



Captives sind keine Wette auf den Markt – der Markt liefert Preise, nicht die Strukturentscheidung

Captives sind zurück. Zumindest scheint es so. Nach Jahren steigender Prämien, knapper Kapazitäten und spürbarer Unsicherheit im Versicherungsmarkt haben viele Unternehmen das Thema wiederentdeckt. Jetzt, da sich der Markt langsam entspannt, stellt sich jedoch eine unbequeme Frage: War das Interesse an Captives strategisch motiviert oder lediglich eine Reaktion auf einen harten Markt?

Die Antwort ist ernüchternd einfach. In vielen Fällen folgt die Nutzung von Captives genau dem gleichen Muster wie Investitionsentscheidungen an den Kapitalmärkten. Man steigt ein, wenn es wehtut, und verliert das Interesse, sobald es wieder günstiger wird. Nur dass hier nicht mit Aktien gehandelt wird, sondern mit dem eigenen Risikoprofil.

Aus mathematischer Sicht ist dieses Verhalten schwer zu rechtfertigen. Wer Risiken übernimmt, ohne ihre Verteilung, ihre Volatilität und Kapitalbindung zu verstehen, trifft keine fundierte Entscheidung. Er ersetzt einen beobachtbaren Marktpreis durch eine implizite Wette auf die eigene Schadenentwicklung. Das kann gut gehen. Es ist aber nicht steuerbar.

Genau hier trennt sich ein opportunistischer Einsatz von einer strukturierten Nutzung. Eine Captive ist kein Instrument, um kurzfristig Prämien zu sparen. Sie ist

ein Vehikel zur Allokation von Risiko und Kapital. Und wie jede Allokationsentscheidung erfordert sie ein Modell, das die relevanten Größen konsistent erfasst.

Die eigentliche Stärke von Captives liegt darin, sich vom Markt zu entkoppeln. Statt Prämienzyklen zu folgen, ermöglichen sie eine stabile, ökonomisch fundierte Steuerung von Risikokosten. Voraussetzung dafür ist jedoch, dass Risiko nicht als abstrakte Größe, sondern als quantifizierbare Verteilung mit klaren Auswirkungen auf Ergebnis und Kapital verstanden wird.

Damit verschiebt sich auch die zentrale Fragestellung. Es geht nicht darum, ob der Markt gerade hart oder weich ist. Entscheidend ist, ob ein Unternehmen in der Lage ist, Risiko systematisch zu messen und daraus konsistente Entscheidungen abzuleiten. Ohne diese Fähigkeit bleibt die Captive ein zyklisches Instrument. Mit ihr wird sie zu einem stabilen Bestandteil der Risikosteuerung.

Ohne Konzept keine Steuerung: Total Cost of Risk (TCOR)

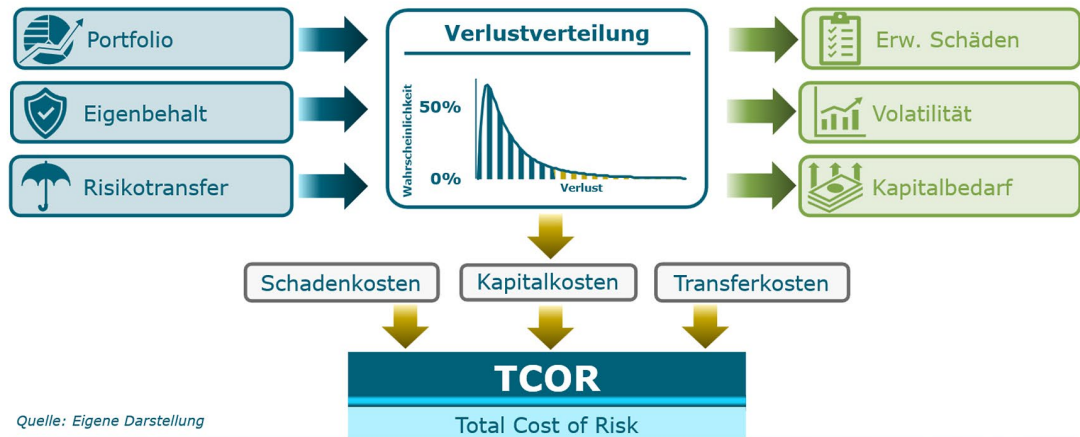
Wenn Captives mehr sein sollen als eine Reaktion auf Marktzyklen, brauchen sie eine belastbare Entscheidungsgrundlage. In der Praxis wird diese jedoch häufig durch den Versicherungsmarkt ersetzt. Prämien dienen als Referenz, und aus deren Höhe wird implizit auf die Vorteilhaftigkeit der Risikoübernahme geschlossen.

Das greift zu kurz. Ein Marktpreis ist keine Risikobewertung, sondern ein Gleichgewicht aus Angebot, Nachfrage und Kapital. Für die Frage, ob ein Risiko im eigenen Unternehmen effizient getragen werden kann, ist er nur eingeschränkt relevant. Wer sich daran orientiert, ersetzt eine ökonomische Analyse durch externe Preisindikatoren.

Das grundlegende Missverständnis liegt jedoch tiefer. Bei Captives geht es nicht nur darum, einem Risiko einen „richtigen Preis“ zuzuordnen. Es geht um die Bewertung eines Systems. Dieses System beschreibt die Verteilung von Risiko zwischen Unternehmen und Markt. Im Kern wird diese Verteilung durch drei Größen bestimmt: den Eigenbehalt, den Risikotransfer und die Struktur des Portfolios.

Total Cost of Risk aus Sicht des Industrieunternehmens

$TCOR = f(\text{Portfolio, Eigenbehalt, Risikotransfer})$



Quelle: Eigene Darstellung

Köln © 2026 Meyerthole Siems Kohlross

Der Eigenbehalt bezeichnet den Teil, der im Unternehmen verbleibt. Er kann direkt in den operativen Einheiten getragen oder über eine Captive gebündelt werden. Der Risikotransfer beschreibt, welcher Teil an den Markt abgegeben wird, insbesondere zur Begrenzung von Extremrisiken. Das Portfolio bestimmt, wie sich einzelne Risiken überlagern und in welchem Maß Diversifikation wirkt.

Diese Größen sind die eigentlichen Steuerungsparameter. Alles andere ergibt sich daraus.

In der praktischen Umsetzung spiegelt sich diese Struktur im Versicherungsprogramm wider. Der Eigenbehalt manifestiert sich in lokalen Selbsthalten, Retentionen oder der Nutzung einer Captive. Der Risikotransfer erfolgt über Versicherungs- und Rückversicherungsdeckungen. Das Portfolio entspricht der Zusammensetzung der versicherten Risiken, etwa über Standorte, Sparten oder Regionen. Das Versicherungsprogramm ist damit nicht Ausgangspunkt, sondern Abbild der zugrunde liegenden Strukturentscheidung.

Genau hier setzt das Konzept des Total Cost of Risk (TCOR) an. TCOR ist keine isolierte Kennzahl, sondern beschreibt

die Gesamtkosten des Risikos aus Sicht des Unternehmens. Formal lässt sich schreiben:

$$TCOR = f(\text{Portfolio, Eigenbehalt, Transfer})$$

Gerade deshalb ist Präzision entscheidend. Der Begriff wird dabei häufig verwendet, aber selten konsistent verstanden. TCOR dient oft als Sammelbegriff für „alle Kosten rund um Risiko“, ohne dass klar ist, wie diese Kosten zusammenhängen. Eine saubere Definition ist jedoch kein semantisches Detail, sondern Voraussetzung für jede belastbare Steuerung.

Die einzelnen Kostenbestandteile entstehen dabei nicht unabhängig voneinander, sondern endogen. Insbesondere ist der Kapitalbedarf Ergebnis der Verlustverteilung, nicht eine frei wählbare Größe. Diese wiederum wird durch Eigenbehalt, Diversifikation im Portfolio und Risikotransfer bestimmt. Kapitalkosten sind somit nicht Input, sondern Konsequenz.

TCOR ist kein statischer Wert, sondern das Ergebnis einer Entscheidung. Änderungen der Struktur wirken unmittelbar auf Schaden, Volatilität und Kapitalbedarf.

Aus mathematischer Sicht ergibt sich daraus ein Optimierungsproblem. Gesucht

ist nicht ein Preis, sondern eine Struktur, die die Gesamtkosten minimiert. Die Entscheidungsvariablen sind Eigenbehalt, Risikotransfer und Portfoliozuschnitt. Nebenbedingungen ergeben sich aus internen Restriktionen wie Kapitalverfügbarkeit, Risikotoleranz und Liquiditätsanforderungen sowie aus externen Faktoren wie Marktbedingungen, regulatorischen Vorgaben und Ratinganforderungen. Insbesondere kann die Verfügbarkeit von Kapazitäten den möglichen Risikotransfer begrenzen.

Die Herausforderung liegt dabei weniger in der Formulierung als in der Struktur des Problems. Die Zusammenhänge sind nicht linear. Eine Reduktion des Risikotransfers führt nicht isoliert zu niedrigeren Gesamtkosten, da sie den Eigenbehalt erhöht und damit den Kapitalbedarf steigen lässt. Umgekehrt hängt die Effizienz eines höheren Eigenbehalts davon ab, in welchem Maß Diversifikation im Portfolio tatsächlich wirkt. Sie kann stabilisierend wirken oder zu einem überproportionalen Anstieg der Volatilität führen.

Damit wird auch klar, warum isolierte Betrachtungen regelmäßig in die Irre führen. Wer einzelne Komponenten optimiert, etwa Prämien oder Versicherungskosten, optimiert im Blindflug. Erst

durch eine konsistente Abbildung des Gesamtsystems entsteht eine belastbare Entscheidungsgrundlage.

Der Anspruch an die Modellierung ist dabei klar umrissen. Es geht nicht um maximale Komplexität, sondern um strukturelle Konsistenz. Die wesentlichen Zusammenhänge zwischen Schadenverteilung, Kapitalbedarf und Risikotransfer müssen korrekt erfasst werden. Nur dann wird der Eigenbehalt zu einem steuerbaren System und damit auch die Captive als dessen organisatorische Ausprägung. Ohne diese Grundlage bleibt sie ein Vehikel, dessen ökonomische Wirkung erst im Nachhinein sichtbar wird.

Einstieg in die Praxis: Modellierung auf Spartenebene

Die Theorie ist klar. Die Praxis beginnt einfacher. Mit einer Sparte.

Risiko manifestiert sich als Verteilung. Wer über Kapitalbedarf, Volatilität oder Risikokosten sprechen will, muss diese Verteilung verstehen. Erwartungswerte sind dabei nur ein erster Schritt. Entscheidend ist die Streuung und insbesondere das Verhalten in den Extrembereichen. Genau dort entsteht der Kapitalbedarf.

Und genau hier beginnt die eigentliche Herausforderung. Modelle brauchen Daten. In der Welt der industriellen Risiken sind sie jedoch oft knapp.

Für eine belastbare Modellierung werden konsistente, ausreichend lange Schadenhistorien benötigt. Idealerweise enthalten sie auch Informationen über seltene, aber relevante Ereignisse. Bei vielen Unternehmen ist diese Datenbasis naturgemäß begrenzt. Die Portfolios sind spezifisch, die Beobachtungszeiträume relativ kurz und Großschäden treten zu selten auf, um statistisch sauber erfasst zu werden.

Das bedeutet jedoch nicht, dass Modellierung unmöglich ist. Es bedeutet lediglich, dass sie anders funktioniert. Empirische Beobachtungen müssen durch strukturelle Annahmen ergänzt werden. Verteilungsannahmen, Tail-Modelle oder externe Informationen treten an die Stelle fehlender Datenpunkte. Modellierung wird damit weniger eine rein statistische Übung, sondern eine Kombination aus Daten und Annahmen.

Der naheliegende Ansatz ist Pooling. Mehr Daten, stabilere Schätzungen. Im Versicherungsmarkt ist dieser Ansatz etabliert. Organisationen wie der GDV stellen

umfangreiche Daten zur Verfügung, die eine robuste statistische Analyse ermöglichen. Für industrielle Risiken fehlt eine vergleichbare Infrastruktur weitgehend-Branchenverbände wie der GVNW könnten hier eine wichtige Rolle spielen, indem sie den Aufbau gemeinsamer Datenpools unterstützen.

Der Vorteil liegt auf der Hand. Mehr Daten erhöhen die Robustheit. Gleichzeitig geht Individualität verloren. Genau hier liegt der Trade-off.

Die Modellierung auf Spartenebene ist damit notwendig, aber nicht ausreichend. Sie liefert die Bausteine. Die eigentliche Frage folgt danach: Was passiert, wenn diese Risiken zusammenkommen?

Vom Einzelrisiko zum Portfolio

Die eigentliche Komplexität beginnt im Portfolio. Risiken wirken nicht isoliert, sondern im Zusammenspiel. Genau dieses Zusammenspiel bestimmt Volatilität, Kapitalbedarf und damit die Gesamtkosten.

Der Übergang von der Sparte zum Portfolio ist dabei kein rein additiver Schritt. Einzelne Schadenverteilungen werden nicht einfach summiert, sondern über eine gemeinsame Struktur verknüpft. Diese



Struktur beschreibt, wie Risiken zusammen auftreten. Und genau hier liegt der eigentliche Kern der Modellierung.

Diversifikation ist in diesem Kontext kein abstraktes Konzept, sondern das Ergebnis dieser Abhängigkeitsstruktur. Wenn Schäden nicht gleichzeitig auftreten, gleichen sich Schwankungen teilweise aus. Das reduziert die Volatilität des Gesamtportfolios und damit den Kapitalbedarf. Entscheidend ist jedoch, dass Diversifikation nicht gegeben ist, sondern modelliert wird.

Diversifikation wirkt nicht stabil. In Extremsituationen treten Schäden häufig gleichzeitig auf. Wird das unterschätzt, wird der Kapitalbedarf systematisch zu niedrig angesetzt.

Eigenbehalt, Diversifikation und Risikotransfer sind untrennbar miteinander verbunden. Diversifikation beschreibt die Struktur des Portfolios, Eigenbehalt bestimmt die Risikoposition innerhalb dieser Struktur und Risikotransfer begrenzt die Extremrisiken.

Ein höherer Eigenbehalt erhöht nicht nur die erwarteten Schäden, sondern verstärkt vor allem die Wirkung der aggregierten Risiken. Ob dies effizient ist, hängt davon ab, wie stark Diversifikation tatsächlich wirkt. Risikotransfer setzt dort an, wo diese Wirkung an ihre Grenzen stößt, und adressiert insbesondere den Extrembereich der Verteilung.

Damit schließt sich der Kreis zum TCOR

Die entscheidende Größe entsteht daher nicht auf Ebene einzelner Sparten, sondern erst im aggregierten Modell.

Wer den Zusammenhang zwischen Risiken nicht explizit beschreibt, bewertet auch die Gesamtkosten nicht korrekt. Genau darin liegt die eigentliche Herausforderung. Nicht in der Existenz von Diversifikation, sondern in ihrer realistischen Abbildung.

Ein praktisches Problem bleibt dabei oft unterschätzt. Der Versicherungsmarkt ist spartenorientiert. Captives sind es nicht.

Erstversicherer bewerten Risiken entlang einzelner Linien mit jeweils eigenen Logiken und Kapazitäten. Diversifikation wird dabei nur begrenzt berücksichtigt, weil sie strukturell nicht Teil dieser Sicht ist. Was im Portfolio zusammenwirkt, wird im Markt fragmentiert behandelt.

Rückversicherer sind hier häufig näher an der ökonomischen Perspektive. Sie denken stärker in aggregierten Risiken und deren Kapitalwirkung.

Für Captives entsteht daraus ein Widerspruch. Intern wird das Portfolio gesteuert, extern erfolgt der Risikotransfer entlang von Sparten. Wird dieser Bruch nicht explizit adressiert, bleibt die Steuerung unvollständig.

Ausblick

Mit der zunehmenden Bedeutung komplexer Risiken wie Cyber oder Klima wird die Orientierung an Marktpreisen schwieriger. Die Unsicherheit in den zugrunde liegenden Schadenverteilungen ist hoch, belastbare Daten sind begrenzt und Abhängigkeiten schwer zu quantifizieren.

Dies spiegelt sich unmittelbar in den Preisen wider. Die Bandbreite angebote-

ner Konditionen nimmt zu, und Bewertungen basieren häufiger auf Expert-Judgement als auf stabiler statistischer Evidenz. Marktpreise verlieren damit weiter an Aussagekraft als Referenzpunkt für Risikokosten.

Gleichzeitig zeigt die Entwicklung neuer Lösungsansätze, dass Versicherbarkeit zunehmend aktiv gestaltet werden muss. Parametrische Deckungen oder kooperative Modelle wie MIRIS sind Beispiele dafür, wie Risiken strukturiert werden, um überhaupt transferierbar zu bleiben.

Regulatorische Anforderungen setzen dabei lediglich den Rahmen. Sie definieren Kapitalanforderungen und Strukturvorgaben, liefern jedoch keine Entscheidungslogik für die ökonomisch sinnvolle Allokation von Risiko.

Für Unternehmen ergibt sich daraus eine klare Konsequenz: Captives dienen nicht der Reaktion auf Marktpreise, sondern der Steuerung der Total Cost of Risk. ■



*Lena Porschen,
Leitende Beraterin,
Meyerthole Siems Kohlruß
Gesellschaft fuer actuarielle Beratung mbH*

Sie haben Feedback für uns?

Schreiben Sie uns: gvnw@gvnw.de