



Die finanzstärksten Lebensversicherer

Wie sicher sind Lebensversicherungen in Zeiten, in denen Banken kriseln? Antwort gibt die exklusive €uro-Auswertung

„Die Bonität spielt eine ganz entscheidende Rolle“

Lars Heermann, Bereichsleiter Analyse und Bewertung der Ratingagentur **Assekurata**, über stille Lasten und die Ertragskraft der Versicherer

€uro: *Noch 2021 wiesen die Lebensversicherer in Summe rund 150 Milliarden Euro stille Reserven auf ihre Kapitalanlagen aus. 2022 sind Schätzungen zufolge daraus rund 100 Milliarden Euro stille Lasten geworden. Was sind die Gründe dafür?*

Lars Heermann: Traditionell bestehen rund 80 Prozent des Anlageportfolios von Lebensversicherern aus festverzinslichen Wertpapieren mit längerer Laufzeit. Der starke Zinsanstieg am Rentenmarkt hat dazu geführt, dass die Kurse dieser Anleihen, die zuvor stark gestiegen waren, massiv eingebrochen sind. So wurden aus den hohen stillen Reserven fast ebenso hohe stille Lasten.

€uro: *Warum haben so viele Lebensversicherer überhaupt in niedrig verzinsliche lang laufende Staatsanleihen investiert? So ein lukratives Investment war das doch in den vergangenen Jahren auch nicht.*

Heermann: Dafür gibt es mehrere Gründe: Erstens haben Lebensversicherer ihren Kunden gegenüber langfristige Verpflichtungen. Da liegt es ökonomisch nahe, diese mit langfristigen Anleihen abzudecken. Zweitens waren lang laufende Anleihen überhaupt die einzigen sicheren Anlagen, die eine positive Verzinsung aufwiesen und gleichzeitig die Eigenmittelanforderungen nicht übermäßig beanspruchten. Und drittens haben diese Anleihen in Zeiten fallender Zinsen auch über viele Jahre stattliche Kursgewinne gebracht.

€uro: *Was sind die Folgen der stillen Lasten für die Versicherten? Schränken sie die Versicherung bei der Kapitalanlage ein?*

Heermann: Zunächst einmal sind stille Lasten wie der Name schon sagt „still.“ Werden die Zinspapiere nicht vor ihrer Fälligkeit verkauft, entstehen auch keine realen Verluste, denn die Anleihen werden am Laufzeitende ja aller Voraussicht nach zu 100 Prozent zurückgezahlt und holen damit ihre zwischenzeitlichen Kursverluste wieder auf.

Andererseits schränken stille Lasten einen Versicherer bei der Kapitalanlage auch ein. Wer Verluste aussitzen muss, hat in Zeiten gestiegener Zinsen weniger Geld für lukrative Neuanlagen zur Verfügung.

€uro: *Viele Lebensversicherungen heben für 2023 die Über-*

schussbeteiligung an, obwohl aus den stillen Reserven stille Lasten geworden sind. Ist das nicht widersinnig?

Heermann: Auf den ersten Blick natürlich schon, zumal es das Geschäftsmodell der Lebensversicherer mit sich bringt, dass sich der abrupte Zinsanstieg am Kapitalmarkt nicht unmittelbar bei den Überschussbeteiligungen niederschlagen kann. Aber die Unternehmen erfüllen damit eine gewisse Erwartungshaltung der Kunden, die vom gestiegenen Zinsniveau profitieren wollen. Manche Anbieter stehen zudem im direkten Wettbewerb mit den Banken, die jetzt auch wieder höhere Zinsen bieten.

€uro: *Die stärkste Steigerung bei der Überschussbeteiligung gab es bei Lebensversicherungen mit Einmalbeiträgen. Was steckt dahinter?*

Heermann: In der Niedrigzinsphase haben viele institutionelle Kunden, aber auch Privatanleger, bei Lebensversicherungen kurzfristige Einmalanlagen getätigt: Ein oder zwei Prozent Verzinsung bei der Lebensversicherung waren immer noch attraktiver als null Prozent bei der Bank. Das hat sich jetzt geändert, und die Lebensversicherer müssen befürchten, dass Kunden ihr Geld wieder abziehen, zumal die Stornogebühren bei diesen Einmalanlagen in der Regel kaum ins Gewicht fallen – ganz anders als bei langfristigen Rentenversicherungen mit laufender Beitragszahlung, wo ein Storno für den Kunden in der Regel mit finanziellen Einbußen verbunden ist.

€uro: *Sehen Sie die Gefahr einer Stornowelle, weil Kunden bei den Banken bessere Zinsen bekommen? Dann müssten die Versicherer Staatsanleihen verkaufen, und aus den stillen Lasten würden echte Verluste.*

Heermann: Man kann derzeit schon erkennen, dass Gelder von den Lebensversicherungen abgezogen werden – aber es handelt sich im Wesentlichen um Einmaleinlagen. Die Stornoquoten bei lang laufenden Rentenversicherungen mit laufenden Beiträgen liegen seit Jahren in etwa bei drei bis vier Prozent, und ich erwarte nicht, dass diese nennenswert steigen.

€uro: *Wie beeinflussen stille Lasten die Bonität einer Versicherung? Spielen sie in Ihrem Ertragskraft-Garantie-Check, kurz EKG-Check, eine Rolle?*

Lars Heermann

ist Diplom-Kaufmann und gelernter Versicherungskaufmann. Er studierte BWL an der Universität Köln und der Stockholm School of Economics, Schweden. 2006 stieg er als Ratinganalyst bei der Assekurata Assekuranz Rating-Agentur in Köln ein. Als Bereichsleiter Analyse und Bewertung verantwortet er heute bei Assekurata das Kerngeschäftsfeld der Produkt- und Themenentwicklung.

Heermann: Unser EKG-Check soll zeigen, wie belastbar die Ertragslage der Unternehmen ist. Die Idee dabei ist: Je höher die Ertragskraft eines Lebensversicherers ist und je geringer dessen Zinsanforderungen zum Bedienen der Garantien und der Zinszusatzreserve sind, desto stabiler ist ein Unternehmen aufgestellt. Rund die Hälfte der EKG-Quote machten bisher die Bewertungsreserven aus. Daher gehe ich schon davon aus, dass es bei unserem diesjährigen EKG-Check im Herbst – nach Veröffentlichung der Bilanzzahlen durch die Versicherer – zu Veränderungen kommen wird.

€uro: *Welche Rolle spielt die Bonität einer Lebensversicherung für den Kunden?*

Heermann: Die Bonität einer Lebensversicherung spielt für den Kunden eine ganz entscheidende Rolle. Er schließt mit dem Unternehmen einen langfristigen Vertrag über zehn, 20 oder 30 Jahre ab und möchte sicher sein, dass es das Unternehmen auch dann noch gibt und er seine Vertragsleistungen verlässlich von dem Unternehmen ausbezahlt bekommt.

€uro: *Die Nettoverzinsung, der Ertrag, den ein Versicherer mit Kundengeldern erwirtschaftet, ist 2022 auf im Schnitt 2,2 Prozent gesunken, nachdem sie 2021 noch bei 3,58 Prozent gelegen hat. Woran liegt das? Die Zinsen sind doch gestiegen.*

Heermann: Die Nettoverzinsung war in den Niedrigzinsjahren durch hohe Erträge aus der Auflösung von Bewertungsreserven beeinflusst. Diese resultierten aus Verkäu-

fen von festverzinslichen Anlagen, die erforderlich waren, um die gesetzliche Zinszusatzreserve zu finanzieren. Da dies im aktuellen Zinsumfeld nicht mehr nötig ist, ist auch die Nettoverzinsung weniger aufgebläht.

€uro: *Und wann dürfen die Kunden wieder mit einer höheren Nettoverzinsung rechnen?*

Heermann: Das kommt auf den Versicherer an. Unternehmen mit hohen stillen Lasten profitieren nur wenig von den attraktiveren Zinsen am Kapitalmarkt, weil sie vergleichsweise wenig Kapital für Neuanlagen zur Verfügung haben oder erst mal Verluste in Kauf nehmen müssten. Lebensversicherer mit geringen oder gar keinen stillen Lasten können dagegen das gestiegene Zinsumfeld flexibler nutzen, um auch für ihre Kunden wieder höhere Renditen zu erzielen.

€uro: *Die Bundesregierung will eine Aktienrente einführen. Glauben Sie, dass Lebensversicherungen auch weiter eine wichtige Rolle bei der Altersvorsorge spielen werden?*

Heermann: Dies ist zu wünschen, denn die standardisierte Lösung einer Aktienrente wird es allein nicht richten können. Kunden brauchen passgenaue Lösungen und eine individuelle Beratung. Insofern gehe ich schon davon aus, dass Lebensversicherungen auch weiter eine wichtige Rolle bei der Altersvorsorge spielen werden, wenn auch nicht bei jedem Anbieter gleichermaßen. Auch hier spielt der Blick auf die Bonität für den Kunden wieder eine entscheidende Rolle.

Bonität und Substanz

Ratingagenturen prüfen die Finanzstärke der Lebensversicherer und vergeben dafür eine Note. Was Kunden darüber wissen müssen – und über die **Substanzstärke** der Konzerne

Das gibt es oft in der Lebensversicherung: Der Kunde zahlt 30 Jahre lang Beiträge und hofft, später 30 Jahre lang eine Privatrente zu beziehen. Umso wichtiger ist gerade in einer turbulenten werdenden Welt die Bonität des Lebensversicherers. Genau diese Finanzstärke ermitteln spezialisierte Ratingagenturen, die die Lebensversicherer mit jeweils eigenen Systemen prüfen (siehe Porträts). Am Ende vergeben die Prüfer eine Note (siehe Benotung unten). Diese wichtige Note wird von Euro bei der Gesamtbewertung der Finanzstärke der Lebensversicherer dreifach gewichtet. Viele Gesell-

schaften haben zudem 2022 durch den Zinsanstieg in ihren großen Anleihebeständen stille Lasten (das Gegenteil stiller Reserven) aufgebaut, die großteils noch nicht veröffentlicht sind. Diese Lasten können nur Versicherer mit hoher Substanzstärke langfristig gut aussitzen, das ist jedoch in den Ratings nicht reflektiert. Daher wird die Note für die einfach gewichtete Substanzstärkequote (Erklärung siehe rechts) mit der dreifach gewichteten Ratingnote aggregiert, die Notensumme, geteilt durch vier, ergibt die Gesamtnote für die Finanzstärke der Assekuranten (siehe Tabellen S. 6/7).



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



Sie stellt die Unternehmensqualität aus Sicht von Privatkunden in den Mittelpunkt der Analyse: Die 2014 gegründete DFSI Ratings ist eine unabhängige Agentur für Qualitätsratings im Versicherungssektor. DFSI Ratings bietet dabei eine breite Branchenabdeckung in Deutschland. Die Notenskala reicht von „AAA“ bis „C“. Mehr Informationen unter dfsi-institut.de/ratings.



Traditionsreich ist die 1913 gegründete Ratingagentur Fitch. Sie deckt rund 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 Assekuranten 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.

Wie die Benotung funktioniert

Die Spanne der Noten für die Finanzstärke reicht zum Beispiel bei S&P Global Ratings von „AAA“ (extrem stark) bis „D“ (Konkursantrag oder Vergleichbares). Die Zusätze „+“ oder „-“ bieten eine weitere positive oder negative Abstufung. Euro macht mit dem Schema rechts die unterschiedlichen Notenbezeichnungen vergleichbar und übersetzt sie in eine Schulnote (von 1,0 bis 5,0).

Notenschema

S&P	Assekurata U	Assekurata B	Fitch	DFSI	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: U = Unternehmensrating, B = Bonitätsrating.
Quelle: Ratingagenturen, Euro



Bonität und Substanz – Die Gesamtnote

Für die Berechnung der Gesamtnote wird die Bonitätsnote dreifach gewichtet und die Substanzstärke einfach. Die Summe aus der dreifachen Bonitätsnote und der Substanznote wird durch vier geteilt; die Gesamtnote wird nach folgendem Schema vergeben:

- 1,00–1,20 **Extrem stark**
- 1,21–1,50 **Sehr stark**
- 1,51–2,00 **Stark**
- 2,01–2,50 **Ausreichend stark**

Beim **Eigenkapital** greift die einfache Regel: Je größer die Eigenkapitalquote, desto sicherer das Geld der Kunden. Denn ist das Eigenkapital (umfasst die Bilanzpositionen eingezahltes Kapital, Kapital- und Gewinnrücklagen sowie Gewinnvortrag) hoch, können mögliche Verluste an den Kapitalmärkten vom Versicherer gut ausgeglichen werden. Die Gesellschaft kann notfalls neues Geld zur Verfügung stellen. Daher ist das Eigenkapital Ausgangsbasis der Substanzstärke.

Definition Substanzstärke

Eigenkapital + Freie RfB + Schlussüberschussanteilfonds in % Deckungsrückstellungen

Quelle: Jahresabschlüsse 2022

Substanzkraft

- ab 10 % = **1,00**
- 9–9,99 % = **1,25**
- 8–8,99 % = **1,50**
- 7–7,99 % = **1,75**
- 6–6,99 % = **2,00**
- 5–5,99 % = **2,25**
- 4–4,99 % = **2,50**
- 3–3,99 % = **2,75**
- 2–2,99 % = **3,00**

Die Versicherungsnehmer „erhalten bei Vertragsbeendigung durch Kündigung, Tod oder Ablauf einen **Schlussüberschussanteil**“, erläutert die Aufsicht BaFin. „Dieser wird im Unterschied zur laufenden Überschussbeteiligung nur einmalig zugeteilt und ist bis zur Vertragsbeendigung grundsätzlich nicht garantiert.“ Der **Schlussüberschussanteilfonds** kann wie die freie RfB (siehe. r. o.) notfalls mit Verlusten verrechnet werden, daher werden beide bei der Substanzstärke zum Eigenkapital addiert.

Die freie Rückstellung für Beitragsrückerstattung – **freie RfB** – gilt neben dem Eigenkapital (siehe I.) als bedeutendster Sicherheitspuffer eines Lebensversicherers. Mit dem Schlussüberschussanteil (siehe I. u.) bildet sie den nicht festgelegten Teil der RfB: Die Mittel sind für die Beitragsrückerstattung bestimmt, aber es bestehen noch keine konkreten Ansprüche einzelner Versicherungsnehmer auf diese Beiträge.

Die **Deckungsrückstellungen** umfassen den Wert der gesamten Verpflichtungen aus laufenden Verträgen eines Lebensversicherers. Zur Ermittlung der Substanzstärkequote wird die Summe aus Eigenkapital, freier RfB und Schlussüberschussanteil den Deckungsrückstellungen gegenübergestellt und als Prozentsatz der Deckungsrückstellungen ausgedrückt. Dieser Prozentsatz wird mit der Tabelle links in eine Schulnote übersetzt.



Starke Substanz

€uro integriert Ratings und bilanzielle Substanzstärke in einer Gesamtbewertung und zeigt die Lebensversicherer mit **besonders solidem Finanzpolster**. Ganz vorn liegt bei den Serviceversicherern die WWK und bei den Direktversicherern die Hannoversche

- Die Firmenzentralen von**
- 1 WWK** – finanzstärkster Service-Lebensversicherer mit der Gesamtnote „Extrem stark“
 - 2 Hannoversche** – stärkster Anbieter im Kreis der Direktversicherer
 - 3 Allianz** Marktführer mit der Note „Sehr stark“ (das Bild zeigt die im Bau befindliche neue Zentrale der Leben-Tochter in Stuttgart)
 - 4 Alte Leipziger** wird von gleich vier Ratingagenturen bewertet
 - 5 R+V** – großer Lebensversicherer des Genossenschaftssektors

Aggregation Finanzratings und Substanzstärke der Lebensversicherer

Versicherer	Ratings	Beste Note Rating	Substanz-stärkequote	Note Substanzstärke	Note Gesamt*	Bewertung
Serviceversicherer						
WWK	AAA (DFS)	1,00	8,90 %	1,50	1,13	Extrem stark
Die Bayerische	A+ (Assekurata U), AA+ (DFS)	1,25	13,00 %	1,00	1,19	Extrem stark
Ergo Vorsorge	AA (Assek. B), AA- (Fitch), AA+ (DFS)	1,25	16,40 %	1,00	1,19	Extrem stark
Europa	AA+ (DFS)	1,25	24,40 %	1,00	1,19	Extrem stark
Ideal	A++ (Assekurata U), AA+ (DFS)	1,00	7,50 %	1,75	1,19	Extrem stark
Direktversicherer						
Hannoversche	A++ (Assekurata U), AA+ (DFS)	1,00	9,40 %	1,25	1,06	Extrem stark
Europa	AA+ (DFS)	1,25	24,40 %	1,00	1,19	Extrem stark
Serviceversicherer						
Universa	AA+ (DFS)	1,25	9,10 %	1,25	1,25	Sehr stark
Basler	A+ (S&P), AA+ (DFS)	1,25	8,60 %	1,50	1,31	Sehr stark
Continentale	AA+ (DFS)	1,25	8,60 %	1,50	1,31	Sehr stark
LV 1871	A+ (Fitch), AA+ (DFS)	1,25	8,80 %	1,50	1,31	Sehr stark
Stuttgarter	A (Assekurata B), AA+ (DFS)	1,25	8,90 %	1,50	1,31	Sehr stark
Münchener Verein	AA (DFS)	1,50	11,20 %	1,00	1,38	Sehr stark
Württembergische	AA+ (DFS)	1,25	7,00 %	1,75	1,38	Sehr stark
Allianz	AA (S&P), AA (Fitch), AA+ (DFS)	1,25	6,20 %	2,00	1,44	Sehr stark
AXA	AA- (S&P), AA- (Fitch), AA+ (DFS)	1,25	6,40 %	2,00	1,44	Sehr stark
HUK-Coburg	A+ (Assekurata U), AA (DFS)	1,50	8,00 %	1,50	1,50	Sehr stark
Nürnberger	A+ (Fitch), AA (DFS)	1,50	8,50 %	1,50	1,50	Sehr stark
Swiss Life	A+ (S&P), AA+ (DFS)	1,25	5,20 %	2,25	1,50	Sehr stark
Targo	A+ (S&P), AA (DFS)	1,50	9,10 %	1,50	1,50	Sehr stark

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

BILD: JOERG ZABER/WWK, HANNOVERSCHHELEBEN

Aggregation Finanzratings und Substanzstärke der Lebensversicherer

Versicherer	Ratings	Beste Note Rating	Substanz-stärkequote	Note Substanzstärke	Note Gesamt	Bewertung
Serviceversicherer						
Alte Leipziger	A+ (Assek. U), AA- (Assek. B), A+ (Fitch), AA (DFS)	1,50	7,30 %	1,75	1,56	Stark
Bayern-Versicherung	AA- (Fitch)	1,25	4,50 %	2,50	1,56	Stark
Neue Leben	A+ (S&P), AA (DFS)	1,50	7,20 %	1,75	1,56	Stark
Condor	AA (Fitch), AA (DFS)	1,50	6,70 %	2,00	1,63	Stark
HanseMerkur	AA (DFS)	1,50	6,60 %	2,00	1,63	Stark
Signal Iduna	A (Fitch), AA (DFS)	1,50	6,90 %	2,00	1,63	Stark
Zurich	AA (S&P), AA (DFS)	1,50	6,30 %	2,00	1,63	Stark
Gothaer	A (S&P), AA (DFS)	1,50	5,90 %	2,25	1,69	Stark
HDI	A+ (S&P), AA (DFS)	1,50	5,90 %	2,25	1,69	Stark
Volkswahl Bund	A (Fitch), AA (DFS)	1,50	5,80 %	2,25	1,69	Stark
VGH Provinzial Hannover	A+ (Assekurata B)	1,75	8,10 %	1,50	1,69	Stark
R+V	A+ (S&P), AA (Fitch), A+ (DFS)	1,50	4,70 %	2,50	1,75	Stark
DEVK	A+ (S&P), A+ (Fitch), BBB+ (DFS)	1,75	7,40 %	1,75	1,75	Stark
Provinzial NordWest	AA- (Fitch)	1,50	4,40 %	2,50	1,75	Stark
Helvetia	A+ (S&P)	1,75	6,20 %	2,00	1,81	Stark
Barmeria	A+ (DFS)	1,75	5,80 %	2,25	1,88	Stark
VPV	A+ (DFS)	1,75	5,00 %	2,25	1,88	Stark
PrismaLife	BBB+ (Assekurata B)	2,25	2,25 %	1,00	1,94	Stark
Serviceversicherer						
Debeka	A (Assek. U), A (Assek. B), A (DFS)	2,00	6,60 %	2,00	2,00	Ausreichend stark
Direktversicherer						
Cosmos	A+ (DFS)	1,75	2,80 %	3,00	2,06	Ausreichend stark

BILD: ALLIANZ LEBENSVERSICHERUNG, ALTE LEIPZIGER, R+V

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 %
p. a.
sichern**

finanzverlag

eine Marke der Börsenmedien AG

Börsenmedien AG
Niederlassung München
Bayerstr. 71-73
80335 München
www.finanzenverlag.de

Vorstand

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

Niederlassungsleiter München

Frank Pöpsel

Verlagsleitung

Daniela Glocker

Projektleitung Stephan Schwägerl
stephan.schwaegerl@finanzverlag.de

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

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 2023

©2023 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.