



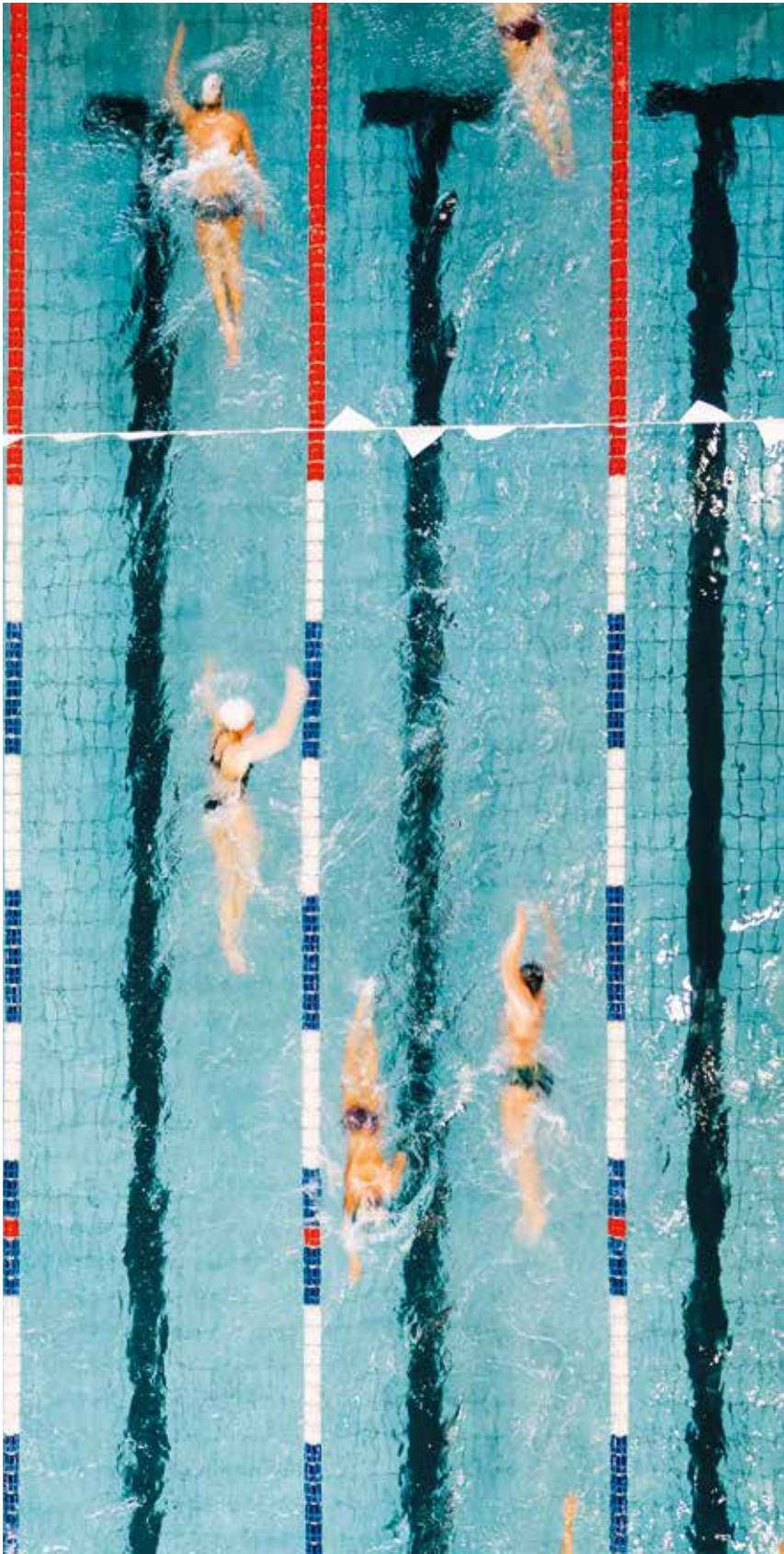
Drei Fakten zeigen,
wer im harten Umfeld
Stärke beweist und
für **private Vorsorge**
Vertrauen verdient

LEBENSVERSICHERUNG
AUSDAUER SIEGT

Schutz für jede Phase

Da die gesetzliche Rente vermehrt an Grenzen stößt, rückt private Vorsorge in den Fokus. Belastbare Indikatoren zeigen, welche **Lebensversicherer** Partner für Jahrzehnte sein können

Schwimmer:
Harte Arbeit an jedem einzelnen Tag stellt sicher, dass große Kraftreserven im Wettstreit auf den Punkt genau abgerufen werden können



Wer die Perspektiven der Kapitalmärkte beurteilen will, kommt in unruhigen Zeiten nicht ohne den Blick auf die Geopolitik aus. Das gilt auch für die Lebensversicherung. „Die Krux an der aktuellen geopolitischen Lage ist, dass mögliche Umbrüche schwer abschätzbar sind“, sagte Julia Wiens, Exekutivdirektorin Versicherungs- und Pensionsfondsaufsicht der Bafin, im Mai in einer Rede. „Das macht das Umfeld, in dem Versicherungsunternehmen zurzeit agieren, sehr anspruchsvoll.“ Mit Blick auf die Geopolitik müssten die Lebensversicherer im Risikomanagement vermehrt in Szenarien denken. Und, so fügte die oberste Aufseherin der Branche hinzu, die Gesellschaften bräuchten auch „ein leistungsstarkes Kapitalanlagerisikomanagement“.

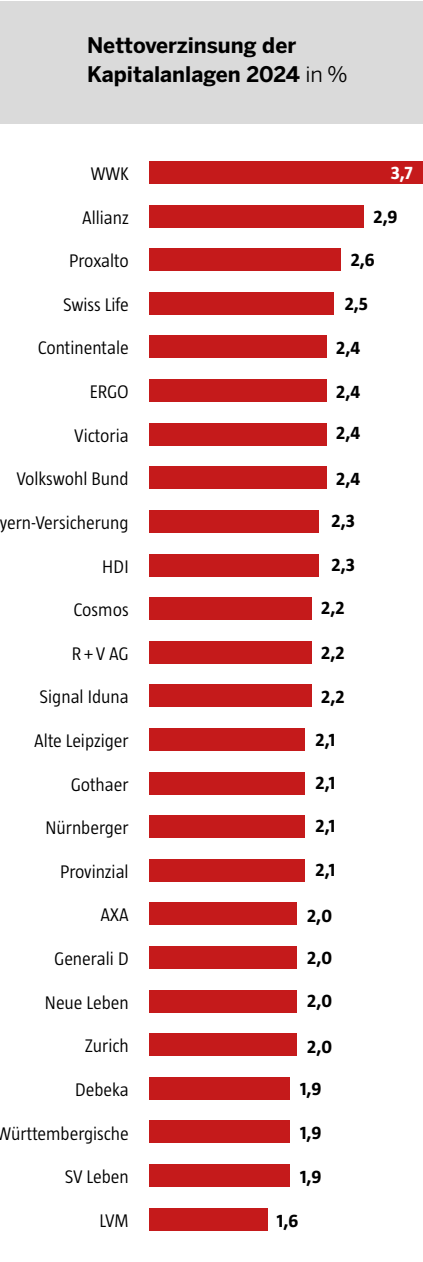
Wie wahr. Zentral für eine Branche, die im Schnitt 80 Prozent ihrer Kapitalanlagen in Anleihen mit langen Laufzeiten hält, ist der Kapitalmarktzins, dessen Barometer die durchschnittliche Rendite zehnjähriger Bundesanleihen darstellt. In der Niedrigzinsphase, etwa von 2015 bis 2022, warfen solche Papiere zeitweise gar keine positiven, sondern deutlich negative Renditen ab. Ein umso drastischerer Sprung auf ein Renditeniveau von über zwei Prozent folgte mit Ausbruch des Ukraine-Kriegs im Februar 2022 und der sich anschließenden Inflationswelle – mit heftigen Folgen. Als die Zinsen stiegen, verloren zuvor gekaufte Anleihen mit niedrigen Kupons massiv an Marktwert. Diese Buchverluste drückten die Bilanzen vieler Lebensversicherer, die seitdem sogenannte stille Lasten in beträchtlicher Größenordnung vor sich herschieben. In der Spitze belaufen sich diese Lasten auf gut 16 Prozent der Kapitalanlagen (siehe Seite 4).

Als wäre das nicht Last genug gewesen: Schon ab 2011 mussten deutsche Lebensversicherer eine Zinszusatzreserve (ZZR) bilden, um die hohen Garantieverpflichtungen aus Altverträgen bei den dauerhaft niedrigen Zinsen abzusichern. Dazu haben sie jährlich Teile der laufenden Kapitalerträge zurückgelegt, bis ein gesetzlich vorgegebener Sicherungsbetrag erreicht

war. Über die Branche hinweg waren per Ende 2022 rund 105 Milliarden Euro an Reserven aufgebaut worden, die nun nach und nach wieder abschmelzen und den Gesellschaften zur Verfügung stehen.

Der so wichtige Kapitalmarktzins aber bleibt in Bewegung. Als kurz vor dem Start der neuen deutschen Bundesregierung im Frühjahr faktisch die Schuldenbremse aufgehoben wurde, löste das am 5. März den größten Renditesprung zehnjähriger Bundesanleihen seit der Wiedervereinigung aus – um satte 0,3 Prozentpunkte an einem Tag. „Die Niedrigzinsphase hat gezeigt: Die Bilanz eines Lebensversicherers muss dieses sehr langfristige Geschäft auch aushalten können“, sagt Lars Heermann, Bereichsleiter Analyse und Bewertung bei der Ratingagentur Assekurata.

Für Menschen, die langfristig vorsorgen, zählt vor allem Verlässlichkeit. Orientierung geben hier belastbare Kennziffern, die Euro auch in diesem Jahr für die 25 bedeutendsten Lebensversicherer in Deutschland ermittelt hat. Bewertet wurde zunächst die Ertragskraft (stille Reserven und Lasten, Seite 4). Analysiert wurden zudem Risikotragfähigkeit (Substanzkraftquote, Seite 5) sowie die Finanzkraft (verlustdeckende Mittel, Seite 6). In allen drei Kategorien führt die WWK Lebensversicherung a. G. das Feld an, hinter ihr platzieren sich je nach Wertung stets andere Gesellschaften. Die WWK überzeugt zum einen mit starker Kapitalausstattung. „Unsere bereits seit Jahren überdurchschnittliche Eigenkapitalquote bezogen auf die konventionelle Deckungsrückstellung beträgt 5,9 Prozent“, unterstreicht Vorstandschef Jürgen Schrameier. Zum Zweiten hebt sie sich in der Anlagepolitik vom Branchendurchschnitt ab, da es ihr gelang, in der Niedrigzinsphase den Anteil kaum rentierender Anleihen niedrig zu halten. Das erlaubt der WWK eine ertragsorientierte Anlagepolitik, also „nur in Kapitalanlagen zu investieren, die eine Rendite oberhalb unserer Zinsgarantien unserer gesamten Kundenverpflichtungen erwarten lassen“, so Schrameier. Das spiegelt auch die Nettoverzinsung der Kapitalanlagen wider (siehe Grafik rechts). →

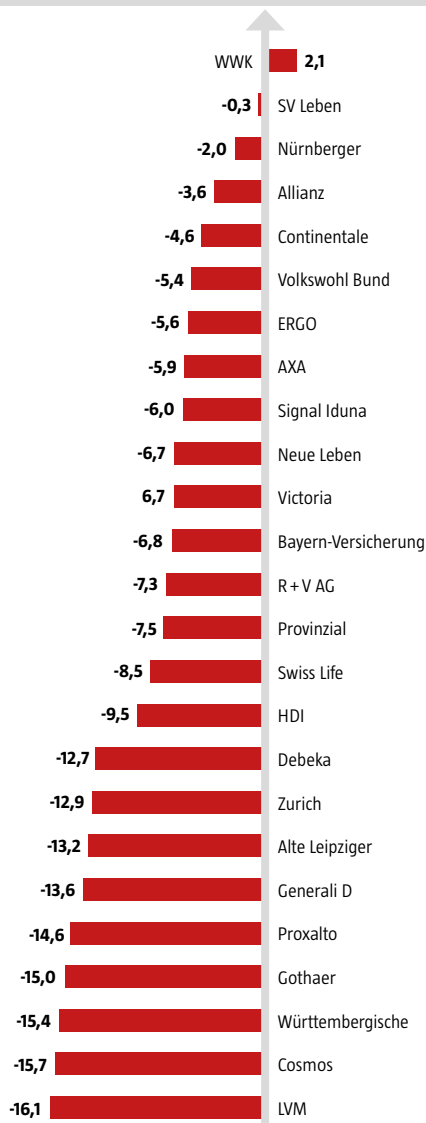


TITELBILD: 2024 ANTON VIERETIN/SHUTTERSTOCK; BILD: LEOPATRIZI/ISTOCK

Gelegenheit ergreifen

Was die Relation von stillen Reserven oder stillen Lasten zu den Kapitalanlagen aussagt und wie sie die **Ertragskraft** prägt

Bewertungsreserven- bzw. Stille-Lasten-Quote 2024 in %
(Bewertungsreserven saldiert in % der konventionellen Kapitalanlagen)



Quelle: Metzler Ratings

Im Vergleich zu den harten Jahren der Niedrigzinsen hat sich die Lage der deutschen Lebensversicherer entspannt. Doch aktuell auf einem soliden Fundament zu stehen, heißt noch nicht, „automatisch auch in der Zukunft zu reüssieren“, wie Lars Heermann, Bereichsleiter Analyse und Bewertung der Ratingagentur Assekurata, im Euro-Interview sagt (siehe Seite 7). Ein Problem bleiben die stillen Lasten, die aus dem schnellen Zinsanstieg von 2022/23 resultieren. Sie entstehen so: Wenn das Zinsniveau steigt, kommen neue Anleihen mit höheren Kupons auf den Markt. Bereits laufende Anleihen mit geringerer Verzinsung verlieren dadurch an Attraktivität, weshalb ihr Kurs fällt, bis sie im Verhältnis zu den neuen Papieren wieder konkurrenzfähig sind. Ende 2022 stand die Branche der Lebensversicherer insgesamt laut Assekurata mit stillen Lasten in Höhe von 105 Milliarden Euro da, die für Mitte 2025 auf noch 85 Milliarden Euro taxiert werden.

Dennoch geht die Reduktion der stillen Lasten aus Kursverlusten allenfalls langsam voran. „Entscheidend dafür ist zum einen das Zinsniveau“, sagt Assekurata-Experte Heermann. „Sollten die Zinsen der zehnjährigen oder 30-jährigen Bundesanleihen als Maßstab des langfristigen Kapitalmarkts sinken, würde sich das Problem der stillen Lasten entspannen.“ Nach stark sinkenden Zinsen am Kapitalmarkt sieht es angesichts der Aufhebung der Schuldenbremse in Deutschland allerdings nicht aus. So stehen die Lebensversicherer vor der Frage, wie sie diese Lasten mit ihrer Kapitalanlagepolitik beeinflussen können. „Wenn ich möglichst schnell die stillen Lasten loswerden kann, dann komme ich perspektivisch schneller in die

Zone positiver Bewertungsreserven“, sagt Fachmann Heermann. „Aber das muss ich mir leisten können und wollen, denn das produziert erst einmal Verluste. Dagegen steht schon die Erwartung des Kunden, dass er steigende Kapitalmarktzinsen auch in seiner Überschussbeteiligung spürt. Das ist am Ende eine Abwägung, weil man den Euro nur einmal ausgeben kann.“

Für Sparer in der privaten Altersvorsorge gilt vor diesem Hintergrund: Die Finanzkraft eines Lebensversicherers sollte stets mitbedacht werden. Ein aussagekräftiger Indikator für die Flexibilität in der Kapitalanlage ist das Verhältnis von Bewertungsreserven beziehungsweise der ausführlich erklärten stillen Lasten zu den klassischen Kapitalanlagen. Er macht sichtbar, welche Anbieter in den vergangenen Jahren mit ihrer Anlagestrategie erfolgreich waren. An der Spitze steht die WWK Leben, die als einzige stille Reserven von 2,1 Prozent der Kapitalanlagen ausweist (siehe Grafik links). Bei allen anderen der 25 größten deutschen Lebensversicherer überwogen 2024 dagegen stille Lasten – noch am geringsten bei der SV Leben mit minus 0,3 Prozent, am stärksten bei der LVM mit minus 16,1 Prozent; auch in acht weiteren Fällen lagen die Quoten noch zweistellig im Minus.

Die WWK hebt sich damit klar ab. Sie nutzte selbst in der Niedrigzinsphase Spielräume, um Gelegenheiten zu nutzen und stärker in renditeträchtigere Anlagen wie etwa Aktien zu gehen. Mit einer Nettoverzinsung von 3,7 Prozent für 2024 (siehe Grafik Seite 3) und einem Fünf-Jahres-Durchschnitt von 3,8 Prozent erreicht die Münchner Gesellschaft unter den großen deutschen Lebensversicherern jeweils die Spitzenwerte.

€uro
HÖCHSTE
ERTRAGS-
KRAFT

Sicherer Halt

Verlässlichkeit ist heute wichtig. Die **Substanzkraftquote** zeigt, welche Anbieter das Fundament dafür gelegt haben

Erst ein Thema für Fachleute, heute ein gesellschaftlicher Trend: Longevity, Langlebigkeit. Das Ziel: Älter werden und dabei lang gesund bleiben. Damit erhöht sich auch das Langlebigkeitsrisiko. Beispiel: Man glaubt, mit einer angesparten Summe bis 85 abgesichert zu sein – wird aber 93. Vor unangenehmen Überraschungen aufgrund eines angenehmen Umstands sichert eine private Altersvorsorge ab, die Lebensversicherung. Wird ein Vertrag früh abgeschlossen, kann er 60 Jahre und mehr laufen. Da will man sein Geld einem finanzstarken Anbieter anvertrauen, der in Jahrzehnten für Jahrzehnte die Privatrente zahlen soll.

Ein zentrales Instrument zur Beurteilung der finanziellen Stärke von Lebensversicherern ist die Substanzkraftquote. Sie zeigt, wie viel Risikokapital einem Unternehmen im Verhältnis zu seiner Größe zur Verfügung steht. Ermittelt wird die Kennzahl, indem Eigenkapital, freie Rückstellung für Beitragsrückerstattung (freie RfB) und Schlussüberschussanteilsfonds (SÜAF) addiert und anschließend durch die Deckungsrückstellung (das sind die verzinsten Kundengelder) geteilt werden (siehe Grafik rechts).

Im aktuellen Vergleich belegt erneut die WWK den Spitzenplatz. Zwar liegt die Victoria im Prinzip gleichauf, sie betreibt aber kein Neugeschäft mehr, sondern verwaltet nur noch die bestehenden Verträge (Fachbegriff: Run-off). Den dritten Platz teilen sich Debeka und Neue Leben.

Die WWK profitiert von einer langfristig angelegten Strategie: Seit Jahrzehnten setzt die Münchner Gesellschaft auf eine besonders starke Eigenkapitalbasis, die gemessen an der Unternehmensgröße weit über dem

Marktdurchschnitt liegt. Eine hohe Eigenkapitalquote ermöglicht es Versicherern, Verluste an den Kapitalmärkten abzufangen und zusätzliche Reserven zu mobilisieren – ein entscheidender Vorteil gerade für Versicherungsvereine, die sich nicht über den Kapitalmarkt refinanzieren können.

Wesentlichen Anteil an der Substanzkraft hat die freie RfB. In diesem Topf werden große Teile der erwirtschafteten Gewinne zurückgelegt und den Kunden erst später gutgeschrieben. So lassen sich Schwankungen der Überschussergebnisse glätten. Der Spielraum erweitert sich noch durch den SÜAF: Er zählt zwar bilanziell zur gebundenen RfB, auf die Versicherungsnehmer während der Vertragslaufzeit meist nur eine Anwartschaft haben. Dennoch darf er zur Verlustdeckung eingesetzt werden und stärkt damit die Eigenmittelsubstanz eines Versicherers.

Gerade im aktuellen Marktumfeld ist diese Finanzkraft von Bedeutung. Wer über ausreichend Kapital verfügt, kann in höher rentierliche Anlagen investieren und so die Ertragslage langfristig verbessern. Anbieter mit hoher Substanzkraft sind gut gerüstet, um steigenden Zinsen und Inflation standzuhalten, wie sie die Branche erst 2022/2023 verkraften musste. Die WWK Lebensversicherung a. G. selbst hält in ihrem Geschäftsbericht für das Jahr 2024 fest: „Insgesamt liegt dank des langjährigen Kapitalanlage-Know-hows und der guten Reservesituation sowohl das Kapitalanlageergebnis als auch unsere Substanzkraft unverändert auf einem attraktiven Niveau. Wir sind der Auffassung, dass aufgrund des hohen Bestands an Eigenkapital sowie an freier RfB für die Sicherheit der Verträge unserer Mitglieder gesorgt ist.“

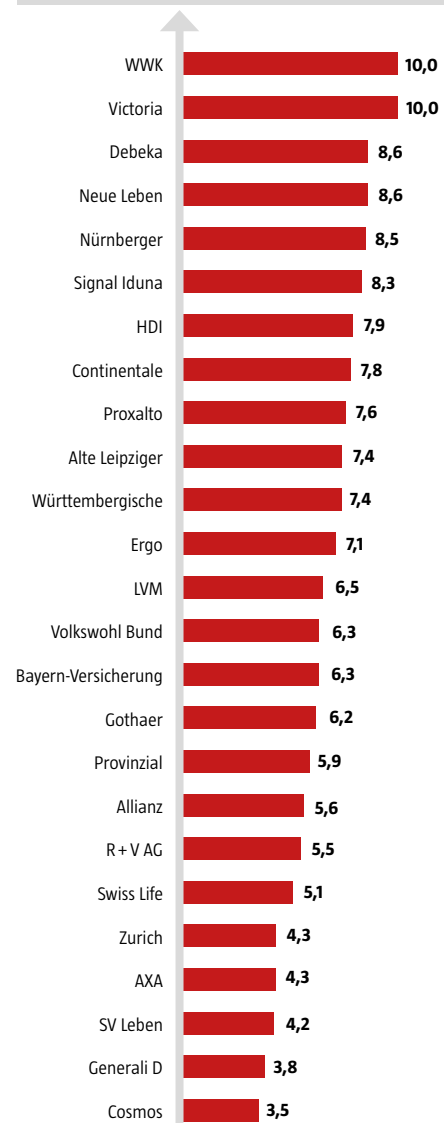
€uro
HÖCHSTE
SUBSTANZ-
KRAFT



Ruderer: Im Achter braucht es Kraft, Balance, Technik, eine gute Strategie und Teamleistung für die großen Siege

Substanzkraftquote 2024

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

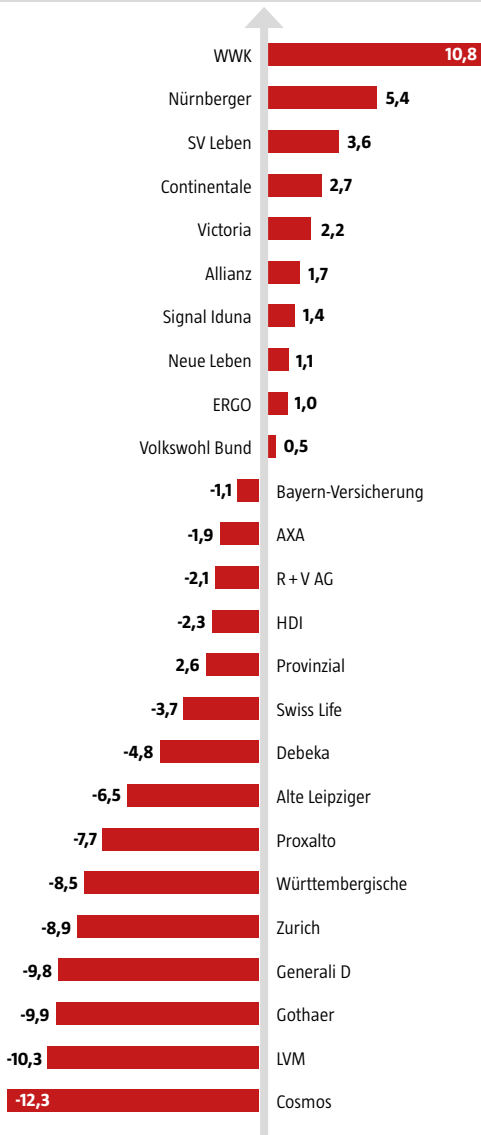


Quelle: Metzler Ratings

Surfer: Die Könner dieses Sports müssen robust genug sein, um auch in einem sehr stürmischen Umfeld die Balance zu halten



Verlustdeckende Mittel (ohne ZZR) **zuzüglich stiller Reserven/abzüglich stiller Lasten 2024** in %
(Eigenkapital + freie RfB + SÜAF-Bewertungsreserven saldiert in % des mittleren konventionellen Kapitalanlagebestands)



Quelle: Metzler Ratings

Stabilität gewinnt

Die Quote **verlustdeckender Mittel** legt offen, wie strapazierbar die Finanzkraft von Lebensversicherern ist

Alt der Zinsmarkt einmal als langweilig? Muss lange her sein. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe sprang von minus 0,5 Prozent Ende November 2020 bis auf 2,9 Prozent im Oktober 2023, fiel im Dezember 2024 auf 2,1 Prozent zurück und rangiert jetzt wieder über 2,7 Prozent. Dieser Zinssatz ist für Lebensversicherer entscheidend – und nun hilfreich. „Die gestiegenen Zinsen sind ein gutes Zeichen für Versicherungsnehmer“, sagt Thorsten Saal von der Ratingagentur Morgen & Morgen. „Der Kapitalmarkt ermöglicht bessere Neu- und Wiederanlagen.“

Ungetrübt ist die Entwicklung jedoch nicht: Der Zinsanstieg 2022/2023 hat die Bilanzen der Lebensversicherer unter Druck gesetzt. Viele Gesellschaften sitzen seither auf erheblichen Kursverlusten bei ihren Anleihebeständen. In den handelsrechtlichen Abschlüssen nach HGB tauchen diese Verluste jedoch nicht unmittelbar auf. Das ist ein Bilanzkniff, den § 341b HGB erlaubt: Solange die Papiere bis zur Endfälligkeit gehalten werden, müssen die Wertminderungen nicht abgeschrieben werden. Das verschafft den Versicherern Zeit, um die Lücke allmählich zu schließen.

Nach Angaben der Ratingagentur Assekurata waren die stillen Lasten 2023 um 30 Milliarden Euro auf 75 Milliarden Euro zurückgegangen und haben Mitte dieses Jahres wieder etwa 85 Milliarden Euro erreicht. Für die Stabilität der Branche bleibt das Thema brisant. Denn stille Lasten mindern

die verlustdeckenden Mittel, also jene Substanz, die im Ernstfall Schwankungen auffangen soll. Kunden dürften deshalb mit besonderer Aufmerksamkeit auf diese Kennziffer schauen. Unter den 25 größten Anbietern meldete 2024 nur die WWK keine stillen Lasten (siehe Seite 4). Besonders ins Auge fällt dabei die Quote der verlustdeckenden Mittel, die als Gradmesser der Substanzkraft gilt. Sie errechnet sich aus der Summe von Eigenkapital, freier Rückstellung für Beitragsrück- erstattung, Schlussüberschussanteil- fonds sowie den stillen Reserven bzw.

Lasten, geteilt durch den durchschnittlichen Bestand an klassischen Kapitalan- lagen. Nicht berücksichtigt wird die Zinszusatzreserve (ZZR), da von ihr vollständig die Versicherten profitieren sollen.

Die Rangliste führt mit großem Abstand die WWK an: Mit einer Quote von 10,8 Prozent setzt sie den Branchenmaßstab und erhält die Auszeichnung „Höchste Finanzkraft“. Den Begriff greift die WWK im Geschäftsbericht für 2024 auf und zeigt, wie wichtige Mechanismen ineinander- greifen: „Die Vermögenserträge, die Entwicklung der Beitragseinnahmen und das positive Ergebnis aus der Ver- sicherungstechnik ermöglichten es der WWK Lebensversicherung a. G., im Sinne eines weiteren Ausbaus der Finanzkraft das Eigenkapital im Be- richtsjahr erneut aufzustocken sowie ihren Mitgliedern gleichzeitig eine den wirtschaftlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen angemessene Überschussbeteiligung zu bieten.“



BILD: RUDI_SUARDI/ISTOCK

„Finanzstärke genau prüfen“

Lars Heermann, Bereichsleiter Analyse und Bewertung der Kölner Ratingagentur **Assekurata**, über die Lage der deutschen Lebensversicherer und die besonderen Herausforderungen der Branche



Euro: Im Assekurata-Marktausblick 2025 steht, das Ertragsniveau habe sich gegenüber der Niedrigzinsphase gefestigt. Woran liegt das?

Lars Heermann: Vor allem am hö- heren Zinsniveau, das insbesondere im klassischen Geschäft wirkt, das noch das Gros der Bestände ausmacht. 80 Prozent der Anlagen in einem durchschnittlichen Lebensversiche- rungs-Portfolio sind Zinsanlagen. Viele Altverträge enthalten Garantiezinsen bis zu vier Prozent, die der Versicherer nicht einseitig senken kann. Diese Ver- träge laufen oft noch lange; auch in der Niedrigzinsphase mussten sie bedient werden.

Gut für die Kunden.

Ja. Allerdings waren die Zinsen von 2015 bis Anfang 2022 extrem niedrig, zugleich mussten die Unternehmen hohe Zusatzreserven aufbauen – die Zinszusatzreserve (ZZR). Das war ein Kraftakt; es war schwer, die Mittel zu erwirtschaften. Zeitweise stand sogar die Frage einer Insolvenzswelle im Raum. Seit der Zinswende 2022/2023 ist die Lage wieder deutlich besser.

Was bleibt schwierig?

Die Solvenzquoten sind zwar entspann- ter. Doch aktuell sicher zu sein, heißt nicht, automatisch auch in der Zukunft zu reüssieren. Dafür braucht es ertrag- reiches Wachstum, und dort sehen wir Stolpersteine. Immerhin: Der Ertrag

verbessert sich, weil die ZZR schritt- weise aufgelöst wird: Was über Jahre aufgebaut und nicht verbraucht wurde, fließt nun sehr langfristig zurück.

Wie viel ist bereits zurückgeflossen?

Ende 2021 lag die ZZR branchenweit auf ihrem Höchstwert von 96 Milliar- den Euro, Ende 2024 betrug sie noch rund 84 Milliarden Euro und zum Ende dieses Jahres dürfte sie unter 80 Milliarden Euro sinken. Die Rück- flüsse können die Versicherer nutzen. Das stärkt ihr Ergebnis und ihre Hand- lungsspielräume.

Wo liegen die Stolpersteine?

Durch den schnellen Zinsanstieg liegen die Bewertungsreserven überwiegend tief im negativen Bereich. Typisch sind, wie erwähnt, rund 80 Prozent Zinsanlagen, häufig mit langen Lauf- zeiten. Entsprechend stehen viele An- leihen aus der Niedrigzinsphase deut- lich im Minus; die Unternehmen schie- ben stille Lasten vor sich her. Die höhe- ren Marktzinsen kommen so erst nach und nach bei den Kunden an.

Was bedeutet das konkret?

Die Überschussbeteiligung ist zuletzt zwar gestiegen, aber relativ langsam. Hohe stille Lasten erschweren den Zugang zum höheren Marktzins. Alte Festverzinsliche ließen sich verkaufen, aber nur mit hohen Verlusten. Alterna- tiv müsste viel Neugeschäft geschrie- ben werden – das floriert jedoch nicht

flächendeckend. Branchenweit glei- chen Abschlüsse mit planbaren, regel- mäßigen Beitragseinnahmen die Ab- gänge aus ausgezahlten Verträgen der- zeit nur aus. Nettowachstum kommt aus Einmalbeiträgen – substanziell sind diese nur, wenn sie langfristig ausgelegt sind, etwa bei sofort begin- nenden Renten. Der Markt ist stark vom Verdrängungswettbewerb ge- prägt; Neugeschäft muss deshalb hart erkämpft werden.

Setzen Kunden jetzt vor allem auf finanzstarke Anbieter?

Das nehme ich schon so wahr. Viele Verträge werden zudem noch über Be- raten geschlossen. Dort spürt man in den letzten Jahren eine größere Sensi- bilisierung für das Thema Finanzstär- ke. Auch Kunden stellen sich zuneh- mend die Frage: Was passiert eigent- lich mit meinem Lebensversicherer? Viele Gesellschaften gehen zusammen, manche stehen zum Verkauf, es gibt das Thema Run-off – Gesellschaften, die überhaupt kein Neugeschäft mehr machen, sondern die Verträge bis zum Ablauf weiterverwalten. Das schafft Verunsicherung und führt zur häufig gestellten Frage: Wie finanziell solide ist eigentlich mein Lebensversicherer? Es bestehen große Unterschiede, und man kann jedem Kunden oder Interes- senten nur raten, ein genaues Auge auf die Finanzstärke zu werfen.



BILD: ASSEKURATA-RATING-AGENTUR GMBH



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

Bis zu
3,00% p. a.
sichern

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

Vorstand
Bernd Förtsch
Aufsichtsratsvorsitzende:
Michaela Förtsch

Niederlassungsleiter München
Klaus Madzia

Verlagsleitung
Daniela Glocker

Redaktion Frank Mertgen (V.i.S.d.P.)

Lektorat Mario Servidio (Ltg.),
Gabi Rupp, Ingrid Tzschaschel

Art Director Sonja Crispino

Layout Klaus Schütt

Bildredaktion Julian Mezger

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

Gedruckt im September 2025

© 2025 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.