



Drei Kennzahlen legen offen, wer der richtige Partner für die immer wichtigere **private Altersvorsorge** ist

LEBENSVERSICHERUNG
SIEGER IM WETTBEWERB

Stark in allen Bereichen

Wegen der Probleme der gesetzlichen Rente wird private Vorsorge noch wichtiger. Auf welche **Lebensversicherer** Verlass ist, zeigen valide Kennzahlen



Aufgebaute Kräfte richtig einsetzen: Kraftausdauer gilt beim Kanusport als sehr wichtig. Der Sportler darf auf der Langstrecke nicht vorzeitig ermüden

Die Europäische Zentralbank hob 2022/23 die Leitzinsen so schnell wie noch in ihrer Geschichte an und zog auch die Zinsen zehnjähriger Bundesanleihen mit – von minus 0,06 Prozent im Januar 2022 auf 2,85 Prozent im Oktober 2023 (Monatsschnitte). Kursverluste von Anleihen, die mit den Renditesprüngen verbunden waren, brachten viele Lebensversicherer in Bedrängnis. Erklärung: Wenn die Zinsen steigen, werden neue Anleihen mit höheren Zinsen ausgegeben. Bestehende Anleihen mit niedrigeren Zinsen sind dann weniger attraktiv, sodass ihr Marktwert sinkt, um im Vergleich zu den neuen, höher verzinsten Anleihen wettbewerbsfähig zu bleiben.

Lebensversicherer investieren nun je nach Geschäftsmodell über 90 Prozent ihrer Kapitalanlagen in Anleihen. Die Branche häufte bis zu 100 Milliarden Euro an stillen Lasten an. Dieses Thema hat sich etwas beruhigt, zumal sich die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen bei 2,3 Prozent einpendeln. Doch findet sich noch eine Reihe von Lebensversicherern, die mehr als 15 Prozent an stillen Lasten auf ihre Kapitalanlagen verkraften müssen.

Zudem hat die Branche nun eine weitere Herausforderung zu bewältigen. Große Aufmerksamkeit haben die Immobilienabschreibungen der Lebensversicherer gefunden, insbesondere nach der Insolvenz wichtiger Gesellschaften des österreichischen Investors René Benko. Hier wirken mit Verzögerung die erwähnten Zinssprünge, die neue Kredite und Verlängerungen von Darlehen verteuert haben. „Aktuell liegt unser Fokus auf den Risiken aus Anlagen in Gewerbeimmobilien“, sagte die neue Exekutivdirektorin der Versicherungs- und Pensionsfondsaufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bafin), Julia Wiens, in ihrer ersten großen Rede im Frühjahr. Im dritten Quartal 2023 hätten Gewerbeimmobilien acht Prozent der Kapitalanlagen ausgemacht. „Die Lage in diesem Markt ist sehr schwierig“, konstatierte Wiens. „Die Preise sinken auf breiter Front. Die Kreditqualität von Gewerbeimmobilienfinanzierungen verschlechtert sich. Damit sinkt auch die Werthaltigkeit

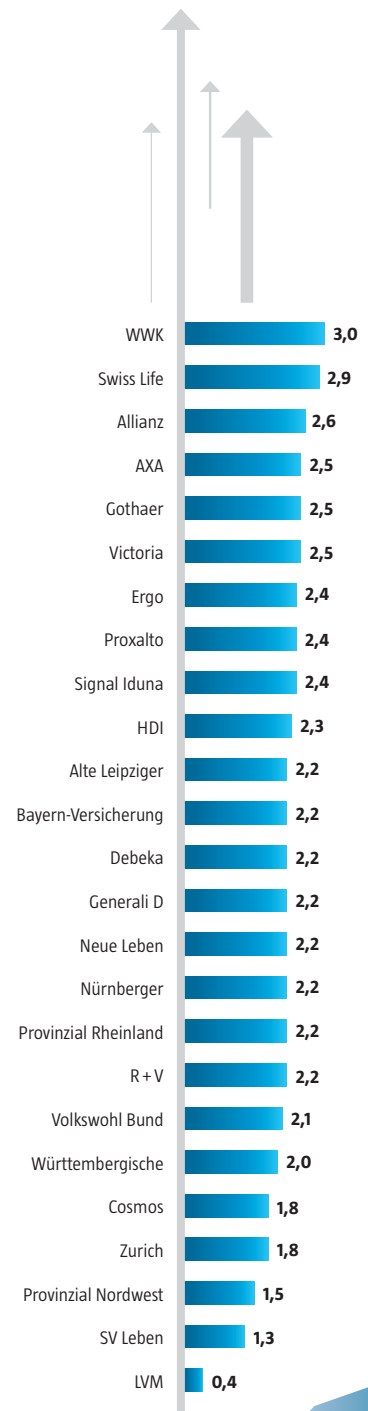
der Sicherheiten.“ Klingt zunächst recht dramatisch – doch schob die neue Chefaufseherin eine Entwarnung nach. „Die Bewertungsreserven in den Immobilienportfolios der Versicherer sind noch sehr hoch. Insgesamt schätzen wir das Risiko aus Bewertungsänderungen daher als beherrschbar ein.“

Dennoch sind manche Gesellschaften dadurch stark belastet. Die Konsequenzen lesen sich etwa bei einer Lebensversicherung so: „Das Nettoergebnis aus Kapitalanlagen liegt somit unter dem Wert aus dem Vorjahr. Der Ergebnismrückgang resultiert aus geringeren laufenden Erträgen und deutlichen außerordentlichen Abschreibungen auf Immobilienanlagen.“ Diese Gesellschaft musste die prognostizierte Nettoverzinsung der Kapitalanlagen für das Geschäftsjahr 2023 glatt vierteln. Unter den 25 größten Lebensversicherern weist übrigens die Münchner WWK mit 3,0 Prozent die höchste Nettoverzinsung der Kapitalanlagen aus (siehe Grafik rechts).

Beispiele wie das der Gesellschaft mit den eklatant hohen Immobilien-Sonderabschreibungen machen klar: Es ist wichtig für Vorsorgesparer, auf Partner zu bauen, die auch in turbulenten Marktlagen Stärke und Konstanz bieten. Orientierung geben hier aussagekräftige Kennzahlen, die Euro in diesem Jahr erneut für die 25 wichtigsten Lebensversicherer in Deutschland ausgewertet hat. Analysiert wurden die Ertragskraft (stille Reserven/Lasten, Seite 4), die Risikotragfähigkeit (Substanzkraftquote, Seite 5), und die Finanzkraft (verlustdeckende Mittel, Seite 6). In allen drei Feldern liegt die Münchner WWK Lebensversicherung a.G. vorn. Über die untersuchten Kriterien hinweg zeigten auch die Provinzial Rheinland und die Nürnberger gute Leistungen.

Die WWK überzeugt mit ihrem Finanzpolster und der Investmentstrategie. In der Niedrigzinsphase konnte sie größere Risiken auf sich nehmen und hat nur in geringerem Umfang mager verzinsten Anleihen erworben. Als die Zinsen geradezu explodierten, stand genug Liquidität bereit, um früh wieder in höher verzinsten Staats- und Unternehmensanleihen zu gehen. →

Nettoverzinsung der Kapitalanlagen 2023 in %



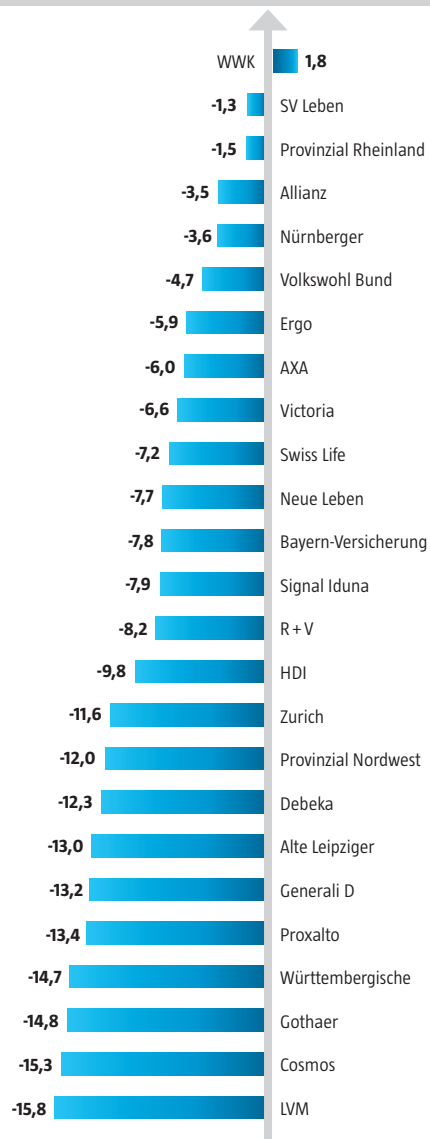
Quelle: Metzler Ratings



Chancen nutzen können

Warum die Relation von **Bewertungsreserven** oder **stillen Lasten** zu den Kapitalanlagen die **Ertragskraft** mitbestimmt

Bewertungsreserven- bzw. Stille-Lasten-Quote 2023 in %
(Bewertungsreserven saldiert in % der konventionellen Kapitalanlagen)



Quelle: Metzler Ratings

Die Lage der Lebensversicherer hat sich nach den Jahren der Niedrigzinsen wieder verbessert. Das sagt Julia Wiens, die neue Chefaufseherin der deutschen Assekuranzbranche. Sie schränkt jedoch auch gleich wieder ein: „Aber so ganz entspannt ist die Lage in Sachen Liquidität noch nicht. Denn durch den Zinsanstieg hat sich die ganze Kapitalanlagensituation geändert.“

Um von den höheren Zinsen am Kapitalmarkt wieder zu profitieren, gibt es für Lebensversicherer eine einleuchtende Strategie: Die Assekuranzen, die den größten Teil ihres Portfolios in lang laufenden Staatsanleihen und Firmenbonds halten, schichten in Papiere um, die wieder höhere Zinsen bringen. Allein: „Wenn sie genug Neuanlagen tätigen können, klappt das. Sonst ist das nicht ganz so einfach. Wegen der stillen Lasten“, sagte Aufseherin Julia Wiens im Frühling dieses Jahres beim GDV Insurance Summit. „Und auch, weil viele Lebensversicherer im vergangenen Niedrigzinsumfeld die Struktur ihrer Kapitalanlagen verändert haben. Sie haben auf der Suche nach hohen Renditen zunehmend in illiquide Anlagen investiert. Zum Beispiel in Immobilien, in Private Equity oder in Private Debt.“

Private Equity beschreibt Direktinvestitionen in private Unternehmen zur Wertsteigerung. Private Debt meint Fremdkapital von Investoren für Unternehmen außerhalb der Börse. Steigende Zinsen setzen auch diese Geldanlagen unter Druck. Nach Bafin-Schätzungen machten Private-Equity- und Private-Debt-Anlagen 2023 rund ein Zehntel der Kapitalanlagen aus, bei einigen Versicherern lag der Anteil klar höher. „Stille Lasten und illiquide Anlagen können es jetzt er-

schweren, Kapital in höher verzinsten Papieren anzulegen“, erklärt Chefaufseherin Wiens. „Die dabei anfallenden Verluste muss man sich schließlich erst einmal leisten können.“

Altersvorsorgesparer sollten die finanzielle Leistungsfähigkeit eines Lebensversicherers also stets im Auge behalten. Ein verlässlicher Maßstab für die Flexibilität in der Kapitalanlage ist die Quote der Bewertungsreserven/stillen Lasten im Verhältnis zu den klassischen Kapitalanlagen. Dieser Indikator zeigt, welche Lebensversicherer in den vergangenen Jahren eine erfolgreiche Anlagestrategie verfolgt haben. Spitzenreiter in dieser Kategorie ist die WWK Leben, die als einzige stille Reserven in Höhe von 1,8 Prozent der Kapitalanlagen ausweisen kann. Alle anderen der 25 größten Lebensversicherer weisen für 2023 stille Lasten auf, sehr gering sind diese mit 1,3 Prozent bei der SV Leben, sehr hoch bei LVM mit minus 15,8 Prozent; auch in neun weiteren Fällen rangiert die Quote zweistellig im Minus.

Wertungssieger WWK dagegen konnte auch während der Niedrigzinsphase in renditestärkere Anlageformen wie Aktien und Immobilien investieren: „Wir optimieren unser Portfolio kontinuierlich, sodass unter Berücksichtigung der Risikotragfähigkeit des Unternehmens die entstehenden Chancen an den Kapitalmärkten ausgenutzt werden“, sagt der WWK-Vorstandsvorsitzende Jürgen Schrameier. Die Münchner weisen für 2023 mit 3,0 Prozent die höchste Nettoverzinsung unter den großen deutschen Lebensversicherern aus (siehe dazu Grafik Seite 3) und erzielen auch im Fünf-Jahres-Durchschnitt mit 3,9 Prozent eine der höchsten Nettoverzinsungen im Markt.



$$F = m \times a$$

Starker Grundstock

Reich an Ressourcen: Für Kunden ist es beruhigend, wenn in der privaten Altersvorsorge ihr Partner in spe eine hohe **Substanzkraftquote** mitbringt. Was die Kennzahl ausmacht

Wenn es um die Altersvorsorge geht, sollte jeder gleich zweimal in langen Zeiträumen denken. Einmal beim Start: Je früher man anfängt, desto besser. Wirtschaftsprofessor Michael Heuser vom Institut für Vermögensbildung und Alterssicherung (DIVA) rät: „Ab dem Zeitpunkt, an dem man erstmals in die gesetzliche Rentenversicherung einzahlt, sollte man auch privat vorsorgen.“

Dann kann man genug für die zweite Langstrecke tun: Die klassische Altersvorsorge via Privatrente oder Betriebsrente stellt im Gegensatz zu Bankprodukten und anderen Sparformen sicher, dass das „Langlebkeitsrisiko“ abgedeckt ist und Rentenzahlungen bis zum Lebensende garantiert sind. Denn Frauen, die heute 65 sind, haben eine Lebenserwartung von weiteren 20,9 Jahren, gleich alte Männer von 17,6 Jahren. Im Durchschnitt!

Stellt sich die Frage: Welche Lebensversicherer werden langfristig in der Lage sein, Garantieverprechen einzuhalten? Nur die, die ihre Kosten im Griff haben, ihre Kapitalanlagen professionell managen und genug Sicherheitsreserven aufbauen, werden in jeder Marktsituation erfolgreich bestehen.

Ein verlässliches Maß zur Beurteilung der Leistungsfähigkeit ist die Substanzkraftquote. Diese gibt Auskunft darüber, wie viel Risikokapital den deutschen Lebensversicherern im Verhältnis zu ihrer Unternehmensgröße zur Verfügung steht. Sie wird berechnet, indem die Summe aus Eigenkapital, freier Rückstellung für Beitragsrückerstattung (freie RfB) und Schlussüberschussanteilsfonds (SÜAF) durch die verzinsten Kundengelder (Deckungsrückstellung) geteilt wird.

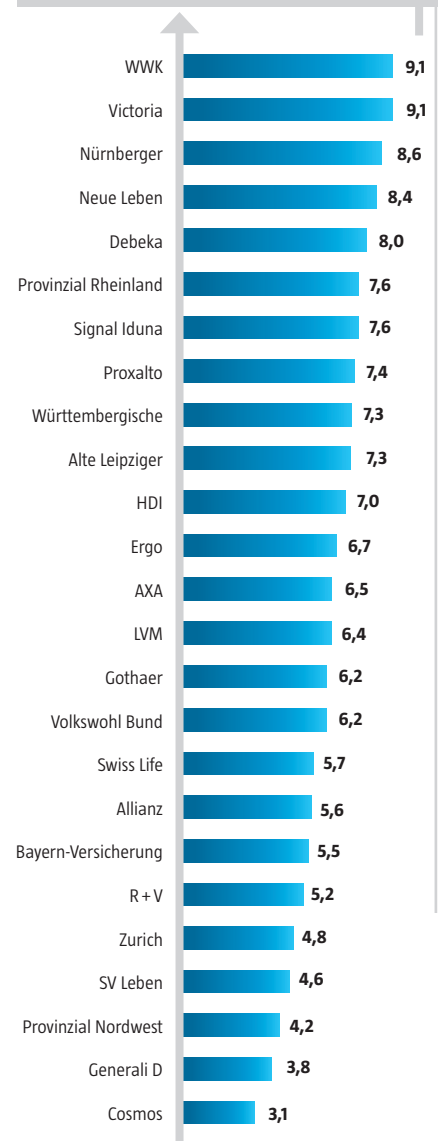
Erneut führt die WWK hier das Ranking an, gefolgt von der Victoria und der Nürnberger. Die WWK als Versicherungsverein legt schon seit drei Jahrzehnten größten Wert auf eine starke Eigenkapitalbasis, die gemessen an der Firmengröße etwa das Dreifache des Marktdurchschnitts erreicht. Auch hier also sehr langfristiges Denken, wie es zur Altersvorsorge passt. Mit einer hohen Eigenkapitalquote lassen sich Verluste an den Kapitalmärkten besser abfedern und Reserven leichter mobilisieren.

Auch die freie RfB ist von wesentlicher Bedeutung für die Substanzkraft. Hier werden die meisten Gewinne verbucht und erst später den Kunden gutgeschrieben, was Schwankungen in den Überschussergebnissen ausgleicht. Je größer die Mittel in diesem Topf, desto größer ist der Handlungsspielraum der Versicherer. Dieser Spielraum kann durch den Schlussüberschussanteilsfonds, der zur Deckung möglicher Verluste eingesetzt werden darf, noch erweitert werden. Obwohl der SÜAF zur gebundenen RfB gehört und die Versicherungsnehmer während der Vertragslaufzeit meist nur eine Anwartschaft darauf haben, stärkt er dennoch die Eigenmittelsubstanz und damit die Finanzkraft eines Lebensversicherers.

„Insgesamt liegen dank des langjährigen Kapitalanlage-Know-hows und der guten Reservesituation sowohl das Kapitalanlageergebnis als auch unsere Substanzkraft unverändert auf einem attraktiven Niveau“, bilanziert der WWK-Vorstandsvorsitzende Jürgen Schrameier. „Wir sind der Auffassung, dass aufgrund des hohen Bestands an Eigenkapital sowie an freier RfB für die Sicherheit der Verträge unserer Mitglieder gesorgt ist.“

Substanzkraftquote 2023

in % (Eigenkapital + Freie RfB + SÜAF
in % der konventionellen Deckungsrückstellung brutto)



Quelle: Metzler Ratings

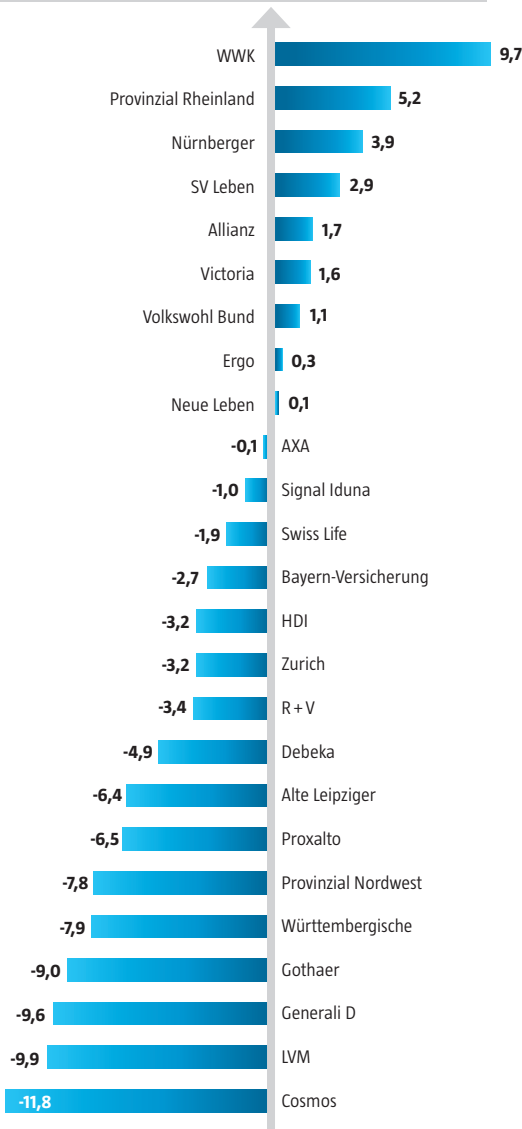


Solidität punktet

Die Quote der **verlustdeckenden Mittel** zeigt, wie robust ein Lebensversicherer aufgestellt ist

Verlustdeckende Mittel (ohne ZZR) zuzüglich stiller Reserven/abzüglich stiller Lasten 2023 in %

(Eigenkapital + freie RfB + SÜAF-Bewertungsreserven saldiert in % des mittleren konventionellen Kapitalanlagebestands)



Quelle: Metzler Ratings

War es das schon wieder mit den auskömmlichen Renditen für die Lebensversicherer, die typischerweise das Gros ihrer Kapitalanlagen in festverzinsliche Wertpapiere mit längeren Laufzeiten investieren? Jedenfalls hat die Europäische Zentralbank (EZB) am 12. Juni einen neuen Zinssenkungszyklus gestartet und den wichtigsten Leitzins in einem ersten Schritt von 4,50 auf 4,25 Prozent gesenkt. Für den September galt eine weitere Senkung als sicher.

Nun beeinflusst die EZB mit ihren Leitzinsen nur den kurzfristigen Zinsmarkt (Geldmarkt) direkt und die Renditen langlaufender Anleihen am Kapitalmarkt nur indirekt. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen dürfte am Jahresende 2024 bei 2,35 Prozent liegen, so die Durchschnittsprognose von zwölf Finanzhäusern (Stand August).

Neue Investments am Anleihemarkt bleiben damit für die Lebensversicherer recht attraktiv, vor allem im Vergleich zur jahrelangen Niedrigzinsphase. „Durch den Zinsanstieg haben sich viele wirtschaftliche Kennzahlen wieder verbessert, und die Ertragschancen in der Neu- und Wiederanlage sind gestiegen“, konstatiert die neue Exekutivdirektorin der Versicherungs- und Pensionsfondsaufsicht der Bafin, Julia Wiens.

Der Abbau der stillen Lasten aus Kursverlusten von Anleihen nach dem rapiden Zinsanstieg von 2022/2023 in den HGB-Bilanzen der deutschen Lebensversicherer geht nur nach und

nach voran. Zur Erläuterung: Es ist ein Kunstgriff des Paragraphen 341b HGB, dass diese stillen Lasten nicht in der Bilanz abgeschrieben werden müssen, wenn sie bis zur Endfälligkeit gehalten werden. 2023 sind die stillen Lasten laut Ratingagentur Assekurata um 30 Milliarden Euro auf 75 Milliarden Euro gesunken.

Diese Lasten dürften die Kunden stark betroffener Gesellschaften kritisch sehen: Die Bewertungsreserven haben Einfluss auf die verlustdeckenden Mittel, die einem Lebensversicherer für die finanzielle Stabilität zur Verfügung stehen. 2023 meldeten mit Ausnahme der WWK die 25 größten Lebensversicherer stille Lasten – aber mit einer großen Streubreite (siehe Seite 4). Die WWK liegt folgerichtig auch bei der Quote der verlustdeckenden Mittel an der

Spitze. Die Kennzahl gibt die Tragfähigkeit der Substanzkraft an. Um sie zu ermitteln, werden Eigenkapital, freie Rückstellung für Beitragsrückerstattung, der Schlussüberschussanteilfonds und eben die stillen Reserven/stille Lasten summiert und durch den mittleren konventionellen Kapitalanlagebestand dividiert. Die Zinszusatzreserve (ZZR, siehe dazu rechts) spielt hier keine Rolle, da sie in voller Höhe den Kunden zugutekommen soll.

Neben der WWK, der mit einer hohen Quote von 9,7 Prozent auch die Auszeichnung „Höchste Finanzkraft“ nicht zu nehmen ist, weisen nur acht weitere Gesellschaften einen allerdings teils minimal positiven Wert auf (siehe Grafik links).



$$F = m \times a$$

Von Lasten und Reserven

Die starken Bewegungen am Zinsmarkt und ihre Folgen halten Lebensversicherer weiter in Atem. Die Einschätzungen der Kölner Ratingagentur **Assekurata** zu wichtigen Trends in der Branche



Die bereits mehrfach erwähnten Zinstrends und ihre Folgen prägen auch den Marktausblick 2024/2025 der Kölner Ratingagentur Assekurata. In dieser branchenweit beachteten Großstudie spielen ebenfalls die stillen Lasten eine bedeutende Rolle. Laut Kalkulation der Assekurata-Experten lagen sie Ende 2023 branchenweit bei rund 75 Milliarden Euro nach 105 Milliarden Euro am Ende des Jahres 2022. „Bei den stillen Lasten handelt es sich um unrealisierte Verluste auf den Zinsanlagen“, erklärt Lars Heermann, Bereichsleiter Analyse und Bewertung bei der Kölner Versicherungsratingagentur. „Zwar müssen die Versicherer diese nach den handelsbilanziellen Regeln nicht realisieren oder abschreiben“, erläutert Heermann. „Dennoch stellen sie eine Bürde für die Bemühungen dar, den höheren Marktzins am Kapitalmarkt zu vereinnahmen.“ Die Anbieter bemühten sich daher, durch den teilweisen Verkauf von Anleihen die stillen Lasten in ihren Büchern zu reduzieren.

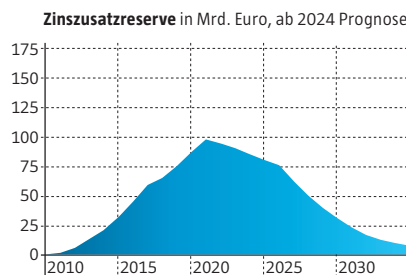
Das wiederum führt zu Verlusten, die in der Folge die Nettoverzinsung schmälern. Die Nettoverzinsung lag im Bilanzjahr 2023 mit durchschnittlich 2,30 Prozent weiterhin unterhalb der Umlaufrenditen am Kapitalmarkt. Daher plant ein Großteil der Unterneh-



Stille Lasten stellen eine Bürde für die Bemühungen der Lebensversicherer dar, den höheren Marktzins am Kapitalmarkt zu vereinnahmen.“

Lars Heermann, Bereichsleiter Analyse und Bewertung der Ratingagentur Assekurata

Zinszusatzreserve Der einst 96 Milliarden Euro große Topf wird geleert



Quelle: ECB Statistical Data Warehouse, Deutsche Bundesbank, Assekurata-Berechnungen



men, die Investitionsquote im Bereich der festverzinslichen Anlagen im Jahr 2024 auszuweiten, wie eine Assekurata-Umfrage zeigt. „Hierdurch versuchen die Gesellschaften, ihre Bilanz zu stärken und den Zinsertrag in ihren Anlageportfolios zu erhöhen, nachdem dieser über viele Jahre Niedrigzins deutlich nach unten gegangen ist“, erläutert Lars Heermann.

Erfreulich für die Kunden der Lebensversicherer: Vor zwei Jahren haben die Lebensversicherer begonnen, die Zinszusatzreserve (ZZR) aufzulösen. Die mussten sie seit 2011 auf Vorgabe der Aufsicht Bafin bilden; sie erreichte Ende 2021 für die Branche ihren Höchstwert von 96 Milliarden Euro. Die ZZR stellt sicher, dass Versicherer auch bei anhaltend niedrigen Zinsen ihre früher gegebenen hohen Garantiezusagen (bis zu vier Prozent auf eingezahlte Beiträge minus Kosten) erfüllen können.

In den beiden vergangenen Jahren schmolz die Zinszusatzreserve laut Assekurata um acht Milliarden Euro ab. Für die kommenden Jahre rechnet die Ratingagentur mit weiteren Auflösungen in der Größenordnung von etwa fünf Milliarden Euro, ab dem Jahr 2027 dürfte diese Summe steigen. Die weitere Prognose: Der Abbau werde „noch viele Jahre in Anspruch nehmen“.



Sie verdienen
beste Konditionen:
Wir haben Deutschlands
Neobroker verglichen.
Unser Finanzcheck,
damit Sie optimal
an der Börse handeln.



BÖRSE ONLINE
Finanz-Check
Neobroker-Vergleich

[boerse-online.de/
online-neobroker-vergleich](https://boerse-online.de/online-neobroker-vergleich)

Die 5
besten
Neobroker
im Test

Börsenmedien AG
Niederlassung München
Bayerstr. 71–73
80335 München
www.boersenmedien.com

Vorstand
Bernd Förtsch (Vors.), Leon Müller
Aufsichtsratsvorsitzende:
Michaela Förtsch

Niederlassungsleiter München
Frank Pöpsel

Verlagsleitung
Daniela Glocker

Redaktion Frank Mertgen (V.i.S.d.P.),
Peter Lindemann

Lektorat Ingrid Tzschaschel

Art Director Wolfgang Buss

Layout Klaus Schütt, Viktoria
Aschenbrenner

Bildredaktion Julian Mezger

Druck ddm GmbH & Co. KG,
Frankfurter Straße 168, 34121 Kassel

Gedruckt im September 2024

© 2024 für alle Beiträge bei der Börsenmedien AG. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck (auch auszugsweise) nur mit schriftlicher Genehmigung des Verlags.

Wichtiger Hinweis Euro spezial enthält redaktionelle Beiträge, die gewissenhaft erstellt wurden. Trotz sorgfältiger Auswahl der Quellen wird für die Richtigkeit der Inhalte keine Haftung übernommen. Alle Aussagen und Performance-Angaben sind keine Finanzanalyse. Sie dienen nur zur Unterrichtung und fordern keinesfalls zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Wertpapieren auf. Die historische Performance sowie alle Auszeichnungen dafür sind keine Garantien für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung.