

Ergebnisbericht des Ausschusses Investment

Mögliche Kapitalanlagethemen im Erläuterungsbericht des Verantwortli- chen Aktuars für das Geschäftsjahr 2024

Köln, 13.11.2024

Präambel

Die Arbeitsgruppe *Kapitalanlagethemen im Aktuarbericht* des Ausschusses Investment der Deutschen Aktuarvereinigung e. V. (DAV) hat den vorliegenden Ergebnisbericht erstellt.¹

Anwendungsbereich

Der Ergebnisberichts betrifft sowohl allgemeine geschäftsjahresübergreifende als auch aktuelle, zeitlich eng an das Jahr 2024 gebundene und ggf. hierauf eingeschränkte Fragestellungen. Hier-von betroffen sind grundsätzlich alle Unternehmen, die in den Anwendungsbereich der Aktuarver-ordnung (AktuarV) fallen und für die ein Erläuterungsbericht zu erstellen ist. Gemäß §4 Abs. 4. Nr. 4 der AktuarV ist im Erläuterungsbericht darzulegen, dass das Vorsichtsprinzip auch bei der Be-wertung der zur Bedeckung der Deckungsrückstellung herangezogenen Aktiva angewendet wurde.

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

Der Ergebnisbericht ist an die Mitglieder und Gremien der DAV zur Information über den Stand der Diskussion und die erzielten Erkenntnisse gerichtet und stellt keine berufsständisch legitimierte Position der DAV dar.²

Inhalt

Der 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 Aktuar erbracht werden. Um den Ergebnisbericht rechtzeitig vor Erstellung der Erläuterungsberichte zur Verfügung zu stellen, bezieht sich die Darstellung der Kapitalmarktentwicklung lediglich auf die ersten drei Quartale des Berichtsjahres. Die Arbeitsgruppe empfiehlt daher, materiell relevante Entwicklungen des letzten Quartals, wie beispielsweise den Wahlausgang in den USA oder das Ende der Ampel-Koalition in Deutschland, ergänzend zu berücksichtigen.

Schlagworte

Kapitalanlage, Erläuterungsbericht, Verantwortlicher Aktuar

Verabschiedung

Dieser Ergebnisbericht ist durch den Ausschuss Investment am 13.11.2024 verabschiedet wor-den.

¹ Der Ausschuss dankt der Arbeitsgruppe Kapitalanlagethemen im Aktuarbericht ausdrücklich für die geleis-tete Arbeit, namentlich Dr. Marc Küther (Leitung), Sören Demtröder, Dr. Ulrich Clarenz, Dr. Monika Dücker, 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 Die sachgemäße Anwendung des Ergebnisberichts erfordert aktuarielle Fachkenntnisse. Dieser Ergebnis-bericht stellt deshalb keinen Ersatz für entsprechende professionelle aktuarielle Dienstleistungen dar. Aktuari-elle Entscheidungen mit Auswirkungen auf persönliche Vorsorge und Absicherung, Kapitalanlage oder ge-schäftliche Aktivitäten sollten ausschließlich auf Basis der Beurteilung durch eine(n) qualifizierte(n) Aktuar DAV/Aktuarin DAV getroffen werden.

1. Ausgangslage und Zielsetzung	4
2. Allgemeine Themen	6
2.1. Kapitalmarkteinschätzung und ihre Bedeutung für den Verantwortlichen Aktuar	6
2.2. Strategische Asset Allocation	6
2.3. Derivate und Absicherungsstrategien	7
2.4. Kreditrisiken und Bonität	9
2.5. Liquidität und Fungibilität	9
2.6. Nachhaltigkeit und ESG	10
3. Spezielle Themenvorschläge für das Berichtsjahr 2024	13
3.1. Einflüsse auf die Kapitalmarktentwicklungen der ersten drei Quartale 2024	13
3.2. Inflation	26
3.3. Renditen festverzinslicher Kapitalanlagen	29
3.4. Stille Lasten	35
3.5. Liquiditäts- und Stornorisiken	36
3.6. Mögliche Auswirkungen der Entwicklung der Zinszusatzreserve auf die Kapitalanlage	37
3.7. Immobilien und verwandte Assetklassen	39
3.8. Nachhaltige Kapitalanlagen	43
3.9. Alternative Investments	48

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, erheben jedoch keinen Anspruch auf Vollständigkeit; unter einfacheren Rahmenbedingungen können auch Vereinfachungen und Auslassungen durchaus angemessen sein. Dabei ist immer die unternehmensindividuelle Situation maßgeblich.

Darüber hinaus allgemeine Hinweise zu Kapitalanlagethemen können u.a. dem Newsletter "Denkzettel" sowie weiteren Veröffentlichungen des Ausschuss Investment der DAV entnommen werden.

2. Allgemeine Themen

2.1. Kapitalmarkteinschätzung und ihre Bedeutung für den Verantwortlichen Aktuar

Versicherungsunternehmen, deren Risiken substanziell 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 Wirtschaftsfor-schungsinstituten, Banken etc.) herangezogen werden. In verschiedenen Kontexten (z. B. den BaFin-Prognoserechnungen) können Kapitalmarktein-schätzungen 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 unterneh-mensindividuellen 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 ge-eigneten Asset-Liability-Management-Prozess hergeleitete Strategische Asset Allocation (im Fol-genden mit SAA bezeichnet) sein. Üblicherweise besteht die SAA aus einer Menge von Assetklas-sen 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 As-set-Liability-Management-Prozess getroffenen Annahmen und der SAA lassen sich auch die lang-fristigen Ertrags- und Risikoerwartungen des unternehmensindividuellen Kapitalanlage-portfolios 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 Ak-tuar 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 Verpflich-tungen 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 Deriva-testrategien (Aktien, Zinsen, Währungen usw.).
- Das Portfolio enthält in materiell relevantem Umfang strukturierte Produkte, welche die Er-tragserwartung, die Volatilität oder die Komplexität des Portfolios beeinflussen. Auch dies be-trifft - wie bei den Derivaten - jede Art von Strategien.
- Das Portfolio beinhaltet neben dem Direktbestand indirekt gehaltene Kapitalanlagen zur Diver-sifikation von Assetklassen und Steuerung von Ausschüttungen. Solche Investment-Vehikel sind häufig in Form von Spezialfonds (Masterfonds) oder geschlossenen Fonds (AIF) imple-mentiert und können durch Bündelung verschiedener Anlagen handelsrechtlich bilanzielle Risi-ken reduzieren, jedoch ökonomische Risiken enthalten. Im Rahmen von Solvency II und für die interne Risikosicht ist eine Durchschau erforderlich.

- Das Unternehmen hat Wertsicherungskonzepte wie CPPI, Overlaystrategien oder ähnliche Ansätze etabliert³.
- 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 Wiederanlagerisiko 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 strukturier-ten 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 Bewertungsdifferenzen (Reserven oder Lasten) 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

³ Solche oder verwandte Konzepte werden mitunter auch in kapitalmarktnahen Produkten mit Garantien eingesetzt und können abhängig von der Materialität von Relevanz sein.

Valutierung. Die Berücksichtigung der hierdurch ausgelösten Änderungen in der Höhe der ausgewiesenen Bewertungsdifferenzen kann dann von Interesse für den Verantwortlichen Aktuar sein, wenn die außerbilanziellen Stillen Reserven oder Lasten von Vorkäufen einen materiell relevanten Anteil der gesamten Bewertungsdifferenzen 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.
- 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“).

Aktienrisiko:

Put und Call Optionen auf Aktien und verschiedenen Kombinationen aus beiden (beispielsweise als Zero Cost Collar⁴) 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.

Immobilienrisiko:

Bei Immobilien können sich sowohl Bewertungs- als auch Bewirtschaftungs- sowie Ertragsrisiken ergeben. Zudem sind Immobilien, insbesondere in Deutschland, infolge der Nachhaltigkeitsbestrebungen in den politischen Fokus geraten. Hierbei kann u.a. auch nach der Nutzungsart (z.B. Wohnwirtschaft, Büro, Logistik, etc.) unterschieden werden. Darüber hinaus kann es für den Verantwortlichen Aktuar interessant sein, sich die für die Prognoserechnungen zu

⁴ Weitere, grundlegende Informationen zu strukturierten Produkten und Derivaten: https://aktuar.de/unsere-themen/aktuarielles-glossar/Documents/2017_11_28_Er%C3%A4uterung_strukturierte_Produkte.pdf

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.

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 den nächsten Abschnitt.

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.⁵ 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.

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 fest-

⁵ 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

halten, 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. Auch bestehende stille Lasten in den Kapitalanlagen können relevant sein, da die betreffenden Anlagen nur unter Realisierung von Verlusten liquidiert werden können und sich bei größerem Umfang nicht gewünschte Folgewirkungen auf die Ertragslage ergeben können.

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

Nachhaltigkeit hat sich als ein zentrales gesellschaftliches Thema etabliert, dass auf verschiedene Bereiche ausstrahlt und damit mittelbar und unmittelbar auch auf individueller und institutioneller Ebene für die Kapitalanlage und Investitionsentscheidungen relevant ist. Zahlreiche Initiativen und Gesetze adressieren mittlerweile unter der Abkürzung „ESG“ für Environmental, Social and Governance, also Umwelt, Soziales und Unternehmensführung, oder Corporate Social Responsibility (CSR) verschiedene Bereiche dieses Megatrends.⁶

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: Umweltbewusstsein ist Teil eines individuellen Lifestyles und beeinflusst zunehmend Einkaufs- und Konsumententscheidungen⁷ sowie die private Kapitalanlage, insbesondere sieht eine Mehrheit der sog. Generation Z Nachhaltigkeit neben Sicherheit als wichtiges Kriterium bei der Geldanlage.⁸ 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. Auf globaler Ebene dominieren die jeweils 2015 verabschiedeten UN-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 auch im Wesentlichen dem 2020 initiierten Europäischen Green Deal als zentraler Teil der EU-Klimapolitik zur Erreichung des „Zwei-Grad-Ziels“ zugrunde liegen⁹. Auf deutscher Ebene setzen insbesondere das Klimaschutzprogramm 2030 und das 2019 erlassene und 2021 novellierte Bundes-Klimaschutzgesetz (KSG) den Rahmen, nach dem das Erreichen der Klimaneutralität bis 2045 sowie das Absinken der Treibhausgasemissionen bis 2030 auf 65 % gegenüber 1990 angestrebt wird.¹⁰ 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. Im Mittelpunkt des zweijährlich erscheinenden 29. Subventionsberichts¹¹ der Bundesregierung von 2023 stehen entsprechende Impulse für den ökologischen Wandel noch vor der Begrenzung

⁶ 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)

⁷ PwC Deutschland am 2. Mai 2024: „Voice of the Consumer 2024“. <https://www.pwc.de/de/handel-und-konsumguter/pwc-voice-of-the-consumer-2024.pdf>

⁸ Gothaer am 23. Juni 2023: „Gothaer Anlegerstudie: Gen Z setzt auf sichere und nachhaltige Geldanlagen“, <https://presse.gothaer.de/pressreleases/gothaer-anlegerstudie-gen-z-setzt-auf-sichere-und-nachhaltige-geldanlagen-3331388>

⁹ Europäische Kommission vom 14. Januar 2020: Finanzierung des ökologischen Wandels: Der Investitionsplan für ein zukunftsfähiges Europa und der Mechanismus für einen gerechten Übergang

¹⁰ Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz: „Deutsche Klimaschutzpolitik“, <https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Artikel/Industrie/Klimaschutz-deutsche-klimaschutzpolitik.html>

¹¹ <https://www.bundesregierung.de/breg-de/suche/29-subventionsbericht-2217644>

der Folgen des Ukraine-Krieges und der Förderung der Digitalisierung – das gesamte Subventionvolumen steigt vor allem aufgrund der Programme im Klima- und Transformationsfonds von 37,9 Milliarden Euro im Jahr 2021 auf 67,1 Milliarden Euro für 2024, wobei die Förderung von Maßnahmen der Energieeffizienz und erneuerbarer Energien im Gebäudebereich die größte Finanzhilfe darstellt.¹²

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 konkretisieren¹³. 2019 hatte beispielsweise die BaFin ein Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken veröffentlicht. Darin empfiehlt sie, eigenständige Nachhaltigkeitsstrategien zu entwickeln oder bestehende Strategien entsprechend anzupassen.¹⁴ 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.¹⁵ Die EU-Verordnung zur Taxonomie verpflichtet Anbieter nachhaltiger Finanzprodukte seit Dezember 2020 zur Offenlegung, wie sie die Taxonomie zur Bestimmung der Nachhaltigkeit der zugrundeliegenden Anlagen herangezogen haben.¹⁶

Am 31. Juli 2023 hat die Europäische Kommission die delegierte Verordnung zum ersten Satz der European Sustainability Reporting Standards (ESRS) veröffentlicht und damit verbindliche Standards zur Nachhaltigkeitsberichterstattung in der EU festgelegt.¹⁷ Diese konkretisieren die Anforderungen der Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), die seit Erstanwendung 2024 die nicht-finanzielle Nachhaltigkeitsberichterstattung für europäische Unternehmen regelt.¹⁸ Nach wie vor ist der Regulierungsrahmen noch in weiterer Ausarbeitung, insbesondere ist der branchenspezifische ESRS für Versicherungen noch in Entwicklung und eine Einführung für Juni 2026 geplant (vgl. Abschnitt 3.8. zu den diesbezüglichen Entwicklungen im Jahr 2024).

Inwiefern sich hieraus Auswirkungen auf das konkrete Anlageverhalten sowohl institutioneller als auch privater Anleger ergeben, bleibt entsprechend abzuwarten.

Auf nationaler Ebene hat die BaFin in diesem Kontext im Juli 2023 ihre Sustainable-Finance-Strategie veröffentlicht, dabei gehören u.a. eine risikoorientierte und praxistaugliche Regulierung sowie

¹² DIHK: „Förderung der Transformation zu Klimaneutralität lässt Subventionen steigen“, <https://www.dihk.de/de/foerderung-der-transformation-zu-klimaneutralitaet-laesst-subventionen-steigen-102786>

¹³ Für die spezifischen Entwicklungen in den ersten drei Quartalen 2024 vgl. die entsprechenden Angaben im Abschnitt „Spezielle Themenvorschläge für das Berichtsjahr 2024“

¹⁴ BaFin vom 20. Dezember 2019: „Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken“

¹⁵ 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>

¹⁶ Verordnung (EU) 2019/2088 Transparenz-Verordnung und Verordnung (EU) 2020/852 Taxonomie-Verordnung

¹⁷ https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13765-Erste-europaische-Standards-fur-die-Nachhaltigkeitsberichterstattung_de

¹⁸ Der Anwenderkreis wächst sukzessive anhand vordefinierter Größenkriterien. Für Details verweisen wir auf den DAV-Ergebnisbericht „Pflichtberichterstattung zur Nachhaltigkeit durch Versicherungsunternehmen: Regulatorische Vorschriften am Jahresbeginn 2024“ des Ausschusses Rechnungslegung und Regulierung vom 30. August 2024

ein angemessenes Management umweltbezogener finanzieller Risiken zu den insgesamt fünf Schwerpunkten der Aufsichtsbehörde.¹⁹

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-Wohlverhaltensrichtlinien). 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.²⁰ Als Anlage-Universum bieten sich Produkte und Anlagevehikel an, die entsprechende Aspekte in ihren Anlagebedingungen berücksichtigen. Dabei können Schwerpunkte auf unterschiedliche Anlagestrategien gelegt werden.²¹ Laut einer PwC-Studie agieren Versicherer damit wie alle Investoren im Spannungsfeld von Nachhaltigkeit und Renditeansprüchen und betrachten bei ihren Investmentsentscheidungen, wie Unternehmen mit Risiken und Chancen rund um Nachhaltigkeit umgehen.²²

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.

¹⁹Sustainable-Finance-Strategie der BaFin, abrufbar unter https://www.bafin.de/DE/DieBaFin/Sustainable_Finance_Strategie/SF_Strategie_node.html#doc19641124bodyText6

²⁰ Versicherungsbote vom 23. Oktober 2019: Megatrend Nachhaltigkeit: Vom magischen Kapitalanlage-Dreieck zum -Viereck, <https://www.versicherungsbote.de/id/4885959/Megatrend-Nachhaltigkeit-Kapitalanlage-Dreieck-Viereck/>

²¹ Begriffsdefinitionen und nähere Details zur Regulatorik befinden sich im DAV-Ergebnisbericht „Nachhaltige Investments“ vom 25. November 2020

²² PwC: „Global Investor Survey 2023 von PwC – Ergebnisse für Deutschland“, <https://www.pwc.de/de/deals/global-investor-survey-2023-ergebnisse-fuer-deutschland.html>

3. Spezielle Themenvorschläge für das Berichtsjahr 2024

Die Arbeitsgruppe hält im Hinblick auf die anstehende Berichterstattung in den Erläuterungsberichten der Verantwortlichen Aktuar für das Geschäftsjahr 2024 die folgenden Kapitalanlagethemen im Allgemeinen für relevant:

- Einflüsse auf die Kapitalmarktentwicklungen der ersten drei Quartale 2024
- Inflation
- Renditen festverzinslicher Kapitalanlagen
- Stille Lasten
- Liquiditäts- und Stornorisiken
- Mögliche Auswirkungen der Entwicklung der Zinszusatzreserve auf die Kapitalanlage
- Immobilien und verwandte Assetklassen
- Nachhaltige Kapitalanlagen
- Alternative Investments

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 Aktuar 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 2024

Die Entwicklung der Kapitalmärkte in den ersten drei Quartalen des Jahres 2024 waren weiterhin von geopolitischen Krisen sowie dem Rückgang der Inflation, ersten Zinssenkungen der Notenbanken und wirtschaftlicher Eintrübungen geprägt. Nachfolgend wird ein Überblick über die diversen Geschehnisse gegeben, wobei die Arbeitsgruppe auf öffentlich verfügbare Quellen zurückgegriffen hat.

Geopolitische Krisen

Die Eskalation im Nahen Osten nach den Angriffen der Terrororganisation Hamas am 07.10.2023 auf Israel beunruhigt weiterhin die Märkte.

Der Ölpreis reagiert unmittelbar auf einzelne Ereignisse, so stieg er Mitte August, nachdem Hisbollah-Milizen zahlreiche Raketen und Drohnen auf israelische Ziele gelenkt hatten und Israels Armee mit Gegenangriffen reagierte. Die Region ist für rund ein Drittel des globalen Ölangebots verantwortlich und der Konflikt scheint im Moment weiter zu eskalieren. Die indirekten Verhandlungen zwischen Israel und der Hamas zu einer Waffenruhe und einer Geisel-Freilassung kommen aktuell nicht voran. Auch die Öltransporte durch die Straße von Hormus können durch den Konflikt beeinträchtigt werden.

Auch im Ukraine-Krieg ist im dritten Kriegsjahr kein Frieden in Sicht. Ökonomen schätzen, dass die russische Invasion bis 2026 zu einem Bruttoinlandsprodukt-Verlust in der EU von 70 Milliarden Euro führt, davon ca. 15 bis 20 Milliarden Euro allein in Deutschland²³. Der Präsident des Deut-

²³ <https://www.fr.de/wirtschaft/wirtschaft-haushalt-ukraine-krieg-kosten-finanzielle-unterstuetzung-deutschland-folgen-wachstum-zr-92836016.html>, aufgerufen am 18.10.2024

schen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW), Marcel Fratzscher, schätzt zudem: „Die wirtschaftlichen Kosten für Deutschland nach zwei Jahren Ukraine-Krieg dürften deutlich höher liegen als 200 Milliarden Euro. Vor allem die hohen Energiekosten haben das Wachstum in Deutschland im Jahr 2022 um 2,5 Prozentpunkte oder 100 Milliarden Euro und im Jahr 2023 bis heute um eine ähnliche Größenordnung nochmals reduziert.“²⁴.

Seit Beginn des Ukraine-Krieges gibt es mannigfaltige Auswirkungen auf die deutsche und die globale Wirtschaft. Einige Branchen wie Rüstungsbranche, Energiekonzerne, erneuerbaren Energien und die IT-Sicherheitsbranche profitieren von diesem Krieg. Die meisten Branchen leiden jedoch unter den Folgen des Krieges. Vor allem Unternehmen, die in Russland oder im Handel mit Osteuropa aktiv sind, verzeichnen deutliche Einbußen. Steigende Preise, Lieferengpässe und Unsicherheiten machen aber auch vielen weiteren Branchen zu schaffen: beispielsweise der energieintensiven Pharma- und Chemieindustrie, dem inflationssensitiven Einzelhandel und der Gastronomie.²⁵

Im China-Taiwan-Konflikt nehmen die Spannungen immer weiter zu. Eine Lösung des Konflikts ist derzeit nicht in Sicht. Etwa ein Drittel des Welthandels wird in der Region des Südchinesischen Meers abgewickelt. Die Region ist somit von großer wirtschaftlicher und geopolitischer Bedeutung.²⁶

Die Abhängigkeit der deutschen Wirtschaft von der Volksrepublik China hat in den vergangenen Jahren weiter zugenommen. Seit 2016 ist China gemessen am gesamten Handelsvolumen der wichtigste Handelspartner Deutschlands.

Nach einer Studie des Instituts der Deutschen Wirtschaft (IW)²⁷ ist und bleibt die deutsche Wirtschaft abhängig von China; mehr noch: Die Studie zeigt, dass bei einigen Produkten - unter anderem bei einigen wichtigen Rohstoffen und bei Grundstoffen für Medikamente - die Abhängigkeit sogar gestiegen ist. Das oft geforderte De-Risking - also die Reduzierung der Importabhängigkeit - ist nicht zu erkennen.

Energiekosten

Die Energiekosten sind ein bedeutender Einflussfaktor für die Entwicklung der Wirtschaft. Insbesondere die Abhängigkeit von importiertem Öl und Gas macht die EU wirtschaftlich anfällig für geopolitische Krisen weltweit. Auch der Transformationsprozess hin zu erneuerbaren Energien wird in den nächsten Jahren und Jahrzehnten die Entwicklung der Wirtschaft stark beeinflussen.

Ölpreis

Nachdem der Ölpreis im 4.Quartal 2023 gesunken ist, stieg er im 1.Quartal 2024 u.a. aufgrund des Nahost-Konflikts – bspw. nachdem der Iran nach dem israelischen Angriff auf das iranische Botschaftsgelände in Syrien mit Vergeltung gedroht hatte - wieder an. Seit April zeigt der Ölpreis eine fallende Tendenz, im September erreichte er – in etwa auf Höhe des Vorkriegsniveaus von Anfang 2022 - den tiefsten Stand seit 9 Monaten.

Eine wesentliche Ursache für den Preisrutsch war die Sorge vor einer geringen Nachfrage, nachdem Konjunkturdaten aus den USA und China teilweise enttäuscht hatten. Vor dem Hintergrund

²⁴ <https://www.spiegel.de/wirtschaft/ukraine-krieg-kostete-deutschland-bislang-mehr-als-200-milliarden-euro-a-84aaa384-66e7-4758-9492-2538b5b5c16f>, aufgerufen am 18.10.2024

²⁵ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/weltwirtschaft/gewinner-verlierer-ukrainekrieg-101.html>, aufgerufen am 18.10.2024

²⁶ Taiwan-Konflikt: Chinas Machtanspruch im Südchinesischen Meer | ZEIT ONLINE, aufgerufen am 18.10.2024

²⁷ Deutschland in der China-Falle | tagesschau.de, aufgerufen am 18.10.2024

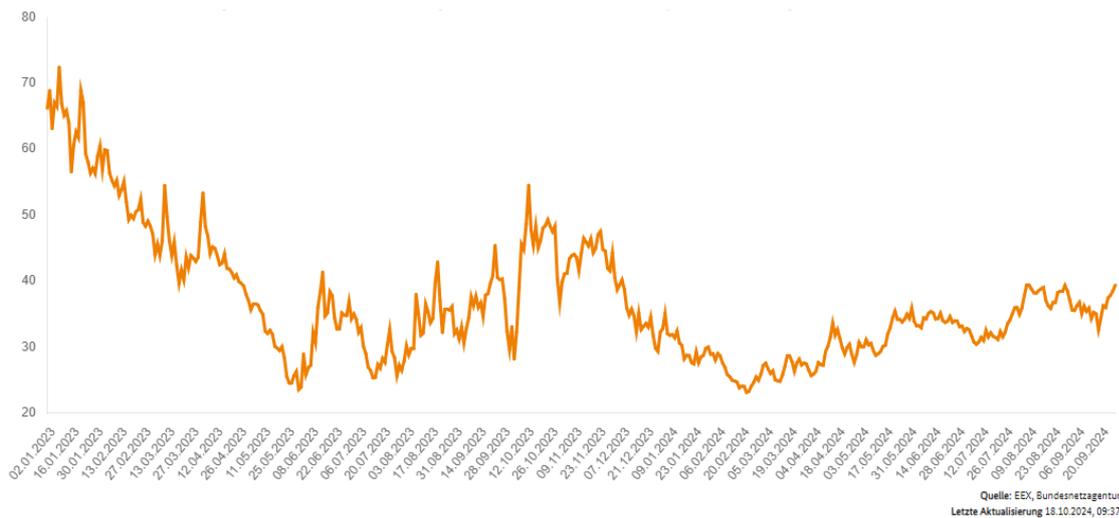
einer schwächeren konjunkturellen Entwicklung in den beiden größten Volkswirtschaften der Welt verpufften Berichte über die künftige Förderpolitik der OPEC+²⁸ weitgehend.

Die zukünftige Entwicklung des Ölpreises²⁹ wird stark von den weiteren Entwicklungen im Nahen Osten und von der Entwicklung der Konjunktur Chinas abhängen. Aber auch nicht geopolitische Einflussfaktoren können Auswirkungen auf den Ölpreis haben:

- Immer größere Engagements am Ölmarkt werden von algorithmischen Handelssystemen gesteuert. Viele dieser Algorithmen tendieren dazu, Trends zu folgen: also zu verkaufen, wenn die Preise sinken, und zu kaufen, wenn sie steigen.
- Analysten sehen Möglichkeiten, dass KI das Ölangebot durch verbesserte Logistik und Produktivität erhöht³⁰.

Gaspreis

Der Gaspreis liegt in den ersten drei Quartalen des Jahres 2024 im Vergleich zu den Monaten nach Ausbruch des Ukraine-Krieges auf niedrigerem Niveau und auch im Vergleich zum Vorjahr auf etwas niedrigerem Niveau. Auch schwankte er 2024 bisher nicht so stark wie im Vorjahr. Nach einem ukrainischen Vorstoß auf russisches Staatsgebiet, gibt es Sorgen³¹, dass der einzige Übergabepunkt in der russischen Region Kursk von russischem Gas auf seinem Weg durch die Ukraine in die EU beschädigt wird. Auch Produktionsunterbrechungen in Norwegen haben Anfang Juni zu deutlichen Schwankungen im Gaspreis geführt.



Quelle: Bundesnetzagentur³²

Laut Lagebewertung der Bundesnetzagentur ist die Gasversorgung in Deutschland stabil. Die Versorgungssicherheit ist gewährleistet. Die Bundesnetzagentur schätzt die Gefahr einer angespannten Gasversorgung im Augenblick als gering ein³³.

²⁸ Öl-Kartell: Opec plus verschiebt Produktionserhöhung (handelsblatt.com), aufgerufen am 18.10.2024

²⁹ Brent-Preis: Produktionsausfall in Libyen treibt den Ölpreis nach oben (handelsblatt.com), aufgerufen am 18.10.2024

³⁰ So könnte KI die Ölpreise im nächsten Jahrzehnt senken - Business Insider, aufgerufen am 18.10.2024

³¹ Energiemarkt: Ukrainischer Angriff lässt die Gaspreise steigen (handelsblatt.com), aufgerufen am 18.10.2024

³² https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Gasversorgung/aktuelle_gasversorgung/_svg/Gaspreise/Gaspreise.html, aufgerufen am 18.10.2024

³³ https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Gasversorgung/aktuelle_gasversorgung/start.html, aufgerufen am 18.10.2024

Politische Maßnahmen

Energiepreisbremsen sind im letzten Jahr ausgelaufen. Im Mai 2024 wurde die EU Strommarktreform beschlossen³⁴. Durch diese soll der Strompreis in Zukunft nicht mehr so stark schwanken und der Ausbau der erneuerbaren Energien gefördert werden.

Emissionshandel der Europäischen Union

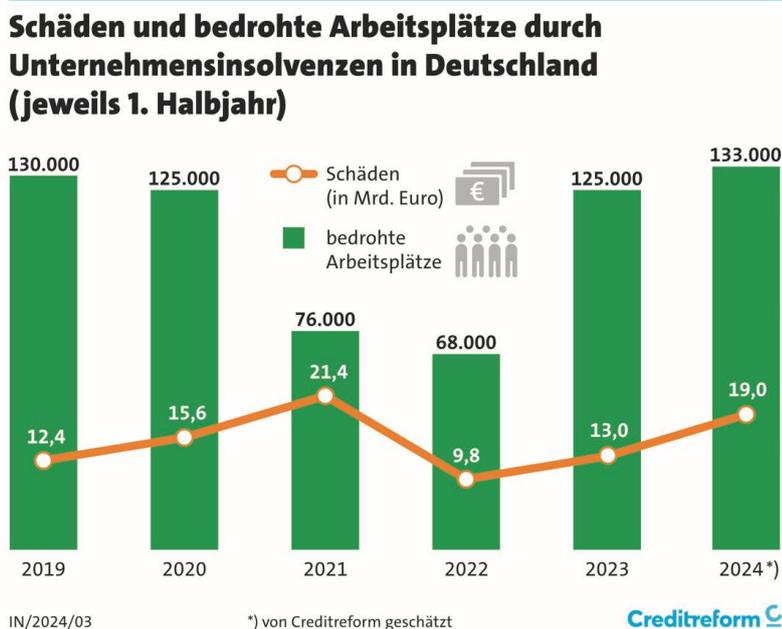
Der Preis für Emissionszertifikate im Europäischen Emissionshandelssystem (EU-ETS) erreichte im Februar 2023 mit 100,34 Euro pro Tonne CO₂ ein Rekordhoch, sank aber bis Ende Februar 2024 auf 56 Euro (-44 Prozent). Ende August lag der Preis bei rund 70 Euro pro Tonne CO₂. Ein Grund ist die geringe Nachfrage: Die Industrie in der EU produziert weniger als erwartet und verbraucht damit auch weniger fossile Brennstoffe. Dadurch ist auch der Bedarf an Zertifikaten geringer und die Preise sinken. Die Nachfrage wird dazu durch eine erhöhte Verfügbarkeit von erneuerbaren Energien gesenkt³⁵.

Inflation

Die Inflation ist auch in 2024 weiter gesunken, hat im August 2024 erstmals seit Jahren mit 1,9 % einen Wert unterhalb der 2 % erreicht und beträgt im September 2024 nur noch 1,6 %. Der Rückgang der Inflation ist vor allem auf gesunkene Energiepreise zurückzuführen. Demgegenüber stehen Preiserhöhungen vor allem bei Dienstleistungen. Detaillierte Ausführungen finden sich im Abschnitt 3.2.

Insolvenzen in Deutschland

Das Statistische Bundesamt veröffentlichte für das 1. Halbjahr 2024 das endgültige Ergebnis von 10.702 beantragten Unternehmensinsolvenzen³⁶, mithin 24,9 % mehr als im 1. Halbjahr 2023. Zur Einschätzung der ökonomischen Auswirkungen der Insolvenzentwicklung ist auch ein Blick auf Schäden und bedrohte Arbeitsplätze durch Unternehmensinsolvenzen interessant:



Quelle: Creditreform Wirtschaftsforschung, „Insolvenzen in Deutschland, 1. Hj. 2024“

³⁴ Was bringt die europäische Strommarktreform den Verbrauchern? | tagesschau.de, aufgerufen am 18.10.2024

³⁵ EU-Emissionshandel: Entwicklung der Preise 2024 | Statista, aufgerufen am 18.10.2024

³⁶ www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2024/09/PD24_343_52411.html, abgerufen am 8.10.2024

Ergänzend berichtet Creditreform Ende Juni 2024, dass Insolvenzen bei mittleren und größeren Unternehmen mittlerweile weit über Vor-Corona-Niveau liegen. Weiter heißt es: „[Es] zeigt sich aktuell erstens ein dynamisch steigendes Insolvenzgeschehen und zweitens ein deutlich über dem Normalniveau liegendes Insolvenzaufkommen. Ursächlich hierfür dürften eine Reihe von Entwicklungen sein – darunter die Rezession, Kostensteigerungen, die schlechte Verbraucherstimmung sowie Nachholeffekte.“³⁷

Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt das Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung Halle (IWH)³⁸: „Das Insolvenzgeschehen befindet sich derzeit auf einem deutlich erhöhten Niveau“, sagt Steffen Müller, Leiter der IWH-Insolvenzforschung. Neben der aktuellen Schwächephase der deutschen Wirtschaft spielen dabei Nachholeffekte aus der Corona-Pandemie eine Rolle, so Müller. Damals wurde die Zahl der Insolvenzen durch staatliche Stützungsprogramme künstlich niedrig gehalten. Viele der damals gestützten Unternehmen geraten nun in Schwierigkeiten.

Das IWH veröffentlicht einen Frühindikator zum aktuellen Insolvenzgeschehen³⁹ aus dem ein weiterer Anstieg des Insolvenzgeschehens erwartet wird.

Allianz Trade kommt im September 2024 zu folgender aktueller Einschätzung⁴⁰:

Insolvenzen in Deutschland steigen deutlich an und dieser Trend dürfte sich im weiteren Jahresverlauf fortsetzen, da die Wirtschaft weiterhin mit der Rezession kämpft. Der weltweit größte Kreditversicherer Allianz Trade geht für die Bundesrepublik von einer Zunahme der Pleiten im Jahr 2024 um 21 % auf rund 21.500 Fälle aus nach bereits +22 % im Jahr 2023. Ende 2024 dürften die Fallzahlen etwa 15 % über dem Niveau von 2019 und damit vor der Pandemie liegen. Erst 2025 dürfte sich der Anstieg mit einem moderaten Zuwachs der Fallzahlen um weitere rund 2 % auf dann 22.000 Fälle etwas abflachen.

Doch nicht nur die Pleitefälle nehmen zu, sondern auch die Großinsolvenzen. Im ersten Halbjahr 2024 gab es bereits 40 große Insolvenzen. Das ist nicht nur der höchste Wert zum Halbjahr seit 2015, sondern auch über ein Drittel (+37 %) mehr als im Vorjahreszeitraum.

„Aktuell gilt häufig: Wenn es kracht, dann richtig“, sagt Milo Bogaerts, CEO von Allianz Trade in Deutschland, Österreich und der Schweiz. „Große Insolvenzen haben oft einen Dominoeffekt auf viele Unternehmen in der gesamten Lieferkette. Nicht selten werden sie dabei mitgerissen und geraten selbst in den Abwärtssog, der im schlimmsten Fall ebenfalls in der Zahlungsunfähigkeit endet.““

³⁷ „Insolvenzen in Deutschland, 1. Hj. 2024“, Creditreform Wirtschaftsforschung

³⁸ <https://www.iwh-halle.de/presse/pressemitteilungen/detail/iwh-insolvenztrend-zahl-der-firmenpleiten-im-september-gestiegen-drittes-quartal-2024-erreicht-damit-rekordwerte>, abgerufen am 21.10.2024

³⁹ Das IWH über den Insolvenzindikator: „Die im IWH-Insolvenztrend gemeldeten Insolvenzen für Kapital- und Personengesellschaften umfassen in der Regel mehr als 90% der von Unternehmensinsolvenz betroffenen Arbeitsplätze und 95% der Forderungen. Damit bilden diese Zahlen verlässlich die direkten volkswirtschaftlichen Konsequenzen des Insolvenzgeschehens ab.“

⁴⁰ www.allianz-trade.de/presse/pressemitteilungen/grossinsolvenzen-und-schaeden-steigen.html, abgerufen am 8.10.2024



Quelle: <https://www.allianz-trade.de>⁴¹

Über Insolvenzen von Immobilienentwicklern wird auch im Abschnitt 3.7. berichtet.

Konjunktorentwicklungen und -aussichten

Deutschland und Europa

In Deutschland hat sich die Konjunktur in den ersten beiden Quartalen 2024 schwach entwickelt.

Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist, jeweils gegenüber dem Vorquartal, nach einem Rückgang von 0,4 % im vierten Quartal 2023 im ersten Quartal 2024 um 0,2 gestiegen, im zweiten Quartal aber wieder leicht gesunken. Derzeit befindet sich Deutschland damit in einer Phase der Stagnation bzw. Rezession.

Dabei halten sich die Konsumausgaben im Vergleich zum Vorquartal stabil (privat -0,1 % gegenüber Vorquartal, staatlich +1,0 %). Investitionen in Ausrüstungen (Maschinen, Geräte und Fahrzeuge) sanken um -4,1 % gegenüber dem Vorquartal, Investitionen in Bauten um -2,0 %.⁴²

In nachfolgender Tabelle ist die Veränderung des BIP Deutschland, preis-, saison- und kalenderbereinigt, gegenüber dem Vorquartal in % dargestellt:

2023				2024	
Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
0,1	-0,2	0,2	-0,4	0,2	-0,1

Quelle: Statistisches Bundesamt, Stand: 04.10.2024⁴³

Für das gesamte Jahr 2024 rechnen Wirtschaftsinstitute für Deutschland mit einem leichten Rückgang, einhergehend mit einer positiveren Entwicklung ab 2025. Alle Prognosen wurden jedoch im Vergleich zu Prognosen im Frühjahr bzw. Sommer im Herbst nach unten korrigiert:

⁴¹ <https://www.allianz-trade.de/presse/pressemitteilungen/grossinsolvenzen-und-schaeden-steigen.html>, abgerufen am 8.10.2024

⁴² Bruttoinlandsprodukt: Ausführliche Ergebnisse zur Wirtschaftsleistung im 2. Quartal 2024 - Statistisches Bundesamt (destatis.de), aufgerufen am 04.10.2024

⁴³ Bruttoinlandsprodukt: Ausführliche Ergebnisse zur Wirtschaftsleistung im 2. Quartal 2024 - Statistisches Bundesamt (destatis.de), aufgerufen am 04.10.2024

- Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2024 im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Klimaschutz: „Deutsche Wirtschaft im Umbruch – Konjunktur und Wachstum schwach“ ⁴⁴
Für 2024 wird ein Rückgang um 0,1 % erwartet, ein Zuwachs von 0,8 % für 2025 sowie von 1,3 % für 2026.
„Dekarbonisierung, Digitalisierung, demografischer Wandel und wohl auch der stärkere Wettbewerb mit Unternehmen aus China haben strukturelle Anpassungsprozesse ausgelöst, die die Wachstumsperspektive der deutschen Wirtschaft dämpfen.“ So Dr. Geraldine Dany-Knedlik, Leiterin des Bereichs Prognose und Konjunkturpolitik am DIW Berlin.
- Im Finanzbericht 2025 des Bundesministeriums der Finanzen wird auf Basis verschiedener Wachstumsprognosen nationaler Institutionen aus dem Juni 2024 für 2024 ein Anstieg des BIP zwischen 0,1 % bis 0,4 % erwartet. Für 2025 wird auf Basis von Prognosen deutscher Wirtschaftsinstitute und der deutschen Bundesbank Zuwächse zwischen 1,0 % und 1,5 % erwartet (Stand Juni 2024). ⁴⁵
- Das RWI-Institut schreibt in einer Pressemitteilung: „In Deutschland ist kein konjunktureller Aufschwung in Sicht“.
Für 2024 wird dort mit einem Anstieg des BIP um 0,1 % gerechnet (Juni 0,4%), für 2025 wird die Prognose von 1,5 % auf 0,9 % gesenkt. ⁴⁶
- Die ifo Konjunkturprognose Herbst 2024: „Deutsche Wirtschaft steckt in der Krise fest“ ⁴⁷
Für 2024 wird eine Stagnation erwartet, für 2025 (+0,9 %) und 2026 (+1,5 %) eine allmähliche Erholung.
- Anfang Oktober korrigierte die Bundesregierung ihre Konjunkturprognose aus dem Frühjahr deutlich nach unten. Diese lag im Frühjahr noch bei +0,3 % und wurde zuletzt auf -0,2 % korrigiert. Als größtes Problem wird eine fehlende Investitionsbereitschaft angegeben. Abhilfe soll das Wachstumspaket mit Steuererleichterungen, Arbeitsanreizen sowie Strompreisvergünstigungen schaffen. Ergänzt werden soll dieses um Bürokratieabbau und Senkung der Netzentgelte. Für 2025 wird ein Anstieg um 1,1 % erwartet. ⁴⁸

Die Wettbewerbsfähigkeit des verarbeitenden Gewerbes leidet sowohl unter gestiegenen Energiekosten als auch der Konkurrenz aus China, ebenso jedoch auch die schwächelnde globale Industrie. Als belastend für die Konjunktur wird das Zinsniveau sowie die wirtschafts- und geopolitische Unsicherheit angeführt, die die Investitionstätigkeit von Unternehmen und privaten Haushalten belastet haben. ⁴⁹

Zudem zeigt sich nur eine „schwach einsetzende Herbstbelebung“ auf dem Arbeitsmarkt. So haben Arbeitslosigkeit und Unterbeschäftigung zwar im September abgenommen, jedoch weniger

⁴⁴ [Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2024: Deutsche Wirtschaft im Umbruch – Konjunktur und Wachstum schwach - RWI Essen \(rwi-essen.de\)](#), aufgerufen am 04.10.2024, erstellt von DIW Berlin, WIFO, IfW Kiel, IWH, RWI im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Klimaschutz

⁴⁵ [Bundesfinanzministerium - Finanzbericht 2025](#), aufgerufen am 04.10.2024

⁴⁶ [RWI-Konjunkturprognose: In Deutschland ist kein konjunktureller Aufschwung in Sicht - RWI Essen \(rwi-essen.de\)](#), aufgerufen am 12.09.2024

⁴⁷ [ifo Konjunkturprognose Herbst 2024: Deutsche Wirtschaft steckt in der Krise fest | Fakten | ifo Institut](#), aufgerufen am 04.10.2024

⁴⁸ [Konjunkturprognose: Bundesregierung rechnet auch 2024 mit Rezession | tagesschau.de](#), aufgerufen am 18.10.2024

⁴⁹ [Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2024: Deutsche Wirtschaft im Umbruch – Konjunktur und Wachstum schwach - RWI Essen \(rwi-essen.de\)](#), aufgerufen am 04.10.2024, erstellt von DIW Berlin, WIFO, IfW Kiel, IWH, RWI im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Klimaschutz

als sonst in diesem Monat.⁵⁰ Vermehrt in den Medien waren Meldungen zu geplanten Stellenstreichungen bei großen Unternehmen zu lesen, die sich zum Teil über die nächsten Jahre strecken werden.⁵¹ Davon betroffen u.a. VW, ZF, Intel und SAP.

Im internationalen Vergleich zeigte sich die Konjunkturentwicklung in Deutschland schwächer als im gesamten Euroraum, und auch deutlich schwächer als in den USA.

Nachfolgend ist die Veränderung des BIP, preis-, saison- und kalenderbereinigt, für das 2. Quartal 2024 in % für verschiedene Wirtschaftsräume dargestellt:

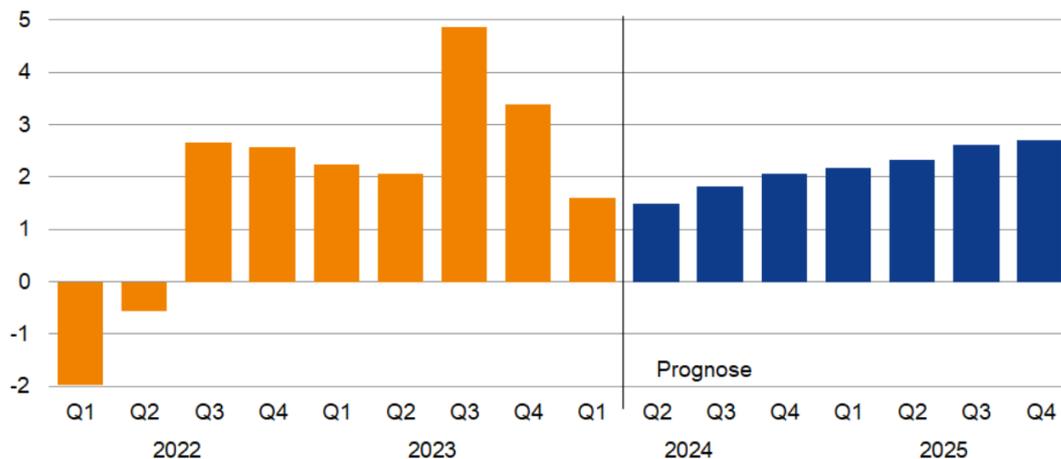
	USA	Euroraum	EU 27	Frankreich	Italien	Spanien	Deutschland
Vorquartal	0,7	0,3	0,3	0,3	0,2	0,8	-0,1
Vorjahresquartal	3,1	0,6	0,8	1,1	0,9	2,9	0,0

Quelle: Statistisches Bundesamt, Stand: 04.10.2024⁵²

USA

In den USA bleibt die Wirtschaft auf Wachstumskurs, zeigt aber im ersten Quartal gegenüber dem zweiten Halbjahr 2023 ein gemäßigteres Wachstum. Gefragt waren Gesundheitsdienstleistungen, negativ entwickelte sich jedoch der Außenhandel.

USA: Konjunktur hat in Q1 2024 deutlich Schwung verloren
Bruttoinlandsprodukt Q/Q in % (annualisierte Rate)



Quelle: BEA, Prognose: DZ BANK

Quelle: DZ Bank, Stand: 04.10.2024⁵³

Gemäß Konjunkturbericht Beige Book (Zusammenfassung von zwölf regionalen Zentralbanken der USA) der Federal Reserve entwickelte sich die wirtschaftliche Aktivität zuletzt etwas schlechter.⁵⁴

⁵⁰ [Arbeitsmarkt im September 2024 | Bundesagentur für Arbeit \(arbeitsagentur.de\)](#), aufgerufen am 04.10.2024

⁵¹ [Stellenabbau - aktuelle Nachrichten | tagesschau.de](#), aufgerufen am 04.10.2024

⁵² [Bruttoinlandsprodukt: Ausführliche Ergebnisse zur Wirtschaftsleistung im 2. Quartal 2024 - Statistisches Bundesamt \(destatis.de\)](#), aufgerufen am 04.10.2024

⁵³ [USA: Wirtschaftswachstum enttäuscht im ersten Quartal 2024 | DZ BANK](#), aufgerufen am 04.10.2024

⁵⁴ [Zinssenkung voraus? US-Wirtschaft zeigt laut US-Notenbank Fed Schwächeanzeichen | finanzen.net](#), aufgerufen am 04.10.2024

Der Industriesektor bleibt hinter den Erwartungen ebenso wie der Bausektor. Sorgen vor einer Schwächephase bleiben demnach trotz Zinssenkung.⁵⁵

Die Arbeitslosenquote ist gegenüber 2023 gestiegen und lag bei 4,2 % im August 2024.⁵⁶

Die zum Zeitpunkt der Fertigstellung dieses Ergebnisberichts noch ausstehende US-Präsidentenwahl am 05.11.2024 kann sich auch auf die Konjunkturentwicklung auswirken. Diese ist ein zentrales Wahlkampfthema.⁵⁷ Entsprechend haben beide Präsidentschaftskandidaten die wirtschaftliche Entwicklung als Schwerpunktthema im Wahlkampf mit unterschiedlichen Schwerpunkten. Bei einem Wahlsieg von Trump könnten Steuersenkungen und eine durch Importzölle ansteigende Inflation die Folge sein. Geopolitische Unsicherheiten könnten sich erhöhen⁵⁸. Harris könnte eher den bisherigen Kurs von Biden in Wirtschaftsfragen fortsetzen. Entsprechend werden unterschiedliche Ursachen und somit auch Handlungsfelder für die konjunkturelle Entwicklung der USA gesehen. Deregulierung, Ausbau heimischer Öl- und Gasproduktion, Aufhebung von Umweltvorschriften bei Trump vs. Investitionen in Infrastruktur, Bildung und grüne Energie, Preiskontrollen bei Harris.⁵⁹ Auswirkungen auf die US- und auch die Weltkonjunktur bleiben abzuwarten. Möglicherweise ist der Einfluss der Wahl auf die Märkte aber eher gering⁶⁰.

China

Das Wachstum der chinesischen Wirtschaft hat sich im zweiten Quartal verlangsamt, das Bruttoinlandsprodukt stieg im zweiten Quartal um 4,7 % im Vergleich zum Vorjahr. Zuvor lag das Wachstum über 5 %. Ursächlich ist die weiter anhaltende Immobilienkrise (vgl. Vorjahresbericht), die Lage am Arbeitsmarkt, rückläufiger Konsum sowie die alternde Bevölkerung.^{61, 62}

Der Außenhandel ist ein weiteres Problem von China. Die während der Pandemie explodierte Nachfrage nach chinesischen Produkten normalisiert sich, andererseits bremsen politische Versuche der Industrieländer, China von westlichen HighTech-Produkten abzuschneiden.⁶³ Dies zeigt sich auch in einem aktuellen Abstimmungsergebnis, demnach die EU Zusatzzölle auf Elektroautos aus China erheben kann.⁶⁴

Im September hat die chinesische Zentralbank ein umfassendes Konjunkturpaket angekündigt. Darunter eine Kürzung der Mindestreserven um 50 Basispunkte. Auch der Immobilienmarkt soll gestützt werden. Damit soll eine Steigerung des Konsumverhaltens erzielt werden.⁶⁵

⁵⁵ [Konjunktur: Stimmung in der US-Industrie bleibt negativ \(wiwo.de\)](#), aufgerufen am 04.10.2024

⁵⁶ [Arbeitsmarkt USA aktuell: Stellenzuwachs August 2024 und Fed-Prognose - ftd.de](#), aufgerufen am 04.10.2024

⁵⁷ [Was eine Rezession für den US-Wahlkampf bedeuten würde | tagesschau.de](#), aufgerufen am 04.10.2024

⁵⁸ <https://www.nzz.ch/finanzen/us-wahlen-einfluss-eines-trump-sieges-auf-boerse-inflation-aktien-schulden-id.1838226>, aufgerufen am 30.09.2024

⁵⁹ [Wirtschaft im US-Wahlkampf: Inflation, Steuern und Arbeitsmarkt \(deutschlandfunk.de\)](#), aufgerufen am 04.10.2024

⁶⁰ <https://www.finanzen.net/nachricht/aktien/presidentschaftswahlen-alles-nur-heisse-luft-wie-wichtig-die-us-wahlen-wirklich-fuer-die-aktienmarktentwicklung-sind-13809286>, aufgerufen am 30.09.2024

⁶¹ [Konjunktur: Wirtschaftswachstum in China zurückgegangen | ZEIT ONLINE](#), aufgerufen am 04.10.2024

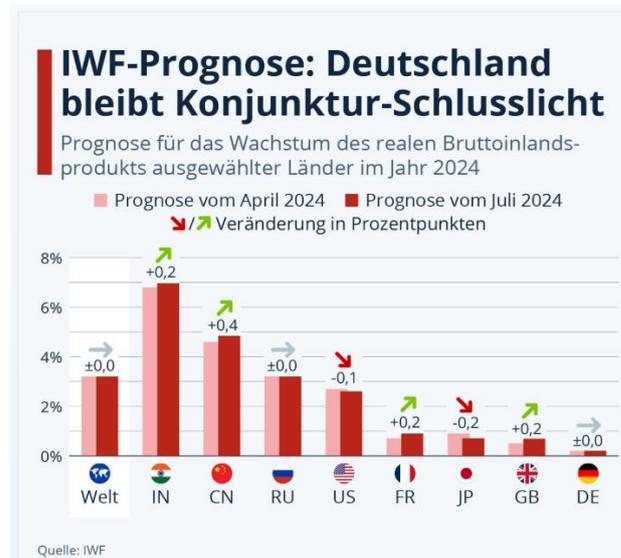
⁶² [Chinas Wachstumspläne: Große Ziele, große Probleme | tagesschau.de](#), aufgerufen am 04.10.2024

⁶³ [Chinas Wachstumspläne: Große Ziele, große Probleme | tagesschau.de](#), aufgerufen am 04.10.2024

⁶⁴ [Strafzölle der EU für China-Importe: Welche E-Autos nun teurer werden dürften - DER SPIEGEL](#), aufgerufen am 04.10.2024

⁶⁵ [Chinesische Zentralbank schnürt umfassendes Konjunkturpaket | tagesschau.de](#), aufgerufen am 04.10.2024

Die IWF-Prognose der größten Volkswirtschaften der Welt für 2024 ist in nachfolgender Grafik aufgeführt:



Quelle: Statista⁶⁶

EZB und Fed-Politik 2024

In Abkehr von der ultra-lockeren Geldpolitik der Vorjahre mit dem erhofften Ziel, durch hohe Liquidität möglichst günstige Finanzierungen und somit Investitionen und Wirtschaftswachstum in der Eurozone zu erreichen, hatte die EZB nach langem Zögern im Juli 2022 erstmals seit 2016 die Leitzinsen wieder angehoben, um damit die massiv gestiegene Inflation zu bekämpfen⁶⁷. Nach insgesamt zehn Erhöhungen lag der Hauptleitzins (Zinssatz für Refinanzierungsgeschäfte der Banken) seit dem 14.09.2023 bei 4,5 %, diese Höhe galt zuletzt im Jahr 2001.

Er verblieb auf diesem Niveau bis zur ersten Zinssenkung am 12. Juni 2024 und liegt seit dem 17. Oktober 2024 bei 3,4 % - vgl. hierzu auch die Grafik im Abschnitt 3.3. Die Einlagefazilität, die für die Kapitalanlage von Versicherungsunternehmen eine Bedeutung hat, wurde zu diesem Zeitpunkt ebenfalls auf 3,25 % gesenkt. Gründe für die Senkung der Zinssätze waren das Zurückgehen der Inflation sowie die Hoffnung, durch vergünstigte Finanzierungskosten positiv auf die konjunkturelle Lage in Europa einwirken zu können, vgl. hierzu auch die steigenden Insolvenzzahlen in Deutschland im Abschnitt weiter oben. Auch wenn die Inflationsdaten mit aktuell 1,6 % unter dem von der EZB anvisierten durchschnittlichen Ziel liegen, ordnen Kritiker die erneute Zinssenkung als problematisch ein⁶⁸, da die Kerninflation weiterhin bei 2,7 % liegt (Inflationsdaten jeweils September 2024), vgl. Kapitel 3.2.

Die Geldpolitik der Federal Reserve Bank (Fed), also der US-amerikanischen Notenbank, war der EZB in 2022 sowohl bei den Anleihekaufprogrammen und bei den Zinserhöhungen zeitlich voraus. Die Leitzinsen wurden dort innerhalb von 16 Monaten elf Mal angehoben, sodass der Leitzins bis zum 18. September 2024 innerhalb einer Spanne von 5,25 % bis 5,5 % lag.

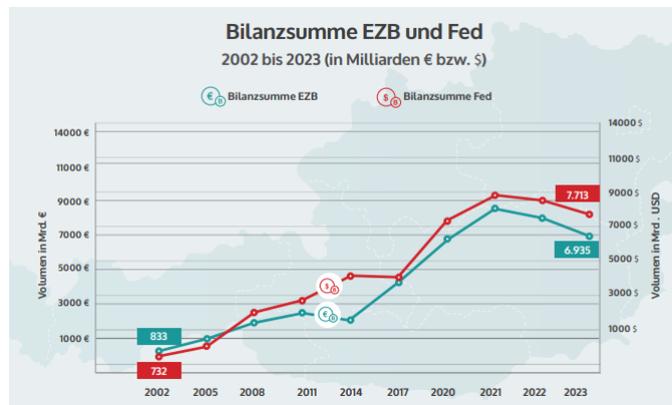
Seit dem 19. September 2024 liegt der Leitzins dort bei 4,75 % bis 5 %, und die Senkung erklärt sich analog zu den Senkungen der EZB aus dem Zurückgehen der Inflation sowie konjunkturellen Erwägungen.

⁶⁶ Infografik: IWF-Prognose: Deutschland bleibt Konjunktur-Schlusslicht | Statista, aufgerufen am 16.09.2024

⁶⁷ <https://www.deutschlandfunk.de/leitzins-ezb-verbraucher-zinserhoehung-100.html>, aufgerufen am 28.10.2023

⁶⁸ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/finanzen/ezb-ratssitzung-slowenien-zinsen-100.html>, abgerufen am 21.10.2024

Eine gesamthafte Darstellung der zeitlichen Entwicklung der Zinsschritte von EZB und Fed findet sich in Abschnitt 3.3. Wie auch in Europa hinterlässt die Politik des Quantitative Easing und der anschließenden abrupten Abkehr von der ultra-lockeren Geldpolitik auch auf der Bilanz der Fed ihre Spuren. So haben sich die Bilanzsummen beider Zentralbanken nach dem Erreichen des Maximums in 2021 mittlerweile wieder leicht reduziert, s. folgende Abbildung.



Quelle: infina, Stand: 21.10.2024⁶⁹

Der Rückgang der Bilanzsumme der EZB ist vorrangig auf fällig werdende Anleihen aus den Anleihekaufprogrammen APP (beendet Juni 2023) und PEPP (beendet März 2022) zurückzuführen.

Stand Ende Oktober 2024 ist ein weiteres Abschmelzen zu beobachten, die aktuelle Bilanzsumme der EZB beträgt 6,4 Bio. Euro und die der Fed 7,1 Bio. USD.

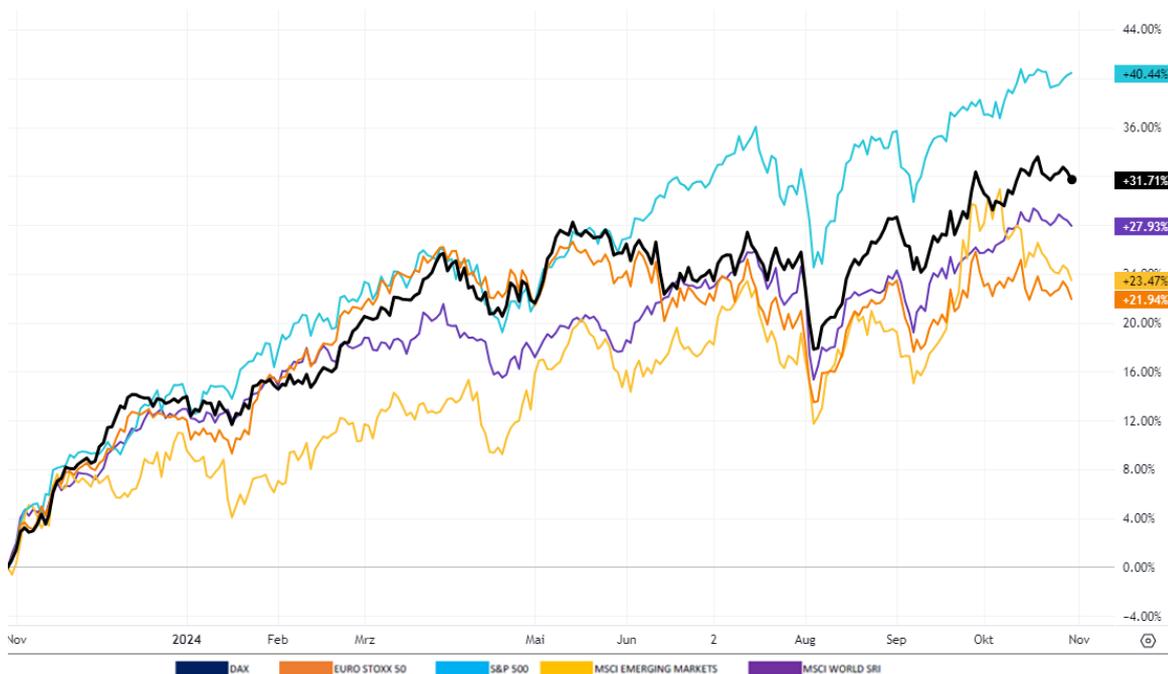
Entwicklung der Aktienmärkte

Die Aktienmärkte reagierten auch im Jahr 2024 auf zahlreiche Entwicklungen in der Welt. Bedeutende und neu in 2024 hinzugekommene Einflussfaktoren sind die (zum Teil) zurückgegangene Inflation, Einleiten einer „Zinswende“ durch Leitzinssenkungen der großen Notenbanken, aber auch eine gebremste Euphorie bei Künstlicher Intelligenz.

Die großen Aktienmärkte befinden sich seit Ende Oktober 2023 im Wesentlichen im Aufwärtstrend mit deutlich Zuwächsen, zwischenzeitlich eher mit Seitwärtsbewegungen. Nichtsdestotrotz ist Skepsis und Nervosität am Markt bezüglich des weiteren Verlaufs weiterhin vorhanden.

Exemplarisch hier die Entwicklung fünf großer Indizes in 2024 (vgl. Abschnitt 3.8 zur Performance nachhaltiger Aktien-Indizes):

⁶⁹ https://www.infina.at/fileadmin/content/trends/pdf_trends/Bilanzsumme-EZB-und-Fed-seit-2002-trend-chart.pdf, aufgerufen am 21.10.2024



Quelle: boerse.frankfurt.de⁷⁰

Im ersten Halbjahr 2024 entwickelten sich der MSCI Emerging Markets und MSCI World SRI (als Vertreter von Nachhaltigkeits-Indizes) gegenüber den anderen drei aufgeführten Indizes etwas weniger positiv.

Anfang August kam es zu großen Kursverlusten an den internationalen Börsen, ausgehend von der japanischen Börse. Am 5. August, der daraufhin als „schwarzer Montag“ bezeichnet wurde, verlor der japanische Nikkei 12,5%. Auch beispielsweise DAX und S&P 500 verloren deutlich (ca. 2-3%). Als Hauptgrund gilt vor allem eine Realisierung von Fremdwährungsrisiken bei Carry-Trades mit dem japanischen Yen. Dieser erfuhr Ende Juli nach einer für viele überraschenden Zinssteigerung der Bank of Japan (BoJ) eine deutliche Aufwertung⁷¹. Aber auch schwache US-Konjunkturdaten und die aus Sicht von Anlegern zu späten Reaktionen der Fed sowie deutlich abgeschwächte Euphorie beim Thema Künstliche Intelligenz wirkten sich aus^{72, 73}. Die Verluste des 5. August 2024 konnten allerdings innerhalb weniger Tage wieder aufgeholt werden.

Am 19.07.2024 hat der Ausfall von Computern weltweit für Störungen gesorgt. Auslöser war ein fehlerhaftes Software-Update für die Cybersicherheitssoftware "Falcon Sensor" der amerikanischen IT-Sicherheitsfirma CrowdStrike, das Abstürze beim PC-Betriebssystem Microsoft Windows verursacht hat⁷⁴. Die CrowdStrike-Aktie verlor daraufhin deutlich, größere Auswirkungen auf die Aktienmärkte hatte dieses Event aber nicht.

⁷⁰ <https://www.boerse-frankfurt.de/index/dax/charts>, aufgerufen am 30.10.2024

⁷¹ <https://www.finanzen.net/nachricht/devise/vermoegensverwalter-kolumne-carry-traders-der-crash-vom-5-august-2024-13778559>, aufgerufen am 30.09.2024

⁷² <https://www.wiwo.de/finanzen/boerse/leben-mit-aktien-die-vier-gruende-fuer-den-manic-monday-an-den-boersen/29939106.html>, aufgerufen am 30.09.2024

⁷³ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/digitales/kurseinbruch-tech-aktien-100.html>, aufgerufen am 30.09.2024

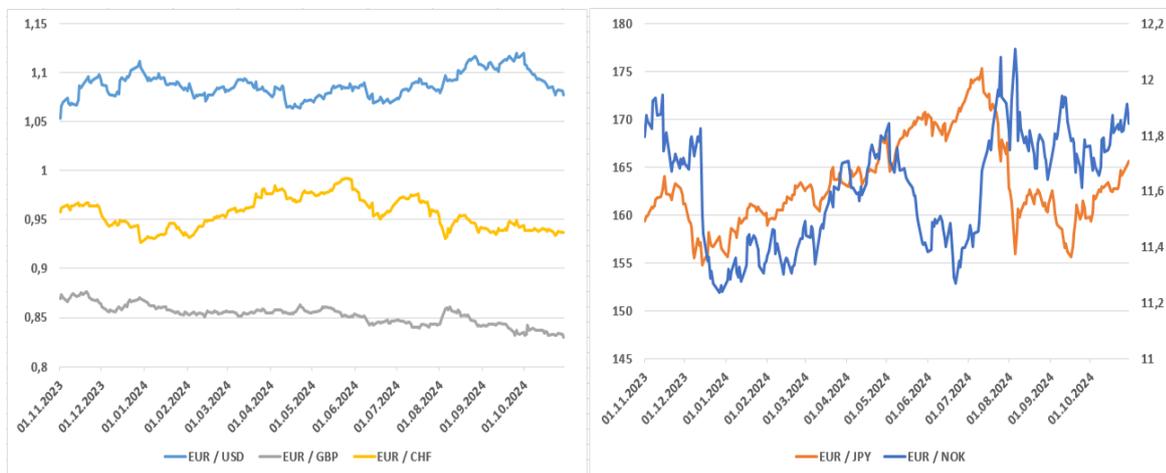
⁷⁴ <https://www.zdf.de/nachrichten/wirtschaft/crowdstrike-microsoft-cloud-computer-panne-kipker-faq-100.html>, aufgerufen am 30.09.2024

Die zum Zeitpunkt der Fertigstellung dieses Ergebnisberichts noch ausstehende US-Präsidentenwahl am 05.11.2024 kann sich auf die Aktienmärkte auswirken. Möglicherweise ist der Einfluss der Wahl auf die Märkte aber eher gering⁷⁵. Statistisch sind die Wahljahre in den USA nicht die besten Börsenjahre, insbesondere bedingt durch eine gewisse Unsicherheit. Am besten schneidet statistisch das dritte Jahr einer Regierungszeit ab, das nach abgeschlossenen Zwischenwahlen und noch entfernter nächster Präsidentschaftswahl⁷⁶ offenbar mehr Sicherheit bietet. Der sogenannte Fear & Greed Index von CNN bildet die Stimmung an den Aktienmärkten anhand großer US-amerikanischer Indizes ab.⁷⁷

Nachdem die Aktienindizes ihre positive Entwicklung der letzten beiden Monate in 2023 auch im ersten Quartal 2024 fortgesetzt haben, hat sich anschließend die Euphorie etwas abgeschwächt. Der negative Ausschlag Anfang August („Schwarzer Montag“ am 5. August 2024, s.o.) verbunden mit der schnellen Aufholung ist zu erkennen. Im September 2024 war, einhergehend mit den Zinssenkungen der großen Notenbanken, ein deutlicher Aufwärtstrend zu erkennen.

Entwicklung von Wechselkursen

Im Folgenden wird die Entwicklung der Wechselkurse des Euro mit ausgewählten Währungen von November 2023 bis Oktober 2024 dargestellt:



Quelle: EZB⁷⁸

Im Wesentlichen war in den ersten drei Quartalen 2024 jeweils eine Seitwärtsbewegung des Wechselkurses zwischen Euro (EUR) und US-Dollar (USD), Euro und britischem Pfund (GBP) sowie Euro und Schweizer Franken (CHF) zu beobachten.

Zur Einschätzung der Stärke oder Schwäche des Euros bzw. des US-Dollars können möglicherweise auch der Euro Currency Index (EUR_I) bzw. der U.S. Dollar Index (USDIX) helfen. Dabei wird dem Euro bzw. US-Dollar einem Währungskorb verschiedener Währungen gegenübergestellt.

⁷⁵ <https://www.finanzen.net/nachricht/aktien/presidentschaftswahlen-alles-nur-heisse-luft-wie-wichtig-die-us-wahlen-wirklich-fuer-die-aktienmarktentwicklung-sind-13809286>, aufgerufen am 30.09.2024

⁷⁶ <https://www.wiwo.de/finanzen/boerse/zschabers-boersenblick-wie-sich-der-us-wahlkampf-auf-die-boerse-auswirkt/29497464.html>, aufgerufen am 30.09.2024

⁷⁷ <https://edition.cnn.com/markets/fear-and-greed>, aufgerufen am 30.09.2024

⁷⁸ https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/index.de.html, aufgerufen am 30.10.2024

Größere Schwankungen traten in 2024 insbesondere bei den Wechselkursen zwischen Euro und Japanischem Yen (JPY) sowie zwischen Euro und Norwegischer Krone (NOK) auf:

- In der ersten Jahreshälfte stieg der Wechselkurs EUR / JPY sukzessive an bis auf 175, anschließend fiel der Kurs innerhalb eines Monats deutlich auf 156. Maßgeblichen Anteil an der Aufwertung des Yen im zweiten Halbjahr hatte die Entscheidung der Bank of Japan (BoJ), Ende Juli 2024 ihre Geldpolitik deutlich anzupassen und den Leitzins um 25 Basispunkte anzuheben. Die Aufwertung des Yen führte bei vielen „Carry-Trades“ zur Realisierung von Fremdwährungsrisiken und war damit ein Auslöser der massiven Kursverluste an den großen Aktienmärkten Anfang August („Schwarzer Montag“ am 5. August 2024, siehe auch vorangegangenen Abschnitt zu Aktienmärkten)⁷⁹. Anschließend bewegte sich der Kurs im Wesentlichen seitwärts und wieder auf Jahresanfangsniveau.
- Mediale Aufmerksamkeit erhielt auch die Entwicklung der norwegischen Krone. Gegenüber dem EUR und USD war sie Mitte 2024 so schwach wie lange nicht mehr. Als mögliche Gründe werden mangelnde Liquidität der NOK am Devisenmarkt sowie eine gestiegene Zinsdifferenz zu USA und zur Eurozone genannt⁸⁰.

Zur Risikominderung bzw. Hedging der Fremdwährungsrisiken können Derivate genutzt werden.⁸¹

Auf der anderen Seite können mit diesen Derivaten durch vorhandene Zinsdifferenzen in den unterschiedlichen Währungsräumen zusätzliche Erträge entstehen, auch nach Hedgingkosten. Die Intention von Carry-Trades, durch die Anfang August 2024 signifikante Turbulenzen an den Börsen mitverursacht wurden, besteht genau darin Zinsdifferenzen in unterschiedlichen Währungsräumen zur Ertragssteigerung zu nutzen.

Entwicklungen auf dem Immobilienmarkt

Der starke Preisrückgang am deutschen Immobilienmarkt im Jahr 2023 und auch zu Beginn des Jahres 2024 scheint zuletzt gestoppt zu sein. Die Krise am Immobilienmarkt zeigt sich nun aber auch in verstärkten Großinsolvenzen in der Immobilienbranche. Die BaFin adressierte erhöhte Kreditrisiken im Bereich der gewerblichen Immobilienfinanzierungen⁸².

Für detaillierte Ausführungen sei auf den ausführlichen Abschnitt 3.7. zu Immobilien und verwandte Assetklassen verwiesen.

3.2. Inflation

Nachdem in 2023 im Jahresdurchschnitt noch eine Inflation von 5,9 % zu beobachten war, sank im Laufe des Jahres die Inflation bis sie im August 2024 mit 1,9 % erstmals seit dem März 2021 wieder unter 2 % sank. Im September 2024 ist die Inflation noch weiter auf 1,6 % gesunken. „Insbesondere die erneuten Preisrückgänge bei Energie dämpften die Inflationsrate im September 2024 stärker als in den Monaten zuvor. Demgegenüber wirken die weiterhin überdurchschnittlichen Preiserhöhungen bei Dienstleistungen inflationstreibend.“, sagt Ruth Brand, Präsidentin des Statistischen Bundesamtes dazu. Wie das Statistische Bundesamt (Destatis) mitteilt, blieben die Verbraucherpreise im September 2024 gegenüber dem Vormonat August 2024 mit einer Veränderung von 0,0 % stabil.

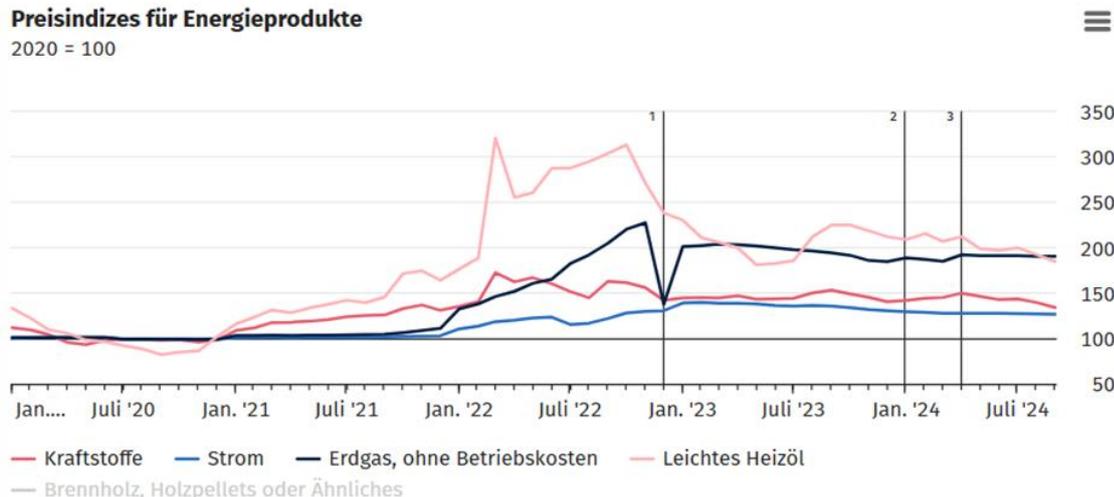
⁷⁹ <https://www.finanzen.net/nachricht/devisen/vermoegensverwalter-kolumne-carry-traders-der-crash-vom-5-august-2024-13778559>, aufgerufen am 30.09.2024

⁸⁰ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/weltwirtschaft/norwegische-krone-waehrung-absturz-100.html>, aufgerufen am 30.10.2024

⁸¹ https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2022/fa_bj_2202_Derivate.html, aufgerufen am 15.10.2024. Für Vertiefung: <https://www.qx-club.de/ARCHIV/>, aufgerufen am 15.10.2024
qx-Club „FX Hedging Analyse von Risiken und Chancen“ von Dr. Ulrich Clarenz vom 24.01.2024

⁸² BaFin - Risiken im Fokus 2024 - Risiken im Fokus 2024, aufgerufen am 23.10.2024

Nach -5,1 % im August 2024 lagen die Preise für Energieprodukte im September 2024 mit -7,6 % noch einmal niedriger als der schon sehr niedrige Wert im Vorjahresmonat. Zu der Entwicklung haben vor allem die gesunkenen Preise für Kraftstoffe (-12,6 %) und Haushaltsenergie (-4,0 %) beigetragen. Innerhalb der Haushaltsenergie gibt es allerdings unterschiedliche Entwicklungen. Während bei den meisten Energieträgern sinkende Preise zu beobachten waren, sind die Kosten für Fernwärme innerhalb eines Jahres um 31,8 % gestiegen.



Quelle: Statistisches Bundesamt⁸³

Nachdem die Preise für Nahrungsmittel im Vorjahr noch ein Preistreiber waren, liegen sie inzwischen mit einer Erhöhung der Preise um 1,6 % im September 2024 gegenüber des Vorjahresmonats unterhalb der Gesamtteuerung.

Um 3,8 % lagen im September 2024 die Preise für Dienstleistungen über dem Niveau des Vorjahresmonats. Von September 2023 bis September 2024 erhöhten sich Preise vor allem für Versicherungen (+12,9 %, darunter Versicherungen für den Verkehr: + 25,8 %), für Dienstleistungen sozialer Einrichtungen (+7,7 %) und für Gaststättendienstleistungen (+6,7 %). Auch die Wartung und Reparatur von Fahrzeugen ist mit + 5,5 % deutlich teurer geworden.

Weitere Details können z.B. über das Preiskaleidoskop⁸⁴ des Statistischen Bundesamtes eingesehen werden.

Inflationsraten beziehen sich auf einen bestimmten Warenkorb. In der Pressemitteilung führt das Statistische Bundesamt beispielsweise aus: Der Verbraucherpreisindex (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 Jahr 2022 sowie der anschließende Rückgang in den letzten beiden Jahren ist in nachfolgender Grafik dargestellt:

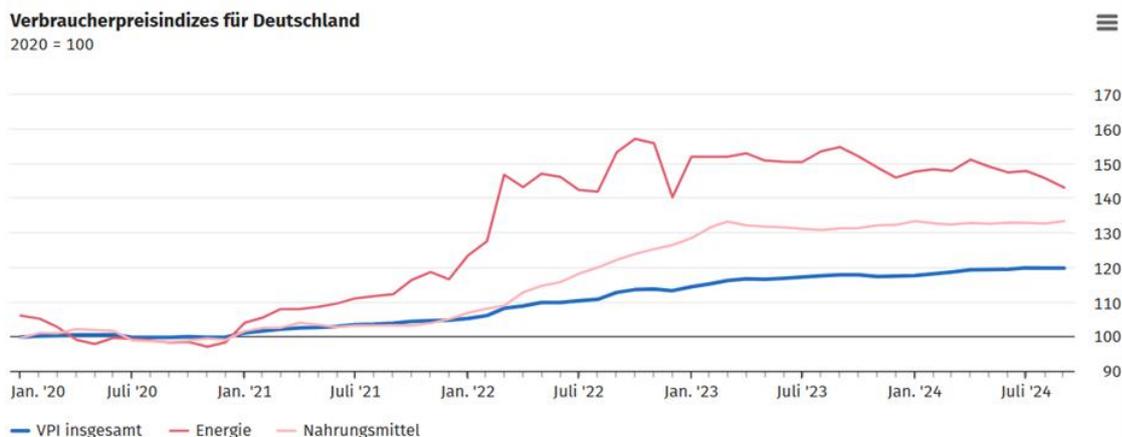
⁸³ Inflationsrate im August 2024 bei +1,9 % - Statistisches Bundesamt (destatis.de), aufgerufen am 17.09.2024

⁸⁴ Preis-Kaleidoskop des Statistischen Bundesamtes (destatis.de)



Quelle: Statistisches Bundesamt⁸⁵

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



Quelle: Statistisches Bundesamt⁸⁶

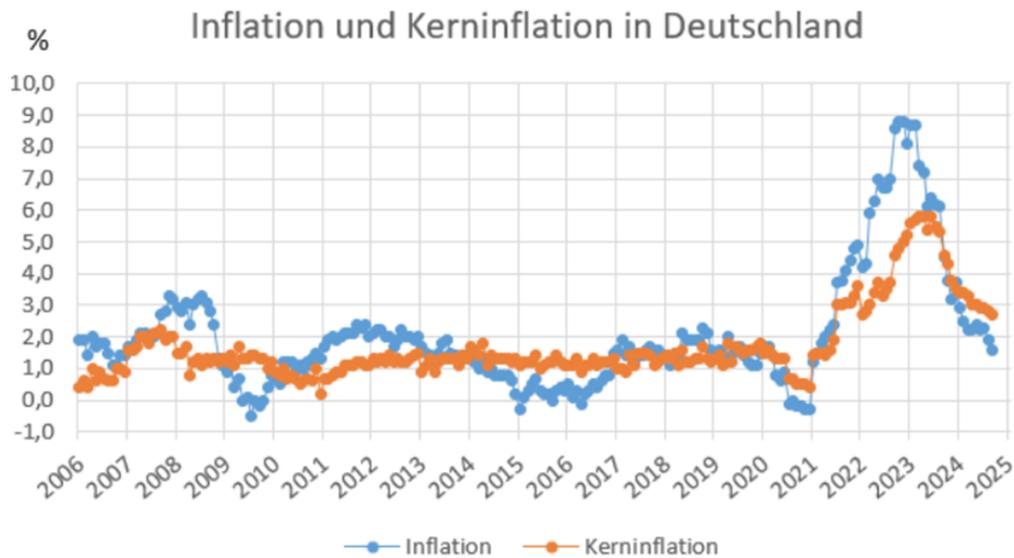
In der Öffentlichkeit ist der Verbraucherpreisindex die wichtigste Bezugsgröße, die vom Statistischen Bundesamt monatlich erhoben wird und auch in den Medien jeweils ausführlich analysiert wird. Für die EZB spielt bei der gesamtwirtschaftlichen Betrachtung die sog. Kerninflation⁸⁷ eine wichtige Rolle. Hierunter versteht man die Inflationsrate ohne den Beitrag von Energie und Nah-

⁸⁵ Statistisches Bundesamt Deutschland - GENESIS-Online: Ergebnis - 61111-0002 (destatis.de), aufgerufen am 20.10.2024

⁸⁶ Inflationsrate im September 2024 bei +1,6 % - Statistisches Bundesamt (destatis.de), aufgerufen am 20.10.2024

⁸⁷ Der Begriff stammt von dem deutschen Ökonom Otto Eckstein (1981)

rungsmittel. Die Kerninflationsrate in Deutschland lag im September 2024 bei 2,7 %. Der historische Vergleich der Entwicklung der Inflation und der Kerninflation in Deutschland ist nachfolgend dargestellt.



Quelle: mehrwertsteuerrechner.de (Datenquelle: destatis.de)⁸⁸

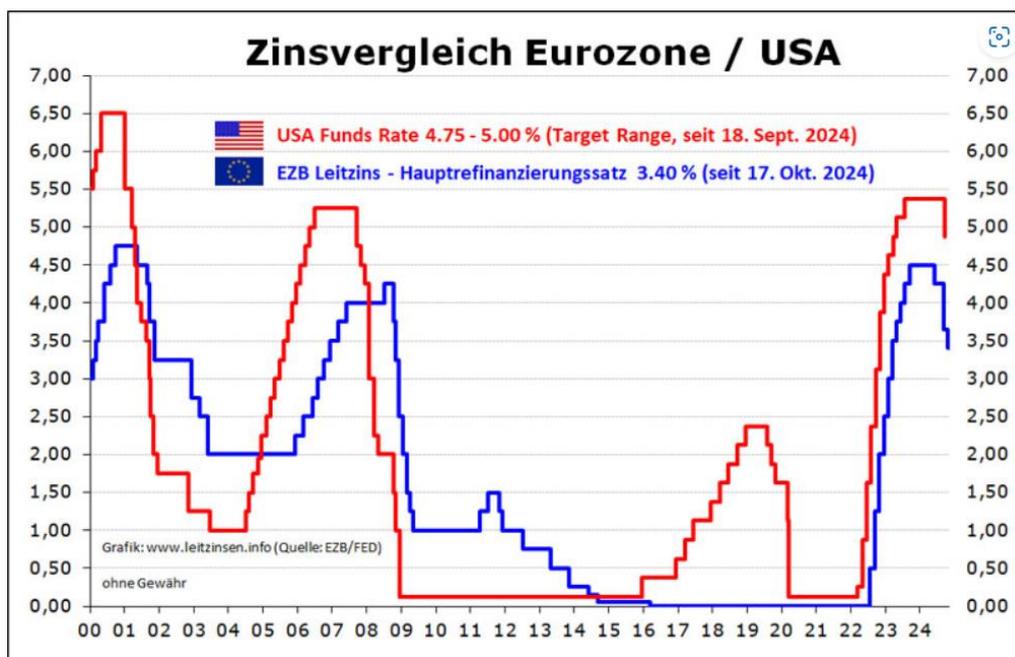
3.3. Renditen festverzinslicher Kapitalanlagen

Das Jahr 2024 ist bislang geprägt durch einen Rückgang der Inflation (vgl. Abschnitt 3.2 für weitere Details) und damit einhergehend einer Anpassung der Geldpolitik der Notenbanken. Für die Assetklasse fixed income bedeutete dies einen Rückgang der Renditen. Es bieten sich aber Chancen auf Verzinsungen in der Neuanlage, die unternehmensindividuell noch über den durchschnittlich eingegangenen Bestandsgarantien liegen können.

Leitzins

Der vorab dargestellte Verlauf der Inflation hat dazu geführt, dass die Notenbanken begonnen haben, die Leitzinsen nicht weiter zu erhöhen bzw. diese wieder zu senken:

⁸⁸ Kerninflation Deutschland August 2024=2,8%, EU 2,8%. Prognose (mehrwertsteuerrechner.de), aufgerufen am 23.10.2024



Quelle: leitzinsen.info⁸⁹, Stand 18.Oktober 2024

Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte der Europäischen Zentralbank (EZB) wurde seit Anfang 2023 von 2,5 % bis zum 20. September 2023 sukzessive auf 4,5 % angehoben. Im Zuge des Rückgangs der Inflation im Laufe des Jahres 2024 vollzog die EZB erste Senkungsschritte. Dementsprechend werden sich der Zinssatz für die Einlagefazilität sowie die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und für die Spitzenrefinanzierungsfazilität mit Wirkung zum 23. Oktober 2024 auf 3,25 %, 3,40 % bzw. 3,65 % belaufen.⁹⁰ Die Federal Funds Target Rate lag am Jahresanfang bei 5,25% - 5,50 %. Im September 2024 wurde diese Rate zum ersten Mal in diesem Jahr gesenkt und steht seitdem bei 4,75% - 5,00 %.⁹¹

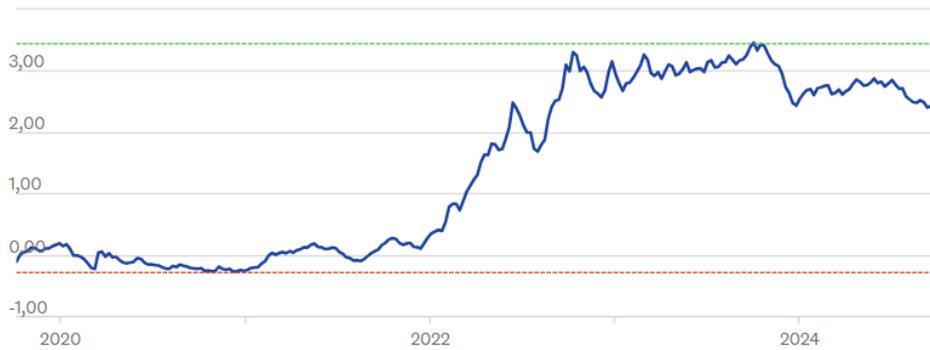
10y-Swap-Satz

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 2024 gegenüber Ende 2023 um ca. 0,12 %-Punkte leicht gefallen. Ende 2023 lag der Swap-Satz bei 2,54 %. Der Stand nach den ersten neun Monaten des Jahres 2024 betrug 2,42 %. Nachfolgend ist die Entwicklung des 10-jährigen Swap-Satz dargestellt:

⁸⁹ www.Leitzinsen.info aufgerufen am 6. Oktober 2024

⁹⁰ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.mp241017~aa366eaf20.de.html#:~:text=EZB%2DLeitzinsen,-Der%20EZB%2DRat&text=Dementsprechend%20werden%20sich%20der%20Zinssatz,.%203%2C65%20%25%20belaufen>, aufgerufen am 18.10.2024

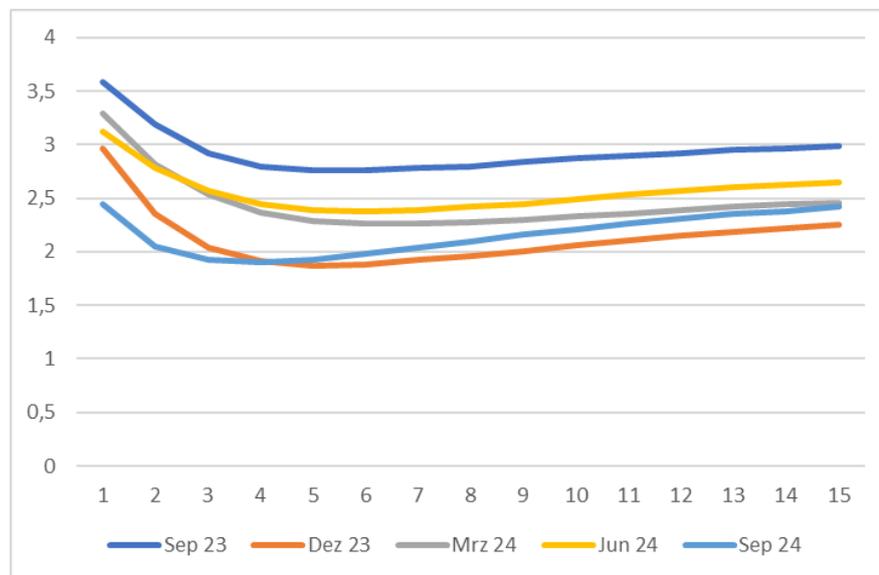
⁹¹ <https://www.mehrwertsteuerrechner.de/notenbanken/fed-leitzins/>, aufgerufen am 18.10.2024



Quelle: boersen.manager-magazin.de⁹², Stand September 2024

Inverse Zinsstrukturkurve

Die nächste Graphik zeigt im Jahresverlauf die Entwicklung der Zinsstruktur für börsennotierte Bundeswertpapiere am Rentenmarkt für eine Laufzeit von 1 bis 15 Jahren zu verschiedenen Zeitpunkten.



Quelle: Deutsche Bundesbank Kapitalmarktstatistik Capital Market Statistics⁹³

Für die Laufzeiten 1 bis 3 Jahre sieht man einen durchschnittlichen Rückgang um 1,00 %, für die Laufzeiten 10 – 15 Jahre 0,61 %. Langlaufende Anleihen werfen einen geringeren Zinskupon ab als kürzere, die Zinsstrukturkurve weist einen inversen Verlauf auf. Allerdings hat sich die Inversität der Zinsstrukturkurve abgeschwächt.

Inverse Zinskurven spiegeln in der Regel eine gewisse Sorge von Anlegern ob der weiteren konjunkturellen Entwicklung wider, so dass sie lieber „kurz gehen“.⁹⁴

⁹² <https://boersen.manager-magazin.de/kursinformation/XC0009683662/> aufgerufen am 6. Oktober 2024

⁹³ <https://www.bundesbank.de/resource/blob/650724/48e9aa3090ded29010ce6049b425d533/mL/zsbwp-data.pdf>, aufgerufen am 04.11.2024

⁹⁴ <https://www.assekurata.de/2023/03/23/zinswettbewerb-bei-einmalbeitragen-karten-werden-neu-gemischt/>, aufgerufen am 27.10.2023

Staatsanleihen

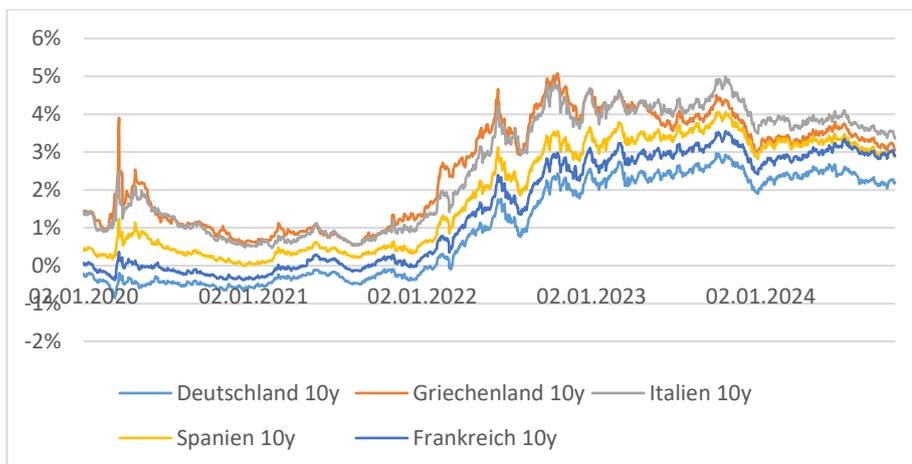
Die Renditen von Staatsanleihen veränderten sich entsprechend leicht. Die Rendite 10-jähriger deutscher Bundesanleihen sind seit Anfang des Jahres annähernd konstant, und haben sich nur wenig von 2,02 % auf 2,13 % erhöht.

Die folgende Graphik zeigt die Entwicklung der Renditen von Bundeswertpapieren ausgewählter Laufzeiten:



Quelle: Statistisches Bundesamt (dashboard-deutschland.de)⁹⁵

Die monatliche Entwicklung der Renditespreads ausgewählter Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit gegenüber Deutschland ist in nachfolgender Grafik aufgeführt:



Quelle: Investing.com ⁹⁶

Der Unterschied zwischen den Renditen der nach Bonitätsnoten sicheren deutschen Anleihen und den italienischen, liegt derzeit bei rund 120 Basis- oder 1,2 %-Punkten.

⁹⁵ https://www.dashboard-deutschland.de/indicator/data_umlaufrenditen_bundesanleihen?origin=dash-board&db=finanzmaerkte&category=wertpapiere_finanzen, aufgerufen am 6. Oktober 2024

⁹⁶ <https://de.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield>, aufgerufen am 20. Oktober 2024

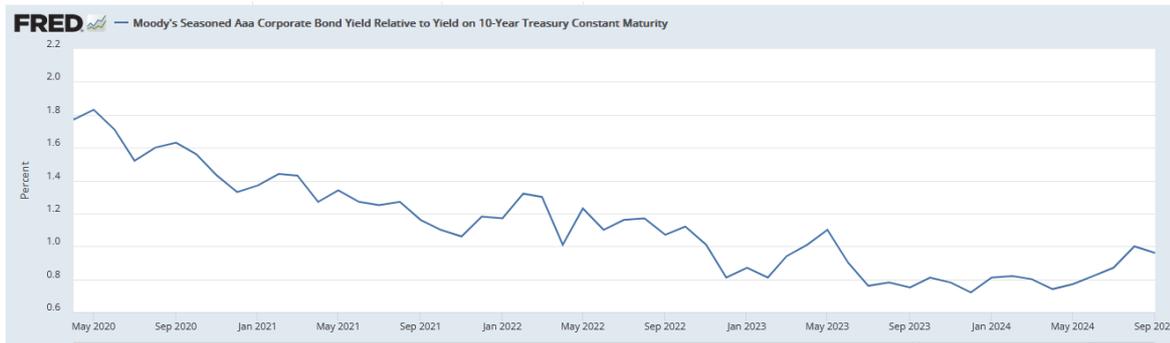
Unternehmensanleihen

Die folgende Graphik zeigt die Entwicklung der Umlaufrenditen von deutschen Staats- und Unternehmensanleihen auf Basis einer gewichteten durchschnittlichen Rendite ausgewählter Anleihen.⁹⁷



Quelle: Statistisches Bundesamt (dashboard-deutschland.de)⁹⁸

Folgende Graphik zeigt den Verlauf der Spreads auf amerikanische Unternehmensanleihen bester Bonität (Moody's Aaa) gegenüber 10-jährigen US-Staatsanleihen.



Quelle: Federal Reserve Bank of St.Louis⁹⁹

Die Spreads haben sich im Jahr 2024 bei geringer Volatilität im Wesentlichen seitwärts bewegt. Dennoch bestehen auch weiterhin Kreditrisiken aufgrund der vorab beschriebenen Entwicklungen, insbesondere Ukraine-Krieg, Entwicklung von Energiekosten und Inflation.

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 2024 geben. Bei Unternehmensanleihen ist zu beachten, dass insbesondere für längere Laufzeiten das Risiko gegenüber Staatsanleihen häufig deutlich erhöht eingeschätzt wird.

⁹⁷ https://www.dashboard-deutschland.de/indicator/data_staats_und_unt_anleihen?origin=dashboard&db=finanzmaerkte&category=wertpapiere_finanzen, aufgerufen am 6. Oktober 2024

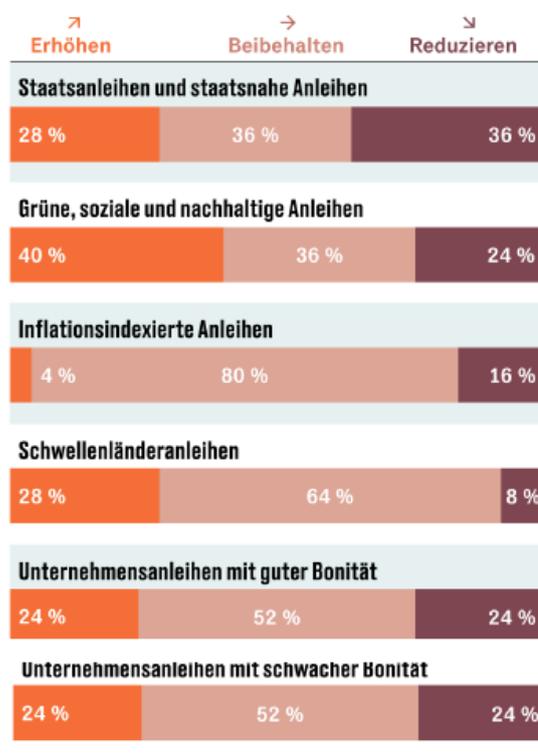
⁹⁸ https://www.dashboard-deutschland.de/indicator/data_staats_und_unt_anleihen?origin=dashboard&db=finanzmaerkte&category=wertpapiere_finanzen, aufgerufen am 6. Oktober 2024

⁹⁹ <https://fred.stlouisfed.org/series/AAA10YM>, aufgerufen am 18. Oktober 2024

Laut einer aktuellen Umfrage von Blackrock, an der 25 Versicherer in Deutschland teilgenommen haben, plant mehr als die Hälfte weniger Anleihekäufe für die nächsten zwei Jahre. Dies ist unter anderem eine Folge der weltweit sinkenden Leitzinsen. Während die deutschen Versicherer zurückhaltend in Bezug auf Staatsanleihen sind, bleiben Unternehmensanleihen aufgrund der höheren Rendite weiter wichtig. Gegenüber deutschen Bundesanleihen liegen die durchschnittlichen Renditeaufschläge von auf Euro lautenden Anleihen von Unternehmen mit guter Bonität derzeit im Schnitt bei 1,1 Prozentpunkten. Anleihen mit schwächerer Bonität (High-Yield-Bonds) bieten im Schnitt 3,5 Prozentpunkte mehr Rendite bei höherem Ausfallrisiko. Am deutlichsten ausbauen wollen die deutschen Versicherer ihre Investitionen in Green Bonds und Social Bonds um klimafreundliche Projekte zu finanzieren und zum Beispiel Bildung, sozialen Wohnungsbau oder Gesundheit zu fördern.¹⁰⁰

Anleiheportfolios in Deutschland

Geplante Änderungen der Versicherer in Deutschland in den Anleiheportfolios in den nächsten zwölf bis 24 Monaten; Angaben in Prozent der Befragten¹



Umfrage von Juni bis September 2024 unter 25 Versicherern in Deutschland (410 weltweit); 1) Auswahl aus den Angaben
HANDELSBLATT • Quelle: Blackrock

Quelle: Handelsblatt, 2024 Global Insurance Report

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 Aktuars¹⁰¹ näher ausgeführt wird.

¹⁰⁰ <https://www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/trends/global-insurance-report-so-reagieren-die-groessten-investoren-auf-die-zinswende/100075460.html>, aufgerufen am 15.10.2024

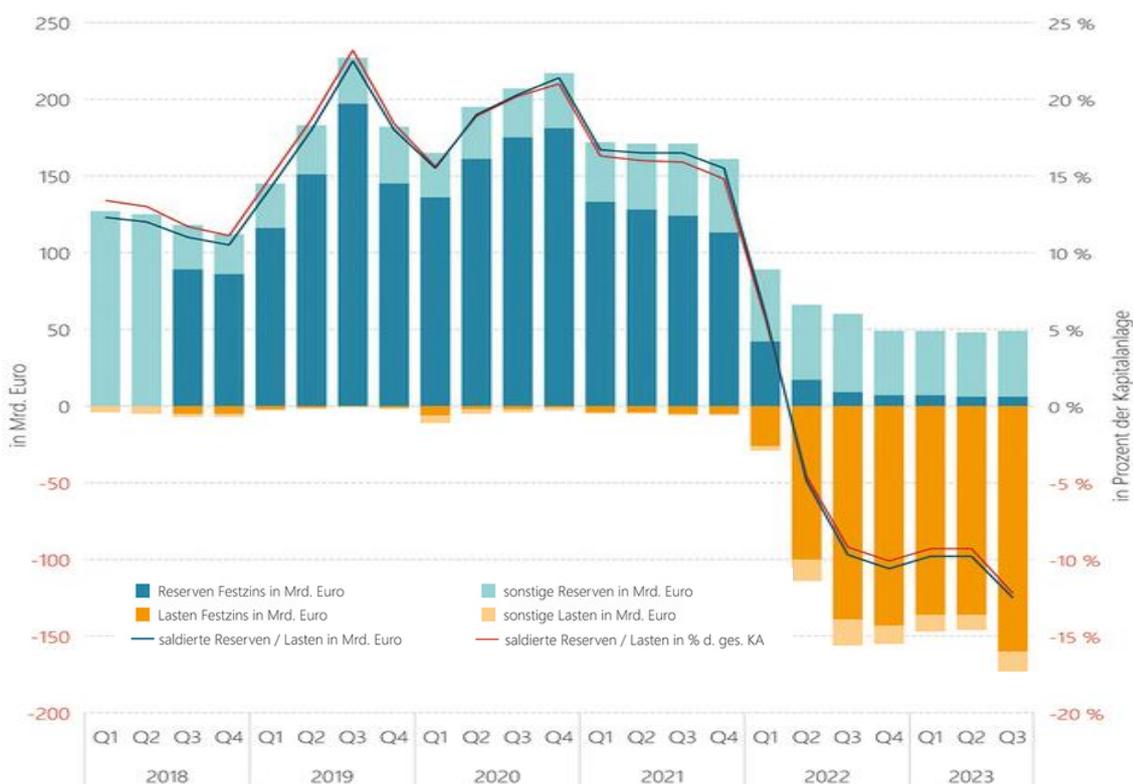
¹⁰¹ https://aktuar.de/ergebnisberichteundfachgrundsätze/2017-12-20_DAV-Hinweis_Anlagerisiken.pdf, aufgerufen am 05.10.2024

BaFin LVU-Prognoserechnung

Für die alljährliche mehrjährige Prognoserechnung auf Basis des Kapitalmarkts per 30. September 2024 hat die BaFin Anfang Oktober 2024 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 85 bp für Non-Financials einer Bonität von A vorgegeben. Für Aktien, Beteiligungen und Immobilien wird ein Total-return von 3,0 % vorgegeben. Für die Projektion der ZZR ist für die ersten 2 Jahre der Referenzzins von 1,57 % vorgegeben, der im 3. Projektionsjahr ansteigt und im Jahr 2027 bei 1,58 % liegt. Im Jahr 2028 steigt der Referenzzinssatz nochmal auf 1,65 %.

3.4. Stille Lasten

Eine deutliche Zinswende liegt hinter der Versicherungsbranche. Im laufenden Jahr war die Zinsbewegung zunächst seitwärts, seit dem dritten Quartal sinkend, jedoch weiter auf einem hohen Niveau. Die Marktwertänderungen bei festverzinslichen Anlagen haben zum Abschmelzen von Bewertungsréserven und dem Aufbau von stillen Lasten insbesondere für Lebensversicherer geführt.



Quelle: BaFin¹⁰²

¹⁰² https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Fokusrisiken/Fokusrisiken_2024/RIF_1_Zinsanstieg/RIF_1_Zinsanstieg_Artikel.html, aufgerufen am 25.10.2024

Nach Auswertungen von Assekurata lagen die stillen Lasten Ende 2023 branchenweit bei 75 Mrd. € nach 105 Mrd. € im Vorjahr.¹⁰³ Die Bewertungsreservequote hat sich von -10,1% auf -7,4% verbessert.¹⁰⁴ Bei den einzelnen Versicherungsunternehmen ist die jeweilige Kapitalanlagestruktur maßgeblich für die Unterschiede in den Reservequoten, die jedoch aktuell bei fast allen weiter im negativen Bereich sind. Darüber hinaus können bei der Durchschau von Fonds weitere nennenswerte Lasten auf einzelne Vermögensgegenstände unterschiedlicher Assetklassen bestehen, die durch Verrechnung mit Reserven auf dem Fonds saldiert nicht unmittelbar sichtbar sind. Stille Lasten engen den Handlungsspielraum der Versicherer bei der Kapitalanlage ein, sind aber nicht ergebniswirksam, sofern die Kursverluste der Wertpapiere zinsbedingt sind und die Unternehmen die Kapitalanlagen bis zur Endfälligkeit halten können.¹⁰⁵ Dennoch stellen sie eine Herausforderung dar, höhere Marktzinsen am Kapitalmarkt in der Neuanlage zu vereinnahmen. Auch durch den teilweisen Verkauf von Anleihen können stille Lasten in den Büchern reduziert werden. Dies ist deshalb erschwert, weil viele Lebensversicherer im vergangenen Niedrigzinsumfeld die Struktur ihrer Kapitalanlagen verändert haben. Auf der Suche nach höheren Renditen wurde zunehmend in illiquide Anlagen investiert, zum Beispiel in Immobilien, Private Equity oder Private Debt. Stille Lasten und illiquide Anlagen können es aktuell erschweren, Kapital in höher verzinsten Papieren umzuschichten.

Die Versicherungsbranche hat sich nach Ansicht der BaFin als stabil in der Zinswende erwiesen, jedoch bleiben Risiken aus signifikanten Zinsanstiegen ein Fokus-Risiko für das Jahr 2024. Bei einem weiteren Zinsanstieg oder einer stärkeren Inversion der Zinsstrukturkurve könnten sich die Zinsrisiken für Versicherungsunternehmen, die aufgrund ihrer Geschäfts- und Anlagepolitik besonders exponiert sind und nicht ausreichend gegengesteuert haben, wieder verschärfen. Die Wahrscheinlichkeit weiterer signifikanter Zinsanstiege ist im laufenden Jahr jedoch gesunken.¹⁰⁶ Weitere am Kapitalmarkt derzeit erwartete Zinssenkungen könnten bereits eingepreist sein.

Grundsätzlich haben die höheren Zinsen die wirtschaftliche Lage der Lebensversicherer mittel- und langfristig verbessert. Mit steigendem Referenzzinssatz wird sich die Zinszusatzreserve weiter auflösen (siehe auch Abschnitt 3.6) und damit das Zinsergebnis stärken. Die unternehmensindividuelle Neu- und Wiederanlage wird ertragreicher und die Risikotragfähigkeit nach Solvency II gestärkt.

Das Liquiditäts- und Asset-Liability-Management der Versicherer gewinnt in diesem Umfeld an Bedeutung (siehe auch Abschnitt 3.5) und wird auch von der BaFin weiter beobachtet.¹⁰⁷

3.5. Liquiditäts- und Stornorisiken

Bedingt durch die gesamtwirtschaftliche Lage und der damit verbundenen finanziellen Belastung der privaten Haushalte sowie der erhöhten Anzahl an Insolvenzen sind die Stornorisiken in den letzten Jahren leicht gestiegen. Allerdings sind bislang deutlich signifikante Erhöhungen der Stornoquoten nicht beobachtet worden.

¹⁰³ https://www.assekurata-rating.de/wp-content/uploads/2021/09/Assekurata_PM_18_06_2024_Marktausblick-LV.pdf, aufgerufen am 25.10.2024

¹⁰⁴ [Überschussbeteiligungen und Garantien in der Lebensversicherung 2024, qx-Club Köln/Bonn/Düsseldorf 27.05.2024](#), aufgerufen am 25.10.2024

¹⁰⁵ Details zum bilanziellen Umgang mit Kursrückgängen von Kapitalanlagen finden sich bspw. auf den Seiten 49-51 im Ergebnisbericht 2022.

¹⁰⁶ https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Fokusrisiken/Fokusrisiken_2024/RIF_1_Zinsanstieg/RIF_1_Zinsanstieg_Artikel.html;jsessionid=5D3B88EBF941EE6DE0F87981D4A27D61.internet002?nn=19702618#U4, aufgerufen am 25.10.2024

¹⁰⁷ https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/RedenInterviews/re_240320_Rede_GDV_E-DinVA.html, aufgerufen am 25.10.2024

Speziell in der Lebensversicherung birgt eine plötzlich erhöhte Stornoquote einen zusätzlichen Liquiditätsbedarf und somit folglich – insbesondere aufgrund der aufgebauten stillen Lasten (vgl. Abschnitt 3.4) – ein erhöhtes Liquiditätsrisiko. Diese Thematik wurde bereits ausführlich von der BaFin analysiert und im Rahmen ihres Fachartikels "Lebensversicherung – wenn Zinsen steigen"¹⁰⁸ adressiert.

Mögliche Rückgänge im Neugeschäft, speziell bei Einmalbeiträgen, sowie Anstiege von Kündigungen können dazu führen, dass die Leistungen nicht mehr allein durch die laufenden Beitragseinnahmen und laufenden Erträge aus Kapitalanlagen finanziert werden können, sondern ggf. auch vorhandene Kapitalanlagen kurzfristig liquidiert werden müssen. Abhängig von der Bestandszusammensetzung sowie dem Neugeschäft (z. B. dem Anteil von Einmalbeiträgen) können weitere Analysen diesbezüglich hilfreich sein.

Soweit im Versicherungsbestand auch dynamische Hybridprodukte bestehen, erscheint es sinnvoll zu sein, deren mögliche Wirkungen auf die Liquiditätssituation infolge von Umschichtungen zu berücksichtigen.

Aufgrund des möglichen Absinkens der liquiden Reserven einerseits und eines 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 sind¹⁰⁹.

3.6. Mögliche Auswirkungen der Entwicklung der Zinszusatzreserve auf die Kapitalanlage

Die Zinszusatzreserve¹¹⁰ (ZZR) soll sicherstellen, dass die Lebensversicherer auch in Zeiten niedriger Zinsen die Garantien aus den hochverzinsten Altverträgen erfüllen können. Seit ihrer Einführung im Jahr 2011 mussten ihr aufgrund der Niedrigzinsphase erhebliche Mittel zugeführt werden.

Nach mehr als einem Jahrzehnt mit nahezu stetig fallenden Zinsen sind die Zinsen im Jahr 2022 massiv gestiegen. Nach einer zunächst insgesamt leicht steigenden Tendenz im Jahr 2023 gab der für die Berechnung der Zinszusatzreserve maßgebliche Referenzzinssatz (10-jährige Null-Kupon-Euro-Swaprate) ab dem letzten Quartal 2023 zwar etwas nach, befindet sich aber weiterhin auf einem vergleichsweise hohen Niveau. Er erreichte zum Jahresende 2023 2,488 % und liegt zum Berichtszeitpunkt 30.09.2024 bei 2,347 %.

Im Jahr 2023 verblieb der resultierende Referenzzins mit 1,57 % weiterhin unverändert auf dem Niveau des Jahres 2021. Die Lebensversicherer verbuchten dadurch bestandsinduzierte Rückflüsse aus der ZZR in Höhe von insgesamt rund 4 Mrd. Euro, die damit auf ca. 88 Mrd. Euro zurückerücking und nun rund 9,0 % der gesamten Deckungsrückstellung der Branche entspricht.¹¹¹

¹⁰⁸ https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2023/fa_bj_2304_Lebensversicherer_Wenn_Zinsen_steigen.html, aufgerufen am 4.11.2023

¹⁰⁹ Vgl. BaFin Rundschreiben 12/2005 sowie https://aktuar.de/unsere-themen/fachgrundsaeetze-oeffentlich/2019-01-25_Ergebnisbericht_Einordnung_UBR.pdf

¹¹⁰ Der Begriff Zinszusatzreserve (ZZR) umfasst aus Vereinfachungsgründen auch die Zinsverstärkung im Altbestand.

¹¹¹ https://qx-club.de/cm4all/uproc.php/0/Votr%C3%A4ge/2024_05_27_qx-club_Assekurata_qx-Club_%C3%9Cberschussbeteiligungen_Garantien_2024.pdf?cdp=a&_id=18fc54f8a32 Vortrag von Assekurata am 27.05.2024 im Rahmen von „DAV vor Ort Köln/Bonn/Düsseldorf“, aufgerufen am 23.09.2024

Sollte der Jahresmittelwert der Zinsen in den kommenden Jahren beim aktuellen Niveau verbleiben, würde sich der Referenzzins weiter konstant halten und dann in Zukunft langsam wieder steigen, wodurch sich der Abbau der ZZR noch beschleunigen würde.

Bei einer wie in der diesjährigen BaFin-LVU-Prognoserechnung vorgesehenen Annahme einer sich gegenüber dem Stand vom 30.09.2024 nicht verändernden Zinsstrukturkurve ergibt sich folgende Entwicklung:

Jahr	2024	2025	2026	2027	2028
Referenzzinssatz	1,57	1,57	1,57	1,58	1,65
Differenz zum Vorjahr	0 bp	0 bp	0 bp	+1 bp	+7 bp

Unternehmensindividuell kommt dabei der Bestandszusammensetzung eine besondere Bedeutung zu, 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 noch mit einem Anstieg der ZZR zu rechnen.

Mit einem möglichen Rückgang der ZZR stellt sich die Frage, ob diese Mittel den Versicherten über eine unmittelbare Erhöhung der Deklaration kurzfristig zugutekommen oder diese zunächst zur Stärkung der Risikotragfähigkeit des Unternehmens genutzt werden¹¹². Hierauf hat der Verantwortliche Aktuar über seinen Vorschlag für eine angemessene und verursachungsorientierte Überschussbeteiligung Einfluss.

Der entlastende Effekt einer sich insgesamt auflösenden ZZR kann als bilanzieller Ausgleich für Verluste aufgrund von Abschreibungen oder Realisierungen von stillen Lasten verwendet werden¹¹³. Dabei ist zu beachten, dass die Erträge aus den Kapitalanlagen gemäß Mindestzuführungsverordnung (MindZV) anhand der Verteilung der versicherungstechnischen Passiva auf Alt- und Neubestand aufgeteilt werden und Reduzierungen der ZZR nach den Regeln der MindZV die rechnungsmäßigen Zinsen im jeweiligen Teilbestand mindern und damit ggf. die Mindestzuführung erhöhen. Damit könnten ggf. umfangreichere Reduzierungen der ZZR im Altbestand im Vergleich zum Neubestand nur eingeschränkt für den oben genannten Zweck genutzt werden, sondern die Zuführung zur RfB erhöhen.

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 Rückversicherung, können hier entsprechend erläutert werden.

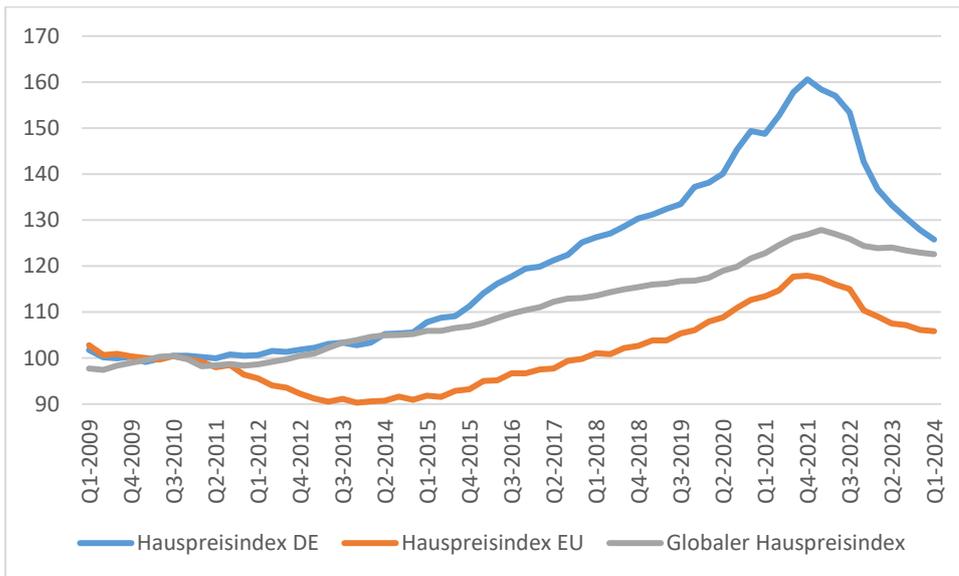
¹¹² https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2022/fa_bj_2212_Zinszusatzreserve.html, aufgerufen am 30.09.2024

¹¹³ vgl. Fußnote 112

3.7. Immobilien und verwandte Assetklassen

Preisentwicklungen

Weltweit sind die Wohnungs- und Hauspreise über die letzten Jahre hinweg (einschließlich der Corona-Krise) bis Anfang 2022 gestiegen und von ihrem dortigen Höchststand -bis Anfang 2024 um ca. 4 % abgesunken. Der europäische Hauspreis-Index der Bank for International Settlements (BIS), der bis Mitte 2022 noch deutliche Zuwächse verzeichnen konnte, ging bis ins erste Quartal 2024 um ca. 9 % zurück. Bei diesen Kursrückgängen handelt es sich weltweit bzw. auf europäischer Ebene um die ersten nennenswerten Verluste auf Quartalsebene seit 2011 bzw. 2013 und ist im Wesentlichen auf den starken Zinsanstieg zurückzuführen. Noch stärker ausgeprägt war der Rückgang des Deutschen Hauspreisindex. Der Rückgang hat sich bis Q1-2024 verstärkt, sodass ein Gesamtverlust von fast 20% seit dem Maximum vorliegt.



Quelle: Bank for International Settlements (BIS)¹¹⁴, Hauspreis-Index EU¹¹⁵ und Hauspreisindex Deutschland 2009-2024, 2010=100

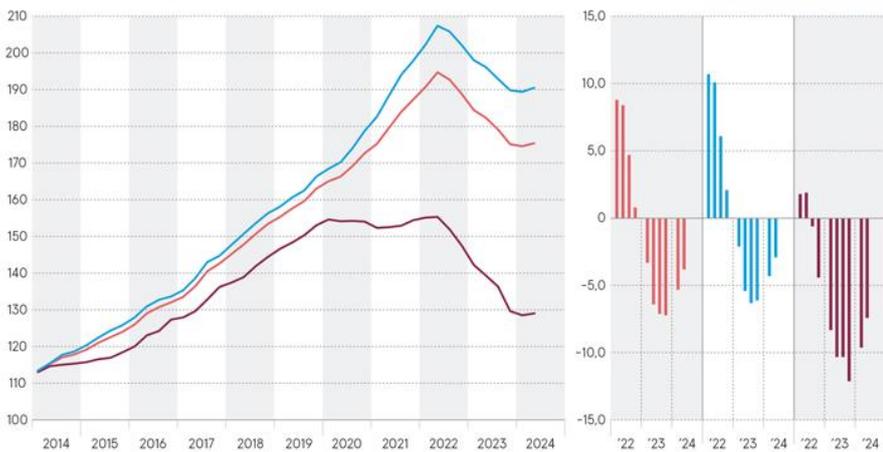
Ein vergleichbares Bild zeichnet der Immobilienpreisindex des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken (vdp), wobei der Rückgang der gewerblichen Immobilienpreise deutlich stärker als der von Wohnimmobilien ausgefallen ist:

¹¹⁴ https://data.bis.org/topics/RPP/BIS%2CWS_SPP%2C1.0/Q.XW.R.628, aufgerufen am 17.09.2024

Immobilienpreise gehen in Seitwärtsbewegung über

Wohn-/Gewerbeimmobilien

Index: 2010 = 100; Veränderung zum Vorjahresquartal in %



Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp)¹¹⁶

Vergleicht man die Quartalsentwicklung der Immobilienpreise in Deutschland, so kommentiert der vdp, dass der Immobilienmarkt in Deutschland sich seitwärts entwickelt.

Preisentwicklung	Jahresvergleich	Quartalsvergleich
	Q2 2024 zu Q2 2023	Q2 2024 zu Q1 2024
Wohnimmobilien/ Gewerbeimmobilien gesamt	-3,8 %	+0,5 %
Wohnimmobilien in Deutschland	-2,9 %	+0,5 %
Wohnimmobilien in Top 7-Städten	-2,5 %	+0,7 %
Gewerbeimmobilien gesamt	-7,4 %	+0,4 %
Büroimmobilien	-7,9 %	+0,3 %
Einzelhandelsimmobilien	-5,9 %	+0,7 %

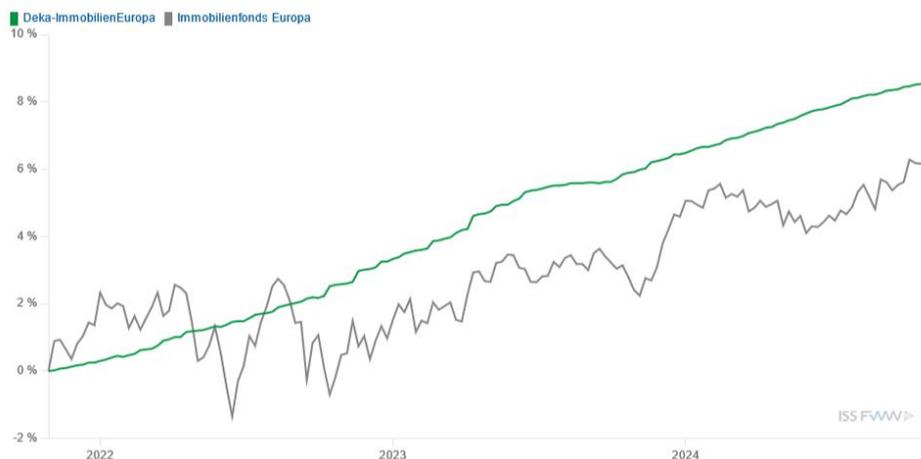
Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp)¹¹⁷

¹¹⁶ https://www.pfandbrief.de/site/de/vdp/immobilie/finanzierung_und_markt/vdp-immobilienpreisindex.html, aufgerufen am 29.10.2024

¹¹⁷ https://www.pfandbrief.de/site/dam/jcr:c72490f7-0365-435f-ab1b-39e98e57b187/vdp_Index_Q2-2024_DE_2024-08-12.pdf, aufgerufen am 29.10.2024

Zur Preisstabilisierung hat neben dem Zinsrückgang auch die Angebotsverknappung beigetragen: Im Zeitraum Januar bis August 2024 verzeichneten die Baugenehmigungen für Wohnungen in Deutschland einen Rückgang von 19,3 % im Vergleich zum Vorjahreszeitraum.¹¹⁸

Die tatsächlich realisierte Preisentwicklung kann unternehmensindividuell jedoch sehr unterschiedlich ausfallen. Zur Illustration ist in nachfolgender Grafik die Entwicklung des größten europäischen Immobilienfonds (Volumen: 18,3 Mrd. EUR) im Vergleich zu einem europäischen Vergleichsindex abgebildet:



Quelle: Das Investment¹¹⁹

Das European System Risk Board (ESRB) wies Anfang 2023¹²⁰ auf eine Reihe von destabilisierenden Faktoren hin, die v.a. den Gewerbeimmobiliensektor betreffen und betonte das Risiko, das sich durch die enge Verzahnung sowohl für die Realwirtschaft als auch für das Finanzsystem durch eine zu geringe Regulierung dieses Sektors ergibt. Im Fokus der Argumentation stehen positive Rückkopplungen im Zusammenhang mit diversen Kapitalabflüssen infolge einer angespannten wirtschaftlichen Gesamtsituation oder geringerer Renditen. Während sich der Gesamtausblick gegen Ende 2023 verbessert hat, gehört der Immobiliensektor zu den Problemsektoren. Die stabile Nettobewertung der Assets von Immobilienfonds (Euro-Zone) bei einem signifikant korrigierten Gewerbeimmobilienmarkt zeigt hier, dass die Korrektur noch nicht vollständig eingepreist ist.¹²¹

Immobilienfinanzierungen

Eine relevante Assetklasse, die eng mit Immobilien verbunden ist, umfasst die Hypotheken- und Grundschulddarlehen.¹²² Laut den Erhebungen des GDV liegt die Quote der direkt gehaltenen Im-

¹¹⁸ https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2024/10/PD24_397_3111.html, aufgerufen am 23.10.2024

¹¹⁹ <https://www.dasinvestment.com/fonds/vergleich/DE0009809566?index=18>, aufgerufen am 29.10.2024

¹²⁰ <https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report.vulnerabilitiesEEAcommercialrealestate-sector202301~e028a13cd9.en.pdf>

¹²¹ Financial Stability Review, May 2024 (europa.eu)

¹²² Es handelt sich um grundpfandrechlich besicherte Kredite, die dem Erwerb einer Immobilie dienen. Grundpfandrechlich besichert heißt, dass der Kreditgeber eine Grundschuld oder Hypothek an dem Grundstück erhält, um das Darlehen abzusichern.

mobilienkredite in der vergangenen Dekade konstant zwischen 6 % und 7 % der gesamten Kapitalanlage deutscher Lebensversicherer.¹²³ Immobilienfinanzierungen können jedoch auch indirekt in Spezialfonds gehalten werden. Neben privaten Bauvorhaben finanzieren die Kredite auch gewerbliche Bestandsimmobilien sowie Projektentwicklungen bis hin zur Mezzanine-Immobilienfinanzierungen. Die hohen Bauzinsen führten über 2023 hinweg zu einer Schrumpfung der privaten Immobilienkredite.¹²⁴ Der effektive Zins ist über das Jahr hinweg aber gesunken, sodass sich das Neugeschäft auf einem niedrigerem Niveau stabilisiert hat und das erste Quartal 2024 wieder ein Wachstum von 12 % zum Vorjahr zeigt.¹²⁵ Bei Wohnimmobilienkrediten stellt sich die Frage, ob private Haushalte die Darlehen aufgrund der wirtschaftlichen Bedingungen langfristig bedienen können und ob der Wert der Sicherheiten die Kreditrestschuld abdeckt.

Das European System Risk Board (ESRB) wies Anfang 2023¹²⁶ auf eine Reihe von destabilisierenden Faktoren hin, die v.a. den Gewerbeimmobiliensektor betreffen und betonte das Risiko, das sich durch die enge Verzahnung sowohl für die Realwirtschaft als auch für das Finanzsystem durch eine zu geringe Regulierung dieses Sektors ergibt.

Aus Sicht der BaFin haben sich zu Ende des Jahres 2023 insbesondere die Risiken aus der Finanzierung von Gewerbeimmobilien erhöht. Neben verschärften Finanzierungsbedingungen und strukturell rückläufiger Nachfrage nach Büro- und Einzelhandelsimmobilien ist ein Anstieg der Insolvenzen oder Zahlungsschwierigkeiten bei Mietern, Kreditnehmern und Projektentwicklern zu erwarten. Weitere Bewertungskorrekturen und Buchverluste können die Folge sein.¹²⁷

Im Jahr 2024 haben sich die Großinsolvenzen in der Immobilienbranche um 70% erhöht, wie die Wirtschaftswoche¹²⁸ titelte. Demnach gab es in den ersten neun Monaten des Jahres 70 Prozent mehr Großpleiten im Immobiliensektor als im Vorjahreszeitraum. Konkret meldeten bis Ende September 46 Immobilienunternehmen mit einem Umsatz von mehr als zehn Millionen Euro Umsatz Insolvenz an.

¹²³ [die-deutsche-lebensversicherung-in-zahlen-2024-publikation-pdf-data.pdf \(gdv.de\)](#), aufgerufen am 23.10.2024

¹²⁴ [Private Immobilienkredite in Deutschland: Weiter wachsende Nachfrage erwartet \(dzbank.de\)](#), aufgerufen am 23.10.2024

¹²⁵ [PwC-Baufinanzierungsstudie 2024: Der große Boom bleibt aus](#), aufgerufen am 23.10.2024

¹²⁶ <https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report.vulnerabilitiesEEAcommercialrealestate-sector202301-e028a13cd9.en.pdf>, aufgerufen am 23.10.2024

¹²⁷ [BaFin - Risiken im Fokus 2024 - Risiken im Fokus 2024](#), aufgerufen am 23.10.2024

¹²⁸ <https://www.wiwo.de/unternehmen/dienstleister/immobilienmarkt-70-prozent-mehr-grossinsolvenzen-in-der-immobilienbranche-/30034240.html>, aufgerufen am 29.10.2024

Immobilienfonds

Immobilienfonds sind grundsätzlich gleichermaßen von den aktuellen Entwicklungen am Immobilienmarkt betroffen. Ab dem dritten Quartal 2023 wurden die Netto-Zahlungsflüsse in Immobilienfonds negativ. Damit sinkende Bargeld Puffer erhöhen bei einer persistenten Korrektur die Wahrscheinlichkeit von Notverkäufen der Fonds.¹²⁹ Investoren müssen somit künftig mit einer längeren Haltedauer rechnen und die Diversifikation der Portfolien nach Nutzungsarten, Standorten und Baualtern wird zunehmend wichtiger.¹³⁰

Zusätzlich könnten sich in näherer Zukunft stärkere Regulierungen durchsetzen. Das ESRB sieht in diesem Feld ein besonderes Stabilitätsrisiko, das u. a. auf Liquiditätsinkongruenzen zurückzuführen ist. In wirtschaftlichen Stress-Situationen sind Immobilienwerte weniger schnell liquidierbar, als dies infolge von Anteil-scheinrückgaben erforderlich werden könnte.¹³¹

Allgemeine Hinweise zur Assetklasse Immobilien

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

- Wohnimmobilie oder gewerbliche Immobilie,
- 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.

3.8. 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.¹³²

Im Zusammenhang mit einer entsprechenden Governance und Strategie rücken mittlerweile zunehmend Fragestellungen bezüglich Bewertung und Metriken in den Fokus. Seit 2022 sind Nach-

¹²⁹ [Financial Stability Review, May 2024 \(europa.eu\)](#), aufgerufen am 23.10.2024

¹³⁰ <https://www.cash-online.de/a/so-entwickeln-sich-immobilienfonds-im-krisenjahr-2023-654376/>, aufgerufen am 23.10.2024

¹³¹ <https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.issuesnotepolicyoptionsrisksinvestmentfonds202309~cf3985b4e2.en.pdf>, aufgerufen am 23.10.2024

¹³² Im vorliegenden Abschnitt werden die aktuellen Entwicklungen mit Fokus auf die ersten drei Quartale des Jahres 2024 aufbereitet. Zu grundlegenden Aspekten vgl. die Ausführungen im Abschnitt 2.6

haltigkeitsrisiken in der Solvency-II-DVO adressiert. Für die Kapitalanlage bedeutet dies die Notwendigkeit, Nachhaltigkeitsrisiken im Zusammenhang mit dem Anlageportfolio angemessen zu identifizieren, zu bewerten und zu managen. Hervorgehoben wird zudem, dass diese Risiken in den Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht einzubeziehen sind.

Zum Stichtag 31. Dezember 2024 müssen große Unternehmen erstmals verpflichtet die Anforderungen an die CSRD-Berichterstattung erfüllen.¹³³ Die CSRD wäre zum 6. Juli 2024 in nationales Recht umzusetzen gewesen, bis zur Fertigstellung des vorliegenden Ergebnisberichts war das Gesetzgebungsverfahren jedoch noch nicht abgeschlossen. Das Bundeskabinett hat am 24. Juli 2024 den Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der CSRD beschlossen, der Auftakt der Beratungen in Bundesrat und Bundestag fand im September statt.¹³⁴ Am 26. September des Jahres eröffnete die EU-Kommission ein Vertragsverletzungsverfahren gegen Deutschland.¹³⁵ Bereits früher im Jahr hatte der Rat der Europäischen Union in Folge eines vorherigen Beschlusses des Europäischen Parlaments am 29. April 2024 dafür gestimmt, die Einführung von sektorspezifischen Europäischen Standards für die Nachhaltigkeitsberichterstattung – darunter auch vorgesehene Regelungen für die Versicherungsbranche – sowie Drittstaaten um zwei Jahre auf den 30. Juni 2026 zu verschieben.¹³⁶

Mittlerweile gibt es verschiedene Anbieter von ESG-Rating, uneinheitliche Kriterien und intransparente Bewertungsmodelle sowie eine eingeschränkte Datenverfügbarkeit erschweren jedoch die Arbeit auf dem Weg zu einem wichtigen Werkzeug im Kontext von Sustainable Finance. In diesem Kontext hat die BaFin im Februar 2024 eine Studie veröffentlicht, in der anhand einer Befragung von 30 deutschen Kapitalverwaltungsgesellschaften und sechs ESG-Ratinganbietern ESG-Ratings als teuer und die Datenqualität als verbesserungswürdig eingeschätzt werden.¹³⁷ Nachdem eine Einigung über den finales Text einer ESG-Rating-Verordnung erreicht worden war, verabschiedete im April das EU-Parlament den Entwurf, der die Beaufsichtigung von ESG-Ratingagenturen zum Ziel hat und umfangreiche Transparenz- und Governanceanforderungen an entsprechende Agenturen stellt.¹³⁸ Dieser muss noch vom Europäischen Rat bestätigt werden, ehe die darin enthaltenen Vorgaben nach Inkrafttreten umzusetzen sind.

Neben den regulatorischen Entwicklungen zeichnet sich die zunehmende Bedeutung auch in der Praxis ab: Der Markt für Fonds mit Nachhaltigkeitsmerkmalen in Deutschland verzeichnet mit einem Plus von 20 % gegenüber dem Vorjahr ein weiteres Wachstum.¹³⁹ Die Allokation nachhaltiger

¹³³ Zum Hintergrund verweisen wir auf den DAV-Ergebnisbericht „Pflichtberichterstattung zur Nachhaltigkeit durch Versicherungsunternehmen: Regulatorische Vorschriften am Jahresbeginn 2024“ des Ausschusses Rechnungslegung und Regulierung vom 30. August 2024

¹³⁴ Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee (DRSC): „CSRD-Umsetzungsgesetz: Auftakt der Beratungen in Bundesrat und Bundestag“, <https://www.drsc.de/news/csrd-umsetzungsgesetz-auftakt-der-beratungen-in-bundesrat-und-bundestag/>, aufgerufen am 23.10.2024

¹³⁵ EU-Kommission: „EU-Kommission eröffnet zwei Vertragsverletzungsverfahren gegen Deutschland“, https://germany.representation.ec.europa.eu/news/eu-kommission-eroeffnet-zwei-vertragsverletzungsverfahren-gegen-deutschland-2024-09-26_de, aufgerufen am 23.10.2024

¹³⁶ Rat der Europäischen Union: „Rat nimmt Richtlinie zum Aufschub der Berichtspflichten für bestimmte Sektoren und bestimmte Unternehmen aus Drittstaaten an“, <https://www.consilium.europa.eu/de/press/press-releases/2024/04/29/council-adopts-directive-to-delay-reporting-obligations-for-certain-sectors-and-third-country-companies/>, aufgerufen am 23.10.2024

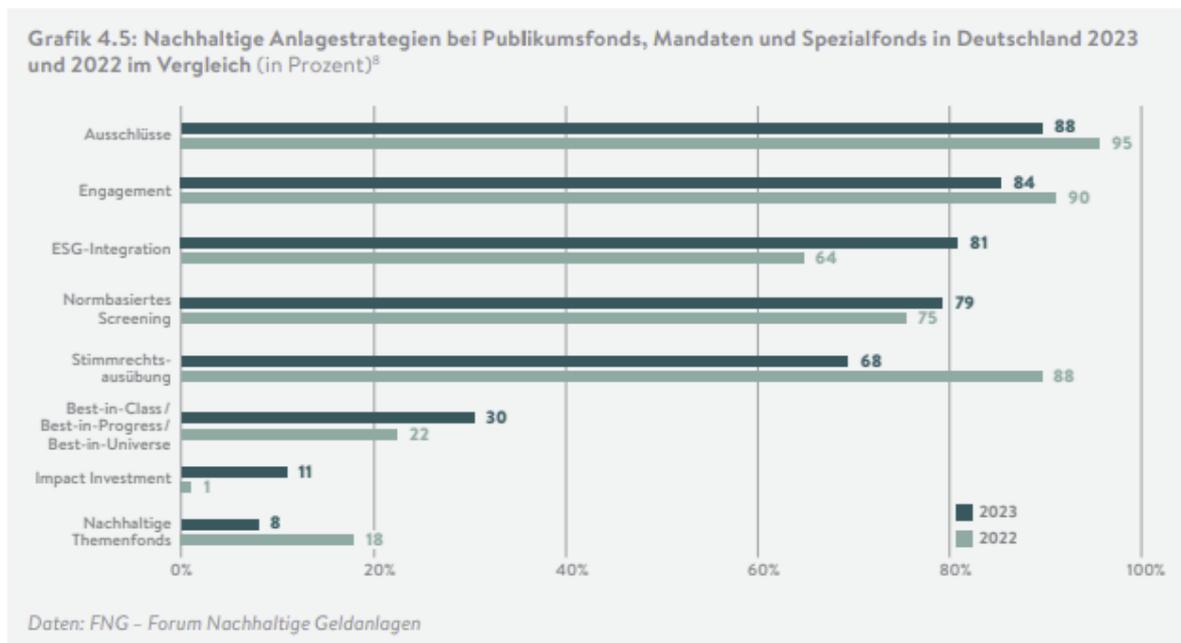
¹³⁷ BaFin: „BaFin-Studie: Daten und Ratings zu ESG sind teuer und verbesserungswürdig“, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2024/meldung_2024_02_14_ESG-Marktstudie.html, aufgerufen am 23.10.2024

¹³⁸ Europäisches Parlament: „Texts adopted - Transparency and integrity of Environmental, Social and Governance (ESG) rating activities“, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2024-0347_EN.html, aufgerufen am 23.10.2024

¹³⁹ Forum Nachhaltige Geldanlagen: „Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2024“, S. 15ff https://fng-marktbericht.org/fileadmin/Marktbericht/2024/FNG-Marktbericht_2024_Online.pdf, aufgerufen am 23.10.2024

Kapitalanlagen (direkt oder indirekt) erfolgt dabei hauptsächlich in den Assetklassen Aktien (30 %) und Unternehmensanleihen (24 %). Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung und Versicherungsunternehmen stellen dabei den Großteil der institutionellen Investoren, zusammen mit kirchlichen Institutionen und Wohlfahrtsorganisationen und Stiftungen machen sie mehr als drei Viertel aus. Gemäß einer PwC-Studie gewinnt Nachhaltigkeit zudem im Asset-Liability-Management von Lebensversicherungsunternehmen an Bedeutung, zwei Drittel der befragten Unternehmen setzen ESG-Scores ein.¹⁴⁰

Bei den Anlagestrategien nehmen Ausschlüsse trotz leichten Rückgangs im Vergleich zum Vorjahr seit 2022 die Spitzenposition ein, während direkt dahinter Engagement-Strategien ebenso einen leichten Rückgang erfahren ist die ESG-Integration aufgrund eines deutlichen Wachstums mittlerweile die dritthäufigste Strategie:



Quelle: FNG Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2024, S. 17

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. 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. Die ESG-Integration bezieht ESG-Kriterien und Risiken in die traditionelle Finanzanalyse ein. Beim ebenfalls beliebten Normbasierten Screening werden Investments auf ihre Konformität mit internationalen Standards und Normen, wie z.B. dem UN Global Compact, geprüft. 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.^{141 142}

¹⁴⁰ Tilmann Schmidt und Svenja Ernst (PwC): „Asset-Liability-Management - aktuelle Entwicklungen in einem volatilen Marktumfeld“, https://aktuar.de/interner-bereich/vereinsinterna/davvor-ort/pwc_ALM_DAV_M%C3%BCnchen_1006_final.pdf

¹⁴¹ Vgl. Forum Nachhaltige Geldanlagen: „Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2024“, S. 17ff

¹⁴² Nähere Details zu nachhaltigen Anlagestrategien befinden sich zudem im Ergebnisbericht „Nachhaltige Investments“ des Ausschusses Investment vom 25. November 2020

Bereits früher im Jahr wurden Regularien gegen Greenwashing auf europäischer Ebene gestärkt, wobei es auch bei konkreten Projekten Unsicherheiten geben kann^{143,144}. Im Januar 2024 hat das Europäische Parlament die Richtlinie (EU) 2024/825 zur Stärkung der Verbraucher für den ökologischen Wandel durch besseren Schutz gegen unlautere Praktiken und durch bessere Informationen (ECGT) verabschiedet. Dies ist am 26. März 2024 in Kraft getreten und bis zum 27. März 2026 erfolgt die nationale Umsetzung.¹⁴⁵

Im Bereich der Green, Social, Sustainability und Sustainability-Linked Bonds („GSS+-Bonds“) ergab eine Auswertung der Climate Bonds Initiative zum Q1 2024 ein Wachstum von ca. 15% gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Das Volumen der GSS+-Transaktionen erreichte 272,7 Mrd. USD und übertraf damit den bisherigen Rekordwert von 272,0 Mrd. USD aus dem ersten Quartal 2021. Das Wachstum wird insbesondere auf erwartete Zinssenkungen der Federal Reserve und die damit einhergehende Absicht der Anleger, sich aktuelle Renditen zu sichern, zurückgeführt. Die folgende Übersicht zeigt, dass 2021 ein Rekordjahr für GSS+-Bonds war, insgesamt dominieren grüne Anleihen.¹⁴⁶ Hinter dem US-amerikanischen Wind- und Solarkraftwerksbetreiber Pattern Energy (Volumen von 8,8 Mrd. USD) sind die Europäische Union (7,6 Mrd. USD) und die Europäische Investmentbank (6,9 Mrd. USD) die nächstgrößten Emittenten grüner Bonds im ersten Quartal 2024, die Kreditanstalt für Wiederaufbau (3,2 Mrd. USD) rangiert als größter deutscher Issuer an fünfter Stelle knapp vor Volkswagen (3,0 Mrd. USD).

Cumulative aligned GSS+ debt volume reached USD4.7tn



Quelle: Climate Bonds Initiative: „Sustainable Debt Market – Summary Q1 2024“, S. 1

¹⁴³ Vgl. exemplarisch ZDF: „Betrug bei Klimaschutzprojekten in China?“, <https://www.zdf.de/politik/frontal/betrugsverdacht-bei-klimaschutzprojekten-in-china-mineraloel-konzern-100.html>

¹⁴⁴ Bundesumweltministerium: „BMUV setzt UER-Anrechnungssystem nach Verdachtsfällen aus“, <https://www.bmu.de/meldung/bmu-ersetzt-uer-anrechnungssystem-nach-verdachtsfaellen-aus>

¹⁴⁵ Umweltbundesamt: „Neue EU-Regeln gegen Greenwashing verabschiedet“, <https://www.umweltbundesamt.de/themen/neue-eu-regeln-gegen-greenwashing-verabschiedet>

¹⁴⁶ Climate Bonds Initiative: „Sustainable Debt Market – Summary Q1 2024“ (Juni 2024), https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_mr_q1_2024_01e_1.pdf

Die folgende Darstellung enthält einen Vergleich des MSCI World mit dem Nachhaltigkeitsindex MSCI World SRI für die die ersten drei Quartale des Jahres 2024. Bei ähnlichem Verlauf zeichnete sich der Nachhaltigkeitsindex dabei durch höhere Ausschläge aus, letztlich wies der allgemeine Index bis zum 30. September 2024 mit einem Plus von 18,4% gegenüber dem Stand von 3.145 Punkten zu Jahresbeginn (MSCI World SRI: + 14,0% gegenüber 3.383 Punkten) insgesamt eine leicht bessere Performance aus:



Quelle: onvista.de

Bei einem Vergleich der Indexentwicklungen ist insbesondere die Zusammensetzung der Indices zu berücksichtigen. Dies betrifft neben der hier exemplarisch dargestellten Gegenüberstellung der MSCI-Indices auch mögliche weitere, aufgrund der unternehmensindividuellen Anlagestrategie für eine Analyse ausgewählte nachhaltige Indices und ihre konventionellen Pendanten. So können aufgrund abweichender Methodiken und Definitionen divergierende Titel-Zusammensetzungen und damit einhergehend anderen Gewichtungen entstehen, vgl. exemplarisch folgende Gegenüberstellung der fünf größten Einzelwerte für dem MSCI World (USD)¹⁴⁷ vs. MSCI World SRI (USD)¹⁴⁸ (jeweils mit Stand 31. August 2024 abgerufen):

MSCI World		MSCI World SRI	
Einzelwert	Gewicht (in %)	Einzelwert	Gewicht (in %)
Apple	4,87	Nvidia	16,97
Nvidia	4,32	Tesla	3,49
Microsoft Corp	4,27	Novo Nordisk B	2,58
Amazon.com	2,42	Home Depot	2,08
Meta Platforms A	1,65	ASML Holding	2,04

Die Diskussion zu unterschiedlicher Performanceerwartung und unterschiedlicher Risikobehandlung ist in vollem Gange. Hierbei entwickeln sich noch sowohl praktische Erfahrungen als auch angemessene Quantifizierungsmethodiken. Gleichwohl kann sich der Verantwortliche Aktuar einen

¹⁴⁷ MSCI: Factsheet zu "MSCI World Index (USD)", <https://www.msci.com/documents/10199/178e6643-6ae6-47b9-82be-e1fc565ededb>

¹⁴⁸ MSCI: Factsheet zu "MSCI World SRI Index (USD)", <https://www.msci.com/documents/10199/641712d5-6435-4b2d-9abb-84a53f6c00e4>

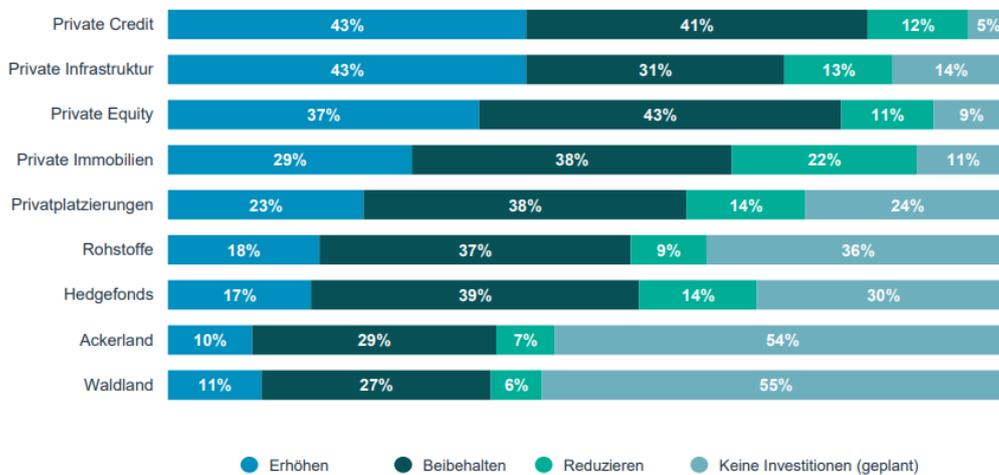
Überblick über die im Unternehmen hierzu vorhandenen Informationen verschaffen und bei Relevanz in seine Bewertung einbeziehen.

3.9. Alternative Investments

Nahezu unabhängig vom Zinsniveau bleiben Alternative Investments eine relevante Assetklasse. Laut Statistiken des GDV machen sie 18% der Kapitalanlagen deutscher Versicherer in 2023 aus. Dieser Anteil dürfte weiter steigen, da 76% der deutschen und 91% der weltweit von Blackrock befragten Versicherer angeben, dass sie in den nächsten zwei Jahren noch mehr in Alternative Investments anlegen wollen.¹⁴⁹ Versicherer versuchen damit weiter 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. Ein wichtiger Treiber sind die Investitionen der Versicherer in die Energiewende und der Bedarf nachhaltiger Versorgung und Infrastruktur.

Geplante Allokationen in alternative Anlageklassen

Bitte geben Sie an, in welchen alternativen Anlagen Sie derzeit investiert sind und wie Sie Ihre Allokationen in den nächsten beiden Jahren anpassen wollen.



Quelle: Nuveen, Equilibrium 2024, Globale Ausgabe für Versicherungen¹⁵⁰

Mit Blick auf die durch das Frankfurter Zukunftsinstitut untersuchten aktuellen Mega-Trends¹⁵¹ für Anleger besteht auch für die Zukunft die Perspektive, dass sich Allokationen in der Assetklasse Alternative Investments erhöhen, da sie sich besonders gut für solche Investitionen eignen könnte¹⁵².

Das Feld der Alternative Investments erstreckt sich über Infrastruktur und Private Equity ebenso auf die Bereiche Private Debt, Real Estate, Hedgefonds oder Rohstoffe sowie viele weitere Spezialitäten und auch Krypto-Assets. Unter dem Sammelbegriff kann die Investition in nicht traditionelle Anlageklassen oder die Investition in diese Anlageklassen unter Zuhilfenahme komplexer, nicht traditioneller Strategien verstanden werden.

¹⁴⁹ <https://www.blackrock.com/institutions/en-us/global-insurance-report-2024> ,aufgerufen am 23.10.2024

¹⁵⁰ <https://documents.nuveen.com/Documents/Nuveen/Default.aspx?uniqueId=47588e97-63b2-4010-80ff-c0d9ae83583b> , aufgerufen am 23.10.2024

¹⁵¹ Megatrends 2024: Künstliche Intelligenz (KI), Robotik, Wasserstoff & Clean Energy, Batterien, Elektromobilität & autonomes Fahren, Digital Health, Cybersecurity, Videogaming & E-Sports, Digital Assets. <https://ak-co.de/in-megatrends-investieren-2024/> , aufgerufen am 23.10.2024

¹⁵² <https://www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/trends/global-insurance-report-so-reagieren-die-groessten-investoren-auf-die-zinswende/100075460.html> , aufgerufen am 15.10.2024

Alternative Investments Navigator				Debt		Equity		
Strategy	Liquid	Semi-liquid	Illiquid	Examples	Senior	Junior	Mezzanine	Equity
Public Market (Mainly Liquid)	Liquid Alternatives (and other)			<ul style="list-style-type: none"> Hedge Fund Strategies within regulated UCITS vehicles Crypto Assets 				
	Hedge Funds			<ul style="list-style-type: none"> Equity Strategies Macro Strategies Event Driven Strategies 				
	Commodities			<ul style="list-style-type: none"> Energy Metals Agricultural 				
Private Markets (Mainly Illiquid)	Corporate			<ul style="list-style-type: none"> Private Debt Ind. Direct Lending Private Equity Venture Capital 				
	Real Estate			<ul style="list-style-type: none"> Residential Real Estate Commercial Real Estate Social Real Estate 				
	Infrastructure			<ul style="list-style-type: none"> Transportation Communication Energy / Renewables 				
	Other Real Assets			<ul style="list-style-type: none"> Aviation Shipping Raw Materials Ind. Timber 				
	Specialties			<ul style="list-style-type: none"> Insurance Linked Securities Trade Finance Regulatory Financing 				

Further existing: Listed Private Equity Funds, Listed Private Debt Funds, Listed Infrastructure Funds, Listed Real Estate Investment Trusts etc.

Quelle: BAI, The Alternative Investments Meta Outlook 2024, January 2024¹⁵³

Typisch für Alternative Investments ist die Vielfalt der Strukturierungs- und Zugangsmöglichkeiten, die auch den Grad der Liquidität bzw. Illiquidität beeinflusst. Neben direkten und indirekten Anlagen (z.B. über Fonds oder Derivate) kann zwischen öffentlichen (z.B. Börsennotierung) und privaten Märkten (Private Placements) gewählt werden. Darüberhinaus kann zwischen Eigenkapitalanlagen (Equity) und Fremdkapitalanlagen (Debt/Credit, z.B. Darlehen) unterschieden werden. Dabei sind Variationen in der Seniorität möglich. Im Insolvenzfall erfolgt die Rückzahlung von vorrangigem Fremdkapital (Senior) vor dem nachrangigen Fremdkapital (Junior) und dem Hybridkapital (Mezzanine), das eine Zwischenform von Eigen- und Fremdkapital darstellt. Die niedrigste Priorität der Rückzahlung liegt bei Eigenkapital (Eigenkapital), das jedoch Stimmrechte und Dividendenansprüche verbrieft. Durch die stärkere Verflechtung der internationalen Finanzmärkte miteinander steigen die Korrelationen zueinander, wodurch eine geografische Diversifikation über verschiedene Märkte – und zum Teil auch über verschiedene Anlageklassen – nicht mehr den gewünschten risikomindernden Effekt bringt. Gerade zu diesem Zweck werden Alternative Investments in der modernen Portfolioallokation eingesetzt. Die Bedeutung von Alternative Investments könnte weiter zunehmen: Insbesondere Private Debt, Private Equity oder Infrastruktur könnten vermehrt fester Bestandteil der Portfoliostrukturierung werden. Dies ist zum einen dem makroökonomischen Umfeld geschuldet, entspricht aber auch einem sich verändernden Umgang und der aktiven Steuerung von Risiken, die mit dem in der Branche aufgebauten Know-how besser gemanagt werden können.

Was die Anlageklassen und -strategien eint, ist die Tatsache, dass sie bei entsprechender Portfolioallokation zu einer Verbesserung der Rendite/Risiko-Relation beitragen können.

¹⁵³ https://www.bvai.de/fileadmin/Veroeffentlichungen/BAI_Publikationen/BAI_Informationsbroschueren/BAI_Outlook_2024.pdf , aufgerufen am 23.10.2024

Über den Diversifikationseffekt hinaus gibt es noch weitere Merkmale, die Alternative Investments kennzeichnen, wie z.B.

- überdurchschnittliches Renditepotential, häufig nicht normalverteilte Renditen
- ggf. komplexe Performance- und Risikomessung,
- ggf. geringere Liquidität,
- ggf. geringere Transparenz,
- ggf. Einsatz von Derivaten oder Leerverkäufen.¹⁵⁴

Aufgrund der aufgelisteten Eigenschaften lässt sich für den Markt der Alternative Investments und die verschiedenen Assetklassen keine pauschale Aussage zur Performance des laufenden Jahres treffen. Die folgende Tabelle zeigt zur Orientierung beispielhaft Rendite-Risiko-Einschätzungen eines Fondsmanagers für ausgewählter Assetklassen über die nächsten 10 Jahre. Für die meisten Kategorien von Alternative Investments gilt, dass überdurchschnittliche Renditen mit einer deutlich erhöhten Volatilität verbunden sind.

Alternatives Assets	10-YR Expected Return Range (±1 SD Confidence Interval)	10-YR CMA	
		Return	Volatility
Absolute Return ^{1,2}	3.5<->6.4	5.0%	4.8%
Hedge Funds ^{1,2}	3.6<->7.4	5.5%	6.7%
Commodities	(1.9)<->8.9	2.2%	16.0%
Global Natural Resources Equity	1.3<->12.6	6.9%	23.5%
Energy Infrastructure	0.1<->15.0	7.6%	33.3%
Global Listed Infrastructure ^{1,2}	2.0<->10.3	6.1%	15.8%
Private Equity ^{1,2}	3.0<->11.4.5	8.8%	23.5%
Private Real Estate ²	4.1<->9.0	6.6%	8.7%

Quelle: BNY Mellon Investor Solutions. Data as of September 30, 2023. Geometric average annualized expected returns before taxes and fees.

Die Einschätzung zu den erzielbaren Renditen und möglichen Risiken von Alternative Investments ist sehr individuell und vehikelabhängig, deshalb könnte es für den Verantwortlichen Aktuar hilfreich sein, sich nähere Informationen bei den Kapitalanlage-Experten zu beschaffen. Weitere Hinweise finden sich ggf. auch in den Anlageempfehlungen, den Dokumenten zum Neu-Produkt-Prozess oder den Due Diligence-Prüfungen zu den Investments.

¹⁵⁴ <https://www.bvai.de/alternative-investments/alternative-investments-allgemein>, aufgerufen am 23.10.2024