

Positionspapier

Zulässigkeit von Katastrophenanleihen **im Rahmen** **des UCITS-Regelwerks.**

1. Einleitung: Die strategische Rolle von CAT Bonds in den Kapitalmärkten

Katastrophenanleihen („CAT Bonds“) haben sich in den letzten drei Jahrzehnten zu einer ausgereiften, gut funktionierenden und relevanten Anlageklasse innerhalb der globalen Kapitalmärkte entwickelt. Als Teil des breiteren Universums der versicherungsgebundenen Wertpapiere (Insurance-Linked Securities, ILS) erfüllen sie eine Doppelfunktion, die im heutigen wirtschaftlichen Umfeld zunehmend an Bedeutung gewinnt. Einerseits stellen sie dem Versicherungs- und Rückversicherungssektor essenzielle Risikotransferkapazitäten zur Verfügung, indem sie die Verbriefung und Verteilung von Katastrophenrisiken ermöglichen. Andererseits bieten sie Investoren Zugang zu einer eigenständigen und wertvollen Quelle nicht-traditioneller Risikoprämien, die weitgehend unkorreliert mit den traditionellen Finanzmärkten ist.

Diese Doppelfunktion ist vor dem Hintergrund struktureller globaler Entwicklungen besonders relevant geworden. Die zunehmende Häufigkeit und Intensität von Naturkatastrophen, bedingt durch den Klimawandel und die Urbanisierung, hat zu einem stetigen Anstieg der wirtschaftlichen Verluste geführt, während gleichzeitig die Lücke zwischen versicherten und nicht versicherten Schäden weiter wächst. Traditionelle Rückversicherungsmärkte stoßen zunehmend an ihre Grenzen, diese Risiken allein zu tragen. In diesem Kontext spielen CAT Bonds eine entscheidende Rolle bei der Mobilisierung privaten Kapitals zur Ergänzung bestehender Versicherungskapazitäten und tragen so zur Stärkung der systemischen Resilienz im Finanz- und Versicherungssektor bei. Entsprechend setzen sich die Europäische Zentralbank (EZB), die International Association of Insurance Supervisors (IAIS), die Weltbankgruppe (WBG), die G20-Finanzminister und Zentralbankgouverneure (FMCBG) sowie die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) intensiv für deren Förderung ein.

Innerhalb der Europäischen Union sind CAT Bonds zudem für Privatanleger vor allem über regulierte UCITS-Fondsstrukturen zugänglich geworden. Dies ermöglicht es Privatanlegern, von Diversifikationsmöglichkeiten zu profitieren, die ihnen sonst nicht offenstünden, während gleichzeitig sichergestellt wird, dass die Anlagen in einen streng regulierten und überwachten Rahmen eingebettet sind. Somit tragen CAT Bonds nicht nur zur Effizienz von Portfolios bei, sondern auch zu übergeordneten politischen Zielen wie finanzieller Inklusion, der Vertiefung der Kapitalmärkte und der Mobilisierung privater Ersparnisse.

2. Technische Stellungnahme der ESMA und regulatorische Auswirkungen

Vor diesem Hintergrund wirft die jüngste technische Stellungnahme der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) vom 26. Juni 2025 im Rahmen der Überprüfung der UCITS-

Eligible-Assets-Richtlinie erhebliche Bedenken auf. Die ESMA äußert eine kritische Haltung gegenüber CAT Bonds und schlägt vor, dass diese künftig nicht mehr als geeignete zulässige Vermögenswerte für UCITS betrachtet werden sollten. Stattdessen ordnet die ESMA CAT Bonds konzeptionell alternativen Investments zu und empfiehlt, sie auf den Rahmen alternativer Investmentfonds (AIF) zu beschränken.

Während die ESMA ihre Position mit Aspekten des Anlegerschutzes und der Wahrung des UCITS-Labels begründet, zeigt dieses Positionspapier auf, dass eine derartige Empfehlung nicht durch ausreichende Evidenz gestützt wird, in ihren Auswirkungen unverhältnismäßig ist und die Erreichung zentraler politischer Ziele der Europäischen Union, einschließlich derjenigen der Savings and Investments Union (SIU), gefährden könnte.

3. Konzeptuelle Grundlage der ESMA-Position

Die Position der ESMA scheint auf der Annahme zu beruhen, dass CAT Bonds nicht vollständig mit den konzeptionellen Grundlagen des UCITS-Rahmens vereinbar sind. Insbesondere werden Bedenken hinsichtlich ihrer ereignisabhängigen Auszahlungsstruktur, ihrer Abhängigkeit von Katastrophenrisikomodellen und ihrer wahrgenommenen Nähe zu Versicherungsprodukten anstelle traditioneller übertragbarer Wertpapiere geäußert.

Darüber hinaus betont die ESMA die Notwendigkeit, die Klarheit und Integrität des UCITS-Labels zu bewahren, das als Regime für transparente und liquide Anlagen für Privatanleger konzipiert ist. Diese Bedenken verdienen sorgfältige Beachtung. Sie rechtfertigen jedoch keinen kategorischen Ausschluss von CAT Bonds aus dem UCITS-Rahmen.

4. Formalistische Regulierung versus wirtschaftliche Substanz

Grundsätzlich betrachtet spiegelt der Ansatz der ESMA ein breiteres regulatorisches Paradigma wider, in dem Finanzinstrumente überwiegend anhand formaler Klassifikationskriterien bewertet werden, wie etwa Rechtsform, zugrunde liegende Referenzgrößen oder die wahrgenommene Nähe zu etablierten Anlagekategorien. Anstatt sich auf diese formalen Merkmale zu konzentrieren, wäre eine angemessenere Bewertung die Betrachtung ihrer tatsächlichen wirtschaftlichen Risikoeigenschaften und ihres Beitrags zu den Portfolioergebnissen.

Dieser zunehmend formalistische Ansatz stellt eine Abkehr von einem risikobasierten Verständnis der Finanzregulierung dar. Statt zu fragen, ob ein bestimmtes Instrument adäquat gehandhabt, verstanden und in einen regulierten Anlagekontext integriert werden kann, wird die Analyse auf die Frage reduziert, ob es in vordefinierte konzeptionelle Kategorien passt. Im Fall von CAT Bonds führt dies dazu, dass ihre Einordnung als Instrumente, die mit Versicherungsrisiken verbunden sind, eine substanzielle Bewertung ihrer Transparenz, ihres Risikoprofils, ihres Marktverhaltens und ihrer empirischen Erfolgsbilanz überlagert.

Ein solcher „Form-vor-Substanz“-Ansatz birgt das Risiko, das tatsächliche Risikoprofil innovativer Finanzinstrumente systematisch falsch darzustellen. CAT Bonds weisen beispielsweise eine klar

definierte, modellbasierte Risikostruktur mit transparenten Auslösemechanismen und begrenzten Expositionspfaden auf. Ihre Risikotreiber sind relativ eng gefasst und genau spezifiziert, oft sogar präziser als die traditioneller Anlageklassen wie Aktien oder Unternehmensanleihen, die von einer Vielzahl makroökonomischer, verhaltensbedingter und unternehmensspezifischer Faktoren beeinflusst werden. Dennoch werden unter einem klassifikationsgetriebenen Rahmen diese substantiellen Unterschiede formalen Unterscheidungen untergeordnet, was zu regulatorischen Ergebnissen führen kann, die die zugrunde liegende wirtschaftliche Realität nicht korrekt widerspiegeln.

Eine weitere Konsequenz dieses Ansatzes ist die Vernachlässigung des Portfolio-Kontexts, in dem Finanzinstrumente gehalten werden. Der Anlegerschutz im UCITS-Rahmen basiert grundlegend auf den Prinzipien der Diversifikation und Risikokonsolidierung. Wenn Instrumente jedoch isoliert bewertet werden, ohne ihre Korrelation zu anderen Anlagen und ihren Beitrag zum Gesamtportfoliorisiko zu berücksichtigen, können regulatorische Entscheidungen vom tatsächlichen Risiko der Anleger entkoppelt sein. Im Fall von CAT Bonds bedeutet ihre geringe Korrelation mit traditionellen Anlageklassen, dass sie die Portfoliovolatilität erheblich reduzieren und die risikoadjustierte Rendite verbessern können. Die Ignorierung dieses Effekts führt zu einem paradoxen Ergebnis: Instrumente, die die Resilienz eines Portfolios erhöhen, werden ausgeschlossen, während stärker korrelierte und potenziell destabilisierendere Anlagen weiterhin zulässig bleiben.

Darüber hinaus kann ein formalistischer Regulierungsansatz interne Inkonsistenzen innerhalb des regulatorischen Rahmens erzeugen. Werden CAT Bonds aufgrund ihrer Verbindung zu Versicherungsrisiken ausgeschlossen, stellt sich die Frage, warum Aktien von Rückversicherungsunternehmen – deren Bilanzen denselben zugrunde liegenden Risiken direkt ausgesetzt sind – weiterhin vollständig UCITS-gesegnet bleiben. Dies deutet darauf hin, dass ähnliche wirtschaftliche Expositionen unterschiedlich behandelt werden, abhängig von ihrer rechtlichen Verpackung, und nicht anhand ihrer tatsächlichen Risikoeigenschaften. Solche Inkonsistenzen untergraben die Kohärenz und Glaubwürdigkeit des regulatorischen Rahmens.

Schließlich besteht die Gefahr, dass dieses Paradigma regulatorische Ergebnisse hervorbringt, die weder wirtschaftlich gerechtfertigt noch mit den erklärten Zielen des Anlegerschutzes vereinbar sind. Indem der Zugang zu Instrumenten, die Diversifikation und Resilienz bieten, eingeschränkt wird, während gleichzeitig weiterhin Engagements in stärker systemisch korrelierten und volatileren Anlagen möglich sind, kann die Regulierung unbeabsichtigt das Anlegerrisiko erhöhen, statt es zu reduzieren. Gleichzeitig wird die Anlegerauswahl eingeschränkt, die Kapitalallokation verzerrt und finanzielle Innovation gehemmt.

Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen gibt es starke Argumente für eine Neuausrichtung des regulatorischen Ansatzes hin zu einem stärker substanz- und risikoorientierten Rahmen. Ein solcher Ansatz würde die messbaren Risikoeigenschaften von Finanzinstrumenten, ihre Transparenz und ihre Rolle innerhalb diversifizierter Portfolios in den Mittelpunkt stellen, anstatt sich auf starre kategoriale Unterscheidungen zu stützen. Dies würde nicht nur die regulatorische Konsistenz verbessern, sondern auch die Finanzregulierung besser mit ihrem letztendlichen Ziel in Einklang bringen: dem effektiven Schutz der Anleger in einem dynamischen und sich wandelnden Marktumfeld, das zudem durch erhebliche Systemrisiken geprägt ist.

5. Rechtliche und wirtschaftliche Natur von CAT Bonds

Eine genauere Bewertung von CAT Bonds muss bei ihren rechtlichen und wirtschaftlichen Merkmalen ansetzen. In mehreren Rechtsordnungen werden CAT Bonds ausdrücklich als Schuldinstrumente klassifiziert und als übertragbare Wertpapiere behandelt. Wirtschaftlich ähneln sie bedingten Unternehmensanleihen, mit dem entscheidenden Unterschied, dass das traditionelle Kreditrisiko durch einen klar definierten Katastrophenauslöser ersetzt wird.

Dieses strukturelle Merkmal macht sie nicht unvereinbar mit UCITS; vielmehr stellt es eine alternative, aber kohärente Form des Risikotransfers dar. Selbst wenn eine derivative Komponente angenommen wird, würde eine zweckorientierte Interpretation des UCITS-Rahmens es ermöglichen, dass das zugrunde liegende Versicherungsrisiko als zulässiges Underlying anerkannt wird – insbesondere da CAT Bonds typischerweise in regulierten Rückversicherungsstrukturen eingebettet und vollständig mit hochwertigen Vermögenswerten besichert sind.

Vor diesem Hintergrund erscheint der Ausschluss von CAT Bonds, während gleichzeitig Investitionen in Aktien von Rückversicherungsunternehmen weiterhin erlaubt sind, inkonsistent und nur schwer mit einem Substanz-vor-Form-Ansatz der Regulierung zu vereinbaren.

6. Historische Entwicklung und nachgewiesene UCITS-Kompatibilität

Die historische Entwicklung des CAT Bond-Marktes untergräbt das Argument für einen Ausschluss zusätzlich. Seit ihrem Aufkommen in den 1990er-Jahren haben CAT Bonds eine erhebliche Standardisierung und Institutionalisierung erfahren. Sie werden über etablierte Strukturen emittiert, profitieren von fortschrittlichen Modellierungsrahmen, werden in regulierten Marktumgebungen gehandelt und im Rückversicherungsprogramm des Versicherers einer regulatorischen Betrachtung unterzogen.

Wesentlich ist, dass CAT Bonds seit mehr als einem Jahrzehnt erfolgreich in das UCITS-Ökosystem integriert sind. Seit etwa 2010 werden CAT Bond-Strategien innerhalb UCITS-konformer Fondsstrukturen angeboten, ohne dass es Hinweise auf systemische Probleme beim Anlegerschutz gibt. Heute machen UCITS CAT Bond-Fonds etwa 30% des ausstehenden globalen CAT Bond-Marktes aus, was sowohl regulatorische Akzeptanz als auch operative Umsetzbarkeit innerhalb dieses Rahmens belegt. Diese langjährig bewährte und gut funktionierende Praxis widerspricht direkt der Vorstellung, dass CAT Bonds konzeptionell mit UCITS unvereinbar seien.

7. Diversifikationsvorteile und die Bedeutung des Portfoliokontexts

Aus Anlegersicht bieten CAT Bonds einen einzigartigen Diversifikationsvorteil, der sowohl theoretisch fundiert als auch empirisch belegt ist. Ihr Risiko-Rendite-Profil wird in erster Linie durch das Auftreten von Naturkatastrophen bestimmt und nicht durch traditionelle Faktoren der Finanzmärkte wie Zinssätze, Credit Spreads oder die Entwicklung des Aktienmarktes.

Folglich weisen CAT Bonds historisch eine geringe Korrelation mit konventionellen Anlageklassen auf. Noch wichtiger ist, dass ihr Beitrag zur Portfoliokonstruktion nur in einem ganzheitlichen Kontext angemessen verstanden werden kann. Eine isolierte Bewertung von CAT Bonds ignoriert das grundlegende Prinzip der modernen Portfoliotheorie, wonach Risiko auf Portfolioebene und nicht auf Instrumentenebene bewertet werden muss. In der Praxis haben CAT Bonds kontinuierlich gezeigt, dass sie das Gesamtrisiko eines Portfolios reduzieren und die risikoadjustierte Rendite verbessern können, vor allem auch während Phasen stark ausgeprägten Finanzmarktstresses.

8. Liquidität und Marktverhalten unter Stressbedingungen

Bedenken hinsichtlich Liquidität und Marktfunktionsweise erfordern ebenfalls eine differenziertere Bewertung. Zwar werden CAT Bonds manchmal als vergleichsweise illiquide charakterisiert, doch empirische Befunde seit der 90er Jahre deuten darauf hin, dass der Markt ein stabiles und resilientes Liquiditätsprofil aufweist. Anders als traditionelle Finanzmärkte werden CAT Bond-Märkte nicht durch kontinuierliche Nachrichtenflüsse oder makroökonomische Erwartungen getrieben.

Daher sind sie weniger anfällig für plötzliche Liquiditätsschocks oder panikgetriebene Verkäufe. Selbst im Falle größerer Katastrophenereignisse oder globaler Finanzkrisen gibt es keine Hinweise auf systemische Liquiditätsengpässe oder unkontrolliertes Marktverhalten. Dies steht im Gegensatz zu mehreren UCITS-geeigneten Anlageklassen, die unter Stressbedingungen historisch signifikante Liquiditätsstörungen erfahren haben (Mehr dazu unter dem Link «[Liquidität](#)»).

Wesentliche Liquiditätsengpässe traten im CAT Bond-Markt seit seiner Einführung weder infolge von Finanzmarktverwerfungen noch durch Naturkatastrophen auf. Die Natur des auf Langfristigkeit ausgerichteten Geschäftsmodells des Rückversicherns, mit ihrem Buy-and-hold-Charakter und der signifikanten strukturellen Liquidität hat einen entscheidenden Einfluss auf die positiven Liquiditätseigenschaften, die so im Kapitalmarkt nicht vorhanden sind.

9. Überdenken des Komplexitätsarguments

Das Argument, dass CAT Bonds für Privatanleger übermäßig komplex seien, sollte ebenfalls neu bewertet werden. Zwar enthalten sie spezialisierte Elemente wie Auslösemechanismen und Zweckgesellschaften, doch ihr Kernrisikoprofil ist in vielerlei Hinsicht transparenter als das traditioneller Finanzinstrumente, die sich nicht selten durch komplexe Konzernstrukturen, Bilanz- und Betrugsproblemen oder hohe Intransparenz auszeichnen, die immer wieder Anlegerschutzprobleme provozieren wie in den Fällen von Enron, Parmalat, Olympus, Bre-X Minerals, Wirecard, etc.

Der primäre Risikotreiber eines CAT Bonds ist das Eintreten oder Nicht-Eintreten eines klar definierten Ereignisses. Im Gegensatz dazu sind Aktien und Unternehmensanleihen zahlreichen miteinander verknüpften und oft undurchsichtigen Risikofaktoren ausgesetzt, darunter makroökonomische Entwicklungen, Fragen der Unternehmensführung und Marktstimmungen oder der Geopolitik. Aus dieser Perspektive können CAT Bonds als Instrumente betrachtet werden, die eine vergleichsweise klare und gut definierte Risikoexposition bieten.

10. Anlegerschutz und effektiver Marktzugang

In diesem Zusammenhang bedarf das von der ESMA vorgebrachte Argument des Anlegerschutzes einer sorgfältigen Neubewertung. Der UCITS-Rahmen gilt weltweit als eines der robustesten Systeme zum Schutz von Anlegern, geprägt durch strenge Anforderungen an Diversifikation, Liquiditätsmanagement, Bewertung, Governance und Transparenz. Diese Schutzmechanismen sind gezielt darauf ausgelegt, Privatanlegern den Zugang zu einem breiten Spektrum von Anlagestrategien innerhalb eines kontrollierten und beaufsichtigten Umfelds zu ermöglichen. Für spezialisierte Anlageklassen wie CAT Bonds bietet die UCITS-Struktur damit vermutlich den am besten geeigneten Zugangskanal.

Im Gegensatz dazu würde eine ausschließliche Verlagerung von CAT Bonds in den AIF-Rahmen in der Praxis zu einer erheblichen Einschränkung des Zugangs für Privatanleger führen. Zwar schlägt die ESMA vor, dass ein indirekter Zugang weiterhin möglich sein könnte, doch die praktischen Konsequenzen sind deutlich restriktiver. Privatanleger wären effektiv gezwungen, über Multi-Asset-Fonds mit begrenzten Allokationen in CAT Bonds zu investieren und verlieren somit die Möglichkeit, CAT Bonds gezielt als Diversifikationsinstrument einzusetzen. Dies stellt nicht lediglich eine Änderung des Vertriebskanals dar, sondern eine wesentliche Verschlechterung der Qualität und Effektivität der Portfoliokonstruktion für Privatanleger.

11. Verhältnismäßigkeit, Rechtssicherheit und regulatorische Konsistenz

Der Entzug der UCITS-Zulässigkeit für eine etablierte und weit verbreitete Anlageklasse würde einen weitreichenden Eingriff darstellen und wäre unseres Wissens ein beispielloser Schritt in der europäischen Fondsregulierung. Eine solche Maßnahme würde die Rechtssicherheit, die regulatorische Vorhersehbarkeit sowie das Vertrauen der Anleger in die Stabilität des europäischen Rahmens untergraben. Diese Bedenken werden zusätzlich verstärkt, wenn man das begrenzte Ausmaß des Problems berücksichtigt, das mit der vorgeschlagenen Maßnahme adressiert werden soll. Aus Sicht der Verhältnismäßigkeit ist es schwer zu rechtfertigen, eine gesamte Anlageklasse strukturell auszuschließen, wenn das zugrunde liegende Anlegerrisiko sowohl begrenzt ist als auch durch bestehende Vertriebsstrukturen abgedeckt wird.

Der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit verlangt, dass regulatorische Eingriffe geeignet, erforderlich und angemessen im Verhältnis zu den Risiken sind, die sie adressieren sollen. Im vorliegenden Fall gibt es keine überzeugenden empirischen Belege dafür, dass CAT Bond-Exposures innerhalb von UCITS zu systematischen Anlegernachteilen, Marktstörungen oder aufsichtsrechtlichen Bedenken geführt haben. Im Gegenteil deutet die bisherige Erfahrung darauf hin, dass CAT Bonds innerhalb von UCITS-Strukturen stabil und geordnet funktioniert haben, gestützt durch professionelles Portfoliomanagement, robuste Risikokontrollen und etablierte Vertriebswege.

Wichtig ist zudem, dass Schätzungen zufolge weniger als 1% der Privatanleger direkt und ohne professionelle Beratung in UCITS CAT Bond-Fonds investieren, sodass der überwiegende Teil des Retail-Exposures bereits durch regulierte Finanzinstitute vermittelt wird. Vor diesem Hintergrund

erscheint ein kategorischer Ausschluss weder erforderlich noch verhältnismäßig, da er auf ein Risiko abzielt, das in der Praxis bereits wirksam begrenzt wird, während er zugleich erhebliche Kosten für den Marktzugang und die Anlegerwahlfreiheit verursacht.

In Abwesenheit nachgewiesener Beanstandungen stellt ein kategorischer Ausschluss die restriktivste regulatorische Option dar und erfüllt damit nicht den Erforderlichkeitstest. Weniger einschneidende und gezieltere Maßnahmen – wie verstärkte Offenlegungspflichten, verschärfte Risikomanagementstandards oder klarere Vorgaben zur Portfoliokonstruktion – stünden zur Verfügung, um verbleibende Bedenken zu adressieren, ohne den Zugang vollständig zu unterbinden. Ein pauschaler Ausschluss hingegen ignoriert das Prinzip der regulatorischen Kalibrierung und riskiert, unverhältnismäßige Kosten für Anleger und Marktteilnehmer zu verursachen.

Darüber hinaus wirft der vorgeschlagene Ansatz Fragen der regulatorischen Konsistenz auf. Wie oben bereits erwähnt, bleiben vergleichbare oder sogar risikoreichere Exponierungen innerhalb des UCITS-Rahmens zulässig, einschließlich Investitionen in Aktien von Rückversicherungsunternehmen oder anderen zyklischen und volatilen Anlageklassen. Diese Instrumente unterliegen komplexen und oft undurchsichtigen Risikotreibern, werden jedoch nicht einem ähnlichen Ausschluss unterzogen. Im Gegensatz dazu würden CAT Bonds, deren Risikoprofil klar definiert, modellbasiert und historisch stabil ist, aus dem zulässigen Anlageuniversum entfernt. Diese Asymmetrie deutet darauf hin, dass die regulatorische Bewertung eher durch formale Klassifikation als durch eine konsistente Risikobewertung gesteuert wird.

Schließlich sollte die Verhältnismäßigkeitsbewertung auch die breiteren wirtschaftlichen und strukturellen Auswirkungen der vorgeschlagenen Maßnahme berücksichtigen. Durch die Einschränkung des Zugangs zu CAT Bonds würde die Regulierung nicht nur einzelne Anleger betreffen, sondern auch weitreichende Auswirkungen auf Kapitalallokation, Marktentwicklung und Risikoverteilung haben. Insbesondere würde sie die Möglichkeit von Privatanlegern einschränken, an einer diversifizierenden Anlageklasse teilzunehmen, und könnte den Kapitalfluss in Märkte verringern, die eine zentrale Rolle bei der Unterstützung der Versicherungskapazität und der finanziellen Resilienz spielen.

12. Zugang der Anleger, Konsistenz und Gleichbehandlung

Aufbauend auf den angesprochenen Verhältnismäßigkeitsbedenken wirft der vorgeschlagene Ansatz auch weitergehende Fragen hinsichtlich des Anlegerzugangs sowie der Konsistenz und Kohärenz der regulatorischen Behandlung über verschiedene Anlageklassen hinweg auf. Nach dem aktuellen EU-Regelungsrahmen ist es Privatanlegern gestattet, direkt in Aktien zu investieren, einschließlich hochvolatiler und komplexer Wertpapiere, sofern die entsprechenden Offenlegungs- und Eignungsanforderungen erfüllt sind. Diese Instrumente unterliegen häufig einer Vielzahl miteinander verknüpfter und schwer einzuschätzender Risiken. Im Gegensatz dazu sind CAT Bonds für Privatanleger nicht direkt zugänglich und können nur über professionell verwaltete und regulierte Fondsstrukturen erworben werden.

Wenn der Zugang zu CAT Bonds auf Ebene der UCITS weiter eingeschränkt würde, wären Privatanleger in der Praxis faktisch vollständig von dieser Anlageklasse ausgeschlossen. Die verbleibenden Zugangsmöglichkeiten beschränkten sich auf indirekte und verwässerte Exposures über Multi-Asset-Fonds, die typischerweise strengen Allokationsobergrenzen unterliegen. Dies würde nicht lediglich eine regulatorische Anpassung darstellen, sondern eine substantielle Einschränkung der Möglichkeit für Privatanleger, an einem eigenständigen und diversifizierenden Segment des Kapitalmarkts teilzunehmen.

Dies wirft weitergehende Fragen der Konsistenz und Gleichbehandlung auf. Es ist nicht unmittelbar ersichtlich, warum Privatanleger direkt traditionellen Marktrisiken ausgesetzt werden dürfen, ihnen gleichzeitig aber der Zugang (über regulierte und professionell verwaltete Strukturen) zu einer Anlageklasse verwehrt wird, die nachweislich Diversifikationsvorteile und ein stabiles Marktverhalten aufweist. Eine derartige Asymmetrie kann Zweifel an der Kohärenz des regulatorischen Rahmens aufwerfen und langfristig rechtlichen und interpretativen Herausforderungen aussetzen.

Diese Überlegungen sind besonders im Hinblick auf den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit relevant. Wie oben bereits ausgeführt, investieren weniger als 1 % der Privatanleger direkt in UCITS-CAT Bond-Fonds ohne professionelle Beratung, sodass der überwiegende Teil des Retail-Exposures bereits durch regulierte Intermediäre vermittelt wird. Vor diesem Hintergrund erscheint eine Maßnahme, die Privatanleger effektiv vollständig von der Anlageklasse ausschließt, schwer mit einem risikobasierten und verhältnismäßigen regulatorischen Ansatz vereinbar.

In einem weiteren Sinne birgt die vorgeschlagene Einschränkung das Risiko, zusätzliche rechtliche und regulatorische Unsicherheiten einzuführen – und das zu einem Zeitpunkt, an dem die Europäische Union aktiv bestrebt ist, die Anlegerbeteiligung und das Vertrauen in die Kapitalmärkte zu stärken. Es stellt sich daher die Frage, ob eine solche Unsicherheit gerechtfertigt ist, insbesondere in einem Fall, in dem die zugrunde liegenden Risiken begrenzt, von professionellen Beratern gut verstanden und innerhalb bestehender Rahmenwerke wirksam gesteuert sind.

13. Auswirkungen auf die europäischen Kapitalmärkte und Wettbewerbsfähigkeit

Diese Einschränkungen des Anlegerzugangs haben auch weiterreichende Auswirkungen auf den europäischen Kapitalmarkt. Ein restriktiver Umgang mit CAT Bonds würde nicht nur die Investitionsmöglichkeiten für Privatanleger verringern, sondern auch die Produktinnovation einschränken und Kapital sowie Expertise in andere Rechtsordnungen abziehen. Länder wie das Vereinigte Königreich, Singapur und Hongkong positionieren sich aktiv, um ihre Präsenz im CAT Bond-Markt auszubauen. Eine regulatorische Haltung, die die Entwicklung und den Vertrieb solcher Strategien innerhalb der EU behindert, würde die Wettbewerbsfähigkeit Europas in einem strategisch wichtigen und wachsenden Segment der Finanzindustrie schwächen.

Über diese unmittelbaren Effekte hinaus hätte die vorgeschlagene Einschränkung auch längerfristige strukturelle Konsequenzen für das europäische Finanzökosystem. Indem die Rolle von UCITS als Zugangskanal für innovative und diversifizierende Anlageklassen begrenzt wird, riskiert die EU, die Bandbreite an verfügbaren Anlagelösungen für private Haushalte einzuschränken und die Effizienz der Kapitalallokation in der gesamten Volkswirtschaft zu reduzieren. Insbesondere könnte

die Einschränkung des Zugangs zu CAT Bonds die Fähigkeit der europäischen Kapitalmärkte verringern, private Ersparnisse in wirtschaftlich relevante Bereiche zu lenken, wie etwa Risikotransfermechanismen, die die Resilienz des Versicherungssektors und der Gesamtwirtschaft angesichts zunehmender klimabedingter Risiken unterstützen.

Gleichzeitig könnte regulatorische Fragmentierung Asset Manager und Marktteilnehmer dazu veranlassen, solche Strategien außerhalb der EU zu entwickeln und zu domizieren, wodurch Europas Position als globaler Hub für Asset Management und finanzielle Innovation geschwächt würde. Es ist unbestritten, dass gerade die UCITS-Regulierung eher zum Erfolg von CAT Bonds beigetragen hat, als dass sie eine Bedrohung für den Privatanleger darstellt. In diesem Sinne würde der vorgeschlagene Ansatz nicht nur die aktuelle Marktaktivität einschränken, sondern auch die langfristige Entwicklung, Tiefe und strategische Autonomie der europäischen Kapitalmärkte untergraben.

14. Inkonsistenz mit der Savings and Investments Union (SIU)

Am wichtigsten ist, dass die Empfehlung der ESMA offenbar grundlegend im Widerspruch zu den Zielen der Savings and Investments Union der Europäischen Kommission steht. Diese Initiative zielt darauf ab, die Beteiligung von Privatanlegern an den Kapitalmärkten zu erhöhen, den Zugang zu Anlagemöglichkeiten zu erweitern und die Allokation privater Ersparnisse zu verbessern.

Gleichzeitig fördert die EU aktiv den Zugang zu komplexen und weniger liquiden Anlageklassen (wie Private Equity oder Infrastrukturinvestitionen) durch Rahmenwerke wie ELTIF. In diesem Kontext schafft die Einschränkung des Zugangs zu CAT Bonds eine klare Inkonsistenz in der Regulierungspolitik und droht, die Glaubwürdigkeit der umfassenderen Kapitalmarktagenda zu untergraben.

15. Ein ausgewogener und zukunftsorientierter regulatorischer Ansatz

Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen ist ein ausgewogenerer und konstruktiver regulatorischer Ansatz geboten. Anstatt CAT Bonds aus dem UCITS-Rahmen auszuschließen, sollte die Europäische Kommission den Fokus darauflegen, deren Zulässigkeit innerhalb des bestehenden Rechtsrahmens klarzustellen. Ein solcher Ansatz wäre im Einklang mit den Grundsätzen der Verhältnismäßigkeit, der evidenzbasierten Regulierung und der technologischen Neutralität, die der europäischen Regulierung zugrunde liegen.

Praktisch würde dies vor allem eine größere Klarheit hinsichtlich der Klassifikation und Zulässigkeit von CAT Bonds im Rahmen der UCITS-Eligible-Assets-Regelung erfordern. Klare und konsistente Leitlinien – sei es durch gesetzliche Klarstellungen oder interpretative Maßnahmen – würden die Rechtssicherheit erhöhen und eine einheitliche Anwendung in den Mitgliedstaaten sicherstellen. Dies würde die Kernquelle regulatorischer Divergenzen adressieren, ohne unnötige Komplexität oder zusätzliche regulatorische Belastungen einzuführen.

Soweit angemessen, bieten bestehende regulatorische Instrumente im UCITS-Rahmen, wie Offenlegungspflichten, Portfoliodiversifikationsregeln und Risikomanagementpflichten, bereits ro-

buste und erprobte Mechanismen, um potenzielle Risiken im Zusammenhang mit CAT Bond-Exponierungen zu adressieren. Diese Instrumente haben sich in der Praxis als wirksam erwiesen und erfordern keine grundlegende Neukalibrierung, um diese Anlageklasse einzubeziehen.

Eine gezielte Klarstellung der Zulässigkeit würde das gewünschte regulatorische Ziel erreichen – die Gewährleistung von Rechtssicherheit und Anlegerschutz – ohne die unbeabsichtigten Folgen eines pauschalen Ausschlusses. Gleichzeitig würde sie ein Signal senden, dass die Europäische Union weiterhin einen pragmatischen und innovationsfreundlichen regulatorischen Ansatz verfolgt, der die Integration gut funktionierender Anlageklassen in bestehende Rahmen ermöglicht.

16. Fazit

CAT Bonds stellen eine ausgereifte, gut verstandene und wirtschaftlich wertvolle Anlageklasse dar, die über einen längeren Zeitraum erfolgreich in den UCITS-Rahmen integriert wurde. Ihr Ausschluss ist weder durch empirische Belege gerechtfertigt noch im Einklang mit den Prinzipien der Verhältnismäßigkeit, regulatorischen Kohärenz oder der Stärkung von Anlegerrechten, die der europäischen Finanzregulierung zugrunde liegen. Im Gegenteil würde eine derartige Maßnahme den Zugang von Privatanlegern zu einer eigenständigen und diversifizierenden Quelle von Risikoprämien einschränken, obwohl der Zugang bereits weitgehend über regulierte Kanäle vermittelt, bereits seit 2010 Privatanlegern zur Verfügung stehen und durch etablierte Anlegerschutzmaßnahmen abgesichert ist.

Über die unmittelbaren Auswirkungen auf Anleger hinaus würde ein kategorischer Ausschluss die Kapitalmärkte Europas schwächen, indem er die Produktinnovation einschränkt, die Vielfalt verfügbarer Anlagelösungen reduziert und potenziell Kapital sowie Expertise in wirtschaftsfreundlichere Rechtsordnungen lenkt. Damit würde nicht nur die Rolle von UCITS als weltweit anerkanntes und anpassungsfähiges Anlagevehikel geschwächt, sondern auch das Vertrauen in die Stabilität und Vorhersehbarkeit des europäischen Regulierungssystems gefährdet.

Darüber hinaus stünde der vorgeschlagene Ansatz in klarem Widerspruch zu den Zielen der Union für Sparen und Investieren, die darauf abzielt, die Beteiligung von Privatanlegern an den Kapitalmärkten zu erweitern und die Mobilisierung privater Ersparnisse zu stärken. Den Zugang zu einer Anlageklasse einzuschränken, die nachweislich zur Diversifizierung, Resilienz und effizienten Kapitalallokation beiträgt, würde diesen politischen Zielen zuwiderlaufen und Inkohärenzen innerhalb des regulatorischen Gesamtrahmens schaffen.

Ein kategorischer Ausschluss von CAT Bonds aus dem UCITS-Rahmen ist als nicht verhältnismäßig anzusehen. Ein ausgewogenerer, evidenzbasierter und gezielter regulatorischer Ansatz wäre besser mit den Prinzipien der europäischen Finanzregulierung sowie dem Ziel vereinbar, Anleger zu schützen und gleichzeitig effiziente und resiliente Kapitalmärkte zu unterstützen.

Die Europäische Kommission wird daher respektvoll aufgefordert, die Empfehlung der ESMA in ihrer aktuellen Form nicht zu übernehmen. Stattdessen sollte sie einen differenzierten, evidenzbasierten und zukunftsorientierten regulatorischen Ansatz verfolgen, der die Zulässigkeit von CAT Bonds im bestehenden Rahmen klärt, einen angemessenen Anlegerzugang sicherstellt und auf

etablierten regulatorischen Schutzmechanismen aufbaut. Ein solcher Ansatz würde den Anleger-schutz besser mit der Marktentwicklung in Einklang bringen und zugleich das Engagement der Europäischen Union für einen kohärenten, verhältnismäßigen und innovationsfreundlichen Regu-lierungsrahmen stärken.

Zürich im März 2026

Rechtlicher Hinweis: Die in diesem Dokument veröffentlichten Informationen werden ausschliesslich zu Informationszwecken bereitgestellt und stellen weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten, zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes dar. Die veröffentlichten Informationen stellen auch keine Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder sonstige Beratungsfragen dar. Zudem dürfen allein aufgrund dieser Angaben keine Anlage- oder sonstigen Entscheide gefällt werden. Bei Anlageentscheiden wenden Sie sich bitte an eine qualifizierte Fachperson. Die Plenum Investments AG übernimmt keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der in diesem Dokument veröffentlichten Informationen. Der Inhalt dieses Dokuments kann sich jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern. Die zukünftige Performance von Investitionen kann nicht aus der Kursentwicklung der Vergangenheit abgeleitet werden. Der Wert einer Investition kann steigen oder fallen und im Extremfall kann es zum Verlust des eingesetzten Kapitals kommen. Anlagen können hohe Kursschwankungen aufweisen, die die Höhe des angelegten Betrages ausmachen können. Die Erhaltung des investierten Kapitals kann somit nicht garantiert werden. Genaue Informationen über Risiken erhalten Sie von der Plenum Investments AG. Plenum Investments AG übernimmt keine Haftung für Verluste bzw. Schäden (sowohl direkte als auch indirekte und Folgeschäden) irgendwelcher Art, die sich aus der Benutzung dieses Dokuments oder der Verwendung einer unserer anderen Publikationen ergeben könnten. Die Verwertung und Verwendung der publizierten Informationen erfolgen auf eigenes Risiko und auf eigene Gefahr des Benutzers. Zusatzhinweis für Kunden in der EU/EWR: Dieses Dokument ist für professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien. Der Vertrieb in der EU/EWR erfolgt durch die Plenum Investor Services UG (haftungsbeschränkt, Ludwigstr. 14, 83646 Bad Tölz, Deutschland, als

vertraglich gebundener Vermittler i.S.d. Art. 29, 2011/61/EU (MiFID II), im Namen und im Auftrag der Reuss Private Access AG, Industriering 3, 9491 Ruggell, Liechtenstein – eine in Liechtenstein zugelassene und beaufsichtigte Wertpapierfirma gem. MiFID bzw. Vermögensverwaltungsgesellschaft gem. Vermögensverwaltungsgesetz (VVG).