

Archipel der Sicherheit

Gestiegene Zinsen lasten auf **Lebensversicherern**. Die finanzstärksten Anbieter aber sind eine sichere Wahl – die **€uro-Analyse** filtert sie heraus

„Finanzstarken Anbietern den Vorzug geben“



Marco Metzler, Geschäftsführer der Ratingagentur **Metzler Ratings**, über stille Lasten und die aktuelle Lage der deutschen Lebensversicherer – und die Folgerungen, die sich daraus für Kunden ergeben

€uro: *Saßen die deutschen Lebensversicherer 2021 noch auf stillen Reserven in Höhe von 155 Milliarden Euro, schlummerten Ende 2022 schon stille Lasten in Höhe von 105 Milliarden Euro netto in ihren Bilanzen. Wie sehen Sie die aktuelle Lage der deutschen Lebensversicherungen?*

Marco Metzler: Die Zinsentwicklung im vierten Quartal 2023 hat die stillen Lasten der deutschen Lebensversicherer auf netto rund 75 Milliarden Euro zum Stichtag 31. Dezember 2023 sinken lassen. Das ist eine positive Entwicklung. Jedoch kann noch keine Entwarnung gegeben werden: Bei den Lebensversicherern werden zunehmend Einmalanlagen gekündigt und kaum neue Einmalanlagen im signifikanten Volumen abgeschlossen. Denn die Banken liegen nach den starken Leitzinserhöhungen der Europäischen Zentralbank mit den aktuellen Festgeldzinsen deutlich über den Zinsdeklarationen der Lebensversicherer, obwohl die Lebensversicherer ihre Überschuss-Deklarationen 2024 deutlicher angehoben als im Vorjahr.

€uro: *Was kann ein erhöhtes Storno bei den Policen gegen Einmalbetrag, ausgelöst durch das deutlich erhöhte Zinsniveau, bewirken?*

Metzler: Eine erhöhte Stornowelle bei privaten Kunden ist bundesweit derzeit nicht zu sehen. Jedoch kann sie – etwa wegen der andauernden hohen Inflation – für die nahe Zukunft auch nicht ausgeschlossen werden. Gravierender sieht es derzeit bei institutionellen Kunden der Lebensversicherer aus. So betreiben einige Lebensversicherer bisher im großen Stil institutionelles Einmalbeitragsgeschäft. Im Jahr 2023 zogen institutionelle Großkunden wie zum Beispiel Unternehmen, Versorgungswerke oder Stiftun-

TITELBILD: MLENNY PHOTOGRAPHY/ISTOCK

gen diese Gelder verstärkt ab. Die Versicherer könnten dabei gezwungen sein, die Verluste aus den stillen Lasten zu realisieren, um diese Gelder auszuführen – und nicht durch Bildung stiller Lasten bis zur Endfälligkeit der Investments auszusitzen. Das gilt auch für Verluste aus Investments in insolvente Immobilienprojektentwickler und Bauträger.

€uro: *Die Lebensversicherer haben in den vergangenen Jahren die Immobilienquote deutlich erhöht und zunehmend in Projektentwickler und Bauträger investiert. Wie sehen Sie die Auswirkungen der Insolvenzen in diesem Sektor auf die deutschen Lebensversicherungsgesellschaften?*

Metzler: Die BaFin sieht bei keinem der Versicherer eine wesentliche Bedrohung. Insgesamt haben die deutschen Lebensversicherer rund drei Milliarden Euro in die Signa-Gruppe investiert und geschätzt rund weitere fünf Milliarden Euro in andere insolvente Bauträger und Projektentwickler. Im Gegensatz zur Bildung von stillen Lasten durch Aufschieben der Realisierung der Verluste bis zur Endfälligkeit des Investments können Verluste aus Investments in insolvente Bauträger nicht aufgeschoben werden und müssen sofort abgeschrieben werden. Diese Verluste sind zusätzlich zu den rund 75 Milliarden Euro an stillen Lasten, ausgelöst durch den starken Zinsanstieg der Jahre 2022/2023, von den Lebensversicherern zu schultern. Die Jahresabschlüsse der Lebensversicherer für das vergangene Jahr, die von Ende März bis Ende August dieses Jahres veröffentlicht werden, dürften einige Überraschungen ans Tageslicht bringen. Es deutet derzeit jedoch nichts auf eine bedrohliche Schieflage eines deutschen Versicherers hin.

BILD: KAUFMANN/METZLER RATING

Dr. Marco Metzler analysiert deutsche Lebensversicherer seit 20 Jahren. Er ist Geschäftsführer der Metzler Ratings GmbH mit Sitz in Berlin. Zudem ist er in der Schweiz mit Dr. Metzler Rating Consulting als selbstständiger Unternehmer aktiv. Ferner ist er international in verschiedenen CEO-Positionen sowie als Start-Up-Gründer tätig.

€uro: *Kann die Zinszusatzreserve (ZZR) zur Stabilisierung der Lage der Lebensversicherer genutzt werden?*

Metzler: Viele Lebensversicherer haben in den Jahren 2022 und 2023 festverzinsliche Wertpapiere verkauft und die Rückflüsse aus der ZZR-Auflösung als bilanziellen Ausgleich für die entstehenden Verluste verwendet. Das hat einer deutlichen Stabilisierung der jeweiligen Bilanzen beigetragen. Die Verkaufserlöse können dann zu höheren Marktzinsen neu angelegt werden. Die Auflösung der Zinszusatzreserve ermöglicht so höhere Kapitalerträge in der Zukunft. Diese sollten die Lebensversicherer mittel- bis langfristig in die Lage versetzen, die Zuführungen zur Rückstellung für Beitragsrückerstattung (RfB) zu erhöhen – und schlussendlich auch die Überschussbeteiligung der Versicherungsnehmer. Verzichtende Lebensversicherer jedoch auf die Realisierung von stillen Lasten, können sie Erträge aus der Auflösung der ZZR auch sofort dazu verwenden, die RfB-Zuführungen zu erhöhen. In diesem Fall verzichten sie jedoch auf eine frühzeitige Investition freierwerdender Mittel in rentablere Kapitalanlagen.

€uro: *Wie sehen Sie die weitere Entwicklung des Lebensversicherungsmarktes in der nächsten Zukunft und was raten Sie Kunden?*

Metzler: Die Inflation ist auf dem Rückzug und die Überschuss-Deklarationen steigen. Doch wegen der angesprochenen Lage des Gesamtmarktes sollten die Kunden die Spreu vom Weizen trennen und finanzstarke Lebensversicherer mit solider Substanz bevorzugen. Attraktiver als klassische Lebensversicherungen, die sehr stark auf Anleihen setzen, scheinen Fondspolicen, die den Investitionsschwerpunkt auf Sachwerte legen.

Substanz gibt Sicherheit

Ratingagenturen prüfen die Finanzstärke von Lebensversicherern und vergeben dafür Noten. Wie die Experten vorgehen und was Kunden über **Sicherheitsmittel** wissen sollten

Das ist das Modell der Lebensversicherung: Der Kunde zahlt oft über Jahrzehnte lang Beiträge und will später über Jahrzehnte eine Privatrente beziehen. Umso wichtiger ist in der jedes Jahr turbulenter werdenden Welt die Bonität des Lebensversicherers. Diese Finanzstärke ermitteln spezialisierte Ratingagenturen, die die Lebensversicherer mit je eigenen Systemen prüfen (siehe Porträts). Am Ende vergeben sie eine Note (siehe Schema unten). Diese essenzielle Note gewichtet Euro bei der Gesamtbewertung der Finanzstärke der Lebensversicherer dreifach. Viele Gesellschaften haben zudem

durch den Zinsanstieg in ihren großen Anleihebeständen stille Lasten (das Gegenteil stiller Reserven) aufgebaut, die nur Versicherer mit hohen Reserven gut wegstecken. Das ist in den Ratings nicht reflektiert. Daher wird die Note für die einfach gewerteten Sicherheitsmittel (Erklärung rechts) mit der dreifach gewichteten Ratingnote aggregiert, die Notensumme, geteilt durch vier, ergibt die Gesamtnote für die Finanzstärke der Assekuranzen (siehe Tabellen S. 6/7). Anmerkung: Es wurden bei der Auswertung nur die 45 grössten Lebensversicherer nach Kapitalanlagen berücksichtigt.



Assekurata veröffentlicht zum einen Unternehmensratings aus Kundensicht mit den Bausteinen Sicherheit, Kundenorientierung, Erfolg und Wachstum/Attraktivität im Markt. Das Bonitätsrating fokussiert noch stärker auf Finanzstärke (quantitative Bewertung von Kennzahlen, qualitative der Unternehmenssteuerung). Die Notenskalen differieren leicht. Mehr unter assekurata-rating.de.



Metzler Ratings hat auf Basis der Abschlüsse 2022 der 30 größten deutschen Lebensversicherer Substanzkraft, Bewertungs- und Zinszusatzreserve sowie Nettorendite für ein Qualitätsrating zu Sicherheit und Ertragsstärke analysiert, ferner Sicherheitsmittel und Ertragskraft. Beides bündelte Metzler Ratings in einer Gesamtnote von 1,0 bis 7,0 und letztlich in Ratings von AAA bis hin zu C.



Traditionsreich ist die 1913 gegründete Ratingagentur Fitch. Sie deckt mehr als 1200 Versicherungen in etwa 70 Ländern ab. Die Amerikaner bilden wie die meisten Wettbewerber spezielle Rating-Komitees, um die Bonität der Versicherer zu durchleuchten. Fitch wendet dasselbe Notenschema an wie der große US-Rivale S&P (siehe Tabelle). Mehr unter fitchratings.com.



Akribische Gespräche mit der Führungsetage, nachdem zuvor öffentlich zugängliche Infos ebenso wie interne Daten der Assekuranzen ausgewertet wurden: Das ist das komplexe Verfahren der New Yorker Ratingagentur S&P. Sie geht auf den US-Amerikaner Henry Poor zurück, der 1860 den ersten Vorläufer heutiger Ratings veröffentlichte. Mehr Details unter standardandpoors.com.

Notenschema

S&P B	Assekurata U	Assekurata B	Fitch	Metzler Ratings	Note
AAA	A++	AAA	AAA	AAA	1,00
AA+	-	AA+	AA+	AA+	1,25
AA, AA-	A+	AA, AA-	AA, AA-	AA	1,50
A+	-	A+	A+	A+	1,75
A, A-	A, A-	A, A-	A, A-	A	2,00
BBB+	-	BBB+	BBB+	BBB+	2,25
BBB, BBB-	B+	BBB, BBB-	BBB, BBB-	BBB	2,50

Bei Assekurata gibt es zwei Ratings: B = Bonitätsrating, U = Unternehmensrating, Bei S&P: B=Bonitätsrating, U=Unternehmensrating; Quelle: Ratingagenturen, Euro

Wie die Benotung funktioniert

Die Spanne der Noten für die Finanzstärke reicht zum Beispiel bei Fitch Ratings von „AAA“ (höchste Kreditwürdigkeit) bis „D“ (Zahlungsverzug oder Insolvenz). Die Zusätze „+“ oder „-“ bieten eine weitere feine Abstufung auf den Notenstufen. Euro macht mit dem Schema rechts die unterschiedlichen Notenbezeichnungen der Ratinghäuser vergleichbar und übersetzt sie in eine Schulnote (von 1,0 bis 5,0).



Bonität und Sicherheitsmittel – die Gesamtnote

In die Berechnung der Gesamtnote geht die Bonitätsnote mit einer dreifachen Gewichtung ein und die Sicherheitsnote einfach gewichtet. Die Summe aus der dreifachen Bonitätsnote und der Note für die Sicherheitsmittel wird durch vier geteilt, die Gesamtnoten dann nach folgendem Schema vergeben:

- 1,00–1,20 **Extrem stark**
- 1,21–1,99 **Sehr stark**
- 2,00–2,49 **Stark**
- 2,50–2,99 ... **Ausreichend stark**

Die **Substanzkraft** ist definiert als Summe aus Eigenkapital, freier Rückstellung für Beitragsrückerstattung (freie RfB) und Schlussüberschussanteilsfonds (SÜAF) in Prozent der Deckungsrückstellungen. Ist das Eigenkapital hoch, kann der Versicherer mögliche Verluste an den Kapitalmärkten gut ausgleichen. Daher ist es Ausgangsbasis der Substanzstärke. Die freie RfB bildet mit dem SÜAF den nicht festgelegten Teil der RfB: Die Mittel sind für die Beitragsrückerstattung bestimmt, aber einzelne Versicherungsnehmer haben noch keine konkreten Ansprüche darauf. Die Deckungsrückstellungen umfassen den Wert der gesamten Verpflichtungen eines Lebensversicherers aus laufenden Verträgen. Um die Substanzstärkequote zu ermitteln, wird die Summe aus Eigenkapital, freier RfB und SÜAF den Deckungsrückstellungen gegenübergestellt und als Prozentsatz dieser Rückstellungen ausgedrückt.

Definition Sicherheitsmittel

Substanzkraft
+ **Nettoreserven**
+ **Zinszusatzreserve**

Quelle: Jahresabschlüsse 2022, Metzler Ratings

Nettoreserven Die Nettoreserven eines Lebensversicherers errechnen sich wie folgt: Zeitwert der Kapitalanlagen (Marktwert) minus Buchwert der Kapitalanlagen in der Bilanz der Lebensversicherer = Nettoreserve. Dieser Begriff greift allerdings nur, wenn das Ergebnis der Rechnung positiv ist, andernfalls sprechen Experten von "stiller Last". Lebensversicherer haben oft rund 80 Prozent des Anlageportfolios in lang laufenden Anleihen. Der starke Zinsanstieg der Jahre 2022/23 hat die zuvor stark gestiegenen Kurse dieser Anleihen einbrechen lassen: Aus stillen Reserven wurden bei den meisten Lebensversicherern stille Lasten.

Zinszusatzreserve Die Zinszusatzreserve ist eine zusätzliche Rückstellung, die Lebensversicherer in Deutschland seit 2011 aufgrund einer Anordnung der Finanzaufsicht BaFin bilden müssen. Zweck: Die Garantieverpflichtungen der Lebensversicherer auch in Zeiten niedriger Zinsen sicherzustellen. Die Höhe der Zinszusatzreserve ist auf Basis eines speziellen Berechnungsverfahrens zu ermitteln, das u. a. die Differenz zwischen dem Garantiezins der Versicherungsverträge und dem aktuellen Rechnungszins berücksichtigt.

Sicherheitsmittel

über 12,50%	= 1,00
10,01%-12,50%	= 1,50
7,51%-10,00%	= 1,75
5,01%-7,50%	= 2,00
2,51%-5,00%	= 2,50
0,01%-2,50%	= 3,00
-2,50%-0,00%	= 4,00
-5,00% bis -2,49%	= 5,00
unter minus 5,00%	= 6,00



Die Firmenzentralen von
1 WWK – der Serviceversicherer mit den stärksten Finanzen und der Best-note "Extrem stark" **2 Hannoversche** – mit Abstand solidester Direktversicherer **3 Allianz** Marktführer mit Top-note (im Bild die neue Zentrale der Leben-Tochter in Stuttgart, noch im Bau) **4 Nürnberger** Serviceversicherer in der Spitzengruppe **5 AXA** Wird von gleich drei Ratingagenturen bewertet **6 Swiss Life** – Solidität, wie sie der Name erhoffen lässt **7 HDI** Rundet Kohorte mit der Note "Sehr stark" ab



Hohe Sicherheit

Aggregation Finanzratings und Sicherheitsmittel der Lebensversicherer

Versicherer	S&P	Assekurata U	Assekurata B	Fitch B	Metzler Ratings U	Beste Note Rating	Sicherheitsmittel	Note Sicherheitsmittel	Note Gesamt*	Bewertung
Serviceversicherer										
WWK	-	-	-	-	AAA	1,00	13,24%	1,00	1,00	Extrem stark
Ergo Vorsorge	-	-	AA	AA	-	1,50	8,45%	1,75	1,56	Sehr stark
LV 1871	-	-	-	A+	-	1,75	22,84%	1,00	1,56	Sehr stark
Nürnberger	-	-	-	A+	AA	1,50	9,07%	1,75	1,56	Sehr stark
Allianz	AA	-	-	AA	A+	1,50	6,42%	2,00	1,63	Sehr stark
Axa	AA-	-	-	AA	A+	1,50	7,26%	2,00	1,63	Sehr stark
Condor	-	-	-	AA	-	1,50	5,78%	2,00	1,63	Sehr stark
Provinzial NordWest	-	-	-	AA-	B	1,50	6,54%	2,00	1,63	Sehr stark
DEVK	A+	-	-	A+	-	1,75	7,59%	1,75	1,75	Sehr stark
HUK-Coburg	-	A+	-	-	BBB+	1,50	4,26%	2,50	1,75	Sehr stark
Continentale	-	-	-	-	A+	1,75	6,33%	2,00	1,81	Sehr stark
Neue Leben	A+	-	-	-	A+	1,75	6,03%	2,00	1,81	Sehr stark
Swiss Life	A+	-	-	-	A+	1,75	6,20%	2,00	1,81	Sehr stark
Targo	A+	-	-	-	-	1,75	6,49%	2,00	1,81	Sehr stark
Bayern-Versicherung	-	-	-	AA-	B	1,50	0,31%	3,00	1,88	Sehr stark

* Gesamtnote = 3x Beste Note Rating + 1x Note Sicherheitsmittel : 4

BILD: JÖRG ZABER/WWK, THOMAS BRÄUNING/VHV-GRUPPE, ALLIANZ LEBENSVERSICHERUNG

€uro integriert Ratings und bilanzielle Sicherheitsmittel in einer Gesamtbewertung und zeigt Lebensversicherer mit **besonders sicherem finanziellem Fundament**. Ganz vorn liegen bei Serviceversicherern die WWK und bei Direktversicherern die Hannoversche

Aggregation Finanzratings und Sicherheitsmittel der Lebensversicherer

Versicherer	S&P	Assekurata U	Assekurata B	Fitch B	Metzler Ratings U	Beste Note Rating	Sicherheitsmittel	Note Sicherheitsmittel	Note Gesamt*	Bewertung
LVM	-	A+	-	-	BB	1,50	0,47%	3,00	1,88	Sehr stark
HDI	A+	-	-	-	BBB+	1,75	4,86%	2,50	1,94	Sehr stark
Volkswahl Bund	-	-	-	A	A	2,00	6,42%	2,00	2,00	Stark
Alte Leipziger	A	A+	AA-	A+	B+	1,50	-0,04%	4,00	2,13	Stark
R+v	-	-	-	AA	BB	1,50	-0,97%	4,00	2,13	Stark
Stuttgarter	-	-	A	-	-	2,00	3,84%	2,50	2,13	Stark
Debeka	-	A	A	-	BB	2,00	1,79%	3,00	2,25	Stark
Signal Iduna	-	-	-	-	A	2,00	0,30%	3,00	2,25	Stark
VGH Provinzial Hannover	-	-	A+	-	A+	1,75	-0,97%	4,00	2,31	Stark
Zurich	-	-	-	-	BBB	2,50	5,06%	2,00	2,38	Ausreichend stark
Gothaer	A	-	-	-	B+	2,00	-2,02%	4,00	2,50	Ausreichend stark
Württembergische	A-	-	-	-	B	2,00	-1,00%	4,00	2,50	Ausreichend stark
Generali Deutschland	-	-	-	A+	B+	1,75	-3,93%	5,00	2,56	Ausreichend stark
Direktversicherer										
Hannoversche	A+	A++	-	-	AAA	1,00	16,84%	1,00	1,00	Extrem stark
Cosmos	-	-	-	A+	B	1,75	-7,88%	6,00	2,81	Ausreichend stark

* Gesamtnote = 3x Beste Note Rating + 1x Note Sicherheitsmittel : 4

BILD: NÜRNBERGER VERSICHERUNG, EDWARD BERTHELOT/GETTY IMAGES, SWISS LIFE, HDI

BÖRSE | 
▶ **ONLINE** | **Finanz-Check**

Das Maximum herausholen.
Tagesgeld vergleichen
und den besten Anbieter
finden. Über 20 Banken
täglich im Finanz-Check.



BÖRSE ONLINE
Finanz-Check
Tagesgeldvergleich

boerse-online.de/tagesgeld

Über
3,93 % p. a.
sichern

BÖRSEN  **MEDIEN**
AKTIENGESELLSCHAFT

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.),

Lektorat Mario Servidio (Ltg.),
Gabriele Rupp????

Art Director Wolfgang Buss
Layout Klaus Schütt

Bildredaktion Julian Mezger

Druck Weiss-Druck GmbH & Co. KG,
Hans-Georg-Weiss-Str. 7, 52156 Monschau

Gedruckt im April 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.