



DAV

DEUTSCHE
AKTUARVEREINIGUNG e.V.

Ergebnisbericht des Ausschusses Investment

**Mögliche Kapitalanlagethemen
im Erläuterungsbericht des Verantwortlichen Aktuars
für das Geschäftsjahr 2022**

Köln, 29. November 2022

Präambel

Der Ausschuss Investment¹ der Deutschen Aktuarvereinigung e. V. (DAV) hat zur Auswahl und Darstellung möglicher Kapitalanlagethemen im Erläuterungsbericht des Verantwortlichen Aktuars² für das Geschäftsjahr 2022 den vorliegenden Ergebnisbericht erstellt.

Fragestellung

Der vorliegende Ergebnisbericht befasst sich mit möglichen Inhalten des Erläuterungsberichts des Verantwortlichen Aktuars. Diese beziehen sich auf die Auswahl und Darstellung von möglichen Themen mit Bezug zur Kapitalanlage. Damit soll eine Serviceleistung für die Verantwortlichen Aktuarerbracht werden.

Zusammenfassung

Der sachliche Anwendungsbereich des Ergebnisberichts betrifft sowohl allgemeine geschäftsjahresübergreifende als auch aktuelle, zeitlich eng an das Jahr 2022³ gebundene und ggf. hierauf eingeschränkte Fragestellungen. Diese betreffen die Lebensversicherung und diejenigen Schaden- und Unfallversicherungen, in der nach Art der Lebensversicherung aktuariell bewertete Deckungsrückstellungen gebildet und vom Verantwortlichen Aktuar im aufsichtsrechtlich geforderten Erläuterungsbericht kommentiert werden. Für die Schaden- und Unfallversicherung sind dies im Einzelnen die Unfallversicherung mit garantierter Beitragsrückzahlung (UBR) sowie Rentenleistungen aus der Allgemeinen Haftpflichtversicherung, der Kraftfahrzeug-Haftpflichtversicherung, der Kraftfahrt-Unfallversicherung sowie der Allgemeinen Unfallversicherung (HUK-Renten). Die Aussagen dieses Ergebnisberichts zu Kapitalanlagethemen lassen sich dabei speziell für die UBR und die HUK-Renten ggf. nur eingeschränkt anwenden. Dies liegt daran, dass hier einerseits viele Aspekte auf das Unternehmen als Ganzes wirken, die zugehörigen

¹ Der Ausschuss dankt der Arbeitsgruppe „Kapitalanlagethemen im Erläuterungsbericht des Verantwortlichen Aktuars“ ausdrücklich für die geleistete Arbeit, namentlich: Dr. Marc Küther (Leitung), Sören Demtröder, Dr. Ulrich Clarenz, Dr. Monika Dücker, Dr. Bernd Greuel, Christoph Höpken, Martin Jungbauer, Thomas Kaufmann, Jana Küttner, Marcus Lenz, Dr. Mohammad Majidi, Ilja Mindlin, Michael Schindler, Tilmann Schmidt, Matthias Sohn, Prof. Dr. Christof Wiechers.

² Hinweis: In diesem Ergebnisbericht wird aus Gründen der besseren Lesbarkeit die männliche Form verwendet. Weibliche und anderweitige Geschlechteridentitäten werden dabei ausdrücklich mitgemeint, soweit es für die Aussage erforderlich ist.

³ Um den Verantwortlichen Aktuarern rechtzeitig vor der Endredaktion der Erläuterungsberichte zur Verfügung gestellt werden zu können, bezieht sich dieser Ergebnisbericht dort, wo Aussagen zu aktuellen Kapitalmarktentwicklungen getroffen werden, in der Regel nur auf die Kapitalmarktentwicklung bis zum 30. September 2022. Die Arbeitsgruppe empfiehlt, materiell relevante Entwicklungen des letzten Quartals 2022 bei Bedarf ergänzend zu berücksichtigen. Allgemeine zeitpunktunabhängige Aussagen dieses Ergebnisberichts beanspruchen Gültigkeit auch über den genannten Referenzzeitraum hinaus.

Sicherungsvermögen aber andererseits in der Regel nur einen kleinen Teil der Kapitalanlagen umfassen.

Der Ergebnisbericht betrifft damit unmittelbar die Verantwortlichen Aktuare der Lebensversicherung und unter Berücksichtigung der genannten Besonderheiten die Verantwortlichen Aktuare der UBR und HUK.

Die Arbeitsgruppe stuft darüber hinaus die allein auf die Kapitalanlage bezogenen Themen dieses Papiers als relevant auch für die Pensions- und Krankenversicherung ein.

Der resultierende zusammengefasste Ergebnisbericht ist an die Mitglieder und Gremien der DAV zur Information über die von der Arbeitsgruppe erzielten Erkenntnisse gerichtet. Die ersten beiden Kapitel sind hierbei im Vergleich zum Vorjahr nahezu unverändert übernommen und um aktuelle Referenzen ergänzt worden. Aufgrund der wachsenden Bedeutung wurde dem Themenkomplex „Nachhaltigkeit und ESG“ das neue Kapitel 2.6 gewidmet. Dieser Ergebnisbericht stellt keine berufsständisch legitimierte Position der DAV dar.

Verabschiedung

Der Ergebnisbericht ist durch den Ausschuss Investment am 29. November 2022 verabschiedet worden.

Inhalt

1.	Ausgangslage und Zielsetzung	4
2.	Allgemeine Themen	7
2.1	Kapitalmarkteinschätzung und ihre Bedeutung für den Verantwortlichen Aktuar	7
2.2	Strategische Asset Allocation	8
2.3	Derivate und Absicherungsstrategien	10
2.4	Kreditrisiken und Bonität	13
2.5	Liquidität und Fungibilität	14
2.6	Nachhaltigkeit und ESG	15
3.	Spezielle Themenvorschläge für das Berichtsjahr 2022	19
3.1	Einflüsse auf die Kapitalmarktentwicklungen der ersten drei Quartale 2022	20
3.2	Inflation	37
3.3	Zinsanstieg und Renditen festverzinslicher Kapitalanlagen	42
3.4	Stille Lasten	47
3.5	Bonität und Duration festverzinslicher Kapitalanlagen	52
3.6	Mögliche Auswirkungen der Entwicklung der Zinszusatzreserve auf die Kapitalanlage	56
3.7	Liquiditäts- und Stornorisiken	59
3.8	Immobilien und verwandte Assetklassen	61
3.9	Nachhaltige Kapitalanlagen	69
3.10	Weitere Assetklassen mit anderen Charakteristiken	74

1. Ausgangslage und Zielsetzung

Die gesetzliche Grundlage für den Erläuterungsbericht des Verantwortlichen Aktuars findet sich in § 138 VAG und der Aktuarverordnung (AktuarV). Gemäß § 141 Absatz 5 Nr. 1 Satz 1 VAG hat der Verantwortliche Aktuar sicherzustellen, dass die Grundsätze des § 138 VAG, der Deckungsrückstellungsverordnung (DeckRV) und des § 341f HGB bei der Berechnung der Prämien und Deckungsrückstellungen eingehalten werden. Gemäß § 141 Absatz 5 Nr. 1 Satz 2 VAG muss er dabei „die Finanzlage des Unternehmens insbesondere daraufhin überprüfen, ob die dauernde Erfüllbarkeit der sich aus den Versicherungsverträgen ergebenden Verpflichtungen jederzeit gewährleistet ist“.

Mit Bezug auf die Kapitalanlagen gehört es gemäß § 4 Absatz 4 Nr. 4 AktuarV auch zu den Aufgaben des Verantwortlichen Aktuars, im Erläuterungsbericht „darzulegen, dass das Vorsichtsprinzip auch bei der Bewertung der zur Bedeckung der Deckungsrückstellung herangezogenen Aktiva angewendet wurde“.

Von der Interpretation dieses Regelungsumfeldes hängt es offenbar ab, in welchem Umfang der Verantwortliche Aktuar Kapitalanlagethemen in seinem Erläuterungsbericht behandeln wird. Die zur Bedeckung der Deckungsrückstellung herangezogenen Aktiva (die in der Schaden- und Unfallversicherung in eigenen Sicherungsvermögen zusammengefasst sind) müssen, um diese *Bedeckung* nachhaltig leisten zu können, in der Regel Anforderungen an

- anfängliche Werthaltigkeit (zur Sicherstellung der anfänglichen handelsbilanziellen Bedeckung),
- zukünftige Wertbeständigkeit (zur Sicherstellung der zukünftigen handelsbilanziellen Bedeckung),
- und laufende Ertragskraft (zur Sicherstellung der wirtschaftlichen und handelsbilanziellen Erfüllbarkeit der Verpflichtungen)

erfüllen. Die konkrete Ausgestaltung dieser Anforderungen an die zur Bedeckung der Deckungsrückstellung herangezogenen Kapitalanlagen sollte sich an der wertstabilen und pro rata temporis rechnungsmäßig verzinsten bilanziellen Entwicklung der durch sie bedeckten handelsrechtlichen Deckungsrückstellung orientieren. In diesem Sinne fordert § 4 Absatz 4 Nr. 4 AktuarV nach Überzeugung der Arbeitsgruppe eine Berichterstattung über eine für Aktiva und Passiva im Großen und Ganzen vergleichbar angemessene Bewertung unter Berücksichtigung des handelsrechtlichen Vorsichtsprinzips. Der Wortlaut der zitierten Regelungen legt es deshalb nahe, im Erläuterungsbericht Aussagen zur *aktuellen Werthaltigkeit* und zur *zukünftigen Wertbeständigkeit* der die Verpflichtungen bedeckenden Kapitalanlagen sowie zu ihrer potenziell erwarteten *laufenden Ertragskraft* zu treffen. Da vom Verantwortlichen Aktuar ohnehin bereits eine Einschätzung über die

zukünftige Entwicklung der in der Rechnungsgrundlage Zins enthaltenen Sicherheitsspanne abzugeben und zu begründen ist, ist die Pflicht zu Aussagen über die aktuell und zukünftig erwarteten Kapitalerträge hier noch ein zweites Mal explizit im aufsichtsrechtlichen Regelungskanon verankert.

Die DAV hat in Gestalt ihrer Richtlinie „Überprüfung der Finanzlage durch den Verantwortlichen Aktuar“ bereits Mindestanforderungen in Bezug auf die gesetzlichen Anforderungen zur Überprüfung der Finanzlage und der dauernden Erfüllbarkeit der Verpflichtungen vor allem aus § 141 Absatz 5 Nr. 1 Satz 2 VAG formuliert. Weil bei Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen mit der Unfallversicherung mit garantierter Beitragsrückzahlung (UBR) und laufenden HUK-Renten Geschäft nach Art der Lebensversicherung betrieben wird, wird in einem zweiten Fachgrundsatz „Prüfung der Anlagerisiken und der Rechnungsgrundlage Zins durch den HUK-Aktuar“ des HUK-Ausschusses im Rang eines Hinweises erläutert, in welcher Form die Prinzipien und die Zielrichtung der erstgenannten Richtlinie auf die Arbeit des HUK-Aktuars übertragen werden können.

§ 4 Absatz 4 Nr. 4 AktuarV enthält nach Auffassung der Arbeitsgruppe die aufsichtsrechtliche Verankerung einer Pflicht des Verantwortlichen Aktuars, sich bei der Beurteilung der Finanzlage und bei der Bewertung der Erfüllbarkeit der Verpflichtungen auch mit dem Themenfeld der Aktiv-Passiv-Steuerung und des Asset-Liability-Managements grundsätzlich zu befassen. Insofern stellt der vorliegende Bericht eine unverbindliche mögliche Ergänzung der erwähnten Richtlinie dar, indem er zusätzlich aufzeigt, welche Themen mit Bezug zum Asset-Management und zum Asset-Liability-Management möglicherweise relevant sein könnten. Ebenso werden aus Sicht der Arbeitsgruppe erwähnenswerte Informationen zu Kapitalanlagethemen der ersten neun Monate des aktuellen Geschäftsjahres zusammengetragen; diese Informationen könnten Verantwortlichen Aktuaren ggf. als Unterstützung bei der Meinungsbildung zur Angemessenheit von Annahmen dienen, die in die konkrete Umsetzung der Richtlinie zur Überprüfung der Finanzlage eingeflossen sind.

Der Verantwortliche Aktuar wird den erläuterten Anforderungen des § 4 Absatz 4 Nr. 4 AktuarV auch dadurch nachkommen, dass er sich umfassend über Methoden und Instrumente des Asset-Liability-Managements in seinem Unternehmen und die konkreten Ergebnisse dieses Prozesses informiert hält. Die aufsichtsrechtliche Ausgestaltung seiner Funktion sichert ihm dabei das Recht auf Zugang zu diesen unternehmensinternen Informationen. Einfacherweise – wenngleich nicht notwendigerweise – kann er hierzu Mitglied eines im Unternehmen ggf. gebildeten zentralen ALM-Steuerungsgremiums sein oder über dessen Tätigkeit und Entscheidungen laufend und vollständig informiert werden zum Beispiel durch Kenntnisnahme entsprechender Sitzungsprotokolle und vergleichbarer Unterlagen.

Nach dem Grundsatz der *Proportionalität* wird die Beschäftigung des Verantwortlichen Aktuars mit dem Asset-Management und dem Asset-Liability-Management umso intensiver und ihre Dokumentation im Erläuterungsbericht umso ausführlicher und detaillierter ausfallen, je größer die materielle Relevanz der Kapitalanlagetätigkeit ist und je komplexer und vielschichtiger Kapitalanlagen, Verpflichtungen und ihr Zusammenhang jeweils ausgeprägt sind. Hierbei kann sich der Verantwortliche Aktuar auf bereits im Unternehmen existierende Berichte und Analysen stützen sowie bei Bedarf ergänzend oder vertiefend eigene Schwerpunkte setzen. Sofern sich der Verantwortliche Aktuar auf Informationen anderer Unternehmensbereiche oder Schlüsselfunktionen bezieht, so bietet es sich an, dies transparent zu machen.

Darüber hinaus sind die Versicherungsmathematische Funktion und der Verantwortliche Aktuar nach Ansicht der BaFin angehalten, jährlich eine Empfehlung zur Höhe des Garantiezinses im Neugeschäft abzugeben. Hierbei können bzgl. Asset-Only-Themen die hier dargestellten Inhalte von Interesse sein. Weitergehende Informationen finden sich in den Ergebnisberichten „Überprüfung des Garantiezinses im Neugeschäft durch den VA“ vom 22. September 2021 sowie „Bewertung des Neugeschäfts in der Lebensversicherung durch die Versicherungsmathematische Funktion“ vom 26. April 2021.

Bei der Darstellung der Sachverhalte, insbesondere bei Kennzahlen und anderen Zahlenangaben, werden in den Fußnoten Quellen angegeben. Hierbei hat die Arbeitsgruppe versucht, nach Möglichkeit auf zum Zeitpunkt der Veröffentlichung öffentlich zugängliche Quellen zurückzugreifen, um den Verantwortlichen Aktuar bei seiner Einschätzung und Schwerpunktsetzung weitergehend zu unterstützen.

Dargestellt werden nachfolgend sowohl allgemeine, für den Verantwortlichen Aktuar möglicherweise relevante „zeitlose“ Aspekte der Kapitalanlage als auch spezielle zeitgebundene Themen (nur) des aktuellen Geschäftsjahres. Die ausgewählten Themen orientieren sich in der Regel an einem eher komplexen Umfeld; unter einfacheren Rahmenbedingungen können daher Vereinfachungen und Auslassungen durchaus angemessen sein.

2. Allgemeine Themen

2.1 Kapitalmarkteinschätzung und ihre Bedeutung für den Verantwortlichen Aktuar

Versicherungsunternehmen, deren Risiken substantiell vom Kapitalmarkt abhängen, sind grundsätzlich verpflichtet, ihrem Handeln eine explizite Kapitalmarkteinschätzung zu Grunde zu legen. Diese interne Kapitalmarkteinschätzung sollte auf unternehmensindividuellen Erwartungen beruhen und in der Regel in einem formalen turnusmäßig durchgeführten Prozess diskutiert, abgestimmt und dokumentiert werden. Bei der Generierung solcher Kapitalmarkteinschätzungen können neben der internen Beobachtung von Kapitalmarktveränderungen auch externe Prognosen (z. B. von Wirtschaftsforschungsinstituten, Banken etc.) herangezogen werden. In verschiedenen Kontexten (z. B. den BaFin-Prognoserechnungen) können Kapitalmarkteinschätzungen auch die Form von expliziten externen Vorgaben („Szenarien“) z. B. der Versicherungsaufsicht annehmen.

Kapitalmarkteinschätzungen werden sowohl für HGB-Projektionsrechnungen als auch im Solvency-II-Kontext, bspw. im ORSA-Bericht, verwendet. Der Verantwortliche Aktuar kann diese Einschätzungen regelmäßig z. B. als Mitglied des ALM-Steuerungsgremiums, eines Risikokomitees oder aus der Solvency-II-Berichterstattung als Hintergrundinformationen zur Kenntnis nehmen und sie ggf. auch bei der Durchführung und Bewertung eigener Analysen berücksichtigen. Insbesondere kann er die jeweiligen zugrundeliegenden unternehmensindividuellen oder extern vorgegebenen Kapitalmarkteinschätzungen mit aktuell beobachteten Kapitalmarktdaten vergleichen und so die Prämissen, die er seiner Einschätzung direkt oder indirekt zu Grunde legt, darlegen, einordnen und ggf. auch bewerten.

2.2 Strategische Asset Allocation

Eine zentrale Komponente im Rahmen der Steuerung der Kapitalanlagen kann die aus einem geeigneten Asset-Liability-Management-Prozess hergeleitete Strategische Asset Allocation (im Folgenden mit SAA bezeichnet) sein. Üblicherweise besteht die SAA aus einer Menge von Assetklassen und einer den einzelnen Assetklassen zugewiesenen (prozentualen) Gewichtung. Die Struktur der SAA soll insbesondere auch die dauerhafte Erfüllbarkeit der Verpflichtungen sicherstellen und ist genau deshalb von zentraler Bedeutung auch für den Verantwortlichen Aktuar. Aus den im Asset-Liability-Management-Prozess getroffenen Annahmen und der SAA lassen sich auch die langfristigen Ertrags- und Risikoerwartungen des unternehmensindividuellen Kapitalanlageportfolios ableiten. In aller Regel wird die tatsächliche Asset Allocation zu einem festen Stichtag von der SAA abweichen. Je nach Umfang und Risiko kann diese Abweichung für den Verantwortlichen Aktuar von Bedeutung sein und ggf. in seine Bewertung einfließen. Für den Verantwortlichen Aktuar kann die SAA deshalb eine Information sein, die ihm die konkrete Einschätzung erleichtert, ob und wenn ja in welchem qualitativen Umfang Kapitalanlagerisiken ggf. die Erfüllbarkeit der Verpflichtungen aus Versicherungsverträgen negativ beeinflussen könnten. Insbesondere dann, wenn eher komplexe Anlagestrategien verfolgt werden, könnte es naheliegen, ggf. weitere Informationen vom Kapitalanlagebereich einzuholen. Typische eher komplexe Kapitalanlagestrategien verdeutlichen die folgenden Beispiele:

- Das Portfolio enthält in materiell relevantem Umfang Derivate. Dies betrifft jede Art von Derivatestrategien (Aktien, Zinsen, Währungen usw.).
- Das Portfolio enthält in materiell relevantem Umfang strukturierte Produkte, welche die Ertragserwartung, die Volatilität oder die Komplexität des Portfolios beeinflussen. Auch dies betrifft - wie bei den Derivaten - jede Art von Strategien.
- Das Portfolio beinhaltet neben dem Direktbestand indirekt gehaltene Kapitalanlagen in Investmentvehikeln zur Diversifikation von Assetklassen und Steuerung von Ausschüttungen. Solche Fund-of-Funds-Konzepte sind häufig in Form von Spezialfonds (Masterfonds) implementiert und können durch Bündelung verschiedener Anlagen handelsrechtlich bilanzielle Risiken reduzieren, jedoch ökonomische Risiken enthalten.
- Das Unternehmen hat Wertsicherungskonzepte wie CPPI, Overlaystrategien oder ähnliche Ansätze etabliert⁴.

⁴ Solche oder verwandte Konzepte werden mitunter auch in kapitalmarktnahen Produkten mit Garantien eingesetzt und können abhängig von der Materialität von Relevanz sein.

- Das Unternehmen geht gezielt Kreditrisiken ein, z.B. in Form von High Yield Anleihen oder anderen hierzu vorgesehenen Anlageklassen.
- Sogenannte alternative Kapitalanlagen („Alternative Assets“) werden eingesetzt. Hierzu zählen insbesondere Infrastrukturanlagen, Hedgefonds und Private Equity.

Für die Bewertung der Asset-Liability-Risiken mit besonderem Fokus auf Zinsrisiken ist darüber hinaus von besonderer Bedeutung, in welchem Verhältnis die Fristigkeiten der festverzinslichen Anlagen zu den Fristigkeiten der Verpflichtungen stehen, gekennzeichnet z.B. durch die *Duration des Anlageportfolios* im Vergleich zur *Duration des Verpflichtungsportfolios*, wobei die jeweiligen Volumina berücksichtigt werden müssen. Bei der konkreten Berechnung einer *Duration des Verpflichtungsportfolios* sollte ein geeigneter Durationsbegriff verwendet werden, der die Zinsabhängigkeit des Verpflichtungsportfolios angemessen abbildet. Das resultierende Risiko wirkt bei reiner Marktwertbilanzierung wie beispielsweise in einer Solvabilitätsübersicht gemäß Solvency II unmittelbar. Bei der Bilanzierung gemäß HGB wirkt sich eine große *Durationslücke* nicht direkt und in nächster Zukunft auf das Eigenkapital aus. Trotzdem spiegelt sich darin ein Wiederanlage-risiko wider, das umso größer ist, je mehr die aktivische und die passivische Duration auseinanderklaffen.

Auch weitergehende konkrete Informationen zur Fristigkeit der festverzinslichen Anlagen sind zur Bewertung dieses Risikos für den Verantwortlichen Aktuar von Interesse. Diese Informationen können beispielsweise vom Kapitalanlagebereich in Form der angestrebten Durationen oder auch der geplanten *Laufzeitbänder* einer Assetklasse oder eines Teilportfolios zur Verfügung gestellt werden. Bei der Analyse von Duration und Fristigkeit wird empfohlen, diejenigen Anlagen besonders zu berücksichtigen, deren Duration sich mit dem Zinsniveau gravierend ändert und die deshalb das Zinsänderungsrisiko ggf. materiell relevant verändern (positive oder negative Konvexität wie z.B. bei eingebetteten Emittenten-Kündigungsrechten, d. h. Callables).

Bei der Bewertung des Zinsrisikos und der unmittelbaren Wirkung auf die HGB-Bilanz sollte insbesondere auch der Aspekt der zukünftigen Entwicklung der Zinszusatzreserve adressiert werden. Üblicherweise wird die Duration der Assets der Duration der Verpflichtungen insgesamt gegenübergestellt. Betrachtet man zusätzlich die künftige Entwicklung der Zinszusatzreserve, so gewinnt man Erkenntnisse darüber, in welchem Ausmaß diese eine Auswirkung auf die Kapitalanlage hat.

2.3 Derivate und Absicherungsstrategien

Derivate können sowohl freistehend als auch als Bestandteil eines strukturierten Wertpapiers im Kapitalanlagebestand vorhanden sein. Erste Informationen hierzu enthält die standardisierte Berichterstattung des Unternehmens über Derivate in seinem Anlagebestand gegenüber Aufsichtsrat und BaFin, die der Verantwortliche Aktuar einsehen kann. Nachfolgend sind - ohne Anspruch auf Vollständigkeit - einige unverbindliche Hinweise zu verbreiteten Derivaten und Absicherungsstrategien entlang der typischerweise in der Kapitalanlage relevanten Risikotypen zusammengestellt.

Zinsänderungsrisiko:

- *Vorkäufe festverzinslicher Wertpapiere* können insbesondere bei Vorliegen einer steilen Zinsstruktur ein sinnvolles Instrument der Erwerbsvorbereitung und Zinsabsicherung sein. Bis zur Valutierung des vorgekauften Bonds handelt es sich unter HGB um außerbilanzielle Geschäfte, dementsprechend gehen ihre Bewertungsreserven bis zur Valutierung weder in die Bezugsgröße für die Beteiligung der Kunden noch in den Vergleich mit dem Sicherungsbedarf ein. Die Änderungen ihres Marktwertes werden jedoch im Anhang des Geschäftsberichtes ausgewiesen; sie werden bilanzrelevant zum Zeitpunkt der Valutierung. Die Berücksichtigung der hierdurch ausgelösten Änderungen in der Höhe der ausgewiesenen Bewertungsreserven kann dann von Interesse für den Verantwortlichen Aktuar sein, wenn die außerbilanziellen Stillen Reserven oder Lasten von Vorkäufen einen materiell relevanten Anteil der gesamten Bewertungsreserven darstellen. Werden Hochrechnungen der Kapitalerträge einer Bewertung der Sicherheit in der Rechnungsgrundlage Zins zu Grunde gelegt, sollten diese Hochrechnungen den Einfluss getätigter aber noch nicht valutierter Vorkäufe idealerweise berücksichtigen.
- Auch *Vorverkäufe festverzinslicher Wertpapiere* können ggf. von Relevanz für die Information des Verantwortlichen Aktuars sein, z. B. als Vorbereitung anstehender Realisierungen von Bewertungsreserven zu vorab fixierten Konditionen im Kontext einer taktischen Steuerung der Gegenfinanzierung des Aufwandes für die Zinszusatzreserve.
- *Derivative Zinsabsicherungsgeschäfte* (bspw. Bund-Future-Strategien, Zins-Swaps, freistehende Receiver Swaptions oder mit entsprechenden Zinsanpassungsklauseln versehene (einfach) strukturierte Zinstitel) werden bzgl. ihrer Bewertungsreserven wie diejenigen festverzinslicher Wertpapiere je nach Höhe des Sicherungsbedarfs ggf. von der Beteiligung der Kunden ausgenommen. Für den Verantwortlichen Aktuar liegt es nahe, sich die Funktionsweise solcher Absicherungen erläutern zu lassen und diese in

seine Bewertung der Sicherheit in der Rechnungsgrundlage Zins einfließen zu lassen.

- *Callable Bonds* sind mit einfachen oder mehrfachen Kündigungsrechten der Emittenten versehene festverzinsliche Wertpapiere. Da die Kündigung durch den Emittenten in der Regel bei sinkenden Zinsen wirtschaftlich attraktiv wird, wirken Call-Rechte bei sinkenden Zinsen durationsverkürzend und bei steigenden Zinsen durationsverlängernd. Dementsprechend steigen die Bewertungsreserven von Callable Bonds unterproportional bei sinkenden Zinsen und fallen überproportional bei steigenden Zinsen („negative Konvexität“). Für Unternehmen mit einem materiellen Bestand an Callable Bonds kann es angezeigt sein, diese negative Konvexität bei der Finanzierbarkeit der Zinszusatzreserve aus Bewertungsreserven zu berücksichtigen.

Aktienrisiko:

Put und Call Optionen auf Aktien und verschiedenen Kombinationen aus beiden (beispielsweise als Zero Cost Collar⁵) dienen zur Steuerung der Ertragsprofile und zur Absicherung von Aktienportfolien. Ähnliches gilt für den Einsatz von *Futures*. Je nach Umfang des Future-Geschäftes kann es hier zu operativen Risiken bei der Durchführung kommen. Dies gilt für den gesamten Bereich der derivativen Absicherungsstrategien, wodurch sich Risiken für die Erfüllbarkeit der Verpflichtungen ergeben können. Für den Verantwortlichen Aktuar liegt es auf Grund der erhöhten Komplexität der Produkte nahe, sich die Funktionsweise einer bestehenden Absicherung vom Portfoliomanagement erläutern zu lassen und diese Ausführungen in seine Einschätzung der Risiken einzubeziehen.

Währungsrisiko:

Typische Produkte zur Verringerung oder Vermeidung von Währungsrisiken in der Kapitalanlage sind *Devisentermingeschäfte, Devisenswaps, Devisenfutures* und *Optionsgeschäfte* mit einer Währung als Underlying. Analog zur Funktionsweise bei Aktienrisiken dienen sie zur Absicherung von Risiken aus Fremdwährungsbeständen, die sich beispielsweise bei Fälligkeit, Verkauf oder durch Zinszahlungen von Anlageinstrumenten ergeben. Bewertungsreserven bei Aktienbeständen können für die Beteiligung der Versicherungsnehmer von Relevanz sein.

⁵ Weitere, grundlegende Informationen zu strukturierten Produkten und Derivaten: https://aktuar.de/unsere-themen/aktuarielles-glossar/Documents/2017_11_28_Erl%C3%A4uterung_strukturierte_Produnkte.pdf

Immobilienrisiko:

Auf Grund der in Ballungszentren stark gestiegenen Immobilienpreise kann es für den Verantwortlichen Aktuar interessant sein, sich die für die Prognoserechnungen zu Grunde gelegten Ertragserwartungen (brutto/netto), die unterstellten Durationen sowie etwaige Risikominderungstechniken (beispielsweise geografische und nutzungstechnische Diversifikation, Nachhaltigkeit der Nutzungskonzepte, Hebelung mittels Einsatz von Fremdkapital etc.) darstellen zu lassen und ggf. kritisch zu kommentieren. Zusätzlich können Bewertungsreserven bei Immobilien für die Beteiligung der Kunden eine materielle Rolle spielen.

Konzentrationsrisiko:

Durch einen erhöhten Anteil an Geschäftsbeziehungen mit ein und derselben Gegenpartei kann sich innerhalb der Kapitalanlage das Konzentrationsrisiko ergeben. Bei Ausfall der entsprechenden Gegenpartei kann die Erfüllbarkeit der Verpflichtungen gefährdet werden. Dem Konzentrationsrisiko ist durch Diversifikation innerhalb der Kapitalanlage zu begegnen.

Spreadrisiko:

Das Spreadrisiko besteht in der Veränderung der Risikoaufschläge auf den sogenannten risikolosen Zinssatz. Eine Ausweitung oder Verringerung der Spreads bewegt die Marktwerte der Kapitalanlage (bspw. Staats- oder Unternehmensanleihen) und kann zudem als Indikator für das Kreditrisiko gewertet werden, siehe dazu auch das nächste Kapitel.

2.4 Kreditrisiken und Bonität

Der Wertverlust einer Kapitalanlage in Folge einer geänderten Bewertung der Kreditwürdigkeit oder einer Spreadausweitung und der konkrete teilweise oder vollständige Ausfall eines Schuldners wirken sich direkt auf die Bedeckung der Versicherungsverpflichtungen durch die Kapitalanlagen aus. Dem Ausfall-, Kredit- und Bonitätsrisiko kommt deshalb eine besondere Bedeutung für den Verantwortlichen Aktuar zu.

Grundsätzlich existiert eine Reihe von Methoden, die eine Übersicht über die vorhandenen Kredit- und Bonitätsrisiken im jeweiligen Kapitalanlageportfolio des Versicherungsunternehmens geben können. Welche Methode hiervon als am besten geeignet für die Einschätzung und Darstellung der Kredit- und Bonitätsrisiken angesehen wird, obliegt dem Unternehmen und ist von Struktur und Volumen der jeweiligen Kreditportfolien abhängig.

Ausgangspunkt ist dabei in der Regel eine Einschätzung und Einstufung von Bonitätsrisiken auf Einzeltitel- bzw. Teilportfolio-Ebene, die in der Regel im Kapitalanlagebereich auf Basis eines oder mehrerer externer oder interner Ratings vorgenommen wird. Hieraus lässt sich für die Darstellung im Erläuterungsbericht eine einfache Einteilung des Portfoliobestandes in verschiedene Bonitäts- oder Ratingklassen inkl. der jeweiligen Exposure-Anteile angeben. Für eine Quantifizierung des resultierenden Risikos bieten sich die Verwendung von Durchschnittsratings oder eines geeigneten Stress-Tests wie z. B. des DAV-Stress-Tests an. Da interne und externe Ratings auseinanderfallen können, gibt der Anteil von (ausschließlich) intern gerateten Anlagen ebenfalls mögliche Ansatzpunkte für eine Risikoeinschätzung. Dies gilt umso mehr, als dass die Verwendung interner Ratings in einer Änderungsverordnung im Jahr 2019 gestärkt wurde.⁶ Zur Einschätzung kann regelmäßig auf interne Berichtslinien sowie auf den Prüfbericht des Wirtschaftsprüfers zurückgegriffen werden, der diesen Anteil ebenfalls zu eruieren und zu bewerten hat. Ebenso kann die zeitliche Entwicklung dieses Anteils einen Indikator für die Risiken im Kapitalanlageportfolio darstellen.

⁶ DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) 2019/981 DER KOMMISSION vom 8. März 2019 zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2015/35 zur Ergänzung der Richtlinie 2009/138/EG

2.5 Liquidität und Fungibilität

Der Verantwortliche Aktuar kann die Verteilung der die Verpflichtungen bedeckenden Aktiva auf die einzelnen Liquiditätsklassen einfacherweise als Mitglied des ALM-Steuerungsgremiums zur Kenntnis nehmen oder sie einer entsprechend vorhandenen Berichterstattung des Unternehmens als Hintergrundinformation entnehmen. Zusammen mit einer Betrachtung des Liquiditätsrisikos, etwa im Falle eines Massenstornos oder drastisch einbrechenden Neugeschäfts, kann er so zu einer Einschätzung von Liquidität und Fungibilität kommen und diese im Erläuterungsbericht festhalten, sofern er dies mit Blick auf die Anforderungen an die Kapitalanlagen im Hinblick auf die Bedeckung der Verpflichtungen vor dem Hintergrund der Proportionalität für erforderlich hält. Bei Bedarf kann er dabei auch auf besondere Liquiditätsanforderungen spezieller Produkte (wie z. B. dynamischer Hybridprodukte, Kapitalisierungsprodukte oder kurzlaufender Einmalbeitragsversicherungen) eingehen, soweit diese Liquiditätsanforderungen materiell relevant erscheinen und nicht bereits durch einen ggf. vorhandenen allgemeinen Liquiditätspuffer bedeckt werden.

2.6 Nachhaltigkeit und ESG

Als Megatrend werden besonders tiefgreifende und nachhaltige Entwicklungen und Dynamiken zum Wandel von Gesellschaft und Wirtschaft beschrieben, diese sind vielfach Ausgangspunkt weitreichender Unternehmensstrategien. Insbesondere in der aktuellen Zeit haben sich Klimawandel und Nachhaltigkeit, aber auch darüber hinaus soziale und (unternehmens-)führungsbezogene Aspekte, als ein derartiges gesellschaftlich und politisch intensiv diskutiertes und bedeutsames Thema etabliert. Zahlreiche Initiativen und Gesetze adressieren mittlerweile unter der Abkürzung „ESG“ für Environmental, Social und Governance, also Umwelt, Soziales und Unternehmensführung, oder Corporate Social Responsibility (CSR) verschiedene Bereiche dieses Megatrends.⁷

Nachhaltigkeit spielt sowohl auf individueller als auch institutioneller Ebene eine große Rolle. Insbesondere der Klimawandel hat dabei durch außergewöhnliche Ereignisse und Naturkatastrophen eine erhöhte Aufmerksamkeit. Klimaschutz ist dabei nicht nur eine zentrale Aufgabe für die Politik — er ist längst zum Wirtschaftsfaktor geworden, denn Umweltbewusstsein ist zu einem individuellen Lifestyle geworden: Nachhaltigkeitsaspekte beeinflussen zunehmend Kauf- und Investitionsentscheidungen, wobei Verbraucher auch preisbewusst sind.^{8,9}

Klima- und umweltpolitische Aktivitäten existieren auf globaler, internationaler und nationaler Ebene, häufig greifen diese ineinander bzw. auf niedriger Ebene werden in der Regel übergreifende Initiativen konkret umgesetzt. Verschiedenste, explizit umweltpolitische Maßnahmen gehen bis über die 1960er Jahre zurück, in jüngerer Vergangenheit dominieren insbesondere die weltweiten Ziele für nachhaltige Entwicklung (SDGs, Sustainable Development Goals) sowie das Pariser Klimaabkommen mit dem Ziel, den Anstieg der globalen Durchschnittstemperatur unter + 2 Grad Celsius zu halten, die jeweils 2015 verabschiedet wurden.

⁷ Für einen Überblick über verschiedene Megatrends siehe exemplarisch Zukunftsinstitut: „Die Megatrends“, <https://www.zukunftsinstitut.de/dossier/megatrends/#12-megatrends> (Dort wird ESG nicht spezifisch als einzelner Megatrend aufgegriffen, jedoch fallen verschiedene Aspekte der genannten 12 Megatrends in den übergreifenden Kontext) oder JP Morgan: „Ausblick 2022 - Vorbereitung auf einen dynamischen Zyklus“ <https://assets.jpmprivatebank.com/content/dam/jpm-wm-aem/documents/de/investing/outlook-2022-de.pdf>

⁸ McKinsey am 17. Mai 2021: „Corona-Pandemie verstärkt den Trend zu nachhaltigem Konsum“, <https://www.mckinsey.com/de/news/presse/2021-05-17-pm-nachhaltiger-konsum>

⁹ Assekurata am 23. August 2021: „Umfrage: Bedeutung der ESG-Kriterien in der Kapitalanlage nimmt zu“, <https://www.assekurata.de/2021/08/23/umfrage-bedeutung-der-esg-kriterien-in-der-kapitalanlage-nimmt-zu/>

Die EU-Klimapolitik orientiert sich im Wesentlichen an den UNO-Vorgaben, unter der Präsidentschaft von Ursula von der Leyen wurde der Europäische Green Deal als zentraler Teil der Klimapolitik zur Erreichung des „Zwei-Grad-Ziels“ initiiert¹⁰. Auf deutscher Ebene setzen insbesondere das Klimaschutzprogramm 2030 und das Bundes-Klimaschutzgesetz von 2019 den Rahmen. Letzteres wurde nach einem aufsehenerregenden Urteil des Bundesverfassungsgerichts¹¹ 2021 novelliert und dabei zum Einen die Frist zum Erreichen der Klimaneutralität von 2050 auf 2045 vorgezogen und zum Anderen das Ziel für das Absinken der Treibhausgasemissionen bis 2030 von 55 % auf 65 % gegenüber der ursprünglichen Regelung erhöht.¹² Durch diese Vorgaben steht der Klimaschutz auch im Fokus der deutschen Subventionspolitik, die Klima- und Umweltpolitik prägt zunehmend über alle Wirtschaftszweige hinweg die staatlichen Beihilfen:



Quelle: Informationsdienst des Instituts der deutschen Wirtschaft¹³

¹⁰ Europäische Kommission vom 14. Januar 2020: Finanzierung des ökologischen Wandels: Der Investitionsplan für ein zukunftsfähiges Europa und der Mechanismus für einen gerechten Übergang

¹¹ n-tv: „Klimaschutzgesetz in Teilen verfassungswidrig“, <https://www.n-tv.de/politik/Klimaschutzgesetz-in-Teilen-verfassungswidrig-article22521877.html>

¹² Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz: „Deutsche Klimaschutzpolitik“, <https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Artikel/Industrie/klimaschutz-deutsche-klimaschutzpolitik.html>

¹³ Iwd vom 8. Februar 2022: „Subventionen: Was der Staat am stärksten fördert“, <https://www.iwd.de/artikel/subventionen-was-der-staat-am-staerksten-foerdert-379010/>

Vor dem Hintergrund dieses politischen Rahmens steht das Thema Nachhaltigkeit auch auf Seiten der internationalen und nationalen Regulierung im sich stets weiterentwickelnden Fokus. Durch zahlreiche Initiativen und Gesetze haben sich umfangreiche ESG-Anforderungen für institutionelle Investoren im Allgemeinen und Versicherer im Speziellen in den vergangenen Jahren ergeben, die sich zunehmend konkretisieren¹⁴. 2019 hatte beispielsweise die BaFin ein Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken veröffentlicht. Darin empfiehlt sie, eigenständige Nachhaltigkeitsstrategien zu entwickeln oder bestehende Strategien entsprechend anzupassen.¹⁵ Mit der EU-Verordnung zu nachhaltigkeitsbezogenen Offenlegungspflichten sind Finanzmarktteilnehmer seit dem 10. März 2021 verpflichtet, Informationen zu ihren Strategien zur Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken in Investitionsentscheidungsprozessen offenzulegen. Hierzu hat sich Ende 2020 in Deutschland die Branchen-Initiative "Nachhaltigkeit in der Lebensversicherung" gegründet, um die Entwicklung IDD-konformer Beratungsprozesse bezüglich ESG-Themen zu unterstützen.¹⁶ Die EU-Verordnung zur Taxonomie verpflichtet Anbieter nachhaltiger Finanzprodukte ab Dezember 2020 zu berichten, wie sie die Taxonomie zur Bestimmung der Nachhaltigkeit der zugrundeliegenden Anlagen herangezogen haben.¹⁷

Im Februar 2022 veröffentlichte die „EU Platform on Sustainable Finance“, eine ständige Beratungs- und Expertenplattform der Europäischen Kommission für die Umsetzung des Europäischen Green Deals, ihren Abschlussbericht über die mögliche Struktur einer Social Taxonomy in der Europäischen Union.¹⁸ Diese soll zukünftig die EU-Umwelttaxonomie ergänzen und als Maßstab zur Identifizierung von sozial nachhaltigen Investitionen dienen. Angesichts der Diskussionen rund

¹⁴ Für die spezifischen Entwicklungen in den ersten drei Quartalen 2022 vgl. das entsprechende Kapitel im Abschnitt „Spezielle Themenvorschläge für das Berichtsjahr 2022“

¹⁵ BaFin vom 20. Dezember 2019: Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken

¹⁶ Versicherungsmagazin vom 23. Dezember 2020: „Branchen-Initiative "Nachhaltigkeit in der Lebensversicherung" ist gestartet“, <https://www.versicherungsmagazin.de/rubriken/branche/branchen-initiative-nachhaltigkeit-in-der-lebensversicherung-ist-gestartet-2696373.html>

¹⁷ Verordnung (EU) 2019/2088 Transparenz-Verordnung und Verordnung (EU) 2020/852 Taxonomie-Verordnung

¹⁸ Platform on Sustainable Finance: Final Report on Social Taxonomy“ https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/280222-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy.pdf

um den Einbezug von Kernkraftwerken in die nachhaltige Energieerzeugung erscheint jedoch eine Einigung auf einheitliche Sozial- und Arbeitsrechtsstandards offen.¹⁹ Am 14. August 2022 sind zudem die technischen Regulierungsstandards (RTS) zur EU-Offenlegungsverordnung in Kraft getreten, diese sind allerdings erst ab dem 01. Januar 2023 verpflichtend anzuwenden.²⁰

Im Kontext der institutionellen Kapitalanlage bedeutet Nachhaltigkeit die Gestaltung von Investmentprozessen und Anlagestrategien unter Berücksichtigung der regulatorischen Anforderungen zu ESG-Aspekten sowie das mögliche Bekenntnis zu öffentlichen Standards und Prinzipien (z.B. Principles of Responsible Investment (PRI), BVI-Wohilverhaltensrichtlinien). Bei der nachhaltigen Kapitalanlage wird das klassische Dreieck der Anlagekriterien – Rendite, Risiko und Liquidität – um das Kriterium der Nachhaltigkeit des Anlageobjekts bzw. der Mittelverwendung ergänzt.²¹ Als Anlage-Universum bieten sich Produkte und Anlagevehikel an, die entsprechende Aspekte in ihren Anlagebedingungen berücksichtigen. Dabei können Schwerpunkte auf unterschiedliche Anlagestrategien gelegt werden.²² Laut einer PWC-Studie agieren Versicherer damit wie alle Investoren im Spannungsfeld von Nachhaltigkeit und Renditeansprüchen.²³

Aufgrund des ohnehin langfristigen Anlagehorizonts im Altersvorsorgebereich waren Versicherer bemüht, Nachhaltigkeit bei ihren Investmententscheidungen so zu berücksichtigen, dass kein Nachteil für andere Ziele entstanden ist. Mit der nun deutlich zunehmenden Konzentration auf nachhaltige Anlagekriterien könnten vor allem entsprechende Nachhaltigkeitsrisiken in den Anlageportfolien in den Fokus rücken.

¹⁹ PwC am 28. Februar 2022: „Soziale Taxonomie: Menschen- und Arbeitsrechte im Fokus“, <https://blogs.pwc.de/de/sustaining-values/article/226707/soziale-taxonomie-menschen-und-arbeitsrechte-im-fokus/>

²⁰ BaFin: „EU-Offenlegungsverordnung: Technische Regulierungsstandards traten am 14. August in Kraft“, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2022/meldung_2022_08_15_RTS_Offenlegungsverordnung.html

²¹ Versicherungsbote vom 23. Oktober 2019: Megatrend Nachhaltigkeit: Vom magischen Kapitalanlage-Dreieck zum -Viereck, <https://www.versicherungsbote.de/id/4885959/Megatrend-Nachhaltigkeit-Kapitalanlage-Dreieck-Viereck/>

²² Begriffsdefinitionen und nähere Details zur Regulatorik befinden sich im diesjährigen Ergebnisbericht der DAV-Arbeitsgruppe Nachhaltige Investments

²³ PwC: „Investor:innen legen deutlichen Fokus auf Nachhaltigkeitsaspekte“, <https://www.pwc.de/de/nachhaltigkeit/global-investor-esg-survey.html>

3. Spezielle Themenvorschläge für das Berichtsjahr 2022

Die Arbeitsgruppe hält im Hinblick auf die anstehende Berichterstattung in den Erläuterungsberichten der Verantwortlichen Aktuarien für das Geschäftsjahr 2022 die folgenden Kapitalanlagethemen im Allgemeinen für relevant:

- Einflüsse auf die Kapitalmarktentwicklungen der ersten drei Quartale 2022
- Inflation
- Zinsanstieg und Renditen festverzinslicher Kapitalanlagen
- Stille Lasten
- Bonität und Duration festverzinslicher Kapitalanlagen
- Mögliche Auswirkungen der Entwicklung der Zinszusatzreserve auf die Kapitalanlage
- Liquiditäts- und Stornorisiken
- Immobilien und verwandte Assetklassen
- Nachhaltige Kapitalanlagen
- Weitere Assetklassen mit anderen Charakteristiken

Abhängig von Bestand und Neuanlage der unternehmensspezifischen Kapitalanlagen und seiner persönlichen Einschätzung und Wertung wird jeder Verantwortliche Aktuar hieraus eine geeignete Auswahl für seine eigene Berichterstattung treffen können.

Zwischen den oben genannten Themen gibt es teilweise Überschneidungen, insbesondere hinsichtlich zugrundeliegender Treiber. Aufgrund der unterschiedlichen Bedeutung für einzelne Unternehmen und den Verantwortlichen Aktuarien wurden die dabei vereinzelt auftretenden Redundanzen bewusst in Kauf genommen; dabei hat die Arbeitsgruppe versucht, die Detailtiefe der Bedeutung für das jeweilige Thema entsprechend anzupassen.

3.1 Einflüsse auf die Kapitalmarktentwicklungen der ersten drei Quartale 2022

Die Entwicklung der Kapitalmärkte in den ersten drei Quartalen des Jahres 2022 war im Wesentlichen vom Ukrainekrieg und der steigenden Inflation geprägt. Die Folgen der Covid-19-Pandemie waren zudem weiterhin spürbar. Bedeutende Zentralbanken haben schrittweise die Zinsen angehoben. Nachfolgend wird ein Überblick über die diversen Geschehnisse gegeben, wobei die Arbeitsgruppe auf öffentlich verfügbare Quellen zurückgegriffen hat.

Ukraine-Krieg

Mit dem russischen Überfall auf die Ukraine am 24. Februar 2022 stürzten die Kurse weltweit ab. Der Krieg führt zu Verunsicherungen auf den Märkten. Beispielsweise sackte der DAX in Frankfurt am 24. Februar um rund 5 % ab.

Der Krieg hat mannigfaltige Auswirkungen auf die Weltwirtschaft. Vor Kriegsausbruch war die EU der größte Handelspartner mit einem Anteil von 40 % am gesamten Außenhandelsvolumen der Ukraine. Auch die Importe aus der Ukraine in die EU sind rückläufig. Neben der Nahrungsmittel- und Metallindustrie hat die Leicht- und Zulieferindustrie eine spürbare Bedeutung. Beispielsweise mussten große Autohersteller kurz nach Kriegsbeginn ihre Produktion in anderen Ländern einschränken oder gar stoppen, weil wichtige Vorprodukte wie Kabelbäume fehlten, die von Zulieferern in der Ukraine gefertigt wurden.²⁴

Die EU und viele Einzelstaaten verschärften die seit 2014 bestehenden Sanktionen gegen Russland. Dies hat auch negative Auswirkungen auf die deutsche, europäische und weltweite Wirtschaft, allein in Deutschland hängen 250.000 Arbeitsplätze von Exporten nach Russland ab.

Auch in den folgenden Abschnitten bzw. Kapiteln zeigt sich, dass der Ukraine-Krieg weitreichende Auswirkungen auf fast alle Aspekte der Kapitalmärkte hat.

Energiekosten

Die Energiekosten sind ein bedeutender Einflussfaktor für die Entwicklung der Wirtschaft und unter Einfluss des Ukraine-Krieges und den verhängten Sanktionen stark gestiegen.

²⁴ <https://www.dw.com/de/kornkammer-und-zulieferer-die-wirtschaft-der-ukraine/a-61082677>, aufgerufen am 06.11.2022

Da Russland weniger Gas nach Europa liefert, ist insbesondere der Gaspreis seit Beginn des Jahres stark gestiegen und zieht die Strompreise mit nach oben.

Seit Anfang September sinken sowohl die Großmarkt- als auch die Endverbraucherpreise für Gas wieder. Dies hat laut dem Energie-Experten Jochen Linßen (Wissenschaftler am Forschungszentrum Jülich und Professor für Gas- und Wasserstoffinfrastruktur) vermutlich mehrere Gründe. Dämpfend auf die Gaspreisentwicklung wirkten sich die gut gefüllten Speicher, die milde Witterung im Oktober sowie Einsparungen in Industrie, Kraftwerken, Gewerbe und Haushalten aus. Weitere mögliche Gründe für die Preisentspannung könnten u.a. die angekündigten Lieferungen von regasifiziertem Flüssiggas (LNG) aus Frankreich sowie die Aussicht darauf, dass zum Jahreswechsel die ersten deutschen LNG-Terminals in Betrieb genommen werden sollen. Linßen geht jedoch nicht davon aus, dass die Gaspreise wieder auf Vorkrisen-Niveau sinken werden, weil ein Wechsel vom Pipeline-Bezug zum LNG-Import mit deutlich höheren Transportkosten für das Gas verbunden sei.²⁵

Ende September beschloss die Regierungskoalition einen Gas- und Stromkostendeckel. Das Rettungspaket hat ein Volumen von bis zu 200 Mrd. Euro. Der Deckel soll eine Entlastung von Privathaushalten und Unternehmen sowie eine bessere Planbarkeit bewirken. Die Finanzierung soll über eine Abschöpfung von Krisengewinnen bei Energieunternehmen erfolgen. Darauf haben sich am 30. September die EU-Staaten verständigt.

Ende September warnte der Chef der Bundesnetzagentur: „Ohne erhebliche Einsparungen auch im privaten Bereich wird es schwer, eine Gasmangellage im Winter zu vermeiden.“²⁶. Auch die EU-Kommission äußerte Anfang Oktober Befürchtungen von Stromausfällen und andere Notlagen in Europa.

Des Weiteren verdeutlichen die Lecks in den Pipelines Nord Stream 1 und 2, das Risiko von Anschlägen auf kritische Infrastruktur.

Der Ölpreis hingegen ist zwar ebenfalls seit Januar bis Anfang Juni kontinuierlich gestiegen. Seitdem fällt er jedoch und hat Ende September das Niveau vom Beginn des Jahres erreicht.

²⁵ <https://www.ndr.de/ratgeber/verbraucher/Gaspreis-aktuell-So-viel-kostet-Kilowattstunde,gaspreis142.html>, aufgerufen am 06.11.2022

²⁶ <https://www.tagesschau.de/inland/netzagentur-gasverbrauch-101.html>, aufgerufen am 26.10.2022

Am 05. Oktober 2022 jedoch haben die ölexportierenden Länder der OPEC eine deutliche Förderkürzungen als Reaktion auf die neuen Energiesanktionen gegen Russland angekündigt. Die Förderung soll um bis zu 2 Mio. Barrel pro Tag gedrosselt werden. Die Menge der Förderkürzungen würde rund 2 % der weltweiten Ölnachfrage entsprechen.

Auch in den folgenden Abschnitten bzw. Kapiteln zeigt sich, dass die hohen Energiekosten Auswirkungen auf die Kapitalmärkte haben.

Warenmangel – gestörte Lieferketten

Der globale Handel leidet auch 2022 weiterhin an gestörten Lieferketten, hohen Fracht- und Containerkosten und dem Mangel an Computerchips.

Sowohl Auswirkungen der Covid-19-Pandemie – insbesondere Chinas strikte Null-Covid-Politik - als auch der Ukraine-Krieg führen weiterhin zu gestörten Lieferketten.

Die Frachtkosten waren bis Ende 2021 stark gestiegen. Die Preise lagen bei über 10.000 US-Dollar je 40-Fuß-Container. Derselbe Container kostete Mitte 2020 um die 1.500 US-Dollar. Bis September 2022 sanken die Preise zwar wieder auf 4.000 US-Dollar, aber Hapag-Lloyd-Chef Rolf Habben Jansen erklärte bereits im Februar: „Dass die Frachtraten aufgrund der gestiegenen Kosten für die Terminalabfertigung, Charterung und für Treibstoff wahrscheinlich nicht wieder das Preisniveau von 2019 erreichen würden.“²⁷.

Grund für die extreme Teuerung 2021/2022 waren Staus an den wichtigen globalen Häfen. Gut 11 % aller weltweit verschifften Waren steckten im Januar 2022 in Staus. Durch die sich verlängernden Wartezeiten beim Containerumschlag sind die Kapazitäten länger gebunden. Gleichzeitig ist die Nachfrage auf einem extrem hohen Niveau. Hinzu kommen – aufgrund Chinas strikter Null-Covid-Politik -immer wieder geschlossene Häfen in China.

Um den Mangel an Computerchips mittelfristig zu beheben, hat die EU im Februar 2022 den European Chips Act initiiert. Ziel ist es, die Abhängigkeit gerade von

²⁷ <https://www.logistik-watchblog.de/neuheiten/3389-containermangel-frachtkosten-steigen-weiter.html>, aufgerufen am 26.10.2022

Lieferanten aus Asien zu verringern und den europäischen Marktanteil an der Chipproduktion auf der Welt bis zum Jahr 2030 auf 20 % zu verdoppeln.²⁸

Neben den hohen Energiekosten sind die gestörten Lieferketten und der Warenmangel eine der Hauptursachen für die hohe Inflation im Euro-Raum.

Inflation

Im September erreicht die Inflationsrate im Euro-Raum das höchste Niveau seit Einführung des Euros. Die Verbraucherpreise legten im Vergleich zum Vorjahresmonat um 9,9 % zu. Die Europäische Zentralbank (EZB) strebt im Durchschnitt einen Wert von 2 % für den Währungsraum an. Von dieser Marke hat sich die Inflation seit Mitte 2021 immer weiter entfernt. Auch in anderen führenden Industrie- und Schwellenländern außerhalb des Euro-Raumes ist die Inflation seit Kriegsausbruch deutlich gestiegen. Es gibt aber Unterschiede in der Form und Höhe. Zum Beispiel unterscheidet sich die Inflation in der USA und der Eurozone in zwei zentralen Punkten. In Europa sind die Energiepreise der Kerntreiber der Inflation. Die Preise für Strom, Gas und Kraftstoff machten im Euro-Raum 60 % der Inflationstreiber aus. In den USA ist der Einfluss der Energiepreise auf die Inflation nur halb so hoch. Dafür sind in den USA die Löhne stark um 5 % bis 7 % gestiegen, im Euro-Raum lediglich um 2,5 % bis 3 %. Auch ist die Inflation im Euro-Raum stark angebotsgetrieben: Angebotsengpässe und Störungen der Lieferketten hätten die Preise steigen lassen. In der USA ist die Inflation stärker nachfragegetrieben. Das verschärft den Druck auf die Notenbanken – insbesondere auf die FED – zu weiteren Zinserhöhungen. Weitere Ausführungen hierzu finden sich in Kapitel 3.2.

Covid-19-Pandemie

Auch 2022 beeinflussten die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie die Weltwirtschaft.

Die IW-Konjunkturprognose Herbst 2022²⁹ geht davon aus, dass infolge der anhaltenden Covid-19-Pandemie auch weiterhin keine reibungslosen Produktions-

²⁸ https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/europe-fit-digital-age/european-chips-act_de, aufgerufen am 14.11.2022

²⁹ <https://www.iwkoeln.de/studien/michael-groemling-konjunkturreinbruch-in-deutschland.html>, aufgerufen am 26.10.2022

prozesse möglich sind. Es ist von Stockungen in den internationalen Liefernetzwerken und von Personalengpässen auszugehen. Der Außenhandel bleibt im Umfeld der schwachen Weltwirtschaft ebenfalls ausgebremst.

Insbesondere in China bremst eine strikte Null-Covid-Politik die wirtschaftliche Aktivität. So schrumpfte das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im 2. Quartal 2022 gegenüber dem Vorquartal deutlich um 2,6 %, im Vergleich zum 2. Quartal des Vorjahres stieg es nur minimal um 0,4 %³⁰.

Ende September warnten Gesundheitsminister Lauterbach und RKI-Chef Wiheler³¹ sowohl vor Personal-Engpässen in Herbst und Winter als auch, dass die Pandemie noch nicht vorbei ist.

Auch in den folgenden Abschnitten bzw. Kapiteln zeigt sich, dass die Covid-19-Pandemie weiterhin Auswirkungen auf die Kapitalmärkte hat.

EZB und FED Politik 2022

Zwischen Oktober 2021 und Februar 2022 waren die Beschlüsse des EZB-Rates weiterhin stark von den Auswirkungen der Covid-19-Pandemie geprägt. Wie schon in den Vorjahren wurde das „Quantitative Easing“ durchgeführt, also eine ultra-lockere Geldpolitik mit dem erhofften Ziel, durch hohe Liquidität möglichst günstige Finanzierungen und somit Investitionen und Wirtschaftswachstum in der Eurozone zu erreichen. Dementsprechend blieben die Leitzinsen bis zur Sitzung im Juli 2022 unverändert – Banken konnten sich bei der EZB zum Zinssatz von 0 % refinanzieren und die Einlagefazilität³² der Banken wurde bei -0,5 % belassen. Letzteres machte sich in Deutschland bereits seit 2016 als Strafzinsen für Geschäftskonten, seit spätestens 2021 aber auch für Konten von Privatkunden bemerkbar.

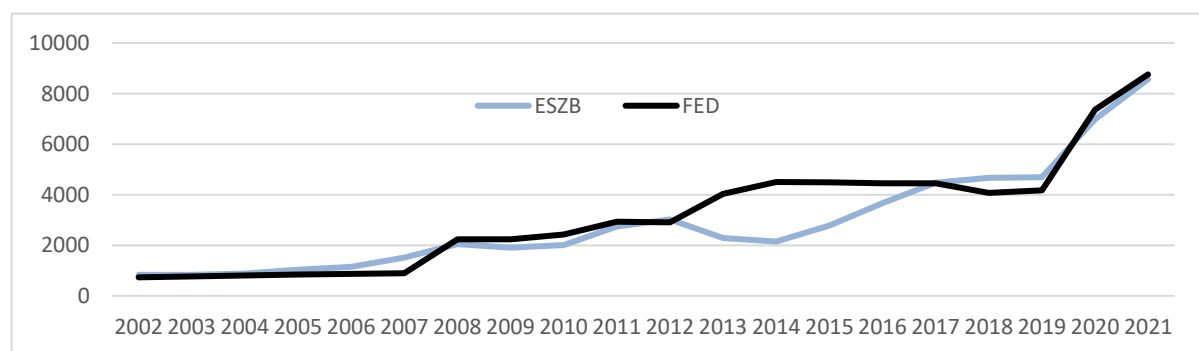
³⁰ <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/chinas-wirtschaft-schrumpft-18176405.html>, aufgerufen am 26.10.2022

³¹ <https://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/corona-pandemie-was-diese-corona-welle-von-den-anderen-unterscheidet-und-eine-grosse-unbekannte/28716942.html>, aufgerufen am 26.10.2022

³² Eine Begriffserklärung der Leitzinssätze befindet sich unter „L“ im Glossar des Bundesfinanzministeriums unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Web/DE/Service/FAQ_Glossar/Glossar/glossar.html, aufgerufen am 02.11.2022

Ab Ende des 1. Quartals 2022 trat – hervorgerufen durch die seit September 2021 eingetretene Beschleunigung der Inflation innerhalb des Euro-Raumes – eine Abkehr von der ultralockeren Geldpolitik ein. Bis Anfang 2022 war die Inflation von der EZB noch als ein vorübergehendes Phänomen, zurückzuführen auf Einmaleffekte wie die deutsche Mehrwertsteuer-Senkung oder eben die durch Corona-Maßnahmen bedingten Lieferketten-Unterbrechungen, gesehen worden³³.

Zunächst wurden das Pandemic Purchase Programme (PEPP) im März 2022 sowie das Asset Purchase Programme (APP) im Juli 2022 beendet. Das APP war seit Mitte 2014 in Kraft, um Liquidität in die Märkte zu leiten und ein zu starkes Auseinanderdriften der Zinssätze zwischen den einzelnen Euroländern (von der EZB „Marktfragmentierung“ oder „Störung der Transmission der Geldpolitik“ genannt) im Nachgang zur Eurokrise zu verhindern. Die kumulierten Ankäufe von Staats-, aber auch Unternehmensanleihen aus dem APP beliefen sich bis zum Ende des Programms im Juli 2022 auf 3,4 Bio. Euro. Bereits Ende März 2022 war das PEPP planmäßig eingestellt worden und beinhaltete kumulierte Ankäufe in Höhe von 1,7 Bio. Euro seit seiner Auflage im März 2020. Aufgabe des PEPP war die geldpolitische Abfederung der vom Auftreten der Covid-19-Pandemie ausgelösten wirtschaftlichen Verwerfungen und Engpässe durch weitere Zurverfügungstellung von Liquidität. Die Entwicklungen der Programme sowie ihre massiven Auswirkungen auf die Bilanzen der Zentralbanken des Euro-Systems (ESZB) in Form der Geldmengenausweitung auf ca. 9 Bio. Euro, was einer Vervierfachung der Schuldenlast innerhalb von 7 Jahren bedeutet. Die ESZB-Bilanzsummenentwicklung ist nachfolgend dargestellt.



Bilanzsummen der Zentralbanken (Quelle: eigene Darstellung, Daten von <https://www.infinia.at/trends/ezb-bilanzsumme/>, abgerufen am 02.11.2022)

³³ <https://www.zeit.de/zustimmung?url=https%3A%2F%2Fwww.zeit.de%2Fwirtschaft%2F2022-01%2Fchristine-lagarde-inflation-euroraum-ezb>, aufgerufen am 10.10.2022

Mit dem Stopp von PEPP und APP werden zwar keine weiteren Nettokäufe von Staats- oder Unternehmensanleihen getätigt. Jedoch werden die aus den bisher angekauften Anleihen fälligen Zins- und Tilgungszahlungen wiederangelegt, und zwar insbesondere in Staatsanleihen derjenigen Länder, bei denen die Spreads sich zu stark ausweiten. Namentlich wird in den Beschlüssen seit Dezember 2021 nur Griechenland erwähnt. Im Zuge dieses Auseinanderlaufens wird auf einer Sondersitzung des EZB-Rates am 15. Juni 2022 (nur sechs Tage nach der regulären Sitzung) der Entschluss zur Senkung der Zinssätze hochverschuldeter Euroländer bekräftigt und verstärkt³⁴.

In seiner Sitzung am 21. Juli 2022 beschloss der EZB-Rat, alle drei Leitzinssätze der EZB mit Wirkung zum 27. Juli 2022 um jeweils 50 bp anzuheben. Der Leitzins für Hauptrefinanzierungsgeschäfte stieg auf 0,50 %, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden auf 0,75 % bzw. 0,00 % erhöht. Damit verließen nun alle drei Leitzinssätze den negativen Bereich. Die Erhöhung fiel höher aus als bei der letzten Sitzung signalisiert. Gleichzeitig genehmigte der EZB-Rat das Instrument zur Absicherung der Transmission (Transmission Protection Instrument – TPI), welches dazu dienen soll, bei Bedarf ungerechtfertigten, ungeordneten Marktdynamiken entgegenzuwirken, die eine ernsthafte Bedrohung für die Transmission der Geldpolitik im Euro-Raum darstellen. Der Umfang von Ankäufen im Rahmen des TPI ist nicht von vornherein beschränkt und wird von der Schwere der Risiken für die geldpolitische Transmission abhängen³⁵.

Am 08. September 2022 beschloss der EZB-Rat vor dem Hintergrund der viel zu hohen Inflation (9,1 % im August laut Statistischem Bundesamt) einen weiteren kräftigen Zinsschritt und hob die drei Leitzinssätze um jeweils 75 bp an³⁶. Am 27. Oktober 2022 folgte vor dem Hintergrund einer im September sogar auf 9,9 % gestiegenen Inflation im Euro-Raum eine erneute Erhöhung aller drei Leitzinssätze um weitere 75 bp und der EZB-Rat kündigte an, dass er von weiteren Anhebungen ausgehe. Die Geldpolitik zielt darauf ab, die Unterstützung der

³⁴ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/html/index.de.html>, aufgerufen am 02.11.2022

³⁵ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220721~53e5bdd317.de.html>, aufgerufen am 01.11.2022

³⁶ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220908~c1b6839378.de.html>, aufgerufen am 01.11.2022

Nachfrage zu reduzieren und dem Risiko vorzubeugen, dass sich die Inflationserwartungen dauerhaft nach oben verschieben³⁷.

Die Geldpolitik der Federal Reserve Bank (FED), also der US-amerikanischen Notenbank, ist der EZB in 2022 sowohl bei den Anleihekaufprogrammen und bei den Zinserhöhungen zeitlich voraus. So wurden die Anleihekäufe Anfang März gestoppt, die Zinsschritte fielen deutlich extremer aus. Allein in 2022 hat die FED den Zinskorridor um 375 bp angehoben – von 0 % - 0,25 %, dem bis Mitte März 2022 gültigen Zielkorridor, auf 3,75 % - 4 %, den seit 02. November 2022 gültigen Zielkorridor für den Leitzins. Die FED hob in einem Statement nach der Zinserhöhung am 02. November 2022 hervor, dass weitere Zinserhöhungen im Kampf gegen die Inflation "angemessen" seien, um den Anstieg der Verbraucherpreise wieder in Richtung des Ziels von 2 % zu bekommen. Dabei müssten allerdings die Auswirkungen auf die Wirtschaft bedacht werden – ein Hinweis, dass künftig kleinere Zinserhöhungen möglich sind.³⁸ Eine gesamthafte Darstellung der zeitlichen Entwicklung der Zinsschritte von EZB und FED sind in Kapitel 3.3 dargestellt.

Wie auch in Europa hinterlässt die Politik des Quantitative Easing auch auf der Bilanz der FED ihre Spuren. So hat sich ihre Bilanzsumme auf knapp 9 Bio. US-Dollar erhöht, s. obige **Fehler! Verweisquelle konnte nicht gefunden werden..**

Politische Einflüsse

Die aktuelle Entwicklung an den Kapitalmärkten ist stark verursacht durch die in Folge des russischen Angriffskriegs auf die Ukraine entstandenen Verwerfungen, insbesondere an den Energiemärkten und der dadurch ausgelösten Inflation (siehe Kapitel 3.2). Aber auch weitere politische Entscheidungen beeinflussen die Kapitalmarktentwicklungen. Im Folgenden sind einige aktuelle Beispiele aus den ersten drei Quartalen 2022 aufgeführt.

³⁷ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp221027~df1d778b84.de.html>, aufgerufen am 01.11.2022

³⁸ <https://www.manager-magazin.de/finanzen/boerse/us-notenbank-federal-reserve-erhoeht-leitzins-um-0-75-prozent-auf-3-75-bis-4-prozent-jerome-powell-bekaempft-inflation-a-e2223f87-1daf-4ea9-9cf6-1733b28ebaa5>, aufgerufen am 02.11.2022

Entlastungspakete der Bundesregierung (insbesondere die Gaspreisbremse) sollen Folgen der aktuellen Krise abfedern³⁹, lösen aber zusammen mit anderen Maßnahmen wie dem Sondervermögen der Bundeswehr in der Politik Diskussionen bzgl. der weiter steigenden Staatsverschuldung aus. Teile der Ampel-Koalition sprechen sich zugunsten einer Krisenbekämpfung für ein weiteres Aussetzen der Schuldenbremse aus, während die FDP daran festhalten möchte und die Schuldenbremse als Teil der Inflationsbekämpfung sieht⁴⁰.

Experten gehen dabei trotz aller Maßnahmen davon aus, dass eine Rezession im nächsten Jahr bevorsteht⁴¹. Es wird dennoch auf Basis der jüngsten Steuerschätzung im Oktober erwartet, dass die Steuereinnahmen bis 2026 um 126,4 Mrd. Euro höher liegen als noch im Mai geschätzt. Der Finanzminister wies dabei aber darauf hin, dass ein großer Teil der zusätzlichen Einnahmen bereits für weitere Entlastungen eingeplant sei, so dass sich daraus keine erweiterten Spielräume ergäben⁴².

Der Wahlsieg der Rechtskoalition in Italien verursacht Sorgen an den Finanzmärkten. Am Tag nach der Wahl schossen die Renditen 10-jähriger italienischer Staatsanleihen auf den höchsten Stand seit neun Jahren⁴³.

In UK kündigte die Regierung im September erhebliche Steuererleichterungen und Entlastungen von Haushalten und Unternehmen durch eine garantierte Obergrenze für Energiekosten an. Dies führte zu Turbulenzen am Kapitalmarkt, da das Paket ausschließlich über staatliche Verschuldung finanziert werden sollte. Die Renditen lang laufender Staatsanleihen stiegen erheblich und lagen über den Renditen vergleichbarer Papier aus Italien und Griechenland. Damit sah sich die Bank of England, die eigentlich geldpolitisch die Zügel wieder anziehen und ein Programm von Bond-Verkäufen starten wollte, zu einem radikalen Kurswechsel gezwungen: Sie kündigte stattdessen den Kauf lang laufender Staatsanleihen an.

³⁹ <https://www.tagesschau.de/inland/innenpolitik/gaspreisdeckel-ampel-101.html>, aufgerufen am 14.10.2022

⁴⁰ <https://www.merkur.de/politik/ukraine-krieg-schuldenbremse-haushalt-energiekrise-gruene-soeder-hasel-off-lindner-merz-91809246.html>, aufgerufen am 14.10.2022

⁴¹ <https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/konjunktur-deutschland-steuert-in-rezession-wohlstandsverluste-dpa.urn-newsml-dpa-com-20090101-220929-99-940972>, aufgerufen am 14.10.2022

⁴² <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/steuerschaetzung-lindner-101.html>, aufgerufen am 01.11.2022

⁴³ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/weltwirtschaft/italien-wahl-reaktionen-boersen-101.html>, aufgerufen am 14.10.2022

Die Ankündigung zeigte innerhalb von Minuten Wirkung und die Renditen 30-jähriger Staatsanleihen fielen von 5,1 auf 4,3 %.⁴⁴ Von besonderer Bedeutung war die Maßnahme unter anderem für Pensionsfonds und Versicherungen, die traditionell einen großen Teil ihrer Anlagen am Anleihemarkt investieren. Diese seien teilweise unter erheblichen Druck gekommen, da sie zur Finanzierung zusätzlicher Zinsabsicherungen (Margin-Calls aus Swap-Geschäften) Anlagen hätten liquidieren müssen, für die sie aber keine Käufer fanden. Dabei habe mindestens ein Pensionsfonds beinahe vor der Insolvenz gestanden.⁴⁵

Trotz der aktuellen Konzentration der EZB auf die Inflationsbekämpfung wird die Berücksichtigung von Klimaaspekten in ihrem Handeln an Bedeutung gewinnen. Hat sich die EZB bisher bei Kaufprogrammen der EZB am Prinzip der Marktneutralität orientiert, so werden jetzt auch zusätzlich Klimaaspekte berücksichtigt. Konkret sollen bei der Entscheidung, zu welchen Volumina welche Unternehmensanleihen gekauft werden, auch die Treibhausgasemissionen der Unternehmen und deren Entwicklung in der Zukunft sowie die Qualität der Klimaberichterstattung berücksichtigt werden⁴⁶.

Verluste auf den Aktienmärkten

Die Aktienmärkte reagierten in 2022 deutlich auf die zahlreichen Entwicklungen und Unsicherheiten in der Welt, darunter vor allem auf:

- Ausbruch des Krieges in der Ukraine im Februar 2022
- Ansteigende Inflation, einhergehend mit Erhöhungen von Leitzinsen seitens der Notenbanken
- Massiv gestiegene Energiepreise
- Gestörte Lieferketten
- Corona-Politik in China
- Rezessionssorgen
- Covid-19-Pandemie

⁴⁴ <https://www.welt.de/wirtschaft/article241315309/Finanzmarkt-Turbulenzen-Britische-Zentralbank-intervent-am-Anleihemarkt.html>, aufgerufen am 01.11.2022

⁴⁵ https://www.focus.de/finanzen/boerse/anleihen/wegen-steuerpolitik-11-4-milliarden-euro-am-tag-wie-die-bank-of-england-britische-pensionsfonds-rettet_id_163908769.html, aufgerufen am 01.11.2022

⁴⁶ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/finanzen/interview-schnabel-ezb-101.html>, aufgerufen am 14.10.2022

Die großen Aktienmärkte verloren zu großen Teilen deutlich in 2022, exemplarisch hier die Entwicklung vier großer Indizes in 2022:

	31.12.2021	30.09.2022	Veränderung in %
DAX (Deutschland)	15.885	12.114	-24 %
EuroStoxx50 (Europa)	4.298	3.318	-23 %
S & P 500 (USA)	4.766	3.586	-25 %
iShares MSCI Emerging Markets (Emerging Markets) ⁴⁷	41,567	34,398	-17 %

Quelle DAX, EuroStoxx50, S&P 500: Handelsblatt⁴⁸

Exemplarisch die Kursentwicklung des DAX in den letzten 5 Jahren:



Quelle: boerse.frankfurt.de⁴⁹

⁴⁷ <https://www.boerse-frankfurt.de/etf/ishares-msci-emerging-markets-ucits-etf-dist/kurshistorie/historische-kurse-und-umsaetze>, aufgerufen am 10.11.2022

⁴⁸ https://www.handelsblatt.com/finanzen/?navi=FINANZEN_1980476, aufgerufen am 10.11.2022

⁴⁹ <https://www.boerse-frankfurt.de/index/dax/charts>, aufgerufen am 10.11.2022

Der DAX zeigte in den letzten Jahren steigende Tendenz und hatte sich auch nach einem deutlichen Rückgang im Frühjahr 2020, ausgelöst durch den Ausbruch der Covid-19-Pandemie, relativ schnell wieder erholt und in 2021 ein Allzeithoch erreicht (16.290 Punkte am 18. November 2021⁵⁰). Bei Ausbruch des Krieges in der Ukraine brachen die Aktienmärkte Ende Februar massiv ein und es kam auch zu Panikverkäufen.⁵¹ Ein extremer Crash blieb aus, jedoch sorgten die vielen äußeren Einflüsse (s.o.) für eine große Unsicherheit und belasteten den DAX in der Folgezeit. Insbesondere auf die Entscheidungen der Notenbanken, die Leitzinsen zur Bekämpfung der Inflation zu erhöhen, reagierte der DAX ebenfalls mit Einbußen. Zum Börsenschluss am 30. September 2022 notierte der DAX mit 12.114 Punkten und damit ca. 24 % unter dem Kurs vom 31. Dezember 2021 (15.885 Punkte).

Vergleichbare Entwicklungen mit deutlichen Rückgängen waren in 2022 auch auf anderen Aktienmärkten zu beobachten.

Insgesamt werden institutionelle Anleger in 2022 durch die beobachteten Kursrückgänge auf den Aktienmärkten in Form von einem Rückgang stiller Reserven und möglicherweise von Abschreibungsbedarf belastet. In Kombination mit den gleichzeitigen Zins- und Spreadanstiegen führt dies zu z.T. deutlichen Marktwertrückgängen in großen Teilen der Bestände, da nicht nur im Aktienexposure, sondern ebenfalls bei Zinstiteln und in Spezialfonds an Marktwert eingebüßt wurde. Vor dem Hintergrund der Entwicklungen an den Kapitalmärkten hat der Versicherungsfachausschuss des Instituts der Wirtschaftsprüfer am 27. Oktober 2022 einen fachlichen Hinweis zur „handelsrechtlichen Bewertung von Kapitalanlagen bei Versicherungsunternehmen nach § 341b HGB“ veröffentlicht.⁵² In diesem werden u.a. Aufgreifkriterien zur Beurteilung, wann eine Wertminderung von im Anlagevermögensgehaltenen Aktien voraussichtlich dauerhaft ist, bestätigt.

Die Marktwertrückgänge haben in der Regel deutliche Auswirkungen auf die Höhe der Beteiligung der Versicherungsnehmer an den Bewertungsreserven im Vergleich zu 2021.

⁵⁰ <https://www.boerse-frankfurt.de/index/dax/kurshistorie/historische-kurse-und-umsaetze>, aufgerufen am 10.11.2022

⁵¹ <https://www.zeit.de/wirtschaft/2022-02/moskau-boerse-einbruch-russland-angriff-ukraine>, aufgerufen am 10.11.2022

⁵² <https://www.idw.de/blob/138412/ecb187834c9382c55659dd4f3e1d7f6a/down-ukraine-idw-fachlhinw-vfa-data.pdf>, aufgerufen am 11.11.2022

Rezessionssorgen

Bedingt durch die zahlreichen Entwicklungen in der Welt, in 2022 und auch bereits in den Vorjahren, besteht in Deutschland sowie in weiten Teilen Europas und der Welt die Sorge vor einer Rezession bzw. ist bereits eine Rezession zu beobachten. Zusätzlich zu steigenden Energiepreisen, gestörten Lieferketten und Inflation schwindet anders als in den vergangenen Jahren die Unterstützung der Notenbanken, die zur Eindämmung der Inflation in 2022 ihre Anleihenkäufe reduziert und Leitzinsen erhöht haben, wodurch weniger günstige Kredite in die Wirtschaft fließen.

Führende Wirtschaftsforschungsinstitute rechnen in ihrem Herbstgutachten 2022 fest mit einer Rezession in Deutschland⁵³. Demnach dürfte das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im 3. Quartal um 0,2 % sinken und erst frühestens im Frühjahr 2023 wieder anwachsen. Als Hauptgründe werden die Gas-Krise einhergehend mit drastisch steigenden Energiepreisen und möglichen Versorgungsengpässen sowie der Kaufkraftverlust der Verbraucher durch die hohen Inflationsraten genannt.

Im restlichen Europa⁵⁴ sind ebenfalls Rezessionstendenzen zu erkennen. Besonders Italien, nach Deutschland und Frankreich drittgrößte Volkswirtschaft nach BIP in der EU⁵⁵ und G7-Mitgliedsstaat, bereitet vielen Volkswirten größere Sorgen. Grund ist vor allem die mit ca. 150 % des BIP sehr hohe Staatsverschuldung, die in Verbindung mit steigenden Zinsen immer schwerer zu tragen ist⁵⁶. In den USA⁵⁷ und in China sind ebenfalls sinkende Konjunkturdaten und große Unsicherheiten zu beobachten, in China nicht zuletzt aufgrund der sehr restriktiven Corona-Politik⁵⁸.

⁵³ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/konjunktur/rezession-deutschland-herbstgutachten-101.html>, aufgerufen am 10.11.2022

⁵⁴ <https://www.dw.com/de/wirtschaftswachstum-in-eurozone-fast-erlahmt/a-62833923>, aufgerufen am 10.11.2022

⁵⁵ <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/188776/umfrage/bruttoinlandsprodukt-bip-in-den-eu-laendern.>, aufgerufen am 10.11.2022

⁵⁶ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/weltwirtschaft/italien-eurokrise-101.html>, aufgerufen am 10.11.2022

⁵⁷ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/usa-us-wirtschaft-rezession-zinserhoehungen-fed-biden-101.html>, aufgerufen am 10.11.2022

⁵⁸ <https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/rezession-wirtschaft-corona-ukraine-krieg-inflation-1.5628114>, aufgerufen am 10.11.2022

Entwicklung von Wechselkursen

In 2022 war eine deutliche Abwertung des Euros zu beobachten.

Gegenüber dem 31. Dezember 2021 sank der Wechselkurs mit dem US-Dollar (USD) zum 30. September 2022 von 1,14 auf 0,98⁵⁹, womit ein Euro erstmals seit 2002 wieder weniger wert war als ein US-Dollar.

Entwicklung des Wechselkurses EUR/USD von September 2021 bis September 2022:



Quelle: EZB⁶⁰

Die Gründe für die Euro-Schwäche scheinen vor allem in der Energie-/Gas-Krise und der Angst vor einer Rezession in Europa zu bestehen⁶¹. Ein schwacher Euro signalisiert gesunkenes Vertrauen in die Wirtschaft der Eurozone. Er erhöht die Importkosten in die Eurozone und könnte so zu einer Preissteigerung importierter Waren und damit zu einer Steigerung der Inflationsraten führen. Im Gegenzug werden Waren in der Eurozone aus Sicht von Ländern außerhalb der Eurozone günstiger, was gerade für weite Teile der Wirtschaft in der Exportnation Deutschland positive Effekte haben dürfte.

⁵⁹ <https://www.finanzen.net/devisen/dollarkurs/historisch>, aufgerufen am 10.11.2022

⁶⁰ https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-usd.de.html, aufgerufen am 10.11.2022

⁶¹ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/finanzen/euro-paritaet-dollar-gaskrise-inflation-fed-ezb-101.html>, aufgerufen am 10.11.2022

Auch der Wechselkurs des Euros mit dem Schweizer Franken erreichte im September 2022 einen historischen Tiefststand⁶².

Der Wechselkurs zwischen Euro und britischem Pfund (GBP) unterlag in 2022 im Vergleich mit dem Wechselkurs EUR/USD geringeren Veränderungen. Zum 30. September 2022 betrug der Wechselkurs GBP-EUR 1,14, zum 31. Dezember 2021 lag er bei 1,19⁶³.

Kapitalanlagen in Fremdwährung (Fremdwährungsexposure) und ohne Währungsabsicherung erfuhren durch die Schwäche des Euro entsprechende Aufwertungen. Währungs-Hedges haben, je nach Ausprägung, Fremdwährungsverluste oder -gewinne begrenzt.

Als eine Folge des Kriegs in der Ukraine und der Sanktionen gegen Russland stürzte der russische Rubel direkt nach Kriegsbeginn ab, konnte sich aber in der Folgezeit dank einer Reihe von harten Maßnahmen der russischen Regierung wieder stabilisieren⁶⁴.

Entwicklungen auf dem Immobilienmarkt

Für detaillierte Ausführungen, auch mit Blick auf internationale Immobilienmärkte, sei auf das Kapitel zu Immobilien verwiesen (Kapitel 3.8).

Der Immobilienmarkt in Deutschland ist in 2022 ebenfalls durch die zahlreichen äußeren Entwicklungen beeinflusst worden.

Laufende Bauprojekte werden durch die drastisch gestiegenen Energie- und Transportkosten sowie den Rohstoffmangel erschwert und verteuern sich. Baupreise für Wohngebäude etwa sind im August 2022 gegenüber August 2021 um 16,5 % gestiegen⁶⁵, was einen Anstieg deutlich oberhalb der Inflationsrate darstellt.

⁶² <https://www.watson.ch/wirtschaft/schweiz/539550121-euro-faellt-zum-franken-auf-rekordtief-warum-es-keinen-aufschrei-gibt>, aufgerufen am 10.11.2022

⁶³ https://www.finanzen.net/devisen/britische_pfund-euro-kurs/historisch, aufgerufen am 10.11.2022

⁶⁴ <https://www.spiegel.de/wirtschaft/russland-rubel-macht-sanktionsverluste-fast-vollstaendig-wett-a-1fe8a03e-ab4f-4b75-8a57-38c30b5796a6>, aufgerufen am 10.11.2022

⁶⁵ https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Preise/Baupreise-Immobilienpreisindex/_inhalt.html, aufgerufen am 10.11.2022

Die Auswirkungen der erhöhten Energiepreise auf die Zahlungsfähigkeit der Mieter sind noch nicht abzusehen, ebenso wenig wie der politische Umgang mit dieser Herausforderung⁶⁶.

Die Preise für Wohn- bzw. Gewerbeimmobilien sind in 2022 zwar tendenziell weiter gestiegen, im 2. Halbjahr scheint eine Trendumkehr der seit Jahren steigenden Preise aber möglicherweise erkennbar zu sein (siehe Kapitel 3.8). Aussagen lassen sich aufgrund der Inhomogenität des Marktes allerdings nicht auf allgemeiner Ebene treffen, sondern sind stark abhängig vom betrachteten Marktsegment (Wohn- oder Gewerbeimmobilie, Lage, Bewertungsart- und Zeitpunkt, Finanzierungsweg etc.). Immobilienindizes wie der MSCI World Real Estate Index oder der PwC Real Estate Index Germany sind in 2022 gefallen (siehe Kapitel 3.8).

Als einer der größten Immobilienentwickler Deutschlands hat die Adler Group in 2022 vermehrt negative Schlagzeilen gemacht. Unter anderem stocken große Bauprojekte, es gibt schwere Vorwürfe eines renommierten Shortsellers, der Wirtschaftsprüfer KPMG verweigerte das Testat für den Jahresabschluss 2021, die BaFin teilte Fehler in der Jahresbilanz 2019 mit und es gibt Ermittlungen der Frankfurter Staatsanwaltschaft⁶⁷. Zuletzt war zu beobachten, dass Aktionäre der Adler Group auch juristisch darum kämpfen, dass ihnen nicht durch mögliche Verkäufe der Adler Group, um die hohen Verbindlichkeiten zu reduzieren, Zugriffe auf zentrale Werte entzogen werden.⁶⁸

Durch den in 2022 beobachteten Inflations- und Zinsanstieg sind die Zinsen für Hypothekenkredite ebenfalls gestiegen. Dadurch kam es Anfang 2022 zu einem Ansturm auf private Baukredite, um sich aus Sicht der Immobilienkäufer noch niedrige Zinsen rechtzeitig zu sichern⁶⁹. Durch die weiter gestiegenen Zinsen und Inflationsraten haben sich jedoch die Finanzierungskonditionen für Käufer weiter

⁶⁶ <https://www.deutschlandfunk.de/mieter-heizkosten-hilfe-wohngeld-kuendigung-stromsperre-100.html>, aufgerufen am 10.11.2022

⁶⁷ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/unternehmen/adler-group-faq-101.html>, aufgerufen am 10.11.2022

⁶⁸ <https://www.boersen-zeitung.de/unternehmen-branchen/juristische-schritte-gegen-adler-24365892-4644-11ed-bd81-04455f3627f1>, aufgerufen am 10.11.2022

⁶⁹ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/bauzinsen-immobilienblase-101.html>, aufgerufen am 10.11.2022

verschlechtert und den Kreditgebern sind die gestiegenen Ausfallrisiken bewusst⁷⁰. Gleichzeitig steigt die Attraktivität von Hypothekendarlehen für Kreditgeber aufgrund gestiegener Renditeerwartung.

⁷⁰ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/finanzen/immobilien-eigenheim-kredit-finanzierung-bauzinsen-101.html>, aufgerufen am 10.11.2022

3.2 Inflation

Am 29. September titelte die Bild-Zeitung⁷¹: „So hoch wie seit 70 Jahren nicht mehr. Inflation steigt im September auf zehn Prozent.“ Hierbei wird auf eine Pressemitteilung⁷² des Statistischen Bundesamtes vom gleichen Tage verwiesen. Die Inflationsrate in Deutschland wird im September 2022 voraussichtlich +10,0 % betragen, was sich bestätigte⁷³.

Die Inflationsrate hat sich damit nach +7,9 % im August 2022 sprunghaft erhöht und verweilt seit sieben Monaten oberhalb von 7 %. „Die Inflationsrate erreichte mit +10,0 % einen neuen Höchststand im vereinigten Deutschland.“ sagt Dr. Georg Thiel, Präsident des Statistischen Bundesamtes und erklärt: „Hauptursachen für die hohe Inflation sind nach wie vor enorme Preiserhöhungen bei den Energieprodukten. Aber wir beobachten zunehmend auch Preisanstiege bei vielen anderen Gütern, besonders bei den Nahrungsmitteln. Zudem haben das Auslaufen von 9-Euro-Ticket und Tankrabbat den Preisauftrieb im September 2022 verstärkt. Diese zeitlich begrenzten Maßnahmen des zweiten Entlastungspakets hatten sich von Juni bis August 2022 dämpfend auf die Gesamtteuerung ausgewirkt.“ Wie das Statistische Bundesamt (Destatis) weiter mitteilt, stiegen die Verbraucherpreise im September 2022 gegenüber August 2022 deutlich um 1,9 %.

Seit Beginn des Krieges in der Ukraine sind insbesondere die Preise für Energie merklich angestiegen und beeinflussen die hohe Inflationsrate erheblich. Im September 2022 waren die Energiepreise 43,9 % höher als im Vorjahresmonat. Auch die Preise für Nahrungsmittel stiegen im Vergleich zum Vorjahresmonat mit +18,7 % überdurchschnittlich. Deutliche Preisanstiege auf den vorgelagerten Wirtschaftsstufen wirken sich dabei preiserhöhend aus. Hinzu kommen die preistreibenden Effekte weiterhin unterbrochener Lieferketten infolge der Covid-19-Pandemie.

Inflationsraten beziehen sich auf einen bestimmten Warenkorb. In der Pressemitteilung führt das statistische Bundesamt beispielsweise aus: Der Verbraucher-

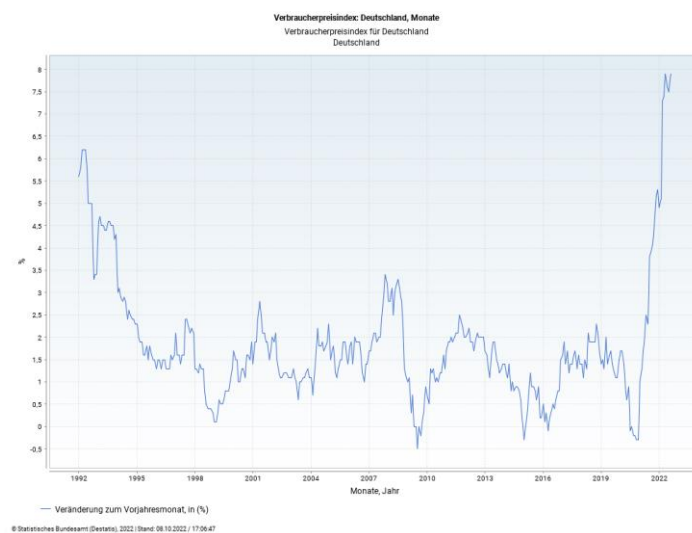
⁷¹ <https://www.bild.de/geld/wirtschaft/wirtschaft/inflation-im-september-bei-zehn-prozent-hoechster-wert-seit-mehr-als-70-jahren-81472642.bild.html>, aufgerufen am 8.10.2022

⁷² https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/09/PD22_413_611.html, aufgerufen am 8.10.2022

⁷³ https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/10/PD22_438_611.html, aufgerufen am 5.11.2022

preisindex (VPI) und der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) unterscheiden sich hinsichtlich Erfassungsbereich und Methodik. Bei der Berechnung des VPI werden anders als beim HVPI zusätzlich die Ausgaben der privaten Haushalte für selbstgenutztes Wohneigentum, für Glücksspiel und für den Rundfunkbeitrag berücksichtigt. Zudem werden die Gütergewichte des HVPI jährlich aktualisiert. Aufgrund des deutlich geringeren Gewichts für den Bereich Wohnen im HVPI, haben die Preissteigerungen anderer Güterbereiche einen größeren Einfluss auf die Entwicklung des HVPI im Vergleich zum VPI. Weitergehende methodische Informationen finden sich auf den Webseiten des statistischen Bundesamtes.

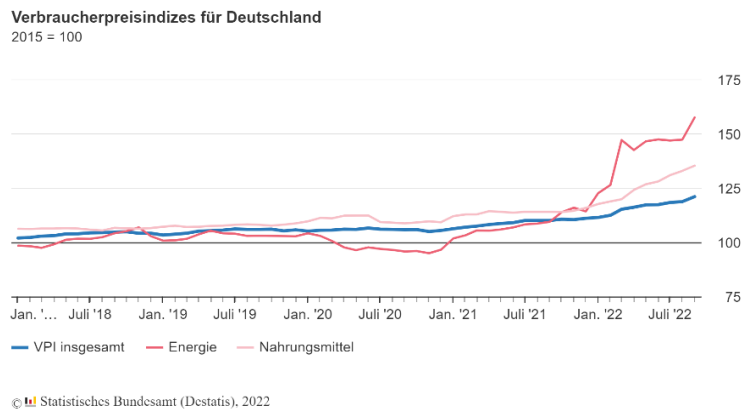
Der historisch starke Anstieg der Inflation im aktuellen Jahr ist in nachfolgender Grafik dargestellt:



Quelle: Statistisches Bundesamt⁷⁴

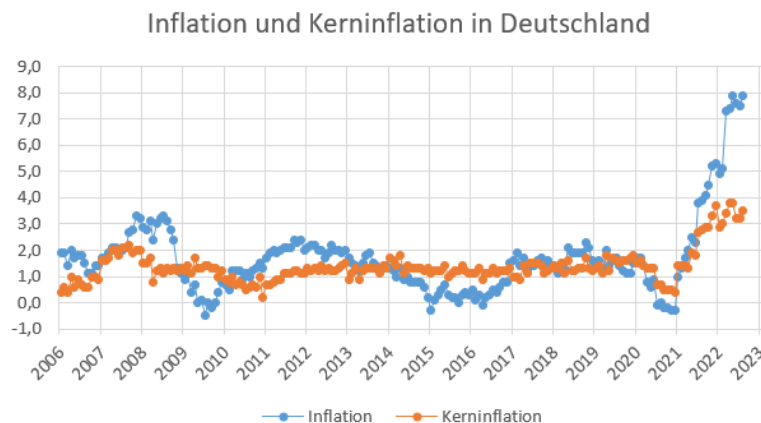
Der bereits erwähnte starke Anstieg insbesondere der Energie- und Nahrungsmittelpreise ist in der nachfolgenden Grafik illustriert:

⁷⁴ <https://www-genesis.destatis.de/genesis/online?operation=ergebnistabelleDiagramm&option=diagramm&levelindex=2&levelid=1665241607912&downloadname=61111-0002#abreadcrumb> , aufgerufen am 8.10.2022



Quelle: Statistisches Bundesamt⁷⁵

In der Öffentlichkeit ist der Verbraucherpreisindex die wichtigste Bezugsgröße, die vom Statistischen Bundesamt monatlich erhoben wird und auch in den Medien jeweils ausführlich analysiert wird. Für die EZB spielt bei der gesamtwirtschaftlichen Betrachtung die sog. Kerninflation eine wichtige Rolle. Hierunter versteht man die Inflationsrate ohne den Beitrag von Energie und Nahrungsmittel. Der Begriff stammt von dem deutschen Ökonom Otto Eckstein (1981). Die Kerninflationsrate in Deutschland lag im September 2022 bei 4,6 %. Der historische Vergleich der Entwicklung der Inflation und der Kerninflation in Deutschland ist nachfolgend dargestellt.



Quelle: Entwicklung von Inflation und Kerninflation (Ursprungsquelle: destatis.de)⁷⁶

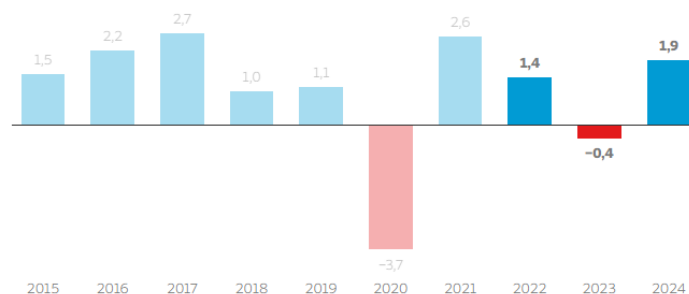
⁷⁵ https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/10/PD22_438_611.html , aufgerufen am 21.10.2022

⁷⁶ <https://www.inflationsrate.com/kerninflation/> , aufgerufen am 21.10.2022

Die Süddeutsche Zeitung titelte, dass die „Inflation Deutschland in die nächste Wirtschaftsflaute stürze“. Mitten in der Erholung von der Corona-Krise rutschte Deutschland erneut in eine Rezession. Die von den Energiepreisen hochgetriebene Inflation reduziere die Einkommen, so dass die Menschen weniger konsumieren. "Der russische Angriff auf die Ukraine und die daraus resultierende Krise auf den Energiemärkten führen zu einem spürbaren Einbruch", sagt Torsten Schmidt vom RWI-Institut. Nach der von vier Forschungshäusern präsentierten Herbstprognose schrumpfe die deutsche Wirtschaft 2023 um 0,4 %. Das Institut für Makroökonomie (IMK) erwartet sogar -1 %.

Wirtschaftswachstum in Deutschland

Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts zum Vorjahr, von 2022 an Prognose



SZ-Grafik: jje ; Quelle: Statistisches Bundesamt, Herbstprognose von IfW, Ifo, IWH, RWI

Quelle: Süddeutsche Zeitung⁷⁷

Wer den Wirtschaftseinbruch verursacht, benennen die Institute der Herbstprognose klar. Die Konjunktur verschlechterte sich bereits nach dem russischen Überfall auf die Ukraine im Februar. Nachdem Russland nun seine Gaslieferungen stark reduziert hat, sei ein erheblicher Teil des Gasangebots weggefallen - und die Preise in die Höhe geschossen. Die hohen Energie- und Lebensmittelpreise nehmen den Menschen viel Kaufkraft, analysiert RWI-Konjunkturchef Schmidt: "Sowohl einkommensschwache Haushalte als auch Unternehmen sind deshalb auf weitere Unterstützung der Politik angewiesen. Bei den Unternehmen ist allerdings darauf zu achten, dass es nicht zu dauerhaften Subventionen kommt."

An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass sich die Arbeitsgruppe jeglicher Prognose enthält und hier nur beispielhaft eine von vielen Prognosen zitiert. Zu-

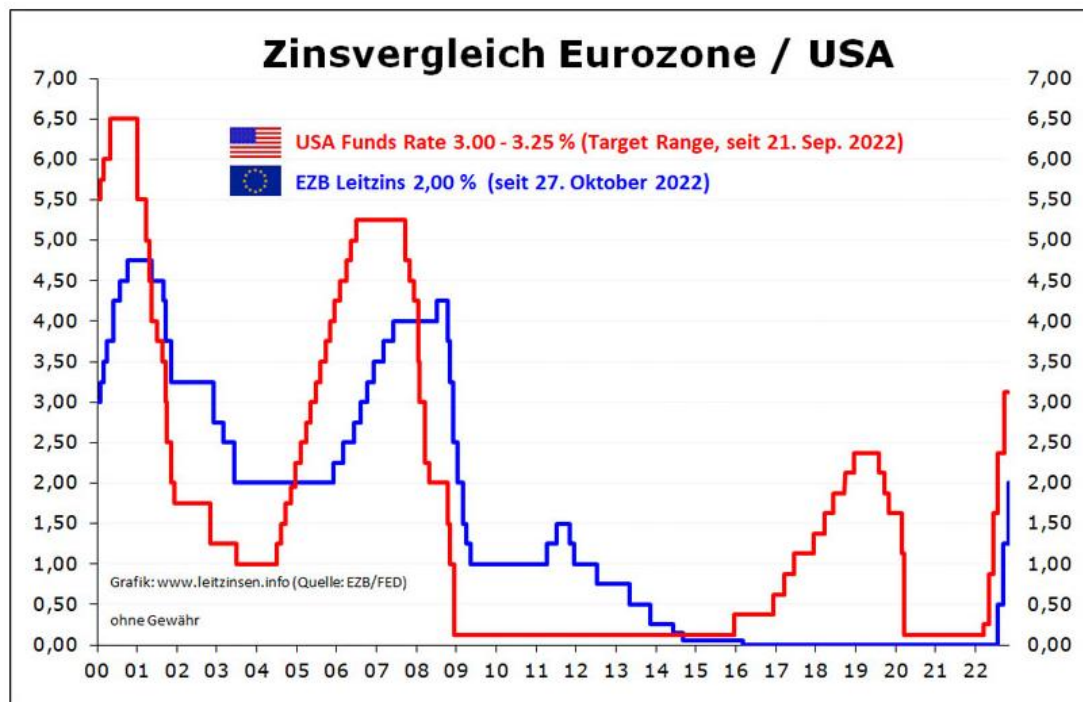
⁷⁷ <https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/inflation-deutschland-rezession-wirtschaftskrise-energiepreise-gaspreise-1.5665962> , aufgerufen am 8.10.2022

dem sind die aktuellen Zeiten von hoher Volatilität und starken (wirtschafts-) politischen Einflüssen geprägt, so dass sich Prognosen schnell ändern können. Daher bleibt abzuwarten, wie lange das aktuell beobachtete hohe Inflationsniveau anhält und welche Auswirkungen sich ergeben.

3.3 Zinsanstieg und Renditen festverzinslicher Kapitalanlagen

Das Jahr 2022 ist bislang durch eine Reihe von Ereignissen (vgl. Kapitel 3.1 für weitere Details) geprägt, die in dieser Form sicherlich nicht zu erwarten gewesen sind.

Der vorab dargestellte Anstieg der Inflation hat dazu geführt, dass die Notenbanken sukzessive die Leitzinsen erhöht haben:



Quelle: [leitzinsen.info](http://www.leitzinsen.info)⁷⁸, Stand 27. Oktober 2022

⁷⁸ www.Leitzinsen.info aufgerufen am 02. November 2022

Neben dem bisherigen Anstieg der Leitzinsen von 1,25 %-Punkten der EZB bzw. von 3,0 %-Punkten der FED werden bis zum Jahresende noch weitere Zinsanstiege erwartet.⁷⁹ Bei der FED wird ein Zinsanstieg auf über 4 % bis zum Jahresende erwartet.⁸⁰

Unabhängig von dieser geldmarktpolitischen Entwicklung gibt es aber bereits Debatten um das Tempo der Zinserhöhungen.⁸¹ Die weitere Entwicklung der Renditen von Staatsanleihen ist nach Meinung der Arbeitsgruppe weiterhin von Unsicherheiten geprägt und hängt auch kurzfristig signifikant von der weiteren politischen Entwicklung auf europäischer als auch nationaler Ebene ab.

Entsprechend der Entwicklung der Leitzinsen haben sich auch die Renditen festverzinslicher Wertpapiere verändert. Der 10-jährige Swap-Satz ist in den ersten neun Monaten des Jahres 2022 um ca. 3,0 %-Punkte deutlich angestiegen. Ende 2021 lag der Swap-Satz bei 0,30 %, was auch im Wesentlichen dem Tiefstand entspricht. Der Höchststand in den ersten neun Monaten des Jahres 2022 wurde im September mit 3,30 % erreicht.



Quelle: *boersen.manager-magazin.de*⁸², Stand 05. Oktober 2022

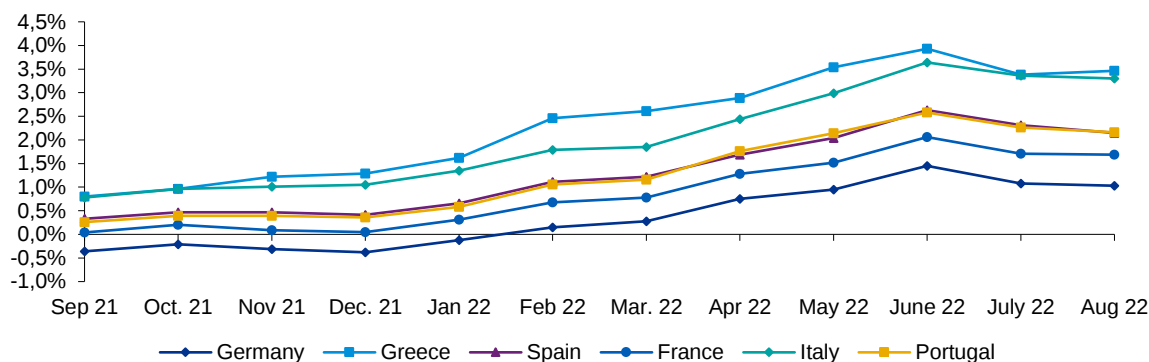
⁷⁹ <https://www.handelsblatt.com/finanzen/geldpolitik/geldpolitik-lagarde-stellt-weitere-zinsschritte-in-aus-sicht-bundesbank-chef-nagel-fordert-entschlossenes-handeln/28706800.html> , aufgerufen am 05. Oktober 2022

⁸⁰ https://www.handelsblatt.com/finanzen/geldpolitik/geldpolitik-us-waehrungshueter-erwartet-zinsanstieg-auf-ueber-vier-prozent-bis-zum-jahresende/28708952.html?utm_source=nl&utm_medium=email&utm_campaign=hb-financebriefing&utm_content=28092022 , aufgerufen am 05. Oktober 2022

⁸¹ https://www.handelsblatt.com/finanzen/geldpolitik/geldpolitik-die-fed-geht-zu-weit-marktturbulenzen-sorgen-fuer-debatten-ueber-tempo-der-zinserhoehungen/28718874.html?utm_source=nl&utm_medium=email&utm_campaign=hb-financebriefing&utm_content=04102022 , aufgerufen am 05. Oktober 2022

⁸² <https://boersen.manager-magazin.de/kursinformation/XC0009683662/> aufgerufen am 05. Oktober 2022

Die Renditen von Staatsanleihen erhöhten sich entsprechend. Die deutschen Bundesanleihen seit Anfang des Jahres seit Jahren erstmals wieder positiv, zeigt aber seit Mitte des Jahres wieder eine abfallende Tendenz. Die monatliche Entwicklung der Renditen ausgewählter Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit ist in nachfolgender Grafik aufgeführt:



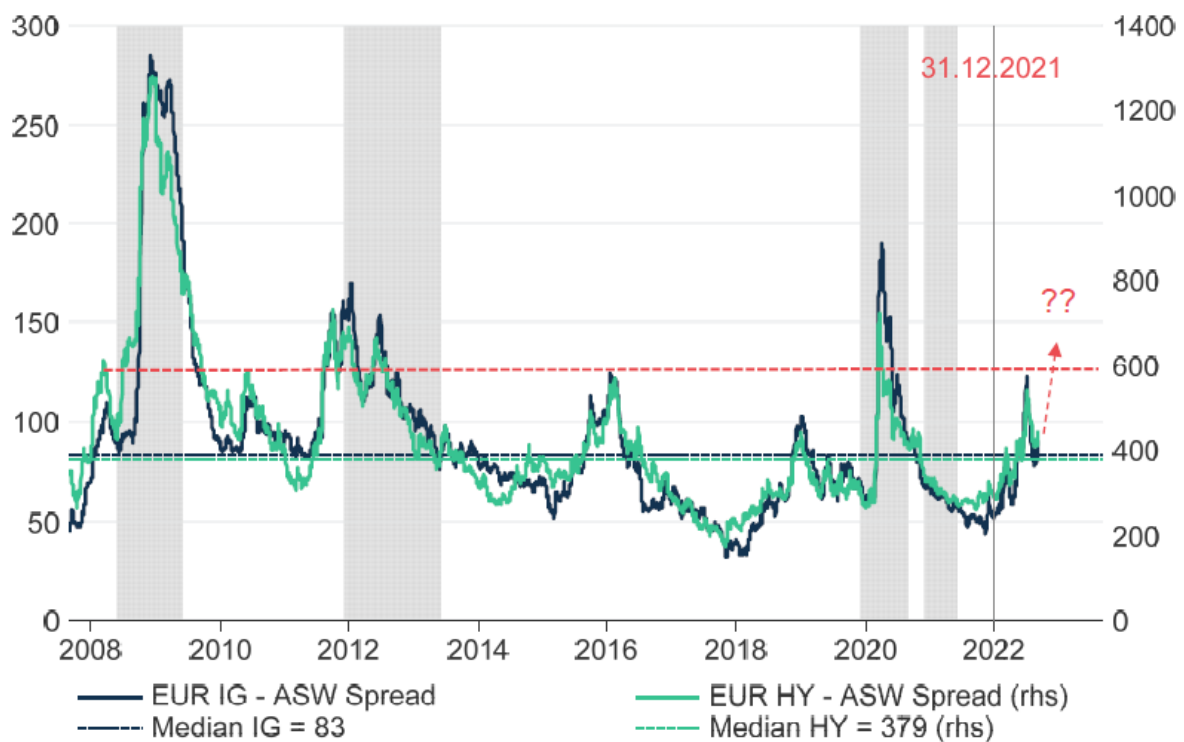
Quelle: EZB⁸³; Entwicklung Staatsanleihen ausgewählter Staaten der EU

Einschätzungen zu einem erzielbaren Wiederanlagezins sind dem aktuell volatilen Zinsumfeld von zentraler Bedeutung. Insbesondere erscheint ein Vergleich der Wiederanlagerendite mit dem durchschnittlichen Bestandsgarantiezin, der für 2021 im Markt gemäß Schätzung von Assekurata⁸⁴ bei 2,56 % und bei 1,43 % unter Berücksichtigung der Zinszusatzreserve liegt, sinnvoll zu sein.

Die Spreads für Investmentgrade-Unternehmensanleihen (EUR) sind im Jahr 2022 von ca. 50 bp auf ca. 90 bp gestiegen. Die Spreads für High-Yield-Unternehmensanleihen sind in 2022 ebenfalls von ca. 300 bp auf ca. 390 bp gestiegen.

⁸³ <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/long/html/index.en.html> , aufgerufen am 05.Oktober 2022

⁸⁴ <https://www.assekurata-rating.de/2022/02/16/assekurata-marktstudie-rechnungszins-runter-inflation-rauf/>



Quelle: LBBW Kapitalmarktkompass September⁸⁵; Asset Swap Spreads für Unternehmensanleihen-Indizes in Basispunkten

Aufgrund der vorab beschriebenen Entwicklungen rund um Lieferkettenprobleme, Pandemie, Energiekrise und Ukraine-Krieg stehen viele Unternehmen und Branchen auch weiterhin unter Druck, so dass ein Risiko von Downgrades bzw. Ausfällen bei Unternehmen unverändert besteht.

Das Spread-Niveau ist hier nicht als Maß für die Neuanlage in Unternehmensanleihen oder Corporate Indices in Kapitalanlagebeständen von Versicherungsunternehmen zu verstehen. Vielmehr soll der Spreadverlauf dem Verantwortlichen Aktuar als Hilfestellung dienen und Informationen zu den Entwicklungen im Jahr 2022 geben und den Vergleich zu anderen großen Krisensituationen wie der Finanzkrise 2008 ermöglichen. Bei Unternehmensanleihen ist zu beachten, dass insbesondere für längere Laufzeiten das Risiko gegenüber Staatsanleihen häufig deutlich erhöht eingeschätzt wird.

Unabhängig von der Zins- sowie Spreadentwicklung plant die Mehrheit der befragten Unternehmen entsprechend der o.g. Assekurata Studie trotz bestehender Unsicherheiten den Anteil realwertorientierter Anlagen auch weiter auszubauen.

⁸⁵ https://www.lbbw.de/konzern/research/2022/studien/20221017-lbbw-planungspraemissen-2023_afiyxskrpx_m.pdf , aufgerufen am 07. November 2022

Laut einer Umfrage von Blackrock⁸⁶ planen die Unternehmen wieder vermehrte Investitionen in Zinstitel sowie alternative Anlageklassen.

Für die alljährliche mehrjährige Prognoserechnung auf Basis des Kapitalmarkts per 30. September 2022 hat die BaFin Ende September 2022 vorgegeben, dass die Neu- und Wiederanlage (sowohl direkter als auch indirekter Bestand über Investmentfonds) im sogenannten Szenario 1.1 nicht anhand einer festen Neu- und Wiederanlagerendite erfolgen soll, sondern die unternehmensindividuelle Anlagepolitik bestmöglich auf das vorgegebene reduzierte Anlagespektrum angewandt wird. Dazu sind sowohl die Swap-Kurve sowie Spreads getrennt nach Bonität und Laufzeiten (unterteilt nach Staatsanleihen, und festverzinsliche Wertpapiere von Financials bzw. Non-Financials) vorgegeben worden. So wird bspw. ein Spread von 80 bp für Non-Financials einer Bonität von A vorgegeben. Für Aktien, Beteiligungen und Immobilien wird ein Total-return von 3,0 % vorgegeben.

Im Rahmen einer genaueren Analyse ist konzeptionell zu unterscheiden zwischen dem Niveau eines in aktuarieller Hinsicht „sicheren“ Zinses und der darüber hinaus unternehmensindividuell erzielbaren Überrendite. Der „sichere“ Zins wird nachfolgend identifiziert mit dem Basiszins, der in das 10-Jahres-Mittel zur Bestimmung des Referenzzinses der DeckRV eingeht.

Die über den sicheren Zins hinausgehende unternehmensindividuell erzielbare Rendite ist von der Risikobereitschaft des einzelnen Unternehmens sowie der Risikotragfähigkeit abhängig. Diese in der Unternehmensplanung erwartete Rendite ist eine weitere wichtige Kenngröße für den Verantwortlichen Aktuar.

Die Relationen zwischen (durchschnittlichem) Rechnungszins, Referenzzins und unternehmensindividuell erwarteter Rendite liefern erste sehr grobe Indikationen für eine Bewertung der kurzfristigen Sicherheitsmarge in der Rechnungsgrundlage Zins in Verbindung mit der Entwicklung der Zinszusatzreserve im Erläuterungsbericht. Genauere Hinweise liefern Projektionen über einen längeren Zeitraum, wie bspw. die von der BaFin abgefragten LVU- bzw. PK-Prognoserechnungen.

⁸⁶ https://www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/trends/blackrock-umfrage-inflation-anleihen-alternative-assets-das-treibt-die-anlageprofis-der-versicherer-um/28708534.html?utm_campaign=hb-financebriefing&utm_content=28092022&utm_medium=email&utm_source=nl , aufgerufen am 05. Oktober 2022

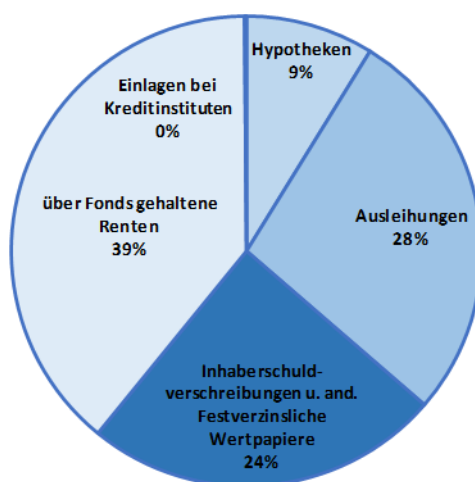
3.4 Stille Lasten

Der bisher beobachtete Zinsanstieg hat in Bezug auf seine Höhe und Geschwindigkeit die Erwartungen vieler Kapitalanleger überschritten und weitere Zins-schritte sind zu erwarten.⁸⁷ Auch die Kreditrisiken haben sich ausgeweitet. Gleichzeitig schlagen sich steigende Zinsen bei der Bewertung von Aktien in niedrigeren Aktienkursen sowie größerer Volatilität der Märkte nieder. Für Versicherer ergeben sich hieraus vielfältige Effekte.⁸⁸

Während sich einerseits die Solvenz-Quoten unter Solvency II deutlich erhöhen, erste Rückflüsse aus der ZZR für Lebensversicherer und eine wieder rentablere Neuanlage in Zinspapiere möglich sind, verlagert sich der Fokus in der Unternehmenssteuerung stärker von Solvency II zu HGB.

Etwa drei Viertel der Kapitalanlagen von Lebensversicherern sind aufgrund der konservativen Anlagepolitik noch in verzinslichen Anlagen investiert.

**PROZENTUALE AUFTEILUNG VERZINSLICHER ANLAGEN
2021**



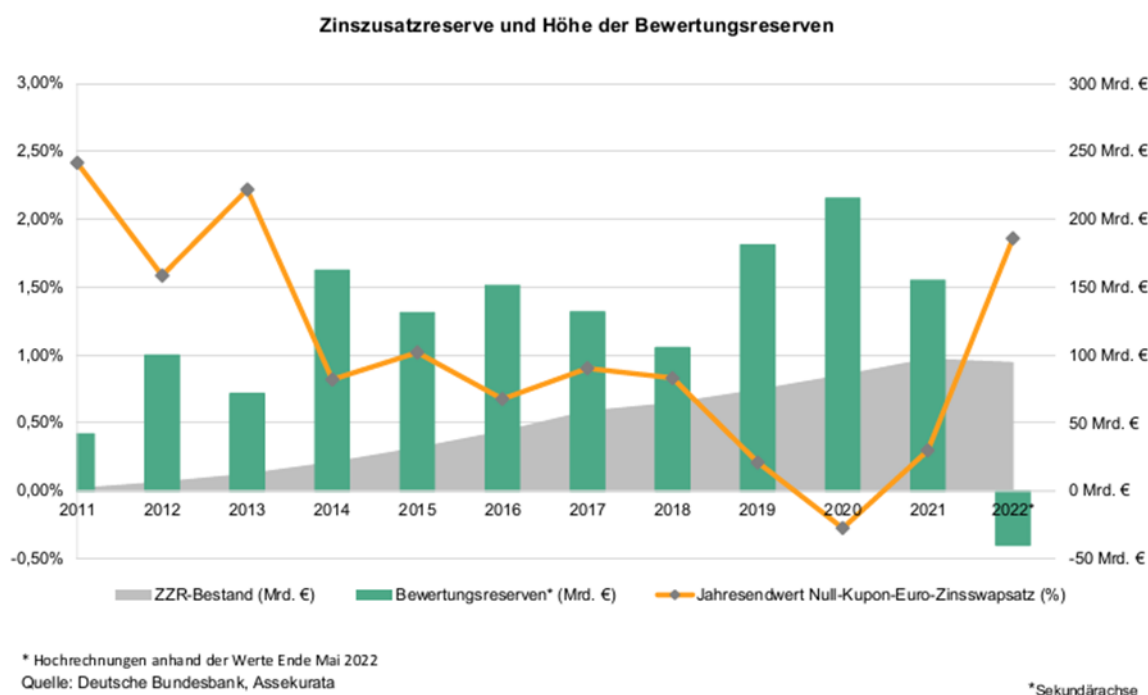
Quelle: BaFin, GDV

⁸⁷ <https://www.assekurata.de/2022/09/12/umfrage-zinsentwicklung-uebersteigt-die-erwartungen-der-kapital-anleger/>

⁸⁸ <https://www.assekurata.de/2022/07/13/zinszusatzreserve-in-zeiten-der-zinswende/>

Um ihre Leistungsverpflichtungen sicherzustellen, haben die Versicherungsunternehmen Zinstitel mit langen Laufzeiten gekauft. Da der aktuelle Kapitalanlagebestand aufgrund des lange anhaltenden Tiefzinsumfelds deutlich niedrigere Durchschnittskupons als die Neu- und Wiederanlage aufweist, geht der Kurswert im Portfolio zurück und die Bewertungsreserven reduzieren sich bis hin zu stillen Lasten.⁸⁹

Ende 2021 gab es in der Branche aufgrund der niedrigen Marktzinsen Bewertungsreserven von etwa 15 % der Buchwerte (150 Mrd. Euro).⁹⁰ Diese konnten nach Bedarf (z.B. zur Finanzierung der ZZR-Zuführung) aufgelöst werden. Bereits bis Juni 2022 sind durch den Zinsanstieg rund 40 Mrd. Euro stille Lasten entstanden.⁹¹ Dieser Trend hat sich mit weiter gestiegenen Zinsen für alle Laufzeiten im 3. Quartal des Kalenderjahres fortgesetzt.



Quelle: Assekurata

⁸⁹ <https://www.procontra-online.de/bilderstrecke/date/2022/08/lv-check-bei-diesen-lebensversicherern-drohen-stille-lasten/seite/7/album/1502/>

⁹⁰ Die Reservequote stellt die Relation zwischen Zeitwert und Buchwert der Kapitalanlagen zum Stichtag dar.

⁹¹ Vgl. Assekurata-Marktausblick zur Lebensversicherung 2022 – Pressemitteilung 28.06.2022

Durch den Rückgang der Bewertungsreserven wird die Flexibilität zur Ertragssteuerung gemindert und es besteht grundsätzlich das Risiko, dass stille Lasten bei plötzlich auftretendem Liquiditätsbedarf durch kurzfristige Verkäufe realisiert werden müssen.

Zum Bilanzstichtag können sich darüber hinaus folgende Auswirkungen nach HGB ergeben:⁹²

Dem Umlaufvermögen zugeführte Anleihen müssen im Jahresabschluss zwingend zum strengen Niederstwertprinzip bewertet werden. Dies führt folglich zu einer Abschreibung auf den aktuellen Marktwert und damit zu bilanziellen Verlusten.⁹³

Im Anlagevermögen sind Versicherer unter Berücksichtigung der seit dem Abschlussstichtag 2002 geltenden Bilanzierungsmöglichkeit des § 341b HGB in der Regel nicht verpflichtet, die zinsinduzierten stillen Lasten bilanziell abzuschreiben, wenn die Papiere langfristig dem Geschäftsbetrieb dienen sowie bis zur Fälligkeit gehalten werden können.⁹⁴ Dann lösen sich in der Regel Bewertungsreserven und stille Lasten im Fall von Tilgungen zum Nominalbetrag auf. Wertminderungen verzinslicher Schuldtitel im Anlagevermögen sind jedoch dann als voraussichtlich dauernd anzusehen und entsprechend abzuschreiben, wenn sich die Bonität des Emittenten, wesentlich verschlechtert hat. Eine signifikante Spread-Ausweitung oder Ratingherabstufung ist ein Indiz für eine voraussichtlich dauernde Wertminderung. Dies gilt umso mehr, je stärker die Herabstufung seit dem Erwerb ausfällt. So ist grundsätzlich bei einem Downgrade um zwei oder mehr Notches oder bei einem Übergang in den Non-Investmentgrade-Bereich ein Abschreibungsbedarf zu prüfen.⁹⁵

⁹² Finanzanlagen müssen nach § 253 Abs. 3 Satz 5 HGB nur im Falle einer voraussichtlich dauernden Wertminderung abgeschrieben werden; ist die Wertminderung voraussichtlich nicht von Dauer, besteht nach § 253 Abs. 3 Satz 6 HGB ein Abschreibungswahlrecht. Auf die Frage, ob eine am Abschlussstichtag gegenüber dem letzten Buchwert eingetretene Wertminderung voraussichtlich von Dauer ist, gibt es keine explizite gesetzliche Antwort. Allerdings sind dazu in der Praxis anerkannte Regelungen entwickelt worden.

⁹³ <https://www.assekurata.de/2022/07/06/zeitenwende-bei-den-abschreibungsrisiken>

⁹⁴ <https://www.tagesspiegel.de/wirtschaft/verluste-am-aktienmarkt-bereiten-versicherern-sorgen-unternehmen-bilanzieren-stille-lasten-statt-abschreibungen-939556.html>

⁹⁵ Vgl. Fachlicher Hinweis des IDW (VFA): Handelsrechtliche Bewertung von Kapitalanlagen bei Versicherungsunternehmen nach § 341b HGB

Für Wertpapiere, die öffentlich gehandelt werden, insb. börsennotierte Aktien, hat der Versicherungsfachausschuss des IDW Indikator-Kriterien in Bezug auf den Abschreibungsbedarf entwickelt.⁹⁶

Wird der beizulegende Wert von Beteiligungen oder Anteilen an nicht börsennotierten Unternehmen über ein Zukunftserfolgswertverfahren (Ertragswert- oder DCF-Verfahren) ermittelt, ist zu beachten, dass sich die in das Bewertungskalkül eingehenden finanziellen Cashflows oftmals infolge der aktuellen Ereignisse verschlechtert haben, so dass der berechnete Wert unterhalb des Buchwerts liegen kann und ein Abschreibungsbedarf geprüft werden muss.

Für Derivate ist grundsätzlich der beizulegende Zeitwert anzusetzen. Ist dieser negativ, kann sich das Erfordernis zur Bildung von Drohverlustrückstellungen ergeben.⁹⁷

Für Investmentanteile richtet sich die Beurteilung der voraussichtlichen Dauerhaftigkeit einer Wertminderung bei einer zum Stichtag vorliegenden stillen Last auf dem Zertifikat nach den im Fonds gehaltenen Vermögensgegenständen (Durchschau).

Im Zusammenhang mit den Abschreibungen auf Wertpapiere ist daneben die steuerliche Dimension hinsichtlich der Anerkennung der Verluste zu berücksichtigen.

Ebenso ist die Bedeckung des Sicherungsvermögens nach Buch- und Zeitwerten zu beachten. Hierzu wird auch auf eine entsprechende BaFin-Veröffentlichung hingewiesen⁹⁸, die die Möglichkeit zum endfälligen Halten von Papieren bei der Bedeckung des Sicherungsvermögens nach Zeitwerten berücksichtigt.

Über die Zeit ist davon auszugehen, dass die rentabler werdende Neu- und Wiederanlage die Ertragskraft der Versicherer stärken wird, wenn die Kupons ober-

⁹⁶ Vgl. IDW RS VFA 2 i.V.m. der Berichterstattung über die 149. Sitzung des VFA

⁹⁷ Vgl. Fachlicher Hinweis des IDW: Entwicklung des wirtschaftlichen Umfelds und Auswirkungen auf Finanzberichte zum oder nach dem 30.09.2022

⁹⁸ https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_17_1212_sammelverfuegung_zu_berichtspflichtigen_va.html

halb des durchschnittlichen Garantieniveaus im Bestand liegen. Parallel dazu nehmen etwaige stille Lasten mit sinkender Duration (durchschnittlicher Kapitalbindungsdauer) niedrig verzinsten Anleihebestände ab.⁹⁹

⁹⁹ <https://www.procontra-online.de/bilderstrecke/date/2022/08/lv-check-bei-diesen-lebensversicherern-drohen-stille-lasten/seite/7/album/1502>

3.5 Bonität und Duration festverzinslicher Kapitalanlagen

Für die festverzinslichen Anlagen hat sich die in den vergangenen Jahren beobachtete Erhöhung der Duration auf hohem Niveau stabilisiert.¹⁰⁰ Festzustellen ist weiterhin eine Verschiebung zwischen Ratingklassen und Emittenten. Zu beobachten ist eine Erhöhung des Anteils der Staats-, Länder- und Kommunalanleihen sowie der Unternehmensanleihen. Der Anteil an Hypotheken- und Policendarlehen ist dagegen abnehmend. Die Erhöhung der Duration geschieht im Allgemeinen durch alternative Investition der Neuanlagen. Insbesondere die Durationserhöhungen bei Staats-, Länder- und Kommunalanleihen sowie bei Pfandbriefen tragen wesentlich dazu bei. Dabei kam den Unternehmen ggf. zugute, dass das Volumen der Neuanlage durch erhöhte Realisierung von Bewertungsreserven insbesondere in den letzten Jahren eher hoch ausfiel.

Geratete VU – Duration nach Emittentenart (exkl. Liquidität) – 2021				
Assetklasse	mod. Dur.			
	2018	2019	2020	2021
Staats-, Länder- und Kommunalanleihen	14,41	15,46	17,71	18,03
Pfandbriefe (i.w.S.)	9,91	9,88	10,41	9,57
Schuldverschreibungen von KI	9,14	8,58	8,84	7,81
Unternehmensanleihen	9,78	8,49	9,69	9,74
Asset Backed Securities (i.w.S.)	2,88	2,90	1,89	6,16
Hypotheken- und Policendarlehen	6,31	7,91	6,61	6,61
Rentenportfolio	10,82	11,03	12,51	12,39

Quelle: Assekurata-Marktausblick zur deutschen Versicherungswirtschaft 2022/2023

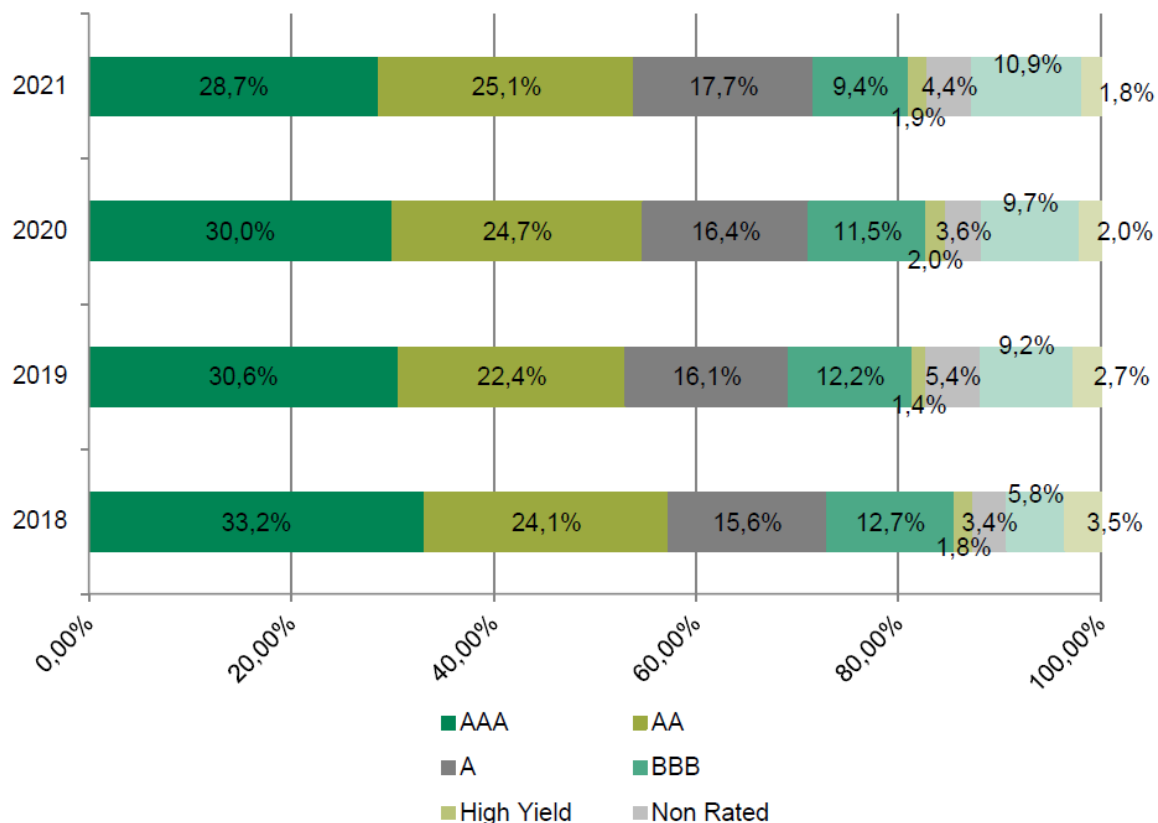
Unter Berücksichtigung der Sicherheit soll so der erforderliche Anlagenenertrag sichergestellt werden, wenngleich auf einem im Langfristvergleich drastisch niedrigeren Zinsniveau (was zu deutlichen Unterschieden zwischen laufender Durchschnitts- und Nettoverzinsung führt).

Bevorzugt scheinen die Investitionen dabei in Staats-, Länder- und Kommunalanleihen sowie in Pfandbriefe und Anlagen in den oberen Bonitätsklassen zu erfolgen.¹⁰¹ Durch vereinzelte Downgrades kann ein Anstieg bei den Papieren im unteren Investment-Grade-Bereich erfolgen.

¹⁰⁰ Hierzu und zur folgenden Grafik vgl. die Anlage der zitierten Studie Assekurata-Marktausblick zur deutschen Versicherungswirtschaft 2022/2023

¹⁰¹ Eben da

Geratete VU - Aufteilung des Rentenbestandes nach Ratingklassen [in %]



Quelle: Assekurata-Marktausblick zur deutschen Versicherungswirtschaft 2022/2023

Die höheren Coupons werden hierbei mit der Gefahr erkauf, infolge der Zinswende die Kapitalanlage bis zur Endfälligkeit halten zu müssen und damit weniger liquide zu werden.

Geratete VU – Duration nach Rating (exkl. Liquidität) – 2021				
Rating	mod. Dur.			
	2018	2019	2020	2021
AAA	11,40	11,47	12,56	11,85
AA	12,90	13,38	15,72	16,27
A	9,19	9,98	12,40	12,03
BBB	8,11	7,55	8,06	8,18
High Yield	6,72	4,81	5,63	5,70
Non Rated	10,61	9,60	11,33	8,58
Hypotheken und Policendarlehen	6,31	7,91	6,61	6,61
Rentenportfolio	10,82	11,03	12,51	12,39

Quelle: Assekurata-Marktausblick zur deutschen Versicherungswirtschaft 2022/2023

Bei der Einschätzung der tabellierten Ergebnisse ist der teilweise begrenzte Datenumfang der Studie zu beachten. Staatsanleihen bieten zwar keine auskömmlichen Renditen, müssen aber im Standardmodell unter Solvency II in der Regel nicht mit Eigenkapital unterlegt werden. Die dargestellte Kombination aus kurzlaufenden, risikobehafteten Anlagen mit langlaufenden Staatsanleihen, mit der ein moderater Spread erwirtschaftet werden kann, bei Verlängerung der Duration des gesamten Portfolios, könnte von Relevanz für die Einschätzung des Verantwortlichen Aktuars sein und deshalb ggf. im Erläuterungsbericht erwähnt werden.

Durch ein umfassendes Instrumentarium quantitativer Kenngrößen und Messinstrumente, das im Allgemeinen im Risikomanagement vorhanden ist, kann ggf. eine Stellungnahme zu Kreditrisiken erleichtert werden. Die Messung und Bewertung der Kreditrisiken kann um Stresstests erweitert werden, was z.B. im DAV-Hinweis zur Einschätzung der Anlagerisiken im Erläuterungsbericht des Verantwortlichen Aktuars¹⁰² näher ausgeführt wird.

Es liegt nahe, angesichts fortgesetzter Staatsschuldenkrise, den Corona-Hilfspaketen sowie der Verwerfungen durch den Ukraine-Krieg den Kreditrisiken in Staatsanleihen von Emittenten schwacher oder sich verschlechternder Bonität weiterhin besondere Aufmerksamkeit zu widmen. Länder der EWU-Peripherie bieten zwar offensichtlich höhere Renditen auf ihre Staatsanleihen, werden jedoch von vielen Investoren nicht als zweifelsfrei sichere Anlage angesehen. Aufgrund der Entwicklung von makroökonomischen Kennzahlen, wie zum Beispiel BIP-Wachstum, Arbeitslosenquote, Staatsverschuldung oder Inflation, gerieten hier verschiedene Länder im Verlauf der Staatsschuldenkrise in den Fokus.¹⁰³ Aufgrund des Zinsanstieges könnten auch Staatsanleihen von Ländern guter Bonität zur Finanzierung von Rechnungszinsgarantien wieder interessanter werden.

Neben Rentenpapieren von Staaten und Gebietskörperschaften stehen unverändert auch Titel von Banken und Unternehmensanleihen im Fokus. Je nach Geschäftsmodell der Emittenten wird deren Bonität durch die Entwicklung unterschiedlicher Risikotreiber beeinflusst. Durch den Zinsanstieg dürften viele Bestandstitel rein zinsinduziert mittlerweile tendenziell eher stille Lasten aufweisen. Andererseits können aus Gründen des geografisch fokussierten Geschäftsmodells, des Anlagevolumens von Banken in Staatsanleihen von Emittenten schwacher Bonität oder Pandemie-bedingten Ausfallrisiken bonitätsbedingte Abschlüsse auf

¹⁰² https://aktuar.de/ergebnisberichteundfachgrundsaeetze/2017-12-20_DAV-Hinweis_Anlagerisiken.pdf

¹⁰³ Weitere Informationen zu den Staatsanleihen verschiedener Länder finden sich im Kapitel „Zinsanstieg und Renditen festverzinslicher Kapitalanlagen“ dieses Ergebnisberichts oder auf der dort angegebenen Internetseite der EZB.

Buchwerte oder Kupons zu verzeichnen sein. Per Saldo dürfte dies im aktuellen Umfeld eher zu Lasten führen. Je nach Exposure des Unternehmens liegt es ggf. nahe, den Bonitätsrisiken in diesen Papieren besondere Aufmerksamkeit zu widmen.

3.6 Mögliche Auswirkungen der Entwicklung der Zinszusatzreserve auf die Kapitalanlage

Die Zinszusatzreserve¹⁰⁴ (ZZR) soll sicherstellen, dass die Lebensversicherer auch in Zeiten niedriger Zinsen die Garantien aus den hochverzinsten Altverträgen erfüllen können. Seit ihrer Einführung in 2011 mussten ihr aufgrund der Niedrigzinsphase erhebliche Mittel zugeführt werden. Der ZZR-Bestand Ende 2021 lag branchenweit bei ca. 97 Mrd. Euro. Davon entfielen allein rund 10 Mrd. Euro auf die Zuführung im Jahr 2021.

Nach mehr als einem Jahrzehnt mit nahezu stetig fallenden Zinsen sind die Zinsen in 2022 massiv gestiegen. Erstmals seit ihrer Einführung wird der für die Berechnung der ZZR maßgebliche Referenzzins mit 1,57 % unverändert auf Vorjahresniveau bleiben.¹⁰⁵

Sollte der Jahresmittelwert der Zinsen in den kommenden Jahren beim aktuellen Niveau verbleiben, würde sich der Referenzzins erst konstant halten und dann in Zukunft langsam wieder steigen.

Bei einer wie auch in der diesjährigen BaFin-LVU-Prognoserechnung vorgesehenen konstanten Fortschreibung des Null-Kupon-Swapzinssatzes zum 30. September 2022 von 3,072 % ergibt sich folgende Entwicklung:

Jahr	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Referenzzinssatz	1,57	1,57	1,57	1,57	1,64	1,77	1,89	2,00
Differenz zum Vorjahr	0 bp	0 bp	0 bp	0 bp	7 bp	13 bp	12 bp	11 bp

¹⁰⁴ Der Begriff Zinszusatzreserve (ZZR) umfasst aus Vereinfachungsgründen auch die Zinsverstärkung im Altbestand.

¹⁰⁵ <https://www.assekurata.de/2022/07/13/zinszusatzreserve-in-zeiten-der-zinswende/>

Jahr	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Referenz- zinssatz	2,10	2,19	2,28	2,36	2,43	2,49	2,55
Differenz zum Vorjahr	10 bp	9 bp	9 bp	8 bp	7 bp	6 bp	6 bp

Damit wird für die Veränderung der ZZR zunehmend die Entwicklung der Bestände von Bedeutung. Denn die Veränderung der ZZR hängt auch wesentlich davon ab, in welchem Umfang im Bestand Verträge mit einer Restlaufzeit von maximal 15 Jahren enthalten sind. Im Altbestand, bei dem der Anteil der Verträge mit einer kurzen Restlaufzeit höher ist als im Neubestand, wird bei gleichbleibendem Referenzzins das Sinken der ZZR deutlich schneller erfolgen als im Neubestand, wo im Regelfall der überwiegende Teil der relevanten Versicherungsverträge noch eine Restlaufzeit von über 15 Jahren hat. Da zumindest für Teile dieses Bestands auch die kalkulatorische Deckungsrückstellung häufig noch steigt, ist hier bzw. für Teile des Bestands auch weiterhin mit einem Anstieg der ZZR zu rechnen.

Im Fall einer sich noch aufbauenden ZZR ist zu bemerken, dass das in den letzten Jahren zu deren Finanzierung genutzte Instrument der Reservenrealisierung je nach Unternehmensverhältnissen nur noch eingeschränkt zur Verfügung stehen könnte. Bei einer sich auflösenden ZZR hingegen ergeben sich entlastende Effekte auf die zu erfüllenden Garantieleistungen und damit ggf. niedrigere Ergebnisanforderungen für die Kapitalanlage.

In jedem Fall bietet es sich an, die Entwicklung der ZZR darzustellen und zu erläutern und dabei auch auf ihren möglicherweise bestehenden Einfluss auf die Kapitalanlagen und ggf. auch auf die Kapitalanlagenstrategie (z. B. in Bezug auf Duration, Rating oder Asset Allokation) einzugehen. Auch alternative Finanzierungsansätze, beispielsweise Rückversicherung¹⁰⁶, können hier entsprechend erläutert werden.

¹⁰⁶ Zur Berücksichtigung von passiven Rückversicherungsverträgen bei der Berechnung der Mindestzuführung wird auf die Auslegungsentscheidung der BaFin vom 22. Oktober 2020 verwiesen:

https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/VA/ae_auswirkung_passive_rueckversicherung_va.html

Bei Überlegungen zur (teilweisen) Finanzierung der zur Erhöhung der ZZR benötigten Mittel, aber auch zu den Auswirkungen einer sich auflösenden ZZR, ist eine getrennte Betrachtung von Neu- und Altbestand zu empfehlen. Die Erträge aus den Kapitalanlagen werden gemäß MindZV anhand der Verteilung der versicherungstechnischen Passiva auf Alt- und Neubestand aufgeteilt. Reduzierungen der ZZR aber stellen nach den Regeln der MindZV direkt einen Zinsertrag im jeweiligen Teilbestand dar. Damit können z.B. Erträge aus einer stärkeren Realisierung von Bewertungsreserven in aller Regel nicht vollständig zur Finanzierung der ZZR genutzt werden, da sie teilweise für die Mindestzuführung zur RfB zu verwenden sind. Reduzierungen der ZZR im Altbestand können nicht unmittelbar zur Finanzierung der Erhöhungen der ZZR im Neubestand genutzt werden.

Die Effekte aus der getrennten Betrachtung in der MindZV sind umso bedeutender, je stärker sich die weitere Entwicklung der ZZR in Alt- und Neubestand unterscheidet.

Auch wenn der entlastende Effekt einer sich insgesamt auflösenden ZZR überwiegen dürfte, so ist zu beachten, dass diese Rückflüsse möglicherweise als bilanzieller Ausgleich für Verluste aufgrund von Abschreibungen oder Realisierungen von stillen Lasten benötigt werden. Auch damit erfüllt die ZZR ihren Zweck, nämlich die Sicherstellung der Garantien.

Langfristig unterstützt die sich auflösende ZZR die Versicherer bei der Umschichtung der Kapitalanlagen in rentablere Papiere und trägt zu höheren Zuführungen in die RfB und damit höheren Überschussbeteiligungen bei.¹⁰⁷

¹⁰⁷ <https://www.assekurata.de/2022/07/13/zinszusatzreserve-in-zeiten-der-zinswende/>

3.7 Liquiditäts- und Stornorisiken

Die Entwicklungen am Kapitalmarkt sowie die wirtschaftliche Lage durch die Inflation kann zu erhöhtem Storno und somit zu Liquiditätsrisiken führen.

Sowohl Unternehmen als auch Verbraucher wurden durch steigende Preise finanziell stark belastet. Einbußen entstanden für Gewerbetreibende und Selbstständige durch Störungen der globalen Lieferketten und Einsparungen.

Zur Überbrückung der persönlichen finanziellen Krise werden bestehende Lebensversicherungsverträge nicht nur beitragsfrei gestellt, sondern ggf. auch gekündigt. Der mit dem möglichen Anstieg von Kündigungen verbundene steigende Aufwand für Versicherungsleistungen kann dazu führen, dass die Leistungen nicht mehr allein durch die laufenden Beitragseinnahmen und laufenden Erträgen aus Kapitalanlagen finanziert werden können, sondern ggf. auch vorhandene Kapitalanlagen kurzfristig liquidiert werden müssen. Im stark durch die Covid-19-Pandemie geprägten Jahr 2021 war über die gesamte Branche jedoch keine Erhöhung der Stornoquote zu beobachten¹⁰⁸. Mögliche Gründe hierfür sind die verstärkte Nutzung der Kunden der Möglichkeiten von Beitragsfreistellung oder -stundung, aber auch politische Unterstützungsmaßnahmen zur Abschwächung der persönlichen finanziellen Belastungen. Durch Realeinkommensverluste und das steigende Zinsumfeld besteht die Gefahr steigender Stornorisiken¹⁰⁹. In seinem Bericht an den Bundestag¹¹⁰ weist der Ausschuss für Finanzstabilität auf steigende Stornorisiken bei einem kurz- bis mittelfristigem Anstieg der Umlaufrendite von Bundesanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit über 3 % hin. Auch in der diesjährigen BaFin-Prognoserechnung wird innerhalb der einjährigen Stressszenarien die Auswirkungen eines erhöhten Stornos sowie eines Neugeschäftseinbruchs untersucht. Konkret stornieren nach dem Erhebungsstichtag 40 % der Deckungsrückstellung des zinssensitiven Bestandes. Darüber hinaus wird kein weiteres Neugeschäft gezeichnet. Nach Ansicht der Arbeitsgruppe handelt es sich hierbei um ein Extremszenario, das in der Bundesrepublik Deutschland noch nie beobachtet

¹⁰⁸ <https://www.gdv.de/gdv/medien/zahlen-und-daten/beitragseinnahmen-kostenquoten-vertraege-storno-quoten-und-kapitalanlage>

¹⁰⁹ https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/financial_stability/financial_stability_report_june_2022.pdf

¹¹⁰ <https://www.afs-bund.de/afs/Content/DE/Standardartikel/AFS-Aktivitäten/AFS-Berichte/afs-bericht-09.html>

wurde. Daher sind die Ergebnisse eines solchen Szenarios vor diesem Hintergrund angemessen zu würdigen.

Abhängig von der Bestandszusammensetzung (z. B. dem Anteil von Einmalbeiträgen) können weitere Analysen diesbezüglich hilfreich sein.

Soweit im Versicherungsbestand auch dynamische Hybridprodukte bestehen, können durch erhöhte Unsicherheiten am Kapitalmarkt kurzfristig im größten Maße Umschichtungen von einem Topf in einen anderen notwendig werden. Bei Umschichtungen vom Deckungsstock in einen Wertsicherungsfonds oder einer freien Anlage erhöht sich das Risiko, Kapitalanlagen kurzfristig veräußern zu müssen. Absicherungsmaßnahmen in den Versicherungsprodukten oder Hedging-Instrumente können dieses Risiko erheblich reduzieren. Umgekehrt ergibt sich im aktuellen Zinsumfeld bei einer Umschichtung von Fonds ins Sicherungsvermögen eine Wiederanlage-Chance mit Neuanklagerenditen, die ggf. oberhalb der Bestandsrenditen liegen könnten, oder eine ggf. positive Wirkung auf die Liquiditätssituation haben könnten.

Liquiditätsrisiken können bspw. durch laufende Guthaben und auch durch leicht veräußerbare Kapitalanlagen reduziert werden. Der zur Verfügung stehende Umfang solcher Kapitalanlagen kann bspw. durch Nutzung von Liquiditätskategorien quantifiziert werden.

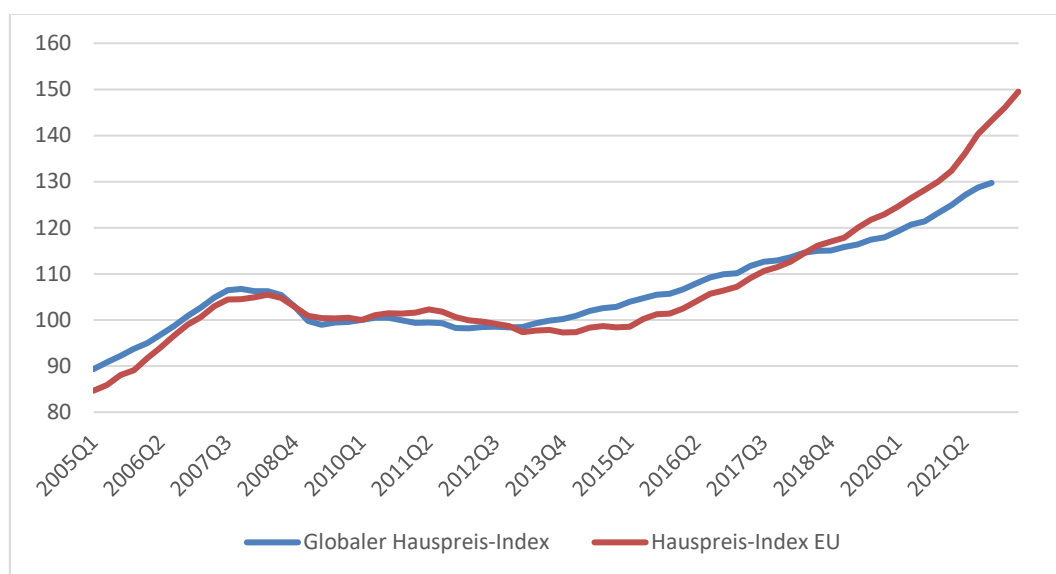
Aufgrund des möglichen Absinkens der liquiden Reserven einerseits und eines, wenn auch bisher nicht beobachtet, möglichen Anstiegs von benötigten liquiden Mitteln zur Zahlung von Versicherungsleistungen und Umschichtungen bei dynamischen Hybridprodukten andererseits, empfiehlt es sich, sich zumindest von einem ausreichenden Bestand an liquiden Kapitalanlagen zu überzeugen.

Für die Schaden- und Unfallversicherung ist zu beachten, dass die Kapitalanlagen, die den Sicherungsvermögen für die Rentenleistungen aus Haftpflichtversicherungen, für die Rentenleistungen der in § 162 VAG genannten Unfallversicherungen sowie für den Lebensversicherungsteil der Unfallversicherung mit Beitragsrückgewähr (UBR) gemäß § 161 VAG gegenüberstehen, separat zu betrachten sind¹¹¹.

¹¹¹ Vgl. BaFin Rundschreiben 12/2005 sowie https://aktuar.de/unsere-themen/fachgrundsaeetze-oeffentlich/2019-01-25_Ergebnisbericht_Einordnung_UBR.pdf

3.8 Immobilien und verwandte Assetklassen

Weltweit sind Wohnungs- und Hauspreise während der Corona-Krise weiter angestiegen, dies hat sich bis Ende 2021 fortgesetzt. Im Jahr 2021 ist der globale Hauspreis-Index nach IMF um etwas über 5 % gestiegen. Der Anstieg hat sich gegen Ende des Jahres 2021 etwas verlangsamt. In Europa sind Hauspreise im Jahr 2021 stärker gestiegen und auch in den ersten beiden Quartalen des Jahres 2022 hat sich diese Entwicklung fortgesetzt. Im Jahr 2021 betrug die Steigerung 10 % und seit Anfang des Jahres 2022 bis zur Jahreshälfte ist ein Anstieg um 4 % zu beobachten.



Globaler realer Hauspreis-Index nach IMF¹¹² und Hauspreis-Index EU¹¹³ 2005-2021, 2010=100

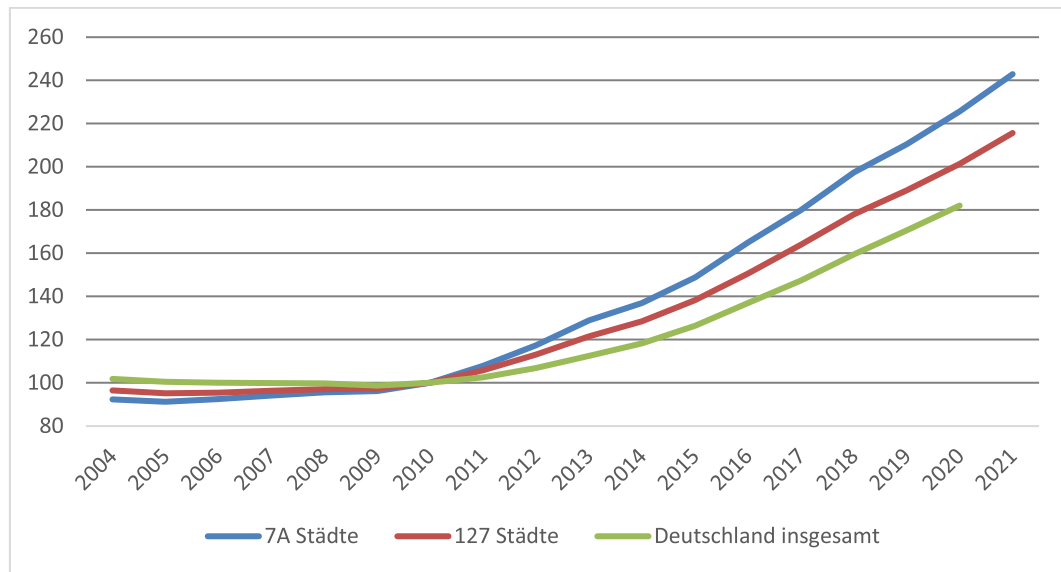
Auch in Deutschland hat sich der Preisanstieg von Wohnimmobilien im Jahr 2021 fortgesetzt. Wesentliche Einflüsse durch die Corona-Krise wurden nicht beobachtet: So konnte für das Jahr 2021 ein Preisanstieg im Vergleich zum Vorjahr um 7,6 % in den sieben A-Städten¹¹⁴ und um 7,1 % in der Kategorie der „127 Städte“ festgestellt werden. Im Zeitraum von 2010 bis 2020¹¹⁵ ist in Deutschland insgesamt eine durchschnittliche Preissteigerung um 80 % zu beobachten.

¹¹² <https://www.imf.org/external/research/housing/index.htm>

¹¹³ <https://ec.europa.eu/eurostat/web/housing-price-statistics/data/database>

¹¹⁴ 7 A-Städte: Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, München, Stuttgart

¹¹⁵ Zum jetzigen Zeitpunkt (17.10.2022) stehen keine Daten für 2021 zur Verfügung



Wohnimmobilienpreisentwicklung Deutschland 2004-2021, 2010 = 100¹¹⁶

In den ersten beiden Quartalen von 2022 sind auch in Deutschland die Preise weiter gestiegen¹¹⁷. In der zweiten Jahreshälfte scheint ein leichter Preistrückgang eingesetzt zu haben¹¹⁸.

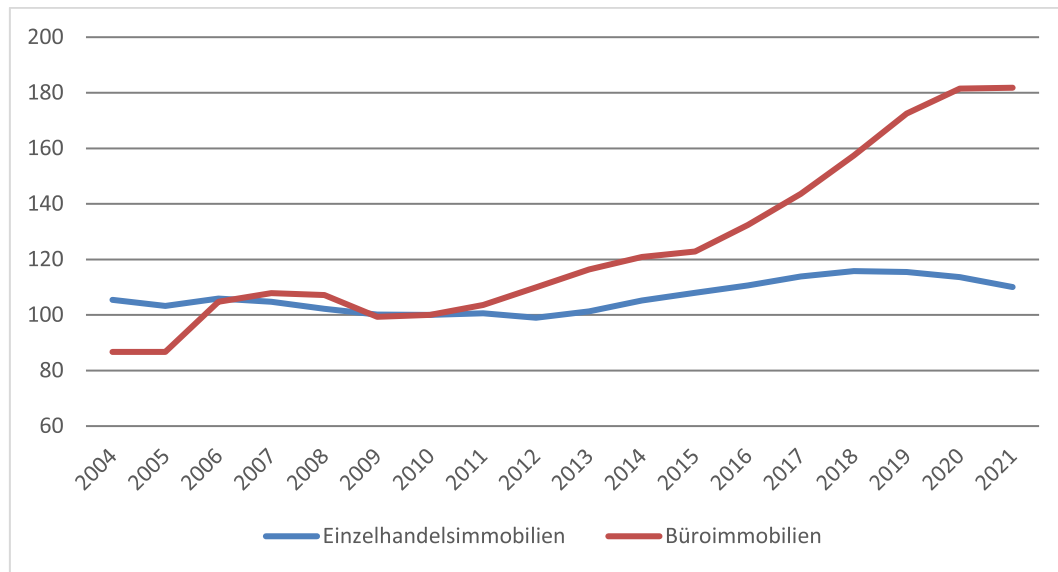
Der Preis von Büroimmobilien blieb im letzten Jahr nahezu konstant. Mit der zwangsläufigen Umstellung auf Home-Office-Regelungen während der Corona-Krise wurden viele Vorteile für Arbeitnehmer und Arbeitgeber erkannt. Auch längerfristig scheint eine geringere Büroflächennutzung wahrscheinlicher zu werden. Die dadurch ausgelöste sinkende Nachfrage stoppte den Preisanstieg der vergangenen Jahre. Der Preis für Einzelhandelsimmobilien folgte dem Trend der letzten Jahre und fiel leicht. Während Toplagen in großen Innenstädten weiterhin begehrt sind, treibt insbesondere ein Anstieg an E-Commerce den Preis nach unten¹¹⁹.

¹¹⁶ <https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-daten-bank/723444/723444?openNodeId=1671128&treeAnchor=KONJUNKTUR> , verwendete Statistiken „Wohnen Deutsche Bundesbank“ -> „Deutschland“ / „127 Städte“ / „7 Großstädte“ -> „Eigentumswohnungen und Häuser insgesamt“

¹¹⁷ https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/06/PD22_265_61262.html

¹¹⁸ <https://report.europace.de/epx-hedonic/>

¹¹⁹ Vgl. unter anderem <https://www.pwc.de/de/real-estate/pwc-real-estate-investor-survey-15.pdf> Seite 8



Büro- und Einzelhandelsimmobilienpreisentwicklung 2004-2021, 2010=100¹²⁰

Das European System Risk Board (ESRB) kommt in seinem Jahresbericht erneut zu der Aussage, dass in vielen EU-Ländern der Anstieg der Wohnimmobilienpreise mit Anzeichen einer Überbewertung einhergeht.¹²¹ Außerdem sei durch die zunehmende Verschuldung der Haushalte mancher Länder der Wohnungsmarkt anfälliger durch Schwankungen im wirtschaftlichen Umfeld. Auch bei Gewerbeimmobilien seien in den meisten Ländern Anzeichen für eine Überbewertung zu beobachten. Ein Abschwung auf dem Immobilienmarkt hätte Auswirkungen auf Banken und andere Immobilienfinanzierer. Das ESRB erteilte Deutschland Ende 2021 eine Empfehlung¹²² Maßnahmen zu ergreifen, um Risiken zu mindern.

Die gestiegenen nominalen Zinsen erschweren eine Finanzierung von Immobilien. Zudem führen die momentane Inflation und insbesondere der enorme Anstieg von Lebenshaltungskosten zu einem geringeren verfügbaren Einkommen. Wird angenommen, dass die momentane Inflation von struktureller Natur ist, Bestand hat und die Gehälter sich anpassen, so ist der reale Zinssatz allerdings negativ.

¹²⁰ <https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-daten-bank/723444/723444?openNodeId=1671128&treeAnchor=KONJUNKTUR> , Verband deutscher Pfandbriefbanken, Index für „Büroimmobilien“ (bzw. „Einzelhandelsimmobilien“) „Kapitalwert“, „Deutschland“, „Ursprungswerte“

¹²¹ https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report220211_vulnerabilities_eea_countries~27e571112b.en.pdf?cb8132dc3e0f0f53a4fce3292a690bd6

¹²² https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/220211_ESRB_DE_recommendation~1ffaee3f0.en.pdf

Laut einer Befragung zu Erwartungen von Konsumenten durch die EZB¹²³ gehen Konsumenten jedoch nicht davon aus, dass ihr Einkommen im gleichen Maß wie ihre Kosten steigen wird. Demnach sorgen die höheren Zinsen trotz der Inflation wahrscheinlich zumindest kurz- bis mittelfristig für sinkende Nachfrage, was sinkende Preise zur Folge hätte. In den letzten Jahren ist von einer möglichen Immobilienblase berichtet worden¹²⁴. Der Stabilitätsbericht der EZB warnte vor einer Preiskorrektur¹²⁵ und auch private Unternehmen prognostizieren einen Preisrückgang¹²⁶. Dennoch gibt es einige potenziell gegenläufige Effekte. Steigende Baupreise und Schwierigkeiten bei Lieferketten sorgten für weniger Neubauten und dieser Trend wird sich vermutlich fortsetzen. Zudem ist das Angebot in Metropolen weiterhin gering und der Bedarf aufgrund von Zuwanderung insbesondere in 2022 angestiegen. Diese Faktoren können Auswirkungen auf die Immobilienpreise haben und einem möglichen Wertrückgang entgegenwirken.

In der Politik und Gesellschaft bleiben Fragen um Wohnungsmangel und Mietpreise relevant, sodass politische Risiken ebenfalls den Immobilienmarkt beeinflussen. In den vergangenen Jahren sind hierbei die Grundsteuerreform¹²⁷, die Mietpreisbremse, der Mietendeckel nach dem Berliner Modell¹²⁸ und das Volksbegehren nach Enteignung von Deutsche Wohnen & Co (s.u.) hinzugekommen.

¹²³ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220804~86490610ca.en.html>

¹²⁴ Vgl. die drei Ergebnisberichte aus den vergangenen Jahren: https://aktuar.de/unsere-themen/fachgrundsätze-oeffentlich/2021-11-23_Ergebnisbericht_Kapitalanlagethemen.pdf, https://aktuar.de/unsere-themen/fachgrundsätze-oeffentlich/Ergebnisbericht_Kapitalanlagethemen_im_Erl%C3%A4uterungsbericht_2020-11-25.pdf und https://aktuar.de/unsere-themen/fachgrundsätze-oeffentlich/2019-11-28_Ergebnisbericht_Kapitalanlagethemen_im_Erl%C3%A4uterungsbericht.pdf

¹²⁵ <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202205~f207f46ea0.en.html#toc2>

¹²⁶ Vgl. z.B. https://content.cdn.immowelt.com/iw_group/Redaktion/Pressemitteilungen/2022/2022_05_24_Tabellen_Preisschaetzung_Dez22.pdf?v=1653294087

¹²⁷ Die Bundesregierung hat Ende 2019 ein neues Grundsteuer-Gesetz verabschiedet. In „das Bundesmodell“ gehen neben Grundstücksfläche und Bodenrichtwert auch Immobilienart, Nettokaltmiete, Gebäudefläche und Gebäudealter in die Berechnung der Grundsteuern mit ein. Die Bundesländer können vom Bundesmodell abweichen, wenn sie eigene Gesetze verabschieden („Öffnungsklausel“). Für die Umsetzung durch die Länder gilt eine Frist bis Ende 2024. Die Grundsteuer muss auf Anordnung des Bundesverfassungsgerichts spätestens ab dem 01.01.2025 neu berechnet werden.

¹²⁸ Das Gesetz zur Mietenbegrenzung im Wohnungswesen in Berlin (MietenWoG Bln), der sog. Mietendeckel, ist am 23.02.2020 in Kraft getreten. Das Bundesverfassungsgericht hat mit einem am 15. April 2021 veröffentlichten Beschluss zwar entschieden, dass das Gesetz zur Mietenbegrenzung im Wohnungswesen in Berlin (MietenWoG Bln, sog. „Berliner Mietendeckel“) verfassungswidrig ist (Bundesverfassungsgericht, Beschluss v. 25. März 2021 – 2 BvF 1/20 – 2 BvL 4/20 – 2 BvL 5/20), allerdings ist es interessant zu wissen, dass das Gericht die

Der Immobiliengigant Vonovia übernahm im November 2021 Deutsche Wohnen. Aufgrund politischen Drucks aus der Bevölkerung durch einen Volksentscheid¹²⁹, in dem für die Enteignung von Wohnungskonzernen gestimmt wurde, wurden circa 15.000 Wohnungen an die öffentliche Hand in Berlin veräußert. Außerdem wurden Begrenzungen der Mietpreissteigerung bis 2026 angekündigt.

Für Unternehmen ist eine der Investition vorhergehende Analyse in jedem Fall unverzichtbar. Bei Immobilien und verwandten Assetklassen könnten aus aktueller Sicht insbesondere folgende Aspekte relevant sein:

- Wohnimmobilie oder gewerbliche Immobilie¹³⁰,
- politisches Umfeld und Infrastruktur,
- Liquidität und Fungibilität, auch bei offenen Immobilienfonds,
- Abhängigkeit von Bewertungszeitpunkt und Bewertungsansatz bei der Wertermittlung,
- Auswirkungen von Änderungen des Zinssatzes,
- Veränderungen der Inflationsrate,
- Ertragskomponenten in Verbindung mit Transaktionskosten, Kosten der Verwaltung, Leerstands- und Ausfallrisiken, Abschreibungsbedarf, Möglichkeiten zum Reserveaufbau, Nutzung steuerlicher Vorteile nach § 6b EStG durch Übertragung stiller Reserven bei der Veräußerung und schließlich
- Optimierung des Eigenkapitals in Verhältnis zum Fremdkapital und die zugehörige Analyse zur Risiko- und Kostenoptimierung.

Diese Aspekte können bei der Bewertung der unternehmensindividuell erzielbaren Rendite von Bedeutung und für den Verantwortlichen Aktuar relevant sein. Nach

Verfassungswidrigkeit mit formalen Gründen (fehlende Gesetzgebungskompetenz der Länder) begründet, das heißt im Umkehrschluss, dass so ein Gesetz von der Bunderegierung durchaus beschließbar wäre.

¹²⁹ Im Juni 2019 hatte die Initiative „Deutsche Wohnen & Co enteignen“ für ihr Enteignungsbegehren etwa 77.000 Unterschriften gesammelt, notwendig wären 20.000 gültige Unterschriften. Nach Abschluss der Rechtsprüfung durch den Senat hat die zweite Stufe des Volksbegehrens am 26.09.2021 ergeben, dass ausreichend viele Berlinerinnen und Berliner ihre Zustimmung für die Initiative gegeben haben. Damit ist der Berliner Senat aufgefordert sich mit dem Votum auseinanderzusetzen.

¹³⁰ In den meisten Studien werden eher Wohnimmobilien als zu überteuert bezeichnet. Es existieren wenige Studien über Preise von gewerblichen Immobilien. Hier könnte die Blasenbildung wegen rationalerem Verhalten der potenziellen Marktteilnehmer weniger ausgeprägt sein. Allerdings sind hier noch weitere Analysen notwendig. Darüber hinaus sind die Auswirkungen der Corona Krise und die aktuelle politische Lage auf die gewerblichen Immobilien auf jeden Fall in Betracht zu ziehen.

Ansicht der BaFin birgt der Markt für Wohnimmobilien systematische Risiken. Hohe Risiken haben sich am Markt für Gewerbeimmobilien ebenfalls aufgebaut¹³¹.

Immobilienfinanzierungen

Eine mit den Immobilien verwandte Assetklasse, die für Versicherungen auch relevant ist, sind die Hypothekendarlehen¹³². Die Entwicklungen des Immobilienmarkts haben sich entsprechend auf die Hypothekenzinsen ausgewirkt. Die Zinsen sind 2022 stark gestiegen und die hohe Volatilität erschwert die Prognose zukünftiger Zinssätze. Die Anteile der Hypothekendarlehen der Versicherer zwischen den Jahren 2003 bis 2015 sind von 7,6 % auf 4 % der Gesamtkapitalanlagen der Versicherer gesunken¹³³, allerdings konnte sich diese Kapitalanlage angesichts des Zinsniveaus auf dem Kapitalmarkt zwischen 2015 und 2020 auf 5,3 % der Gesamtkapitalanlagen erholen¹³⁴. Schon vor 2022 wurde über einen möglichen Rückgang des Anteils der klassischen Hypothekendarlehen berichtet¹³⁵ und das gestiegene Ausfallrisiko privater Darlehen könnte diesen Trend verschärfen. Währenddessen ist davon auszugehen, dass die Assetklasse „Real Estate Debt – Gewerbliche Großfinanzierungen“ beliebter wird.

In diesem Zusammenhang stellt der DAV-Ergebnisbericht „Praktischer Einsatz von Alternative Fixed Income und Equity“¹³⁶, der sich ausführlich mit diesem Thema beschäftigt, dar, dass Hypothekendarlehen zum Geschäftsmodell vieler Erstversicherer gehören würden und dass Versicherer in diesem Marktsegment zunehmend als Wettbewerber neben Banken aktiv werden würden.

¹³¹ Vgl. Risiken im Fokus der BaFin 2022, Seite 6 ff.

¹³² Hypothekendarlehen sind grundpfandrechtlich besicherte Kredite, die dem Erwerb einer Immobilie dienen. Grundpfandrechtlich besichert heißt, dass der Kreditgeber eine Grundschuld oder Hypothek an dem Grundstück erhält, um das Darlehen abzusichern.

¹³³ Vgl. https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2017/fa_bj_1701_Hypothekendarlehen.html

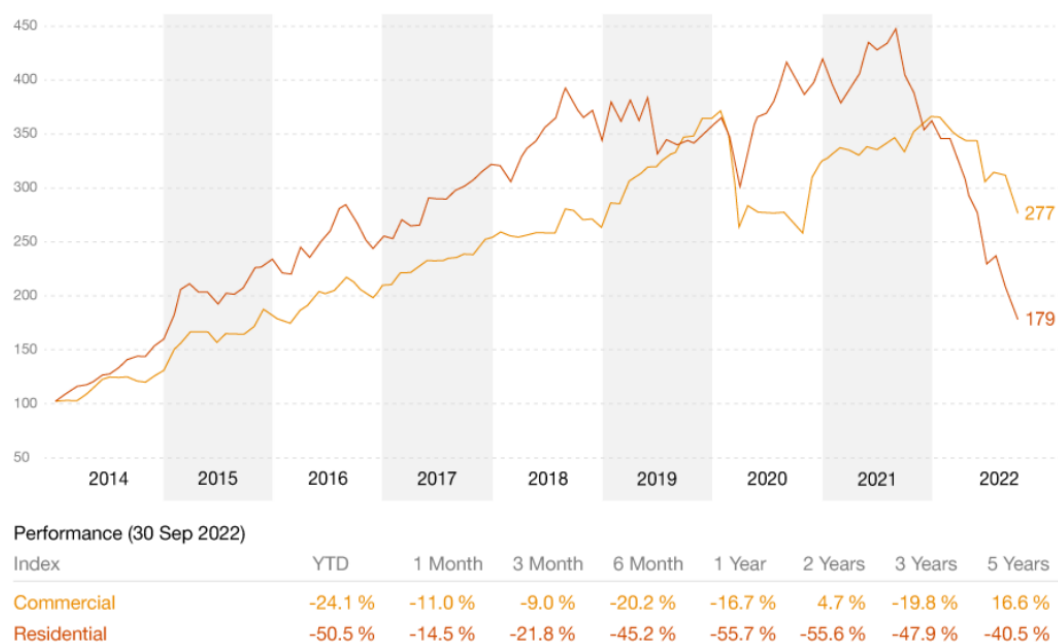
¹³⁴ Vgl. <https://www.gdv.de/de/zahlen-und-fakten/versicherungsbereiche/kapitalanlagen-24114>

¹³⁵ Vgl. Vorjahresreport: https://aktuar.de/unsere-themen/fachgrundsaeetze-oeffentlich/2021-11-23_Ergebnisbericht_Kapitalanlagethemen.pdf

¹³⁶ https://aktuar.de/ergebnisberichteundfachgrundsaeetze/2020_07_01_DAV-Ergebnisbericht_Praktischer-Einsatz-von-Alternative-Investments.pdf

Immobilien Indizes

Neben Preisen von Immobilien liefern Immobilien Indizes eine weitere Betrachtungsweise auf den Immobilienmarkt. Auffällig ist, dass diese Indizes schneller auf die gesamtwirtschaftliche Lage reagieren als die Immobilienpreise. Ein Beispiel hierfür ist der MSCI World Real Estate Index¹³⁷. Dieser Index ist Anfang 2020 eingebrochen, hat sich dann erholt und ist seit Mitte 2021 gefallen. Anfang 2022 mit dem Beginn des Ukraine-Kriegs war ein weiterer Einbruch zu beobachten und folgt seit dem einem Abwärtstrend. Im deutschen Markt verhält sich der PwC Real Estate Index Germany für den Wohnbereich (Residential) ähnlich. Für den Kommerziellen Bereich (Commercial) verhält es sich der entsprechende Index allerdings anders. Zunächst konnte sich der Index 2020 nicht von der Corona-Krise erholen und ist erst gegen Ende 2020 gestiegen. Dieser Trend hat sich bis Ende 2021 fortgesetzt und 2022 ist ebenfalls ein Rückgang zu beobachten, jedoch bei weitem nicht so enorm wie im Wohnbereich.



PwC Real Estate Index Germany Jan. 2014-Sep. 2022¹³⁸

¹³⁷ <https://www.msci.com/documents/10199/0dc1184b-e692-418a-a181-5a9b8fcfa2a3>

¹³⁸ <https://www.pwc.de/en/real-estate/real-estate-monitor/2022/october/real-estate-monitor-october-2022.pdf>

Immobilienaktien, Immobilienfonds

Der Stratos-Immobilienanleihefonds II¹³⁹ wurde im Jahr 2022 eingefroren. Dies hat auch Auswirkungen auf den börsennotierten Immobilienkonzern Corestate und die Kredite des Stratos II sind zu großen Teilen an die Adler Group vergeben, die ebenfalls Probleme hat.

¹³⁹ <https://www.handelsblatt.com/finanzen/immobilien/milliardenfonds-in-schiefelage-investoren-des-eingefrorenen-stratos-immobilienfonds-ringgen-um-restrukturierung/28459282.html> , aufgerufen am 28.6.2022

3.9 Nachhaltige Kapitalanlagen

Für institutionelle Kapitalanleger gewinnen nachhaltige Kapitalanlagen und entsprechende Investitionsentscheidungen zunehmend an Bedeutung, nicht zuletzt aufgrund der gesellschaftlichen und politischen Diskussionen, die bereits in der Vergangenheit in entsprechende regulatorische Initiativen im gesamten Finanzsektor sowie auch spezifisch im Versicherungsbereich gemündet sind.¹⁴⁰

Im Jahr 2022 ist mit Blick auf die Offenlegung von Informationen zu nachhaltigkeitsrelevanten Themen weiterhin einiges in Bewegung: Während der Europäische Rat am 21. Juni 2022 eine Einigung zum Entwurf für eine Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) erzielen konnte, stehen die Entwürfe zu Standards für die Nachhaltigkeitsberichterstattung gleich von zwei Gremien zur Konsultation: einerseits hat das im November 2021 gegründete International Sustainability Standards Board (ISSB), das bei der IFRS-Stiftung angesiedelt ist, am 31. März 2022 Entwürfe zu den ersten beiden IFRS Sustainability Disclosure Standards veröffentlicht und einen bis zum 29. Juli laufenden Konsultationsprozess hierzu durchgeführt, und andererseits hat die European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) ihre Vorschläge für European Sustainability Reporting Standards (ESRS) vorgelegt, die Gegenstand einer bis zum 8. August laufenden öffentlichen Konsultation waren. Bis zu offiziellen Standardentwürfen wird es jedoch voraussichtlich noch dauern, da insbesondere die grundsätzliche Vereinbarkeit der beiden Prototypen voraussichtlich Gegenstand von Diskussionen sein wird.

Im Zusammenhang mit einer entsprechenden Governance und Strategie rücken mittlerweile zunehmend auch Fragestellungen bezüglich Bewertung und Metriken in den Fokus. Am 02. August 2022 ist die aktualisierte Solvency-II-DVO in Kraft getreten, Nachhaltigkeitsrisiken sind nun explizit in der Verordnung adressiert. Für die Kapitalanlage bedeutet dies die Notwendigkeit, Nachhaltigkeitsrisiken im Zusammenhang mit dem Anlageportfolio angemessen zu identifizieren, zu bewerten und zu managen. Hervorgehoben wurde zusätzlich, dass in den Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht auch Nachhaltigkeitsrisiken mit einzubeziehen sind.

¹⁴⁰ Im vorliegenden Kapitel werden die aktuellen Entwicklungen mit Fokus auf die ersten drei Quartale des Jahres 2022 aufbereitet. Zu grundlegenden Aspekten vgl. die Ausführungen im Kapitel 2.6

Die EIOPA hat am 19. April 2021 eine Opinion über die Anwendung von Szenarien zu Klimawandelrisiken im Own Risk and Solvency Assessment (ORSA) veröffentlicht. Darin wird die Bedeutung und Notwendigkeit von langfristigen Szenarioanalysen hervorgehoben. Die europäische Behörde hat hierzu angekündigt, Klimawandelrisikoszenarien und Spezifikationen zu entwickeln, die optional von den Unternehmen verwendet werden können. Sowohl EIOPA als auch BaFin erwarten perspektivisch Berechnungen, aktuell genügen jedoch insb. aufgrund der eingeschränkter Datengrundlage qualitative Szenarien für Unternehmen.¹⁴¹ In ihrem Benchmark-Assessment von Anfang Oktober 2022 führt die „Initiative Climate Action 100+“ aus, dass jedoch bereits eine Minderheit der angeschlossenen Unternehmen Sensitivitäten bezüglich des jeweiligen Net-Zero-Ziels publizieren.¹⁴²

Mittlerweile gibt es verschiedene Anbieter von ESG-Rating, uneinheitliche Kriterien und intransparente Bewertungsmodelle erschweren jedoch die Arbeit auf dem Weg zu einem wichtigen Werkzeug im Kontext von Sustainable Finance. Insbesondere das sog. „Greenwashing“, d.h. das Vorspielen von umweltfreundlichen und verantwortungsbewusstem Image ohne Grundlage, ist in diesem Zusammenhang ein wiederkehrender Vorwurf. Diesbezüglich hat die BaFin 2021 unter dem Titel „Greenwashing verhindern“¹⁴³ die Konsultation einer Richtlinie angekündigt, die Verbraucher bei Investitionen besser vor „Etikettenschwindel“ schützen soll. Ziel der BaFin ist es, dass Anbieter „als nachhaltig ausgeflaggter Fonds“ sehr konkrete Verpflichtungen zu einem nachhaltigen Investmentansatz eingehen. Am 03. Mai 2022 hat BaFin-Präsident Mark Branson jedoch im Rahmen der BaFin-Pressekonferenz mitgeteilt, dass die Richtlinie vorerst zurückgestellt sei.¹⁴⁴ Dennoch können derartige Initiativen für den Verantwortlichen Aktuar im Hinblick auf die Entwicklung „grüner Produkte“ und auch deren langfristige Wirkungen von Interesse sein.

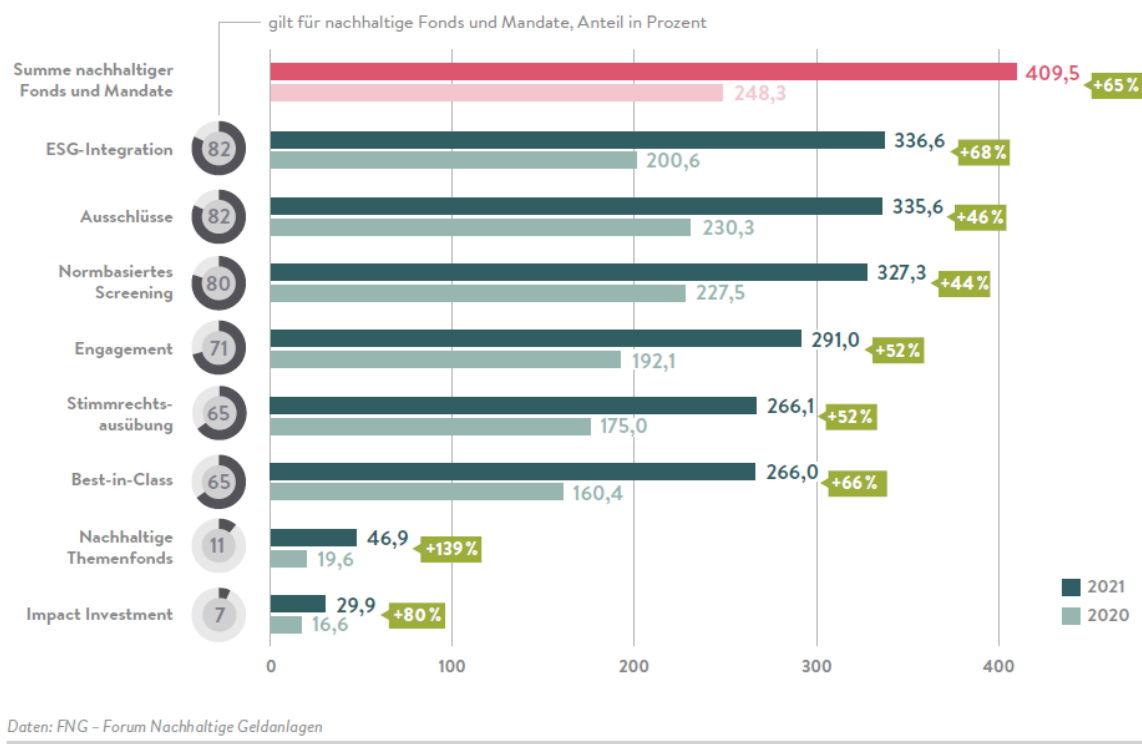
¹⁴¹ Bezüglich der praktischen Anwendung von Klimaszenarien wird auf den Ergebnisbericht des Ausschusses Investment vom 5. Mai 2022 verwiesen

¹⁴² Climate Action 100+: „CLIMATE ACTION 100+ NET ZERO COMPANY BENCHMARK SHOWS CONTINUED PROGRESS ON NET ZERO COMMITMENTS IS NOT MATCHED BY DEVELOPMENT AND IMPLEMENTATION OF CREDIBLE DECARBONISATION STRATEGIES“, <https://www.climateaction100.org/news/climate-action-100-net-zero-company-benchmark-shows-continued-progress-on-net-zero-commitments-is-not-matched-by-development-and-implementation-of-credible-decarbonisation-strategies/>

¹⁴³ BaFin-Journal August 2021, S. 28 f.

¹⁴⁴ Die Stabilität des deutschen Finanzsystems - Statement von Mark Branson, Präsident der BaFin, auf der Jahrespressekonferenz der BaFin am 3. Mai 2022, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/RedenInterviews/re_220503_jahrespressekonferenz2022.html

Die Allokation nachhaltiger Kapitalanlagen (direkt oder indirekt) erfolgt zurzeit hauptsächlich in den Assetklassen Aktien und Unternehmensanleihen, gefolgt von Immobilien und Öffentlichen Anleihen. Investitionen in Alternative Investments oder Rohstoffe sind bisher kaum vertreten. Das Wachstum des Markts für nachhaltige Fonds und Mandate in Deutschland hat sich 2021 mit 65 % gegenüber dem Vorjahr (+35 %) nochmals beschleunigt und liegt weit über dem allgemeinen Fondswachstum in Deutschland (13 %).



Quelle: FNG Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2022, S. 10

Bei den Anlagestrategien dominieren Kombinationen aus ESG-Integration, Ausschlüssen, normbasiertem Screening, Engagement-Strategien, Stimmrechtsausübungen und/oder einem Best-in-Class-Auswahlprozess. Die ESG-Integration bezieht ESG-Kriterien und Risiken in die traditionelle Finanzanalyse ein. Bei Ausschlüssen werden Aspekte wie Korruption und Bestechung, Arbeitsrechtsverletzungen, Umweltzerstörung, Menschenrechtsverletzungen sowie Kohle als wichtigste Kriterien definiert, nach den Investments vom Anlage-Universum ausgeschlossen werden. Beim ebenfalls beliebten Normbasierten Screening werden Investments auf ihre Konformität mit internationalen Standards und Normen, wie dem UN Global Compact geprüft. Durch das Engagement und die Stimmrechtsausübung tritt der Investor in einen aktiven Dialog zum Thema Nachhaltigkeit mit den Unternehmen und erzielt so eine direkte Wirkung. Mit der Anlagestrategie Best-in-Class werden die besten Unternehmen innerhalb einer Branche, Kategorie

oder Klasse ausgewählt, die im Vergleich in ökologischer, sozialer und ethischer Hinsicht die höchsten Standards setzen.^{145 146}

Die zunehmende Wahrnehmung von nachhaltigen Themen in der Öffentlichkeit und der stärkere regulatorische Fokus können auch in den nächsten Jahren ein Treiber für nachhaltige Kapitalanlagen sein. Etliche Asset Manager haben bereits ihre ESG-Integrationsprozesse verbessert sowie ihre Anlageziele und -richtlinien um verbindliche Nachhaltigkeitskriterien ergänzt, da hier ein entsprechender kommerzieller Druck beobachtet wird.¹⁴⁷ Gleichzeitig bedarf es eindeutiger Kriterien, einheitlicher Asset-Management-Standards und standardisierter, verlässlicher Daten, um ESG-Faktoren stärker in den Anlageprozessen zu integrieren.

Ein klarer Trend nachhaltiger Investments im Vergleich zu klassischen Investments ist derzeit schwer quantifizierbar. Die folgende Darstellung enthält einen Vergleich des MSCI World mit dem Nachhaltigkeitsindex MSCI World SRI für die ersten drei Quartale des Jahres 2022. Es zeigen sich in diesem Zeitraum keine nennenswerten Unterschiede – weder im Hinblick auf die Performance noch im Hinblick auf das Risiko.



Quelle: *onvista.de*

¹⁴⁵ Vgl. FNG Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2022, S. 10f

¹⁴⁶ Nähere Details zu nachhaltigen Anlagestrategien befinden sich im Ergebnisbericht „Nachhaltige Investments“ des Ausschusses Investment vom 25. November 2020

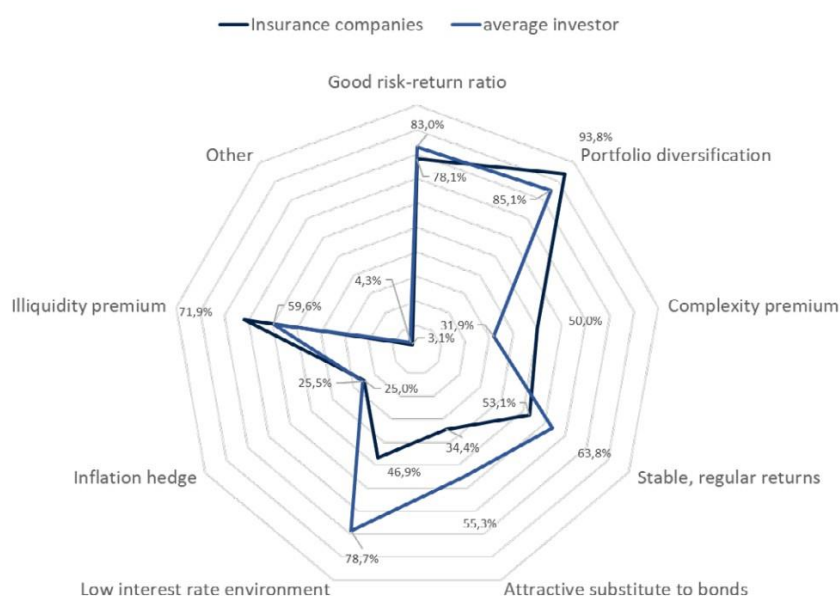
¹⁴⁷ Hortense Bioy(Morningstar): „713 Fonds ändern den SFDR-Status im 2. Quartal“, <https://www.morningstar.de/de/news/225757/713-fonds-%C3%A4ndern-den-sfdr-status-im-2-quartal.aspx>

Die Diskussion zu unterschiedlicher Performanceerwartung und unterschiedlicher Risikobehandlung ist in vollem Gange. Hierbei sind sowohl praktische Erfahrungen als auch angemessene Quantifizierungsmethodiken nur bedingt vorhanden. Gleichwohl kann sich der Verantwortliche Aktuar einen Überblick über die im Unternehmen hierzu vorhandenen Informationen verschaffen und bei Relevanz in seine Bewertung einbeziehen.

3.10 Weitere Assetklassen mit anderen Charakteristiken

Seit einiger Zeit, insbesondere in Niedrigzinsphasen¹⁴⁸, versuchen Versicherer unabhängiger vom „klassischen“ Kapitalmarkt zu werden und vergleichsweise hohe und regelmäßige Erträge durch Investition in weitere Assetklassen bei vertretbarem Risiko und ausreichender Liquidität zu erwirtschaften.

Laut einer Studie¹⁴⁹ des Bundesverbandes für Alternative Investments (BAI) seien Alternative Investments für Versicherungsunternehmen aus einer Vielzahl von Gründen attraktiv. Die Hauptmotivation für Versicherungsunternehmen, sich in Alternativen Investments zu engagieren, ist demnach die Portfoliodiversifizierung.



Quelle: BAI-Studie: Gründe, warum Versicherer in Alternative Investments investieren

Um die Anlageportfolios der Versicherer resilienter gegen Rückschläge zu machen, soll das Risiko durch stärkere Diversifikation der verschiedenen Assetklas-

¹⁴⁸ Handelsblatt vom 16. September 2021: Niedrigzins und Inflation – Herausforderungen für Lebensversicherer steigen, <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/versicherer/lebensversicherer-niedrigzins-und-inflation-herausforderungen-fuer-lebensversicherer-steigen/27618788.html?ticket=ST-4378420-bHMmtypjCn7Js25lqmkh-cas01.example.org>

¹⁴⁹ https://www.bvai.de/fileadmin/Veroeffentlichungen/BAI_Publikationen/BAI_Investor_Survey/German_Alternative_Investor_Landscape_NEU_17_03_14_54.pdf f

sen, beispielsweise Allokationen in privaten Märkten, reduziert werden. Risikomanagement-Maßnahmen, teilweise zu Lasten der Rendite, umfassen dabei neben der Diversifikation derivative Absicherungsstrategien.¹⁵⁰

Vor einem erstmaligen Einstieg in neue Assetklassen ist es für einen Versicherer erforderlich, einen Neue-Produkte-Prozess entsprechend der Vorgaben der Versicherungsaufsicht bzw. des Risikomanagements durchzuführen. Die Ergebnisse dieses Prozesses können für den Verantwortlichen Aktuar bei seiner Bewertung dieser Kapitalanlagen und ihrer Ertrags- und Risiko-Profile hilfreich sein. Dem Verantwortlichen Aktuar wird empfohlen, sich in diesem Zusammenhang auch die Kosten offenlegen zu lassen, um eine noch bessere Vorstellung von den eingegangenen Risiken, aber auch von der Rendite der Investments zu bekommen. Im Folgenden wird auf bestimmte, teilweise erst in der jüngeren Vergangenheit aufgekommene Assetklassen eingegangen.

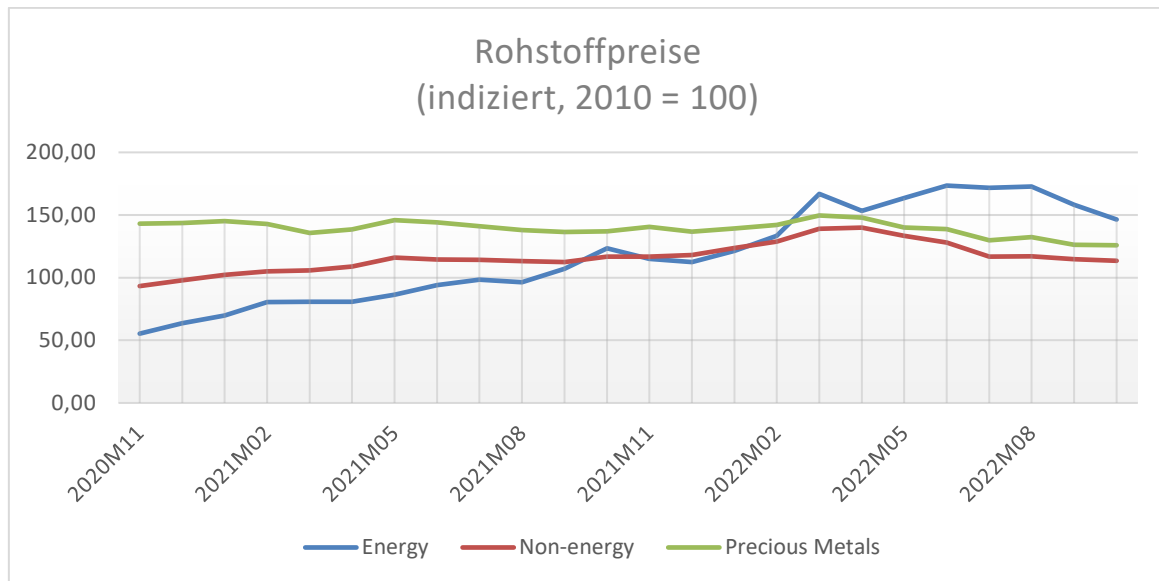
Rohstoffe:

Die folgende Abbildung vermittelt einen Eindruck der Preisentwicklung bei Rohstoffen von November 2021 bis Oktober 2022. Dabei wird unterschieden zwischen den Kategorien Energy (Energiepreise mit Öl als Haupttreiber), Non-Energy (zusammengesetzt aus landwirtschaftlichen Erzeugnissen, Düngemitteln sowie Metallen und Mineralien) sowie Precious Metals (Edelmetalle).

Die Rohstoffpreise sind seit Beginn des Krieges in der Ukraine auseinander gegangen, wobei die Energiepreise weiterhin gestiegen und die Preise für Nicht-Energieprodukte gesunken sind. In vielen Ländern sind die meisten Rohstoffpreise in Landeswährung und damit aufgrund der Stärke des US-Dollars viel höher. Die Metallnachfrage ist in den meisten Regionen zurückgegangen, da sich die Weltwirtschaft verlangsamt hat. Die Getreideproduktion war in den Jahren 2021-2022 robust, wird aber voraussichtlich 2022-2023 zurückgehen. Es wird erwartet, dass die Ölpreise in den Jahren 2023-2024 sinken werden, aber die Aussichten sind mit großer Unsicherheit behaftet; ein Hauptrisiko ist die Möglichkeit einer weltweiten Rezession.¹⁵¹

¹⁵⁰ Blackrock Global Insurance Report 2020: Insurers see the future

¹⁵¹ <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/38160/CMO-October-2022-Executive-Summary.pdf>, aufgerufen am 13.11.2022



Quelle: World Bank¹⁵² – Preisentwicklung von Rohstoffen im Zeitraum Nov. 2021 bis Okt. 2022 (indizierte Darstellung mit Wert 100 als Jahresdurchschnitt 2010)

Infrastruktur:

Bei vielen Versicherern haben Infrastruktur-Investitionen längst Einzug in die Kapitalanlage gefunden. Im Zusammenhang mit Nachhaltigen Kapitalanlagen und dem verstärkten Fokus auf ESG-Kriterien spielen auch Impact Investments in soziale Infrastruktur eine zunehmend größere Rolle. Gerade für Investitionen in das Eigen- oder Fremdkapital eines Infrastrukturunternehmens bzw. in Infrastrukturvermögenswerte herrschen spezielle Anforderungen an das Risikomanagement sowie unterschiedliche Solvenzkapitalanforderungen¹⁵³. Für den Verantwortlichen Aktuar ist hierbei insbesondere das durch die Langfristigkeit und ggf. mangelnde Fungibilität entstehende Liquiditätsrisiko von Interesse.

Kryptowährungen:

Bisher haben Kryptowährungen keine große Auswirkung auf die Kapitalanlage von Versicherern. Eine detailliertere Darstellung ist im letztjährigen Ergebnisbericht enthalten. Ein ausführliches Grundverständnis zu Kryptowährungen vermittelt das Knowledge Paper „Kryptowährungen“ des IDW.¹⁵⁴ Zuletzt sind Händler von

¹⁵² <https://www.worldbank.org/en/research/commodity-markets>, aufgerufen am 13.11.2022

¹⁵³ Infrastrukturinvestitionen: Aktuelle regulatorische Entwicklungen, Der Aktuar 03/2019, S. 169-172

¹⁵⁴ <https://www.idw.de/blob/136388/677ab93eb8f5c3cd98ab8a485f048899/down-kp-kryptowaehrungen-print-data.pdf>, aufgerufen am 13.11.2022

Kryptowährungen in die Schlagzeilen¹⁵⁵ gekommen; FTX ist insolvent und Genesis stellte die Kreditvergabe und Rückzahlung ein.

Sonstige Assetklassen:

Auf der Suche nach Rendite werden auch noch andere Assetklassen ins Visier genommen. Unter den Oberbegriffen „Private Equity“ und „Private Debt“ existieren eine Vielzahl von Möglichkeiten, entweder in das Eigenkapital meist mittelständischer Unternehmen zu investieren oder dieses Fremdkapital zur Verfügung zu stellen. Dabei sind Risiken zu beachten, denn besonders bei mittelständischen Firmen, die nur in bestimmten Regionen aktiv sind und über ein kleineres Angebot an Produkten verfügen, könnten schneller Probleme auftauchen als bei globalen, breit diversifizierten Konzernen.

Zudem hat in den letzten Jahren das Interesse der Investoren an privaten Vermögenswerten, speziell in Bereichen der Private Equities, stark zugenommen. Die leichte Kapitalbeschaffung hat dazu geführt, dass die durchschnittliche Bewertung in den letzten fünf Jahren um das neunfache gestiegen ist. Eine drohende Rezession könnte die Zukunft dieser Unternehmen belasten. Außerdem werden die Private-Equity-Fonds, die sie unterstützen, wahrscheinlich eine viel schwierigere Phase für die Performance durchlaufen.¹⁵⁶

Denkbar wären – neben den oben bereits erwähnten Infrastrukturinvestitionen – vielfach diskutierte weitere Assetklassen wie z. B. Verbriefungen, strategische Beteiligungen an FinTechs und InsurTechs (Versicherer erhoffen sich aus den Beteiligungen neben strategischen Partnern für Ihre Geschäftsmodelle auch überdurchschnittliche Marktwertentwicklungen der Unternehmen). Zusätzlich können Hochzinsanleihen, Anleihen aus Schwellenländern oder in Fremdwährungen zur Renditesteigerung ins Portfolio aufgenommen werden. Neben der obligatorischen Durchführung des Neue-Produkte-Prozesses stellt das Investment in solche Assetklassen auch besondere Anforderungen an das Know-How und die operative Abwicklung sowie das Risikomanagement im Unternehmen¹⁵⁷. Diese Assetklassen

¹⁵⁵ <https://www.wiwo.de/finanzen/geldanlage/nach-ftx-crash-kryptofirma-genesis-stellt-kreditvergabe-und-rueckzahlung-ein/28813602.html> , aufgerufen am 13.11.2022

¹⁵⁶ <https://www.schroders.com/de/at/finanzberater/insights/maerkte/vier-gefahren-fur-private-equity-jetzt-und-was-sie-fur-neuinvestitionen-bedeutet/> , aufgerufen am 13.11.2022

¹⁵⁷ Vgl. beispielsweise die Due Diligence-Anforderungen aus der seit 01. Januar 2019 anzuwendenden Verbriefungsverordnung

können deshalb, sofern sie materiell relevant werden, in Einzelfällen ebenfalls die Aufmerksamkeit des Verantwortlichen Aktuars erfordern.

Dabei ist von Interesse, wie sich durch die angestrebte Risikoreduktion und erhöhte Diversifikation bei gleichzeitigem weiteren Ausbau des Engagements in Alternative Investments die Struktur der Strategischen Asset Allocation ändert und wie stark dadurch die Erfüllbarkeit der Verpflichtungen aus Versicherungsverträgen beeinflusst wird.¹⁵⁸ Abhängig von der Struktur und dem Investmentvehikel sind bei manchen Alternative Investments zusätzlich auch die Auswirkungen auf die Liquiditätsplanung kritisch zu prüfen. So kann die Praxis von schwer kalkulierbaren und planbaren Kapitalabrufen bei bereits vergebenen Commitments zu möglicherweise ungeplanten Liquiditätsabflüssen führen. Darüber hinaus können sich bei der bilanziellen Bewertung solcher Investments z.B. Abhängigkeiten von Zins-, Spread- oder Währungsentwicklungen ergeben. Zwar versuchen Unternehmen mithilfe von Alternative Investments die Abhängigkeit vom Kapitalmarkt zu reduzieren, jedoch sind Korrelationen mit Aktienmärkten und der Konjunktur insbesondere in negativen Marktphasen denkbar.

¹⁵⁸ Siehe Kapitel 2.2 „Strategische Asset Allocation“