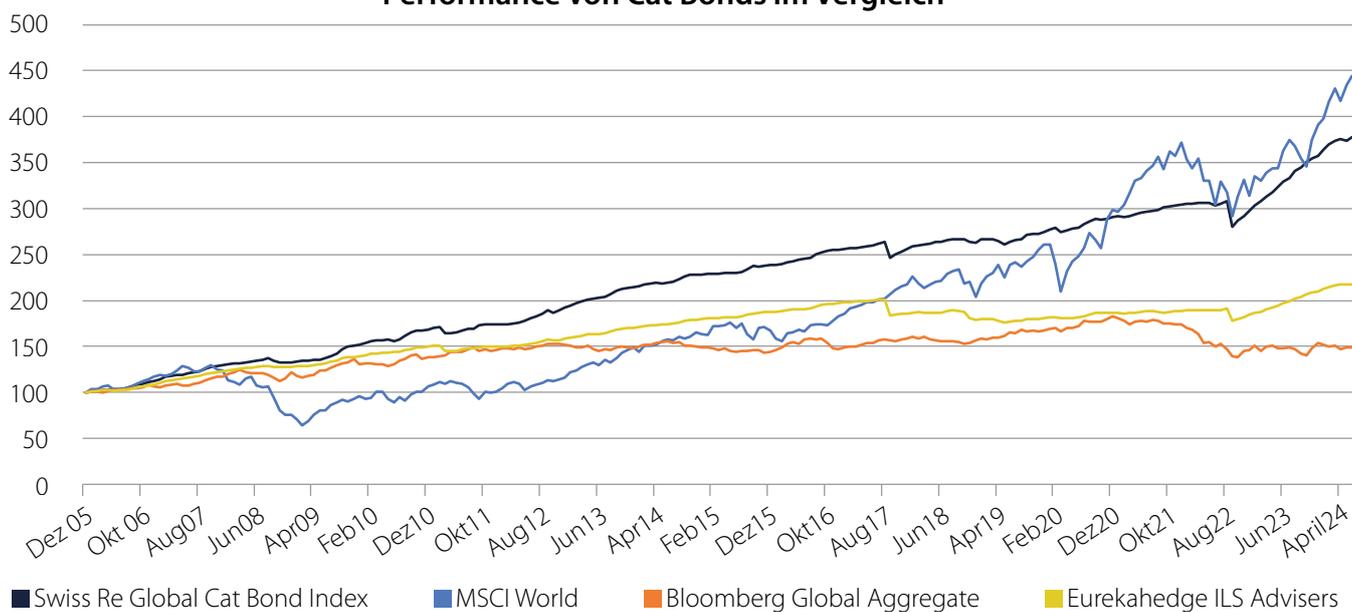


Abbildung 2: Quelle: Twelve Capital, Bloomberg, 30. Juni 2024.

¹³ Man Institute, Eureka hedge.

¹⁴ Twelve Capital, Bloomberg. As at 30 June 2024.

Jährliche Rendite von Cat Bonds, ILS, Aktien und Anleihen

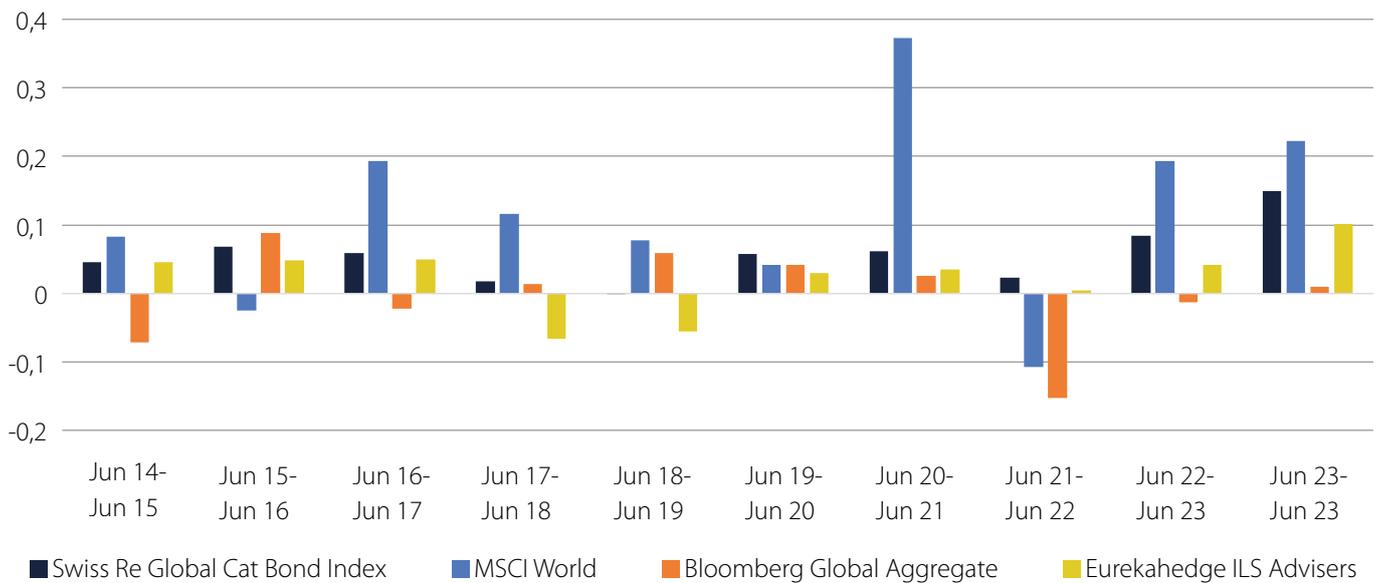


Abbildung 3: Quelle: Twelve Capital, Bloomberg, 30. Juni 2024.

Der Grund für die geringere Volatilität und die höhere Sharpe Ratio von Cat Bonds im Vergleich zu anderen Anlageklassen wird deutlich, wenn man die Ursachen, Intensitäten und Häufigkeit von Drawdowns in den letzten 20 Jahren betrachtet.

Während des Platzens der Dotcom-Blase und der globalen Finanzkrise erlebten die Aktienmärkte zwei massive Einbrüche von jeweils rund 50 %. Weitere erhebliche Kursrückgänge von 16 % bis 21 % wurden durch die Eurokrise, die COVID-19-Pandemie, den russischen Angriffskrieg gegen die Ukraine, die Inflation sowie die Zinswende verursacht.

Auch die weltweiten Anleihemärkte wurden durch die globale Finanzkrise, die COVID-19-Pandemie und die Zinswende stark beeinflusst. So fielen sie während der Finanzkrise um 11,4 %, während der COVID-19-Pandemie um 6,8 % und aufgrund der dramatischen Zinswende um 16,7 %, was eine deutliche Parallele zu den Aktienmärkten zeigt.

Die Finanzmarktkrisen, die die globalen Anleihemärkte beeinflussten, hatten zwar auch Auswirkungen auf den Markt für Cat Bonds, jedoch in weit geringerem Ausmaß. Beispielsweise fiel der Swiss Re Cat Bond Index während der globalen Finanzkrise lediglich um 1,49 %. Während der Finanzmarktkrisen zu Beginn der COVID-19-Pandemie und beim Ausbruch des Ukraine-Kriegs verzeichnete er Rückgänge von 1,84 % bzw. 0,88 %.

Auch während des Handelskonflikts mit China Ende 2018, als es zu Turbulenzen an den Finanzmärkten kam und sowohl Aktien- als auch Anleihemärkte Verluste erlitten, verzeichnete der Cat Bond Market Index einen moderaten Rückgang von 1,62 %.

Wertverluste von Aktien, Anleihen und Cat-Bonds bei Finanzkrisen und Katastrophen

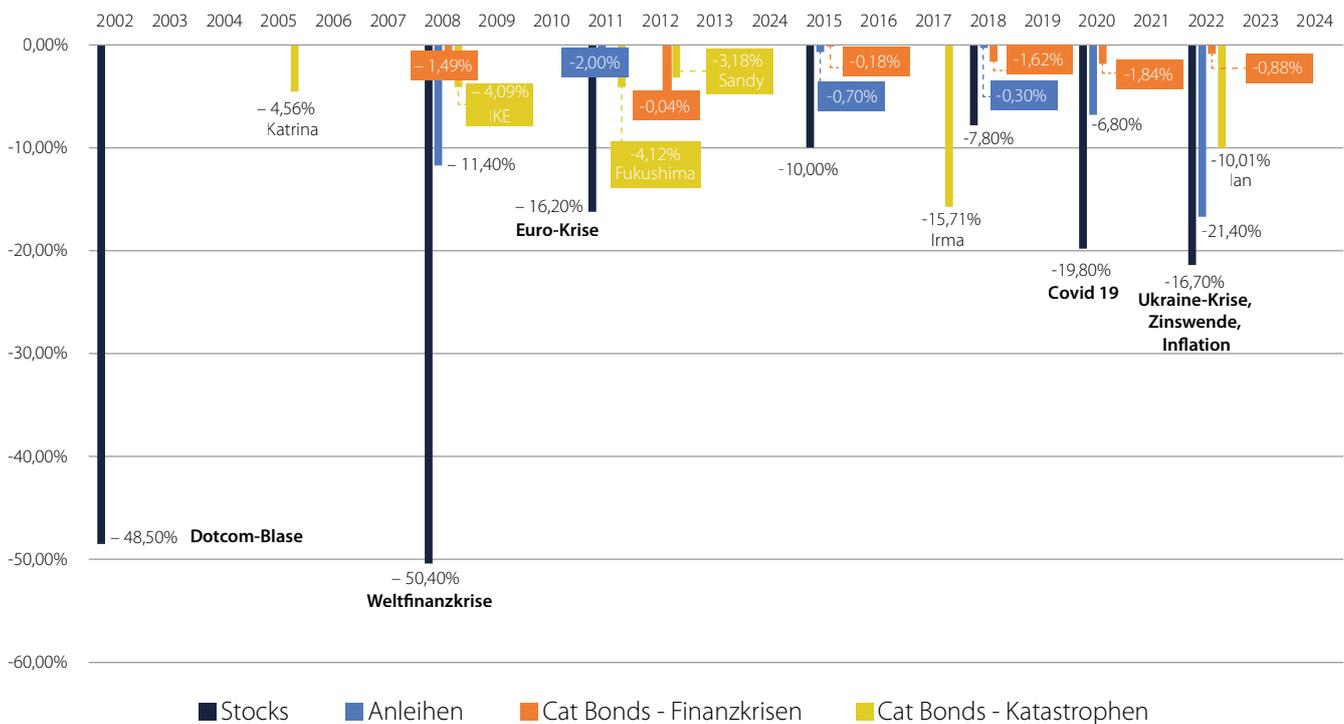


Abbildung 4: Wertverluste verschiedener Anlageklassen, Quelle: Twelve Capital, Bloomberg.¹⁵

Die Tatsache, dass Cat Bonds andere Einflussfaktoren als traditionelle Anlageklassen aufweisen, zeigt sich in ihrer hohen Widerstandsfähigkeit gegenüber Finanzmarktkrisen. Tatsächlich wurde die fast lineare und stetig positive Entwicklung der Cat Bond-Marktbenchmarks in den letzten 20 Jahren nicht durch Finanzmarktkrisen, sondern vielmehr durch große Naturkatastrophen unterbrochen, die einen deutlich stärkeren Einfluss hatten.

Während des Beobachtungszeitraums hatten insgesamt fünf große Hurrikane sowie ein schweres Erdbeben erhebliche Auswirkungen auf den Swiss Re Cat Bond Index.

Der stärkste Rückgang erfolgte im Jahr 2017 durch Hurrikan Irma, der einen Einbruch von 15,71 % verursachte. Hurrikan Ian im Jahr 2022 führte zu einem Rückgang der Marktbenchmarks um 10,1 %, während Hurrikan Katrina im Jahr 2005 den Index um 4,56 % fallen ließ.

Das bedeutendste Erdbeben mit globalen Auswirkungen auf die Branche ereignete sich Anfang 2011. Dieses löste den Taifun sowie die Reaktorkatastrophe in Fukushima aus und führte zu einem Rückgang des Cat Bond-Marktes um 4,12 %.¹⁶

Es lässt sich feststellen, dass die Rückgänge im Cat Bond-Markt, die durch Naturkatastrophen verursacht wurden, in der Vergangenheit keine wesentlichen Auswirkungen auf die Finanzmärkte und andere Anlageklassen hatten und weniger gravierend waren als Finanzmarktkrisen bei Aktien und Anleihen.

Allerdings lassen sich aus der Entwicklung von Benchmarks in der Vergangenheit keine verlässlichen Prognosen für die Zukunft ableiten. Eine gründliche Analyse der Risiken und der wesentlichen Einflussfaktoren auf die Performance von Cat Bonds verdeutlicht jedoch ihren Wert als Diversifikationsinstrument für Portfolios.

Cat Bonds bieten einen effektiven Schutz gegen **Tail Risks**, die mit extremen Finanzmarktverwerfungen verbunden sind, und erhöhen die Widerstandsfähigkeit eines Portfolios. Ihre geringe Korrelation mit traditionellen Anlageklassen ermöglicht eine Verbesserung der risikoadjustierten Renditen und trägt aus einer Risiko-Rendite-Perspektive zur Optimierung des Gesamtportfolios bei.

¹⁵ Stocks: MSCI World, Bonds: Bloomberg Global Agg., Cat Bonds: Swiss Re Cat Bond Index.

¹⁶ Data from Bloomberg, Twelve Capital.

Dr. Jochen Heubischl, MEAG Munich Ergo, hebt hervor: „Wir sind stets auf der Suche nach unkorrelierten, liquiden und stabilen alternativen Renditen für unsere globalen Multi-Asset-Portfolios, um weltweit alle möglichen Renditequellen zu identifizieren. Cat Bonds sind ein Baustein zur Risikodiversifikation als alternative und liquide Investments. Sie sind unabhängig von den Entwicklungen an den Finanzmärkten und dem allgemeinen Wirtschaftswachstum. Zudem weisen Cat Bonds aufgrund ihres variablen Zinscharakters ein begrenztes Zinsrisiko auf, was sie äußerst robust gegenüber Zinsschwankungen macht.“

Wie Diskussionen mit Branchenexperten gezeigt haben, erhöht eine positive Korrelation zwischen Aktien und Anleihen die Bedeutung von Cat Bonds für die Optimierung eines Gesamtportfolios.

Die Aktien-Anleihen-Korrelation (SBC, Stock-Bond Correlation) war in den letzten zwei Jahrzehnten überwiegend negativ, was für eine entscheidende Diversifikationswirkung sorgte. Diese negative Korrelation ermöglichte es Anleihen, Verluste aus Aktien in Abschwungphasen auszugleichen, da wirtschaftliches Wachstum Aktienkurse steigen lässt, aber Anleihekurse durch Inflationserwartungen belastet, während wirtschaftliche Abschwächungen Anleger in Anleihen treiben.

Historische Muster zeigen jedoch, dass eine negative SBC ein relativ neues Phänomen ist. Vor den 2000er-Jahren war die Korrelation häufig positiv, sodass Aktien und Anleihen oft gemeinsam schwankten. Die Dynamik zwischen Wirtschaftswachstum und Inflationsnachrichten bestimmt die SBC maßgeblich. Während Anleihen in wachstumsgetriebenen Perioden als effektive Diversifikatoren fungieren, verlieren sie diese Rolle, wenn die Inflation das Marktgeschehen dominiert.

Im Jahr 2022 begannen Aktien und Anleihen, sich parallel zu bewegen, was auf eine Rückkehr zur positiven SBC hinweist. Dies war auf steigende Inflationsraten und eine restriktivere Geldpolitik zurückzuführen. Diese Veränderung setzt Investoren einem gleichzeitigen Rückgang beider Anlageklassen aus und unterstreicht die Notwendigkeit, über traditionelle Portfolios hinaus zu diversifizieren.

Studien zeigen, dass eine durchgehend negative SBC hauptsächlich in den letzten zwei Jahrzehnten existierte, während sie historisch betrachtet, insbesondere in Hochinflationsphasen, häufig positiv war. Seit 1926 kam es in 98 % der Fälle zu einer positiven SBC, wenn die Inflation über 3 % lag.¹⁷

Aus Investorensicht argumentiert **Dr. Jochen Heubischl, MEAG Munich Ergo**, dass Anleger sich auf eine veränderte Korrelation einstellen müssen, falls die Inflation auch in Zukunft über 2 % bleibt. Dies macht Anlageklassen mit einer niedrigen Korrelation zu anderen Vermögenswerten, insbesondere zu Aktien, besonders attraktiv.

Eine der zentralen Erkenntnisse aus den Marktbewegungen des Jahres 2022 war, dass Korrelationen volatiler und anfälliger sind als lange angenommen. Getrieben durch weitreichende geopolitische Ereignisse sowie fiskal- und geldpolitische Maßnahmen zeigt sich weiterhin eine positive Korrelation zwischen den wichtigsten Anlageklassen, Aktien und Anleihen. Der traditionelle 60/40-Multi-Asset-Ansatz, ein Kernbestandteil vieler institutioneller Portfolios, basierte lange Zeit auf der vorherrschenden negativen Korrelation zwischen Aktien- und Anleiherenditen. Die Diversifikation über verschiedene Anlageklassen hinweg ist jedoch zu einer größeren Herausforderung geworden, insbesondere für Manager von Multi-Asset-Portfolios, die ihre Portfoliostruktur optimieren möchten. Das aktuelle Umfeld mit zahlreichen Marktunsicherheiten zeigt weiterhin, dass es wichtiger denn je ist, korrelationsübergreifende Entwicklungen zu beobachten und sie aktiv in die dynamische Asset-Allokation einzubeziehen.

Dr. Jochen Heubischl, Head of Multi Asset, MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH

¹⁷ [State Street Global Advisors](#).

Der Swiss Re Global Cat Bond Index verdeutlicht die geringe Korrelation von Cat Bonds mit anderen Anlageklassen. Diese beträgt maximal 0,25 gegenüber Aktien, globalen Anleihen, Hedgefonds, Immobilien und Rohstoffen. Diese niedrige Korrelation ist deutlich geringer als die zwischen Aktien und diesen anderen Anlageklassen. Dadurch wird der Wert von Cat Bonds als wirkungsvolles Diversifikationsinstrument in Multi-Asset-Portfolios weiter unterstrichen.¹⁸

3.3 Rendite-Risiko-Profil einzelner ILS-Strategien

Im vorherigen Abschnitt haben wir anhand von Benchmark-Indikatoren die Performance der Cat Bond- und ILS-(Sub-)Anlageklassen als Ganzes analysiert.

Bzgl. der Rendite-Risiko-Strukturen einzelner ILS-Strategien spielen verschiedene Faktoren, wie die Struktur und die spezifischen Risiken eines Cat Bonds, laut Branchenexperten eine Rolle:

Der geographische Schwerpunkt muss hier genannt werden. Ein US-Fokus bietet demnach bei gleichen Risiken ceteris paribus höhere Spreads. Auch die Größe eines Cat Bonds, und die Anzahl der Risiken, bzw. Positionen, und deren genaue Anordnung, beeinflussen Risiko und Rendite.

Aus Investorensicht argumentiert **Dr. Jochen Heubischl, MEAG Munich Ergo**, dass die Cat Bond-Investmentfonds, die sie in ihr Portfolio aufnehmen, ein Rendite-Risiko-Profil ähnlich dem von High-Yield-Anleihen aufweisen – jedoch mit deutlich geringerer Volatilität und einem nahezu null Zinsrisiko.

Sie investieren nicht in Investmentfonds, die in Private Debt Securities und private ILS-Transaktionen investieren. Zwar können diese zusätzlich von Illiquiditätsprämien profitieren, doch sie bringen auch eine höhere Volatilität mit sich. Das daraus resultierende Rendite-Risiko-Profil entspricht nicht der Struktur ihrer global ausgerichteten, ausgewogenen Fonds.

Studien von Amoruso und Mariani (2016)¹⁹ und Drobetz, Schröder and Tegtmeier (2020)²⁰ bestätigen den positiven Effekt von Investitionen in Cat Bonds hinsichtlich Diversifikation und Gesamtrendite, bedingt durch die geringere Volatilität und die relativ stabilen Erträge. Dementsprechend sind Cat Bonds insbesondere ein effektives Diversifikationsinstrument im Vergleich zu anderen Anlageklassen und dienen als sicherer Hafen gegen extreme Kurseinbrüche an den Aktienmärkten in der Zeit nach Finanzkrisen.

3.4 Der Einfluss des makroökonomischen Umfelds auf ILS und Cat Bonds

Wie dargelegt, haben ILS und Cat Bonds gemäß Benchmark-Indikatoren in der Vergangenheit eine starke Performance gezeigt, mit einem stetigen Wachstum, das nur durch wenige große Hurrikane unterbrochen wurde (Abbildung 2, Abbildung 3).

Seit der COVID-19-Pandemie und dem russischen Angriffskrieg befinden wir uns jedoch in einem turbulenten makroökonomischen Umfeld, das durch stark gestiegene Zinsen und Inflation geprägt war, wobei sich diese zuletzt wieder abgeschwächt haben.

Im nächsten Abschnitt kommen Branchenexperten zu Wort, die die Auswirkungen makroökonomischer Faktoren auf ILS und Cat Bonds analysieren.

18 Source: Bloomberg, Twelve Capital. As at June 30, 2024. Cat Bonds: Swiss Re Global Cat Bond Index Total Return (SRUSWTRR), stocks: MSCI World USD; Bonds: Bloomberg Global Aggregate Total Return Index; Hedge Funds: Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Index; Real Estate: EPRA/NAREIT Dev TR USD Index; commodities: S&P GSCI index; Calculations use weekly returns since 2002 or as long as available.

19 Amoruso and Mariani (2016).

20 Drobetz, Schröder and Tegtmeier (2020).

3.4.1 Welchen Einfluss hat das Zinsumfeld auf ILS und Cat Bonds?

Cat Bonds sind grundsätzlich von den Kapitalmärkten entkoppelt. Die einzige Verbindung zu den Kapitalmärkten besteht über die Renditen der Treuhandinvestitionen (vgl. Abschnitt 2.4). Die vom Zedenten bereitgestellte Liquidität wird auf einem Treuhandkonto hinterlegt und in kurzfristige, risikoarme Sicherheiten, wie US-Staatsanleihen oder Anleihen supranationaler Organisationen, investiert. Diese Struktur minimiert das Zinsrisiko, sodass aus Investorensicht Schadenereignisse der primäre Risikofaktor bleiben. Dies erklärt auch, warum Finanzmarktkrisen nur geringe Auswirkungen auf die Benchmarks von Cat Bonds und ILS hatten (Abbildung 2, Abbildung 3).

Allerdings haben steigende Zinsen direkte Auswirkungen auf die Renditen der Treuhandinvestitionen.

„Wir sind der Ansicht, dass die Einbeziehung von Cat Bond-Investmentfonds aus strategischer Sicht sinnvoll ist. Aufgrund des aktuellen Zinsniveaus bieten Cat Bonds zweistellige Spreads und damit eine Renditechance, die in den letzten zehn Jahren nicht vorhanden war.“

Dr. Jochen Heubischl, MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft

Stephan Ruoff, Schroders Capital ILS, erläutert, dass ILS, insbesondere Cat Bonds, sich im aktuellen Finanzmarktumfeld dadurch auszeichnen, dass ihr Mark-to-Market-Wert nur minimalen Schwankungen der Zinssätze ausgesetzt ist. Diese Eigenschaft macht ILS besonders attraktiv für Investoren, die das Zinsrisiko in ihren Portfolios reduzieren möchten. Der Grund für diese Widerstandsfähigkeit liegt darin, dass die hinterlegten Sicherheiten von ILS typischerweise in Geldmarktfonds investiert werden. Der Zinssatz dieser Fonds wird regelmäßig angepasst, sodass Veränderungen im allgemeinen Zinsniveau nur begrenzte Auswirkungen auf den Mark-to-Market-Wert eines ILS-Instruments haben. Gleichzeitig steigen bei steigenden Zinsen auch die Renditen dieser Sicherheiten und umgekehrt.

Zudem werden die Prämien bzw. Kupons von ILS durch die zugrunde liegenden Versicherungsrisiken bestimmt und nicht durch Zinssätze. Diese Entkopplung von Zinsbewegungen erhöht die Attraktivität von ILS zusätzlich in einem volatilen Finanzmarktumfeld, in dem andere festverzinsliche Instrumente unter Druck geraten könnten.

Wie bereits erläutert, sind Cat Bonds variabel verzinst Wertpapiere, deren Verzinsung über dem US-Geldmarktzins liegt. Die Spreads auf dem Cat Bond-Markt befinden sich derzeit auf einem historisch attraktiven Niveau, wobei auch die Zinspolitik weiterhin Einfluss auf die Marktbedingungen nimmt.

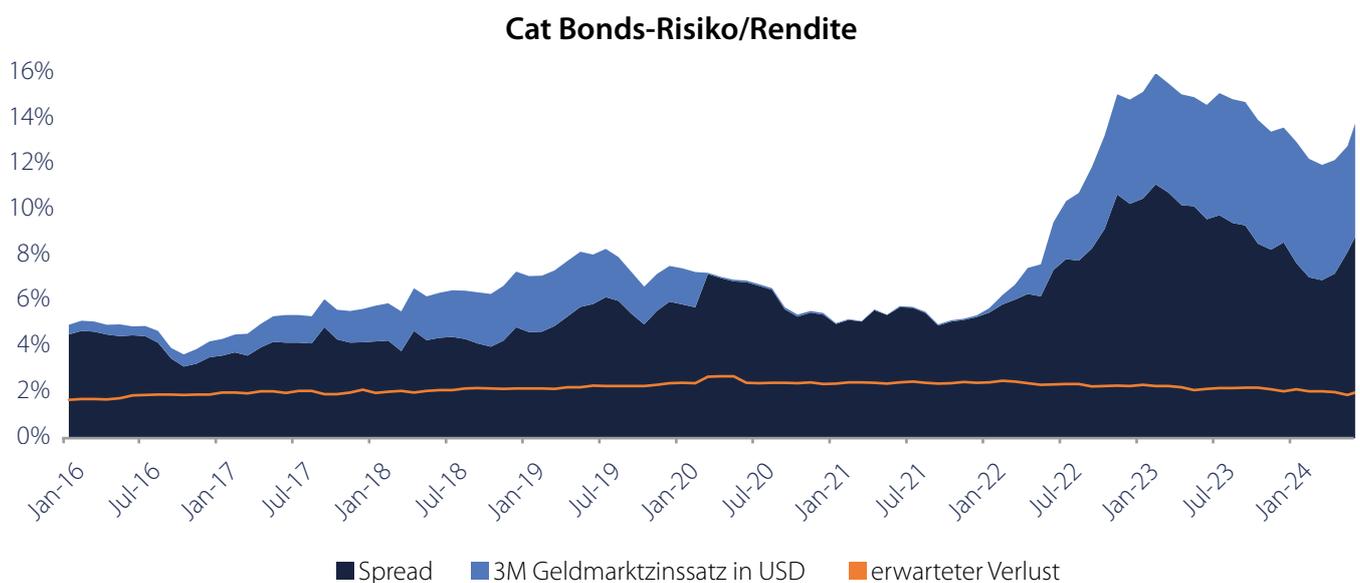


Abbildung 5: Quelle: Twelve Capital. Stand: 30. Juni 2024. Das **Twelve Cat Bond Market Portfolio** ist ein von Twelve Capital modelliertes Portfolio von Cat Bonds. Jeder öffentlich verfügbare Cat Bond ist mit seinem gesamten ausstehenden Nominalwert vertreten.

3.4.2 Welchen Einfluss hat Inflation auf ILS und Cat Bonds?

Zusätzlich zu den drastischen Veränderungen der Zinssätze war der starke Anstieg der Inflation infolge der COVID-19-Pandemie der zweite dominante makroökonomische Faktor an den Kapitalmärkten. Obwohl die Inflation mittlerweile zurückgegangen ist, liegt sie weiterhin über dem Vorkrisenniveau, und der Markt erwartet, dass sie mittelfristig strukturell höher bleiben wird. Doch wie wirkt sich dies auf Cat Bonds aus?

Stephan Ruoff von Schroders Capital ILS erklärt, dass Inflation ein bedeutender Faktor für ILS-Investitionen sein kann, wenn sie nicht in den Risikomodellen und Preisstrategien angemessen berücksichtigt wird.

Ein zentrales Problem besteht darin, dass zwischen dem Schadenereignis und dem Wiederaufbau zerstörter Gebäude eine zeitliche Verzögerung besteht. Während dieser Zeit steigen die Kosten aufgrund der Inflation, sodass der Wiederaufbau teurer wird als zum Zeitpunkt des ursprünglichen Schadens.

Um wirksam zu bleiben, müssen Versicherungsverträge Inflation in ihre Preisgestaltung für ILS-Investitionen integrieren. Das bedeutet, dass die geschätzten Kosten zum Zeitpunkt der Auszahlung die erwartete Inflation zwischen dem Beginn der Risikoperiode, dem Schadenereignis und der Auszahlung berücksichtigen müssen. Wenn Inflation korrekt in die Versicherungspreise eingerechnet wird, stellt sie kein Problem für ILS-Investitionen dar, da die gestiegenen Kosten bereits einkalkuliert sind.

Wenn die Inflation jedoch nicht berücksichtigt wird, können die für diese Wertpapiere festgelegten Prämien oder Kupons zu niedrig angesetzt sein, was zu unzureichenden Renditen für Investoren führt.

Ruoff betont die entscheidende Bedeutung der Zusammenarbeit mit ILS-Managern, die über Expertise in der Modellierung von Naturkatastrophenrisiken und Versicherungsmathematik verfügen. Nur so kann sichergestellt werden, dass Portfolios korrekt bepreist sind und die tatsächlichen Risiken realistisch abbilden, einschließlich notwendiger Anpassungen an Inflation. Ohne sorgfältige Preis- und Risikomodellierung könnten die erwarteten Renditen von ILS-Investitionen hinter den Prognosen zurückbleiben, was die Bedeutung einer inflationsbewussten Versicherungs- und Investitionsstrategie unterstreicht.

Michael Stahel von LGT ILS Partners erklärt, dass Inflation die versicherten Werte steigen lässt und somit höhere Kapitalanforderungen für Versicherungsunternehmen verursacht, um regulatorische Stresstests zu bestehen.

Infolgedessen müssen Versicherer und Rückversicherer mehr Schutz für extreme Ereignisse kaufen, sind jedoch gezwungen, mehr Risiko auf niedrigerer Ebene zu behalten, wodurch die Strukturierung auf eine höhere Ebene verlagert wird.

Für ILS-Investoren bedeutet dies ein gut gemanagtes Risikoniveau mit einem Fokus auf reduzierte kurzfristige Volatilität und höhere Prämienniveaus.

Die Nachfrage von Sponsoren nach Rückversicherungsschutz über Cat Bonds ist stark, allerdings wurden einige geplante Neuemissionen zurückgezogen, weil die Prämien als zu niedrig eingeschätzt wurden.

Das harte Marktumfeld unterstützt höhere Prämien für Cat Bonds und ermöglicht es Investoren, eine bessere Risikokompensation durchzusetzen. Allerdings sind Cat Bond-Renditen anfälliger für kurzfristige Preisschwankungen, die größtenteils durch temporäre Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage beeinflusst werden.

3.5 ILS im Kontext von ESG und Klimawandel

Ein weiterer entscheidender Faktor für die ILS-Investitionen von LPs ist ESG. Umwelt-, Sozial- und Governance-Kriterien (ESG) gewinnen bei institutionellen Investoren zunehmend an Bedeutung, was auf intrinsische Motivationen und regulatorische Rahmenbedingungen wie die EU-Verordnung über die Offenlegung nachhaltiger Finanzierungen (SFDR) zurückzuführen ist. Die SFDR verlangt unterschiedliche Offenlegungspflichten in Abhängigkeit von den verschiedenen Anspruchsniveaus in Bezug auf die Nachhaltigkeit, die vom Markt als unterschiedliche Klassifizierungen interpretiert wurden: Artikel 8- und Artikel 9-Produkte. Artikel 8-Fonds berücksichtigen ökologische und soziale Aspekte, aber diese Faktoren stehen nicht im Mittelpunkt ihrer Kernziele. Im Gegensatz dazu sind bei den Fonds nach Artikel 9 die Nachhaltigkeitsziele in die Produktgestaltung eingebettet und beeinflussen die Portfoliostrategie erheblich.

3.5.1 Welche Auswirkungen hat ESG auf ILS?

Cat Bonds werden von den Marktteilnehmern weitgehend als ESG-positive Instrumente angesehen. Diese Wahrnehmung hängt mit ihrer Ausrichtung auf die Ziele für nachhaltige Entwicklung (SDGs) der Vereinten Nationen zusammen, insbesondere SDG 8 (menschenwürdige Arbeit und Wirtschaftswachstum) und SDG 13 (Klimaschutz). Cat Bonds schaffen einen sozialen Wert, indem sie Kapital bereitstellen, mit dem Gemeinschaften nach Naturkatastrophen ihre Lebensgrundlagen wieder aufbauen können. Ein bemerkenswertes Beispiel ist die Emission von Cat Bonds durch die Weltbank, die darauf abzielt, die Infrastruktur in Entwicklungsländern vor den finanziellen Auswirkungen von Naturkatastrophen zu schützen. Diese Anleihen füllen eine kritische Lücke in Regionen, in denen die traditionellen Rückversicherungsmärkte unterentwickelt sind, und unterstützen die Bemühungen zur Armutsbekämpfung und zur Verbesserung der Widerstandsfähigkeit gegen Katastrophen - insbesondere angesichts des Klimawandels.

Obwohl Cat Bonds von den Marktteilnehmern als „Impact-Investing-Instrumente“ angesehen werden können, werden sie im Rahmen der SFDR meist als „Artikel 8-Produkte“ bezeichnet. Dies spiegelt ihren indirekten, aber bedeutsamen Beitrag zu ökologischen und sozialen Ergebnissen wider und nicht die direkte Verfolgung von Nachhaltigkeitszielen, die für den Artikel 9-Status erforderlich ist. Daher argumentiert die ESMA, dass relevante ESG-Faktoren das Interesse der Anleger an Cat-Bond-OGAW steigern.²¹

Michael Stahel, Partner bei LGT ILS Partners, erklärt: „Die EU hat Naturkatastrophenrückversicherungen und damit auch ILS im Rahmen der Einführung der EU-Taxonomie im Zusammenhang mit der Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) als nachhaltige Investitionen eingestuft. Auf dieser Grundlage konnten wir unsere Produkte als Artikel-8-Fonds strukturieren und klassifizieren, also als nachhaltige Investments.“

Dr. Jochen Heubischl, Head of Multi Asset, MEAG MUNICHERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH erklärt: „Im Auswahlprozess berücksichtigen wir unter anderem zwei Aspekte: Angesichts der geringen Größe des Cat Bond-Marktsegments das Fondsvolumen für eine gezielte Positionierung des Fondsmanagers im Portfolio sowie die Qualität des Nachhaltigkeitskonzepts, das zu unseren Artikel-8-Fonds passt. Unsere vertikale Integration endet jedoch nicht hier; ein hoher Grad an Transparenz im Cat Bond-Investmentfonds und der regelmäßige Dialog mit dem jeweiligen Portfoliomanagement ermöglichen es uns, die Positionierung kontinuierlich zu überprüfen.“

3.5.2 Welche Auswirkungen hat der Klimawandel auf die ILS-Anlageklasse?

Cat Bonds können eine entscheidende Rolle dabei spielen, die finanziellen Auswirkungen von Naturkatastrophen, die durch den Klimawandel verstärkt werden, abzumildern. Gleichzeitig beeinflussen genau jene klimabedingten Ereignisse, gegen die diese Anleihen Schutz bieten sollen, auch ihr Rendite-Risiko-Profil. Dies liegt daran, dass ein erheblicher Teil der versicherten Risiken, wie Hurrikane und Stürme, potenziell von den Folgen des Klimawandels betroffen ist.

Obwohl extreme Wetterereignisse häufig mit dem Klimawandel in Verbindung gebracht werden, ist es in der Praxis schwierig, den genauen Einfluss des Klimawandels auf einzelne Katastrophenereignisse präzise zu

²¹ Steiger 2022, p.129-134, [Response to ESMA's Call for Evidence on the review of the UCITS Eligible Assets Directive – selected ILS industry participants' response](#).

quantifizieren. Nicht alle durch Cat Bonds abgedeckten Risiken sind jedoch vom Klimawandel beeinflusst. Beispielsweise sind Risiken im Zusammenhang mit Erdbeben nicht klimabedingt, da sie auf geologische Prozesse zurückzuführen sind.

Ein wesentlicher Vorteil von Cat Bonds im Kontext klimatischer Risiken ist ihre vergleichsweise kurze Laufzeit, die in der Regel nicht mehr als drei Jahre beträgt. Diese kurze Duration ermöglicht häufige Preisanpassungen, sodass neue Informationen über Klimarisiken zeitnah in die Preisgestaltung und Risikobewertung der Anleihen einfließen können.

Im Gegensatz dazu entwickeln sich die Auswirkungen des Klimawandels oft über wesentlich längere Zeiträume, sodass Cat Bonds sich schneller an veränderte Risikobedingungen anpassen können als viele andere Finanzinstrumente.²²

Laut **Nils Ossenbrink, Twelve Capital**, führt der Klimawandel zu einem Anstieg sogenannter sekundärer Risiken und erhöht die Prämien für primäre Risiken. Die gestiegenen versicherten Verluste, die durch diese häufigeren und intensiveren Naturereignisse verursacht werden, erhöhen die Kapitalanforderungen in der Versicherungsbranche. Dadurch beeinflusst dieses „Hintergrundrauschen“ aus sekundären Risiken indirekt auch die Prämien für Peak-Risiken. Selbst in Jahren ohne bedeutende Hurrikane, wie im vergangenen Jahr, führt die kumulative Schadenssumme aus zahlreichen kleineren Ereignissen zu einer hohen Nachfrage nach Versicherungskapital.

Michael Stahel, LGT ILS Partners, differenziert in diesem Zusammenhang zwischen verschiedenen Arten von ILS. Er argumentiert, dass der Klimawandel vor allem die Häufigkeit von sekundären Risiken, wie lokalen Überschwemmungen, Hagelstürmen, Waldbränden und Tornados, erhöht, was die Kosten für Versicherer in die Höhe treibt.

Primäre Risiken wie große Hurrikane und Erdbeben, die weniger direkt vom Klimawandel beeinflusst werden, bleiben jedoch der Fokus von Cat Bonds. Cat Bonds profitieren somit davon, dass sie weniger den steigenden Risiken im Zusammenhang mit klimabedingten sekundären Gefahren ausgesetzt sind. Collateralized Reinsurance Investments (CRI) deckten ursprünglich kumulative Schäden aus mehreren kleineren Ereignissen, wodurch sie anfälliger für die Auswirkungen des Klimawandels waren. Der Markt hat jedoch mittlerweile CRI-Strukturen angepasst, sodass sie sich stärker an Cat Bonds orientieren. Der Fokus liegt nun vermehrt auf großflächigen, isolierten Ereignissen, wodurch die Exponierung gegenüber den zunehmenden Risiken sekundärer Gefahren reduziert wird.



*Olaf Trenner, Principal,
LGT Capital Partners*

In diesem Zusammenhang hebt **Olaf Trenner, Principal, LGT Capital Partners**, hervor, dass die jüngsten Schäden auf dem deutschen Versicherungsmarkt Diskussionen über die Notwendigkeit einer staatlich unterstützten Versicherungslösung ausgelöst haben. Dies deutet darauf hin, dass die aktuellen regulatorischen Rahmenbedingungen möglicherweise nicht ausreichen, um die Herausforderungen des Klimawandels adäquat zu bewältigen.

In Deutschland decken regionale Versicherer oft nur unmittelbare Risiken ab, was bei großen Schadensereignissen zu einer restriktiven Schadenregulierung führt. Er plädiert für eine positivere Herangehensweise und betont die Notwendigkeit, den Kapitalmarkt effektiver zu integrieren. Eine stärkere Einbindung des Kapitalmarkts würde die Diversifikation verbessern und die Auswirkungen extremer Wetterereignisse besser steuern, wodurch der Bedarf an staatlichen Eingriffen reduziert werden könnte.

3.6 Regulatorische Hürden für ILS in Deutschland

Wie ist die Situation für ILS und Cat Bonds in Deutschland? Welche regulatorischen Herausforderungen bestehen derzeit für diese Anlageklasse? Basierend auf den Einschätzungen der befragten Branchenexperten sowie der Fachliteratur gehen wir diesen Fragen im folgenden Abschnitt nach.

²² IMF, ECB, Steiger 2022, p.135.



Lutz Morjan, Senior Vice President and Senior Client Portfolio Manager, EMEA at Franklin Templeton

Lutz Morjan, Senior Vice President und Senior Client Portfolio Manager, EMEA bei Franklin Templeton, beschreibt das Interesse und die Nachfrage nach Cat Bonds unter institutionellen Investoren in Deutschland als einen sich entwickelnden und wachsenden Markt. Er stellt fest, dass sich viele Investoren, basierend auf seinen Gesprächen, noch in einer frühen Phase der Auseinandersetzung mit dieser Anlageklasse befinden. Besonders die Frage, wie Cat Bonds in ihre Portfolios neben traditionellen Anlagen wie Anleihen, Aktien und anderen Alternativen integriert werden können, steht dabei im Fokus.

Er hebt hervor, dass Cat Bonds bedeutende Vorteile für die Portfoliodiversifikation bieten, insbesondere aufgrund ihrer unkorrelierten Renditen und ihres einzigartigen Risikoprofils im Vergleich zu anderen Anlageklassen. Dies macht sie zu einer attraktiven Ergänzung zur Steuerung des Gesamtportfoliorisikos. Obwohl die Zahl der Investoren, die sich aktiv mit Cat Bonds beschäftigen, in Deutschland noch begrenzt ist, sieht Lutz Morjan eine positive Entwicklung mit zunehmendem Interesse, da sich Investoren mit der Anlageklasse vertrauter machen. Er betont, dass mit fortschreitender Aufklärung und der erfolgreichen Nutzung von Cat Bonds durch andere Marktteilnehmer, insbesondere im Versicherungs- und Vermögensverwaltungssektor, der Markt für Cat Bonds in Deutschland erheblich wachsen dürfte.

Unsere Experteninterviews zeigen jedoch, dass europäische Investoren im Vergleich zu den USA, die das stärkste Standbein im ILS-Sektor und die erfahrensten institutionellen Investoren, insbesondere Pensionsfonds, aufweisen, auf größere regulatorische Hürden stoßen. Diese Einschränkungen führen dazu, dass europäische Investoren ILS meist über UCITS-Strukturen und Catastrophe Bonds erwerben müssen, wodurch ihre Flexibilität im Vergleich zu US-Investoren eingeschränkt ist.

Michael Stahel, LGT ILS Partners, verweist auf regulatorische Unsicherheiten bei ILS-Investitionen für deutsche institutionelle Investoren. In Deutschland gibt es die besondere Situation, dass ILS-Strategien aus regulatorischer Sicht in einer Grauzone liegen. Während reine Cat Bond-Strategien UCITS-konform sind und daher in Deutschland verfügbar, bleibt die Akzeptanz und Resonanz auf das Angebot von ILS-Fonds zurückhaltend. Der Vertrieb von UCITS-Fonds erfordert keine gesonderte regulatorische Genehmigung, basierend auf den EU-weiten Regelungen zum grenzüberschreitenden Fondsvertrieb. Dennoch bleibt das Interesse an ILS-Fonds in Deutschland bislang verhalten.

Darüber hinaus zeigen unsere Interviews große Hürden für Solvency-regulierte Versicherungsunternehmen und AnIV-regulierte Investoren in Deutschland (die Anlageverordnung - „AnIV“ - ist die vom Bundesministerium der Finanzen (BMF) erlassene Anlageverordnung für kleinere Versicherungsunternehmen, die nicht in den Anwendungsbereich der Solvency II-Richtlinie fallen, das zugehörige Rundschreiben wird von der BaFin herausgegeben).

Laut **Olaf Trenner, LGT Capital Partners**, ist es bedauerlich, dass es in Deutschland keine klare Regelung für VAG- und Solvency-regulierte Investoren gibt, ob und in welcher Form eine Investition zulässig ist. Dadurch verzichten deutsche Investoren unnötigerweise auf eine weitere diversifizierende Anlageklasse. Gleichzeitig benötigt der Versicherungsmarkt mehr Investoren und Rückversicherungskapital, um mehr Menschen die Möglichkeit zu geben, ihr Eigentum zu versichern. Besonders lokale Versicherer könnten durch den Kauf und Verkauf von Versicherungsrisiken ihre Bücher besser diversifizieren.

Aufgrund der derzeitigen regulatorischen Situation in Deutschland sind die Hauptinvestoren in ILS Family Offices, insbesondere Multi-Family Offices, sowie weniger regulierte Einheiten wie CTAs. Diese Anleger sind offener für ILS-Investitionen, und auch kleinere Investoren sowie Vermögensverwalter beteiligen sich zunehmend an Cat Bonds, die als zugänglicher gelten als klassische Rückversicherungsverträge.

Versicherungsunternehmen spielen eine doppelte Rolle im ILS- oder Cat Bond-Markt. Einerseits treten Versicherer und Rückversicherer als Emittenten von Cat Bonds auf. Andererseits sind ILS und Cat Bonds für Versicherungsunternehmen als institutionelle Investoren attraktive Anlageobjekte, insbesondere zur Risikodiversifikation. In einigen Fällen ist es sogar möglich, dass ein Versicherungsunternehmen eigene Risiken an den Kapitalmarkt überträgt und gleichzeitig in andere Versicherungsrisiken investiert.

Die Regulierung von ILS im Investorenaufsichtsrecht (AnIV) ist seit einiger Zeit Gegenstand intensiver Diskussionen, und Gespräche mit Marktteilnehmern zeigen, dass in diesem Bereich weiterhin erhebliche Unsicherheiten bestehen.

Obwohl es keine offizielle Stellungnahme der BaFin zu diesem Thema gibt, berichten Marktteilnehmer von negativem Feedback zu ILS-Investitionen, insbesondere im Rahmen des AnIV. Diese Aussagen werden teilweise dahingehend interpretiert, dass Erstversicherer grundsätzlich keine Cat Bonds erwerben dürfen, um zu verhindern, dass Versicherungsrisiken, die normalerweise auf der Passivseite der Bilanz stehen, auf die Aktivseite verschoben werden.

In diesem Zusammenhang wird argumentiert, dass das „Spartentrennungsprinzip“ (§ 8 Abs. 4 Satz 2 VAG) geschwächt werden könnte. Demnach dürfen Versicherungsunternehmen nur in den Versicherungszweigen tätig sein, für die sie eine spezielle Lizenz besitzen.

Die Idee dahinter ist, das Risiko zu minimieren, indem sichergestellt wird, dass Unternehmen nur in Bereichen tätig sind, in denen sie über ausreichende Expertise und Kontrollmechanismen verfügen. Ein Lebensversicherer darf beispielsweise nicht ohne Weiteres im Bereich der Sach- und Unfallversicherung tätig werden. Um in einer anderen Versicherungssparte operieren zu dürfen, müsste das Unternehmen eine zusätzliche Lizenz von der BaFin einholen.

Es besteht daher die Befürchtung, dass Erstversicherer durch den Erwerb von Cat Bonds indirekt in andere Versicherungssparten investieren könnten, deren Risiken sie nicht angemessen bewerten und steuern können. Dies betrifft insbesondere Lebensversicherer, die Cat Bonds erwerben, die typischerweise Naturkatastrophenrisiken absichern, was im Kontext der Anwendung des AnIV als problematisch angesehen wird.

Stephan Ruoff, Schroders Capital ILS, erklärt, dass Deutschland innerhalb Europas aufgrund der regulatorischen Vorgaben für Versicherungsunternehmen im Bereich ILS besonders heraussticht. Dies ist vor allem auf das „Spartentrennungsprinzip“ zurückzuführen.

In Deutschland, insbesondere für Lebens- und Krankenversicherer sowie Sach- und Unfallversicherer, wird dieses Prinzip so interpretiert, dass ILS-Investitionen nicht zulässig sind, da sie als Übernahme von Versicherungsrisiken anstelle von Anlagerisiken betrachtet werden. Dasselbe gilt für Pensionsfonds, die in Deutschland nicht in ILS investieren dürfen. Im Gegensatz dazu steht der flexiblere regulatorische Ansatz in anderen europäischen Ländern, wie Skandinavien und Südeuropa. Dort werden ILS als vorteilhafte Investitionen anerkannt, da sie Diversifikation bieten und Schutz gegen Zinsänderungen und andere Finanzmarktrisiken ermöglichen. Dies macht sie zu einer attraktiven Option für Versicherungsportfolios. Eine ILS-Allokation könnte insbesondere für Portfolios sinnvoll sein, die keine anderen Naturkatastrophenrisiken enthalten. Eine vergleichbare regulatorische Interpretation in Deutschland würde nicht zwangsläufig im Widerspruch zum Spartentrennungsprinzip stehen. Dies legt nahe, dass Deutschland von einer Anpassung an die regulatorischen Praktiken anderer europäischer Länder profitieren könnte.

Böhringer (2019) analysiert das Spartentrennungsprinzip im Zusammenhang mit dem Anlegeraufsichtsrecht und ILS-Investitionen. Er argumentiert, dass die deutsche Aufsichtsbehörde zunächst eine restriktive Haltung gegenüber ILS-Investitionen durch Erstversicherer (Erst-VU) eingenommen hat, hauptsächlich aufgrund des Prinzips der Spartentrennung. Dieses Prinzip schützt Versicherungsnehmer in bestimmten Versicherungssparten, wie Lebens- und substitutiver Krankenversicherung, vor den unvorhersehbaren Risiken der Sachversicherung.

Die BaFin befürchtete, dass eine Vermischung von Versicherungssparten Risiken einführen könnte, die Versicherer möglicherweise nicht angemessen steuern können. Allerdings hat die Einführung von Solvency II einen risikobasierten Regulierungsrahmen geschaffen, der eine detaillierte Risikobewertung und entsprechende Kapitalanforderungen für Versicherer vorschreibt. Diese Vorschriften, kombiniert mit den internen Risikomanagement-Prozessen, könnten eine Grundlage für die Rechtfertigung von ILS-Investitionen durch Erst-VU bieten.

Dies wirft die Frage auf, ob das Spartenrennungsprinzip in seiner aktuellen Form noch notwendig ist, da Solvency II bereits ein hohes Schutzniveau gewährleistet.

Zusätzlich hat die BaFin die Klassifizierung von ILS in die zulässigen AnIV-Kategorien zunächst abgelehnt, da sie überwiegend Versicherungsrisiken und nicht typische Marktrisiken abbilden. Da sich der ILS-Markt jedoch weiterentwickelt hat, könnte die BaFin ihre Position angesichts dieser Marktentwicklungen überdenken.

Bezüglich Rückversicherungsunternehmen (Rück-VU) unterliegen diese denselben Solvency-II-Anforderungen wie Erstversicherer (Erst-VU). Das bedeutet, dass sie ebenfalls alle mit ILS verbundenen Risiken bewerten, analysieren und mit entsprechendem Kapital hinterlegen müssen.

Zusammenfassend bleibt die Notwendigkeit einer strikten Anwendung des Spartenrennungsprinzips fraglich, insbesondere angesichts der detaillierten Risikobewertung unter Solvency II und der weiteren Entwicklung des ILS-Marktes.

Erstversicherer (Erst-VU) und andere nicht Solvency-II-regulierte Versicherer könnten in ILS investieren, sofern sie angemessene Risikomanagementverfahren implementiert haben.

Die Klassifizierung von ILS innerhalb der AnIV sollte risikogerecht erfolgen, beispielsweise durch deren Einstufung als nachrangige Instrumente oder Genussrechte.

Darüber hinaus haben sich die rechtliche Dokumentation und Risikomodellierung von ILS weiterentwickelt. Sie sind heute standardisierter und für Investoren transparenter, was ihre Handhabung und Bewertung erleichtert.

Die Trigger-Mechanismen für Auszahlungen, die für ILS entscheidend sind, wurden präzisiert, wobei indexbasierte Trigger aufgrund ihrer Transparenz an Beliebtheit gewinnen.

Diese Entwicklungen helfen Investoren, die Risiken dieser Instrumente besser zu verstehen und tragen zur Erhöhung der Marktliquidität bei.

Daher weisen aktuelle Entwicklungen darauf hin, dass die ursprünglich restriktive Haltung der BaFin überdacht werden könnte, da die heutigen Marktbedingungen und regulatorischen Rahmenbedingungen ein anderes Risikoprofil für ILS bieten als in der Vergangenheit.²³

Dr. Jochen Heubischl, MEAG Munich Ergo, erklärt, dass MEAG bewusst darauf verzichtet, in Cat Bonds zu investieren, die von Munich Re emittiert wurden, obwohl es dafür keine regulatorische Verpflichtung gibt. Dies dient der Vermeidung von Risikodoppelungen innerhalb des Portfolios und stellt sicher, dass eine klare Trennung zwischen der Rolle als Investor und der potenziellen Exponierung des Emittenten gewahrt bleibt.

Nils Ossenbrink, Twelve Capital, argumentiert, dass die regulatorischen Hürden für ILS-Investitionen in Deutschland auf eine uneinheitliche Anwendung der Anlagerichtlinien zurückzuführen sind. Die BaFin stellt keine klaren Leitlinien bereit, was zu unterschiedlichen Interpretationen und Vorgehensweisen auf regionaler Ebene führt.

Interessanterweise scheinen die Bedingungen für solche Investitionen in Norddeutschland günstiger zu sein, während Investoren in den südlichen Regionen oft auf strengere Einschränkungen stoßen. In Süddeutschland wurden Investoren von den regionalen Behörden abgelehnt, während ähnliche Investitionen in Norddeutschland genehmigt wurden.

Obwohl ILS eine zentrale Rolle im Klimarisikomanagement spielen und von europäischen Regulierungsbehörden positiv bewertet werden, erschweren diese Unsicherheiten Investitionen in diese Anlageklasse in Deutschland erheblich.

²³ Dr. Böhringer, Martin (2019), *Aufsichtsrechtliche Aspekte bei Insurance Linked Securities*, RdF 2019, Heft 02, p.108-115.

Während große Versicherungsunternehmen weiterhin in diesem Bereich aktiv bleiben, schränken regulatorische Barrieren institutionelle Investoren ein. Dadurch stagniert die Nachfrage deutscher institutioneller Investoren nach ILS, obwohl diese Anlageklasse deutliches Interesse weckt und erhebliches Potenzial bietet.

Versorgungswerke unterliegen nur mittelbar der AnIV nach Landesrecht. Daraus ergeben sich Unterschiede je nach dem Bundesland.

Wir haben die Aufsichtsbehörden der Bundesländer, die für die Regulierung von Investoren unter der Anlageverordnung zuständig sind, gefragt, inwieweit der Erwerb von ILS/Cat Bonds für ihre Sicherheitsvermögen im jeweiligen Bundesland zulässig ist. Die Antworten waren uneinheitlich, und in den meisten Fällen wurde keine klare Auskunft gegeben.

Fortschritte in der Standardisierung der ILS-Dokumentation und Risikomodelle könnten dazu beitragen, die Bedenken der Aufsichtsbehörden zu zerstreuen. Gleichzeitig könnten Diskussionen über eine flexiblere Auslegung der Vorschriften die Investitionsbedingungen verbessern. Dies könnte dazu beitragen, die Widerstandsfähigkeit des Versicherungsmarktes zu stärken und die Folgen des Klimawandels besser abzufedern.



4. Marktumfeld für ILS und Cat Bonds: Die Angebotsseite

Im vorherigen Kapitel wurde das aktuelle Marktumfeld aus der Nachfragesperspektive betrachtet. Dabei wurde erläutert, welche Eigenschaften von Cat Bonds die Nachfrage seitens der LPs antreiben und welche Hürden sie dabei überwinden müssen. Im nächsten Abschnitt wird nun die Angebotsseite des Cat Bond-Marktes untersucht: Welche Faktoren beeinflussen die Emissionen von Cat Bonds? Welche Risiken werden gehandelt, und in welchen geografischen Regionen sind diese verortet?

4.1 Cat Bond Emissionen

ILS oder Cat Bonds können als Ersatz oder Ergänzung zur traditionellen Rückversicherung emittiert werden. Die Gründe dafür können sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite liegen. Ein Kapazitätsmangel im Rückversicherungsmarkt kann beispielsweise dazu führen, dass Versicherungsrisiken an den Kapitalmarkt übertragen werden. Gleichzeitig kann eine gezielte Nachfrage seitens der Investoren ein Treiber für Emissionen sein. Ein Grund dafür ist, dass Schuldtitel wie Cat Bonds leichter handelbar sind als klassische Rückversicherungsverträge.

Aus Sicht eines Rückversicherers bieten Insurance-Linked Securities sowohl Chancen als auch Risiken. Einerseits ermöglichen sie die Übertragung von Risiken aus der eigenen Bilanz an den Kapitalmarkt. Andererseits stellen sie für Versicherer eine Alternative zur traditionellen Rückversicherung dar, was den Wettbewerb verstärkt und den Preisdruck erhöht. Dadurch können sich die Preisdynamiken zulasten der Rückversicherer verschieben.²⁴

Thorsten Fromhold, Allianz, beschreibt die aktuelle Marktsituation als eine Phase, in der sich der traditionelle Rückversicherungsmarkt verhärtet hat. Dies hat zu besseren Konditionen, höheren Preisen und einer restriktiveren Deckung geführt. Diese Entwicklung hat das Interesse der Investoren verstärkt, was sich in der bislang beispiellosen Anzahl an Cat Bond-Emissionen zeigt, insbesondere in den USA.

Er erklärt, dass die Rückversicherungspreise in den USA stark gestiegen sind und die Kapazitäten inzwischen begrenzt sind, da Rückversicherer es zunehmend als unwirtschaftlich ansehen, zusätzliches Kapital bereitzustellen. Rückversicherung basiert auf globaler Diversifikation, und ein zu starkes Übergewicht an US-Risiken verringert diese Diversifikationsmöglichkeit. Folglich prüfen einige Marktteilnehmer nun alternative Kapitalmärkte, um zusätzliche Lösungen zu finden.

In Europa ist die Situation jedoch anders. Der Markt ist dort nicht in demselben Maß unter Druck wie in den USA. Europäische Emittenten beobachten die Entwicklungen in den USA genau, bleiben aber in einem stabileren Marktumfeld. Fromhold erwartet nicht, dass der traditionelle Rückversicherungsmarkt in Europa die benötigten Kapazitäten nicht mehr bereitstellen kann. Stattdessen bestehen die primären Herausforderungen für Versicherungsunternehmen in nicht modellierbaren Risiken und sekundären Gefahren, für die die Kapitalmärkte derzeit nur begrenzte Lösungen bieten.

²⁴ Steiger 2022, p.27.

Das weltweite Volumen an Cat Bond-Emissionen wächst seit zwei Jahrzehnten kontinuierlich.

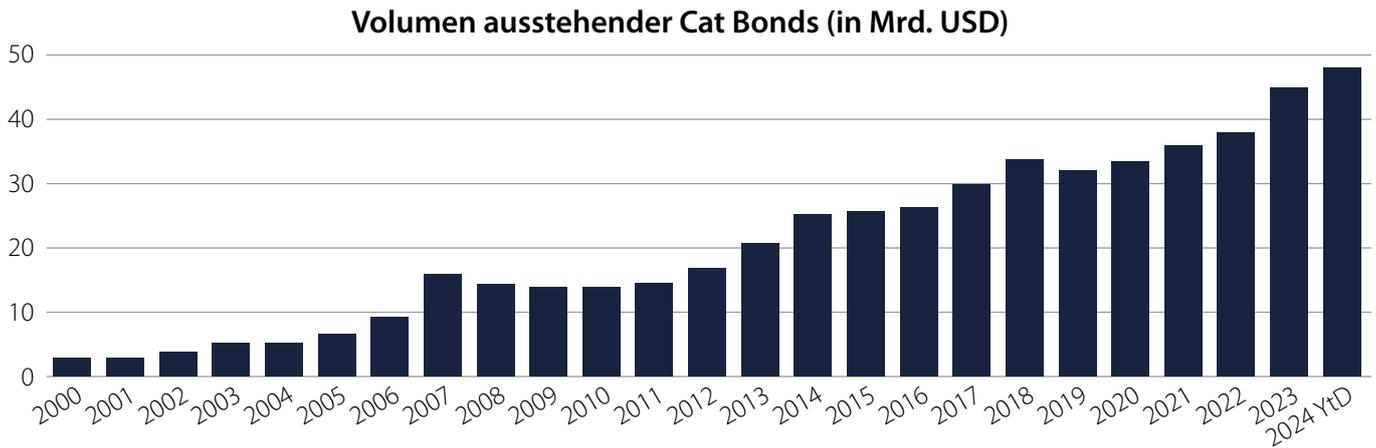


Abbildung 6: Quelle: Twelve Capital. Artemis; 30.06.2024.

„Ein weiteres Rekordemissionsvolumen im Cat Bond-Markt in diesem Jahr, kombiniert mit weiterhin hohen Spreads und Zinssätzen, sorgt dafür, dass das Renditeniveau dieser Anlageklasse attraktiv bleibt und die Liquidität verbessert wird. Dies ermöglicht eine Anpassung der Quoten für die Aufnahme in Multi-Asset-Portfolios. Falls es zu keinen größeren Verlusten durch Naturkatastrophen kommt, könnten sich die Renditen in dieser Anlageklasse mittelfristig normalisieren, sofern die Nachfrage hoch bleibt.“ **Dr. Jochen Heubischl, MEAG Munich Ergo**

Im Allgemeinen wird der Markt als attraktiv angesehen, und die Rückversicherer wollen sich auf verschiedene Weise daran beteiligen, nicht unbedingt als Emittent.



Tom Beckmerhagen,
Principal Lead P&C
Underwriter at
Hannover Re

Tom Beckmerhagen, Principal Lead P&C Underwriter bei Hannover Re, erklärt, dass Cat Bonds für sein Unternehmen zunächst als Möglichkeit attraktiv waren, um eng am Markt zu bleiben, bessere Risikotransformationslösungen für Kunden anzubieten und gleichzeitig in diese Anlageklasse zu investieren.

Beckmerhagen hebt hervor, dass Cat Bonds und der traditionelle Rückversicherungsmarkt unterschiedlichen Zyklen unterliegen, wodurch jeweils eine der beiden Optionen attraktiver sein kann.

Insgesamt bestand die Hauptmotivation neben der Übernahme von Risiken über Anleihen darin, die Transformationsfähigkeit zu verbessern und eine enge Marktintegration aufrechtzuerhalten.

Ulrich Müller, Versicherungskammer Bayern, erklärt, dass die Emission des Cat Bonds aus einem Bedarf an zusätzlicher Rückversicherungskapazität heraus entstand, insbesondere da sich der traditionelle Rückversicherungsmarkt im Jahr 2023 verhärtet hatte, mit reduzierten Kapazitäten und herausfordernder Preisgestaltung. Über Jahre hinweg hatte das Unternehmen den Markt für Insurance-Linked Securities beobachtet. Durch das teils inflationsbedingte Wachstum des eigenen Portfolios und ein schwierigeres Rückversicherungsumfeld schien nun der richtige Zeitpunkt, um alternative Kapitalquellen zu erschließen. Zudem half dieser Schritt, die Verhandlungsposition gegenüber traditionellen Rückversicherern zu verbessern, indem signalisiert wurde, dass es alternative Optionen gibt – besonders für den Fall, dass sich die Marktbedingungen aufgrund von Inflation oder zunehmenden Naturkatastrophen erneut verschlechtern. Auch wenn sich die Kapazitäten im Rückversicherungsmarkt mittlerweile wieder erholt haben, bleibt die Ausgabe von Cat Bonds eine wertvolle Alternative.

Thorsten Fromhold, Allianz, erklärt, dass Allianz Re nach einer zehnjährigen Pause aufgrund veränderter Marktbedingungen erneut einen Cat Bond emittiert hat. Über ein Jahrzehnt befand sich der Rückversicherungsmarkt in einer „weichen Marktphase“ mit niedrigen Preisen und umfassender Deckung, wodurch Cat Bonds wirtschaftlich nicht attraktiv waren, da sie teurer waren und weniger Deckung boten. Der jüngste Übergang

in einen härteren Markt machte Cat Bonds jedoch wieder zu einer realistischen Option. Zudem seien die administrativen Prozesse für Cat Bonds inzwischen deutlich einfacher und standardisierter als vor zehn Jahren, wodurch der damit verbundene Aufwand reduziert wurde.

Er beobachtet, dass der Anstieg der Cat Bond-Aktivität in Europa teilweise auf eine psychologische Reaktion von Versicherern zurückzuführen ist, anstatt auf eine tatsächliche Sorge um die Verfügbarkeit von Rückversicherungskapazitäten. Europäische Versicherer, die an einen weichen Markt mit günstigen Konditionen gewöhnt waren, wurden von der Verhärtung des Rückversicherungsmarktes überrascht. Diese Verhärtung bedeutet strengere Bedingungen, höhere Preise und eingeschränkte Deckung. Infolgedessen haben einige Versicherer begonnen, alternative Lösungen zu prüfen – sowohl als Reaktion auf die neuen Marktgegebenheiten als auch aus Interesse an Entwicklungen auf dem US-Markt. Allerdings betont Fromhold, dass diese Erkundung neuer Optionen mehr ein Testlauf als eine echte Sorge um mangelnde Kapazitäten ist.

Ulrich Müller, Versicherungskammer Bayern, schlägt vor, dass regulatorische Faktoren in Zukunft eine bedeutende Rolle bei der Emission von Cat Bonds spielen könnten, insbesondere wenn sich die Kapitalanforderungen aufgrund der Auswirkungen des Klimawandels erhöhen. Da der Bedarf an Deckung steigt, könnten diese Anleihen eine attraktivere Möglichkeit zur Risikotransferierung an den Kapitalmarkt werden. Er betont zudem, dass ihre aktuelle Cat Bond-Emission mehr als nur ein Testfall sei – sie stelle eine wesentliche Ergänzung zur Rückversicherungsstrategie dar. In Zukunft sei es denkbar, weitere Anleihen zu emittieren, bestehende Strukturen zu restrukturieren oder alternative Emissionsmodelle zu prüfen, etwa durch die Aufteilung verschiedener Deckungsschichten oder die Sicherung von Frequenzschutz, abhängig von der Risikobereitschaft der Investoren.

Tom Beckmerhagen, Hannover Re, merkt an, dass die zunehmende Bedeutung der Rückversicherung zur Absicherung schwerer Schäden den Kapitalbedarf erhöht, was das Potenzial für weitere Cat Bond-Emissionen steigern könnte. Allerdings bedeutet dies nicht zwangsläufig, dass Cat Bonds die einzige Lösung sind; ein großer Teil der Rückversicherung wird durch besicherte Rückversicherungsverträge abgedeckt, und es könnte auch eine verstärkte Nutzung von Sidecars durch bestehende Rückversicherer oder sogar die Gründung neuer Rückversicherungsunternehmen zur Risikoverteilung geben.

Cat Bonds dienen daher eher als ergänzendes Instrument denn als vollständiger Ersatz und tragen zur Stabilität des Rückversicherungsmarktes bei, indem sie eine alternative Kapitalquelle schaffen, wenn diese benötigt wird. Beckmerhagen stellt fest, dass der Cat Bond-Markt in den vergangenen 24 Jahren kontinuierlich gewachsen ist, auch wenn die anfänglichen Prognosen eines schnellen Wachstums nicht vollständig eingetreten sind.

Er argumentiert, dass die Bedeutung der Rückversicherung weiter steigen wird, da lokale und regionale Erstversicherer oft nicht über die erforderliche Kapazität oder geografische Diversifikation verfügen, um große Risiken eigenständig zu managen.

4.2 Auf dem ILS-Markt gehandelte Risiken

Aus Investorensicht ist es bei Investitionen in ILS und Cat Bonds entscheidend, die spezifischen Risiken dieser Anlageklasse genau zu verstehen. Unterschiedliche Risikotypen sowie die geografische Verteilung der Risiken haben einen erheblichen Einfluss auf das Risiko-Rendite-Profil.

Die Vielfalt der im ILS-Markt gehandelten Risiken bestimmt zudem die Möglichkeit zur Diversifikation innerhalb der Anlageklasse. Dies ist essenziell, um die Auswirkungen großer Naturkatastrophen auf das Gesamtportfolio zu begrenzen.

Im Folgenden lassen wir Branchenexperten zu Wort kommen, die die verschiedenen Risikotypen und die geografische Verteilung der versicherten Risiken im ILS-Markt erläutern.

4.2.1 Arten von Katastrophenrisiken in ILS – Peak Perils vs. Secondary Perils

Daten von Artemis zeigen, dass US Multi-Perils den größten Anteil an den ausstehenden Cat Bonds ausmachen (21 %). Auch international diversifizierte Multi-Perils haben mit 19 % einen bedeutenden Marktanteil. Schätzungen zufolge sind jedoch etwa zwei Drittel des gesamten Marktes auf Risiken in den USA konzentriert.

Ausstehende Katastrophenanleihen und ILS nach Risiko oder Gefahr

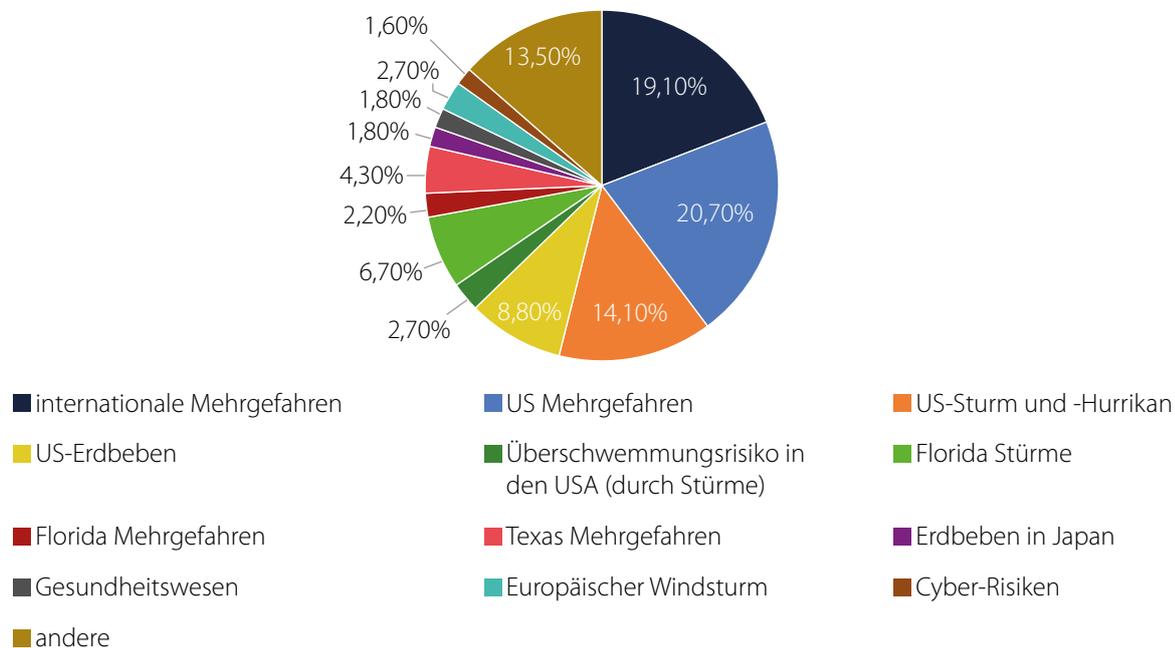


Abbildung 7: Marktaufteilung von ILS und Cat Bonds nach Risiko oder Gefahr 2025. Quelle: Artemis²⁵

Nils Ossenbrink, Twelve Capital, erklärt, dass ein Interessensausgleich zwischen der Versicherungsbranche und dem Kapitalmarkt besteht, insbesondere in Bezug auf kapitalintensive Gefahren, die als Peak Perils bekannt sind. Obwohl diese selten auftreten, können sie im Schadensfall extrem kostspielig sein, wodurch Versicherer erhebliche Kapitalreserven vorhalten müssen. Daher besteht ein Anreiz, solche Risiken an den Kapitalmarkt zu transferieren, um den Kapitalbedarf zu steuern. Da Peak Perils in der Regel gut modelliert und erforscht sind, sind sie für Investoren attraktiv, da sie quantifizierbar sind und höhere Prämien bieten. Dieses gemeinsame Interesse stärkt die Zusammenarbeit zwischen Versicherern und Kapitalmarktakteuren. Im Gegensatz dazu besteht weniger Bedarf und Interesse an der Übertragung von Secondary Perils auf den Kapitalmarkt, da diese oft innerhalb des Versicherungsportfolios diversifiziert werden können.

Tom Beckmerhagen, Hannover Re, erklärt, dass sich der Cat Bond-Markt hauptsächlich auf Peak Perils konzentriert, insbesondere auf schwere Risiken in Nordamerika, wie Hurrikane in Florida und Erdbeben in Kalifornien. Zwar gab es eine gewisse Diversifikation hin zu Secondary Perils, doch diese bleiben aufgrund größerer Modellierungsunsicherheiten weniger attraktiv. Europäische Investoren verfolgen in der Regel eine stärker diversifizierte Portfoliostrategie, während viele US-Investoren sich stark auf Florida-Risiken konzentrieren, da sie von den höheren erwarteten Renditen angezogen werden – beispielsweise konnte eine erwartete Verlustquote von einem Prozent zeitweise eine Rendite von 10 % erzielen, während das Risiko von Erdbeben in Japan nur etwas über 2 % einbrachte.

Er hebt hervor, dass Risiken wie Cyberisiken eine Herausforderung darstellen, sollten sie einen größeren Anteil an einem Portfolio einnehmen, da ihr Diversifikationspotenzial begrenzt ist. Anders als bei Naturkatastrophen, bei denen die geografische Streuung dazu beiträgt, korrelierte Risiken zu reduzieren, könnten Cyber-Ereignisse gleichzeitig Policen in allen Regionen betreffen, was ihre Attraktivität im Cat Bond-Markt mindert. Daher fehlt Cyberisiken die geografische Trennung, die Naturkatastrophen für Investoren kalkulierbarer macht.

²⁵ Artemis

Das Jahr 2025 begann mit verheerenden Waldbränden in Los Angeles, die bisher schätzungsweise 16.000 Gebäude zerstört oder beschädigt haben und tragischerweise 26 Todesopfer forderten²⁶

Der Cat Bond-Markt bewertet den Verlust für die Versicherungsbranche mit 30 Milliarden USD. Der Swiss Re Cat Bond Total Return Index verzeichnete einen Rückgang von 0,27 %, was bedeutet, dass die Verluste im historischen Vergleich gering ausfallen.²⁷

Nils Ossenbrink, Twelve Capital, argumentiert, dass Peak Perils eine bessere Preisgestaltung und Risikobewertung bieten, was sie für institutionelle Investoren attraktiver macht. Obwohl Secondary Perils auf dem Papier zur Portfolio-Diversifikation beitragen könnten, führen sie oft zu einer höheren Frequenz kleinerer Verluste und bergen unerwartete negative Überraschungen, da ihre Modellierung weniger zuverlässig ist. Ossenbrink argumentiert daher, dass ein Fokus auf Peak Perils gegenüber Secondary Perils die überlegene Strategie sein könnte.

Alternative Risiken, wie Cyberrisiken, stellen hier eine noch größere Herausforderung dar. Sie sind eine relativ neue Ergänzung des ILS-Marktes, bei der noch zu viele Fragen zur Risikoermittlung offen bleiben. Beispielsweise kann nicht ausgeschlossen werden, dass Cyberereignisse auf kriegerische Handlungen zurückzuführen sind. Kriegsschäden sind jedoch nicht versicherbar.

Ulrich Müller, Versicherungskammer Bayern, erklärt, dass ihr Cat Bond die vier Hauptgefahren ihres Portfolios abdeckt: Hagel, Stürme, Überschwemmungen und Erdbeben, wobei Letzteres eine geringere Bedeutung hat, da das Unternehmen als regionaler Versicherer in Bayern tätig ist. Obwohl es ungewöhnlich ist, vier Risiken in einem Cat Bond zu bündeln, wollte das Unternehmen sicherstellen, dass die Struktur eng an ihre traditionelle Rückversicherung angelehnt ist. Dies ermöglicht eine präzise Modellierung dieser Risiken, sodass Investoren eine verlässliche Bewertung erhalten.

4.2.2 Geografische Verteilung der im ILS- und Cat Bond-Markt enthaltenen Versicherungsrisiken

Die geografische Konzentration auf die USA wird von Experten sowohl als Fluch als auch als Segen betrachtet. Es besteht eine Spannung zwischen guter Modellierbarkeit und attraktiven Renditen einerseits und einer geringen Diversifikation andererseits. Allerdings entwickelt sich der Markt dynamisch, und Emissionen in anderen geografischen Regionen gewinnen an Bedeutung.

Tom Beckmerhagen, Hannover Re, hebt hervor, dass die Konzentration der Risiken in den USA, insbesondere in Florida und Kalifornien, wo Peak-Risiken wie Hurrikane und Erdbeben dominieren, eine zentrale Herausforderung für Investitionen in Cat Bonds darstellt. Dieses stark auf die USA fokussierte Risikoprofil erschwert die Erreichung des geografischen Diversifikationsniveaus, das für traditionelle Rückversicherungen typisch ist, da Investitionsmöglichkeiten in unterschiedliche Risiken anderer Regionen begrenzt sind.

Andererseits weist er darauf hin, dass Diversifikation nicht zwangsläufig die Rendite maximiert. Eine Konzentration auf US-Risiken, insbesondere in Florida, kann ein vorteilhafteres Risiko-Rendite-Profil bieten und höhere Renditen als andere Regionen erzielen. Dieser Zielkonflikt zwischen Konzentration und Diversifikation bedeutet, dass die ideale Strategie von den Zielen und der Risikotoleranz des jeweiligen Investors abhängt. Während einige Investoren höhere Renditen aus einer US-fokussierten Strategie bevorzugen, legen andere mehr Wert auf Diversifikation, um die Exponierung gegenüber einzelnen Katastrophenereignissen zu reduzieren.

Michael Stahel, LGT ILS Partners, merkt an, dass trotz der starken Fokussierung des ILS-Marktes auf nordamerikanische Risiken eine Diversifikation innerhalb der Hurrikan-Risiken möglich ist. Obwohl weit über 70 % des ILS-Marktes US-Hurrikan-Risiken abdecken, können Investmentmanager ihre Portfolios diversifizieren, indem sie Cat Bonds auswählen, die verschiedene Regionen innerhalb der USA abdecken, etwa Texas, Florida oder die Carolinas, da Hurrikane diese Gebiete unterschiedlich betreffen. Eine solche Diversifikation sei jedoch bei Erdbebenrisiken weniger effektiv, insbesondere in Kalifornien, wo ein großes Erdbeben potenziell Zahlungen über viele ausstehende Bonds hinweg auslösen könnte.

²⁶ FAZ.

²⁷ <https://www.plenum.ch/en/wildfires-los-angeles-2/>.

Die Möglichkeit einer zusätzlichen Diversifikation im Cat Bond-Markt wird auch davon abhängen, wie sich Emissionen in Asien und Europa entwickeln.

Ein Beispiel für einen Cat Bond, der europäische regionale Risiken einschließt, ist der King Max Cat Bond der Versicherungskammer Bayern. **Ulrich Müller, Versicherungskammer Bayern**, erläutert, dass ihr Cat Bond stark von Risiken aus Bayern abhängig ist, aber ganz Deutschland abdeckt, wo das Unternehmen als Erstversicherer tätig ist. Dieser geografische Fokus erhöht die Diversifikation für Investoren im Vergleich zu den typischen nordamerikanischen Katastrophenrisiken, die in Cat Bonds enthalten sind.



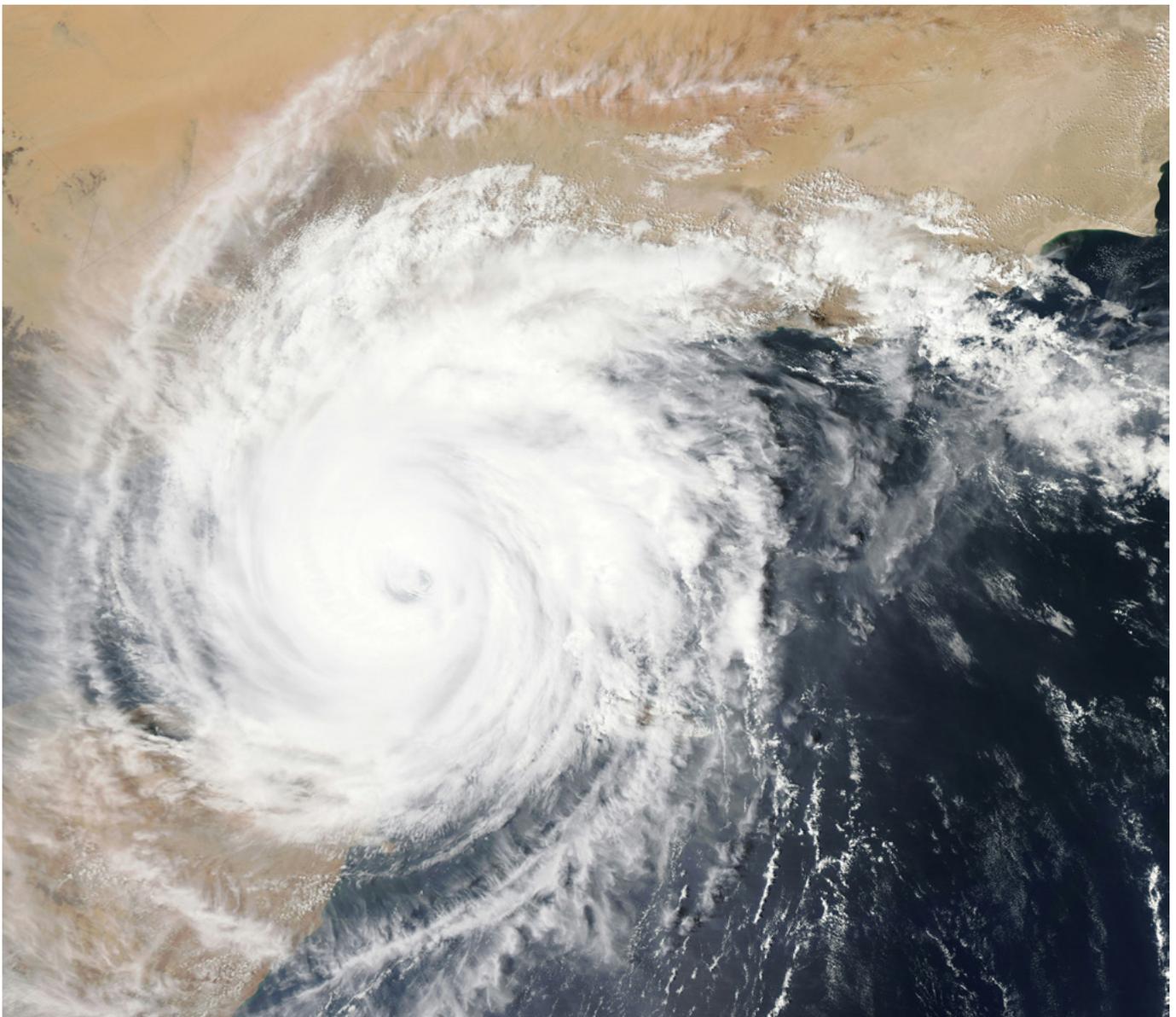
5. Schlussfolgerungen

ILS und insbesondere Cat Bonds können eine wichtige Rolle in den Portfolios institutioneller Investoren spielen, da sie attraktive Renditen bieten und die Diversifikation erheblich verbessern.

Der Klimawandel kann sowohl als Chance als auch als Herausforderung für diese Sub-Asset-Klassen betrachtet werden. Zunehmend schwerwiegende Schadensereignisse erhöhen den Bedarf an Rückversicherungskapital und steigern die Nachfrage nach ILS. Gleichzeitig müssen Risikomodelle an die sich verändernde Umwelt angepasst werden.

Die Übertragung von Katastrophenrisiken auf den Kapitalmarkt stärkt jedoch die Widerstandsfähigkeit der Versicherungsbranche und der Wirtschaft. Sie kann dazu beitragen, stark exponierte Immobilien und Gebiete versicherbarer zu machen und die finanziellen Folgen des Klimawandels abzumildern, wodurch ein starker ESG-Bezug entsteht. Auf der anderen Seite fehlt es Investoren insbesondere in Deutschland an regulatorischer Klarheit, was aus Sicht der Marktteilnehmer die Weiterentwicklung dieser Asset-Klasse verlangsamt.

Der starke Fokus auf sogenannte Peak Perils und Nordamerika bietet zwar den Vorteil einer guten Modellierbarkeit und attraktiver Renditen, erschwert jedoch die Diversifikation innerhalb der Sub-Asset-Klassen. Allerdings entwickelt sich der Markt dynamisch, und die Vielfalt der Risikotypen sowie die geografische Streuung nehmen zu.



6. Danksagungen

Wir möchten den folgenden Branchenexperten für ihre Unterstützung bei dieser Studie danken:

- Tom Beckmerhagen, Principal Lead P&C Underwriter at Hannover Re, Hannover Re
- Thorsten Fromhold, Chief Group Reinsurance Officer, Allianz
- Dr. Jochen Heubischl, Head of Multi Asset, MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH
- Lutz Morjan, Senior Vice President and Senior Client Portfolio Manager, EMEA, Franklin Templeton Investment Management Limited
- Ulrich Müller, Reinsurance Manager and Head of Department, Versicherungskammer Bayern
- Nils Ossenbrink, Managing Partner, Products and Distribution, Twelve Capital
- Stephan Ruoff, Co-Head Schroders Capital Private Debt & Credit Alternatives and Chairman Schroders Capital ILS
- Michael Stahel, Partner, LGT ILS Partners, und Olaf Trenner, Principal, LGT Capital Partners

Autor

Florian Bucher

Consultant Alternative Markets, BAI e.V.
bucher@bvai.de

7. Über uns

Der Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) ist die assetklassen- und produktübergreifende Interessenvertretung für Alternative Investments in Deutschland.

- Wir verbessern den Bekanntheitsgrad alternativer Anlagestrategien und -klassen in der Öffentlichkeit.
- Wir schaffen international wettbewerbsfähige und attraktive Rahmenbedingungen für die Anlage in Alternative Investments.
- Wir vertreten die Interessen der Branche gegenüber Politik und Regulatoren.
- Wir agieren als Katalysator zwischen professionellen deutschen Investoren und anerkannten Anbietern von Alternative Investment-Produkten weltweit.
- Wir fördern die wissenschaftliche Forschung im Bereich der Alternative Investments.
- Der BAI wurde 1997 in Bonn gegründet. Der Kreis der Verbandsmitglieder setzt sich aus allen Bereichen der professionellen Alternative Investment-Branche zusammen. Über 300 nationale und internationale Unternehmen sind derzeit Mitglied im BAI. Ein Verzeichnis unserer Mitglieder finden Sie hier.

Kommende Flagship Events

- [BAI Alternative Investor Conference \(AIC\) Mai 6-8th, 2025, Kap Europa, Frankfurt](#)

Bleiben Sie auf dem Laufenden!

Melden Sie sich für unsere [Newsletter](#) an, um Updates zu den Aktivitäten des BAI und zukünftige Publikationen zu erhalten:

Impressum:

Verantwortlich:
Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)
Poppelsdorfer Allee 106
D-53115 Bonn