

STREGIO



GDV

Gesamtverband
der Versicherer

ECONOMIC RESEARCH

Finanzsystem weiter resilient

2023 Q3

Financial Stability Perspectives

Autor/-in

Kay Seemann

k.seemann@gdv.de

Dr. Anja Theis

a.theis@gdv.de

Executive Summary

Inmitten anhaltender Herausforderungen wie hoher Inflation, strengerer Finanzierungsbedingungen und unsicherer Wirtschaftsaussichten bleiben die Risiken für die Finanzstabilität hoch. Trotzdem hat sich das Finanzsystem bisher als widerstandsfähig erwiesen. Die Versicherungswirtschaft hat in den jüngsten Krisen erneut ihre Stabilität demonstriert.

Neben der Analyse der aktuellen Entwicklungen im Bereich der Finanzstabilität widmet sich diese Ausgabe zwei zentralen Schwerpunktthemen. Im Rahmen der derzeitigen Überprüfung des europäischen Versicherungsaufsichtssystems Solvency II ist auch eine Ausweitung der makroprudenziellen Aufsicht geplant. Vor dem Hintergrund der für Herbst anstehenden Trilogverhandlungen zwischen Europäischem Parlament, Rat und Europäischer Kommission werden die vorgeschlagenen Maßnahmen näher beleuchtet. Das zweite Schwerpunktthema betrifft biodiversitätsbezogene systemische Risiken. Während bereits umfassende Aufsichtsmaßnahmen für klimabezogene Risiken etabliert wurden, rückt nun die Überwachung weiterer naturbezogener Risiken verstärkt in den Fokus der makroprudenziellen Aufseher.

WEITERHIN HOHE RISIKEN FÜR DIE FINANZSTABILITÄT

Nach einem optimistischen Start der Finanzmärkte in der ersten Jahreshälfte aufgrund verbesserter wirtschaftlicher Aussichten, dem milden Winter und der Öffnung Chinas mit der Lockerung der Corona-Maßnahmen, hat das Finanzsystem auch die Bankenkrise in USA und Schweiz im März 2023 gut überstanden. So konstatiert der Ausschuss für Finanzstabilität (AFS, s. Textbox) in seinem diesjährigen [Bericht an den deutschen Bundestag](#), dass sich das **deutsche Finanzsystem trotz des belastenden makrofinanziellen Umfelds und realisierter Verluste bisher als stabil erwiesen** hat. Vor dem Hintergrund weiterhin herausfordernder Rahmenbedingungen werden Verwundbarkeiten im Finanzsystem jedoch weiterhin als erhöht bewertet. Als Herausforderung

sieht der AFS insbesondere die weitere Bewältigung der Zinswende und die bestehenden Zinsänderungs- sowie Liquiditätsrisiken an.

Im halbjährlichen Finanzstabilitätsbericht ([Financial Stability Review](#)) vom Mai äußert sich die EZB bezüglich des europäischen Finanzsystems ähnlich. Der Bericht zeigt auf, dass im Euroraum weiterhin erhöhte Risiken für die Finanzstabilität bestehen. Diese Risiken werden durch mehrere Faktoren verursacht: anhaltend hohe Inflation, verschlechterte wirtschaftliche Aussichten und straffere Finanzierungsbedingungen.

Der Bericht betont, dass die aktuell verschlechterten finanziellen Bedingungen eine Belastungsprobe für die Widerstandsfähigkeit von privaten Haushalten, nicht-finanziellen Unternehmen und Staaten darstellen. Insbesondere wird darauf hingewiesen, dass diese Bedingungen die Fähigkeit dieser Akteure, finanzielle Belastungen zu bewältigen, auf die Probe stellen.

Die EZB warnt vor einem erhöhten Risiko einer ungeordneten Preiskorrektur auf den Finanzmärkten. Dieses Risiko wird verstärkt durch die spürbare Zunahme der Zinsen als Reaktion auf die verschlechterten finanziellen Bedingungen. Zusätzlich dazu stellt die hohe Volatilität an den Märkten einen weiteren Stressfaktor dar, der die Finanzstabilität beeinträchtigt.

Ausschuss für Finanzstabilität

Der **Ausschuss für Finanzstabilität (AFS)** ist das zentrale Gremium der makroprudenziellen Überwachung in Deutschland. Im Zuge des globalen Ausbaus der makroprudenziellen Aufsicht in Reaktion auf die globale Finanzkrise 2007/08 wurde er 2013 mit dem Finanzstabilitätsgesetz geschaffen. Der AFS setzt sich aus hochrangigen Vertretern von Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Deutscher Bundesbank und Bundesministerium der Finanzen zusammen – denjenigen Institutionen, die eine zentrale Rolle bei der Wahrung der Finanzstabilität in Deutschland spielen. Bei Bedarf kann der Ausschuss Warnungen und Empfehlungen zu Finanzstabilitätsrisiken oder zu makroprudenziellen Maßnahmen aussprechen. Er ist das deutsche Äquivalent zum Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (ESRB). Der AFS berichtet jährlich an den Deutschen Bundestag zur Finanzstabilität.

Indikator für systemischen Stress im Euroraum hoch, aber fallend

Der Indikator der EZB für systemischen Stress im Euroraum (Composite Indicator of Systemic Stress (CISS)) (Abb. 1) setzt seinen Trend der Erholung nach der Stressepisode im März 2023 auch im dritten Quartal fort.

Auffällig ist jedoch weiterhin die deutlich erhöhte Volatilität des Indikators seit dem russischen Überfall auf die Ukraine. Dies unterstreicht die Einschätzungen der makroprudenziellen Aufseher zur erhöhten Marktunsicherheit.

Systemischer Stress weiter auf hohem Niveau

Abbildung 1 · Composite Indicator of Systemic Stress (CISS) der EZB



Die deutsche Wirtschaft kommt weiterhin nicht in Fahrt.

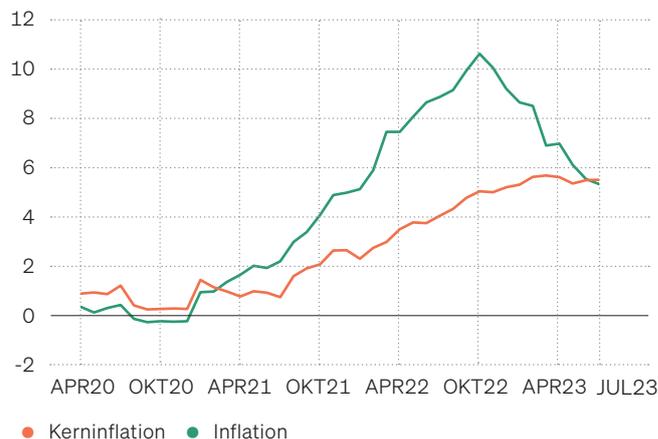
Die deutsche Konjunktur befindet sich in einer Rezession, und die Aussichten bis Jahresende bleiben getrübt. So sieht der IWF für Deutschland für das Jahr 2023 leicht negatives Wachstum. Hier ist Deutschland im europäischen Vergleich Schlusslicht. Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung bleibt weiter herausfordernd und damit eine Belastung für die Finanzstabilität.

Ungewöhnliche hohe Unsicherheit bei den Inflationserwartungen und den Aussichten zu den wirtschaftlichen Entwicklungen konstatierte der IWF im Juli in seinem diesjährigen [Deutschland-Bericht](#). Dennoch hätte sich die deutsche Wirtschaft und das Finanzsystem als resilient gegenüber den letzten Schocks erwiesen.

Die Inflation setzt ihren Rückgang fort, die Kerninflation erweist sich dagegen weiterhin als persistent (Abb. 2). Damit ist weiterhin eine Inflation deutlich über der Zielmarke von 2% zu erwarten. Vor allem die Kerninflation zeigt sich weitestgehend unbeeindruckt gegenüber der bisherigen Leitzinserhöhungen der EZB. Ein wesentlicher Treiber von Unsicherheit

Inflation im Euroraum hat vorerst Höhepunkt erreicht, Kerninflation weiter hoch

Abbildung 2 · Inflation (HICP) und Kerninflation (HICP exkl. Energie und Nahrungsmittel) für den Euroraum, in Prozent



Staatsanleiherendite zeigt weiter steigende Tendenzen

Abbildung 3 · Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen, in Prozent



● Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

Quelle: Datastream, eigene Darstellung

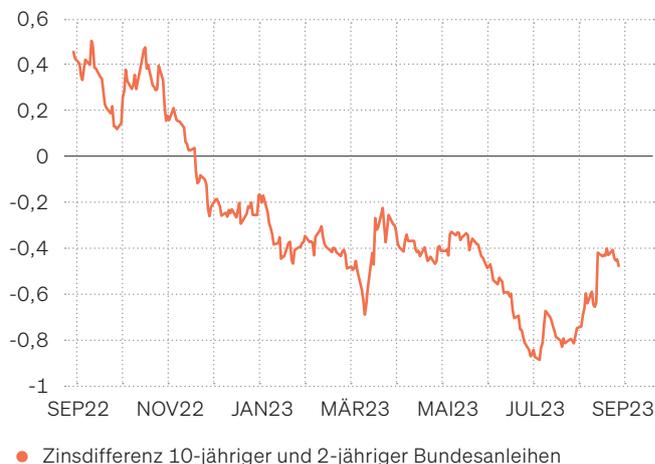
bleibt daher das weitere Vorgehen der Zentralbanken zur Bekämpfung der Inflation. Für die EZB preist der Markt zurzeit einen weiteren Zinsschritt mit 25 Basispunkten auf 4,5 % im September für das Hauptrefinanzierungsgeschäft (Leitzins) ein.

Im dritten Quartal setzt sich der Aufwärtstrend bei den Renditen 10-jähriger deutscher Staatsanleihen bisher weiter fort (siehe Abb. 3), nachdem er zeitweise durch die Bankenschieflagen im März unterbrochen worden war. Von besonderer Bedeutung für die Finanzstabilität bleiben zwei Faktoren. Erstens, mit welcher Dynamik der Zinsanstieg voranschreitet, da das Finanzsystem gegenüber einem abrupt starken Anstieg besonders verwundbar ist. Zweitens, wie lange mit weiter steigenden Zinsen zu rechnen ist. Da eine Lockerung der Geldpolitik in Form von Zinssenkungen auf absehbare Zeit nicht zu erwarten ist, muss auch weiterhin mit einem deutlich erhöhten Zins gerechnet werden, auch wenn die Geschwindigkeit des Anstiegs weiter moderat sein sollte. **Der Gipfel des Zinsanstiegs ist noch nicht erreicht.**

Weiter steigende Zinsen würden die Finanzierungsbedingungen weiter verschlechtern, und Haushalten, Unternehmen und Staaten die (Re-)Finanzierung erschweren. Dies wiederum erschwert die konjunkturelle Erholung und belastet das Finanzsystem. Auch setzen die steigenden Anleiherenditen risikoreichere Anlagen weiter unter Druck.

Zinskurve normalisiert sich

Abbildung 4 · Differenz der Renditen 10-jähriger und 2-jähriger deutscher Staatsanleihen, in Prozentpunkten



● Zinsdifferenz 10-jähriger und 2-jähriger Bundesanleihen

Quelle: Datastream, eigene Darstellung

Die Inversion der Zinskurve nahm zuletzt deutlich ab. Abbildung 4 zeigt, dass sich eine invertierte Zinskurve¹ seit Beginn der Straffung der Geldpolitik vor einem Jahr ergeben hat. Diese gilt als ein Indikator für konjunkturellen Abschwung und Herausforderungen im Finanzsystem. Die Renditen kurzfristiger (2-jähriger) und langfristiger (10-jähriger) Staatsanleihen nähern sich wieder an. Der Markt preist demnach bereits einen längeren Zeitraum mit erhöhten Zinsen ein.

VERSICHERUNGSSEKTOR ERWEIST SICH ALS SEHR STABIL

Die Versicherungswirtschaft erweist sich unter den derzeitigen schwierigen makrofinanziellen Gegebenheiten weiterhin als sehr resilient, wie die in den letzten Monaten veröffentlichten Berichte der makroprudenziellen Aufseher einhellig bestätigen. Die Europäische Versicherungsaufsichtsbehörde EIOPA bescheinigt den europäischen Versicherern in ihrem jüngsten halbjährlichen [Financial Stability Report](#) vom Juni 2023, dass sie die Schocks der vergangenen Jahre durch Corona-Pandemie und russischem Angriffskrieg gegen die Ukraine bemerkenswert gut überstanden habe. **Herausgestellt wird die solide Kapitalausstattung sowie der stabile Anteil an liquiden Assets und die stabilen Stornoquoten in der**

¹ Eine invertierte Zinskurve ergibt sich, wenn die Renditen kurzfristiger Anleihen die von langfristigen Anleihen übersteigen. Im Normalfall sollten die Renditen mit dem Anlagehorizont steigen, um eine adäquate Bepreisung des Laufzeitrisikos zu erhalten.

Lebensversicherung. Für die deutschen Versicherer hebt der Internationale Währungsfonds in seinem diesjährigen [Deutschland-Bericht](#) vom Juli 2023 die solide Solvenz- und Liquiditätslage hervor.

Makroökonomisches Umfeld als zentrale Herausforderung

Die **makroökonomischen Rahmenbedingungen und das Marktumfeld bleiben für die Versicherer aber herausfordernd**, wie die EIOPA in ihrem Finanzstabilitätsbericht herausstellt. Aufgeführt werden u. a. die negativen Auswirkungen der hohen Inflation auf Versicherungsleistungen und Versicherungsnachfrage. Bezogen auf die deutsche Versicherungswirtschaft kommt der Ausschuss für Finanzstabilität in seinem [Jahresbericht](#) zu einer ganz ähnlichen Einschätzung. Auch die Internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden IAIS identifiziert im Rahmen eines „[Mid-year update](#)“ ihres jährlichen Global Insurance Market Reports den Umgang der Versicherer mit dem herausfordernden makroökonomischen Umfeld als zentrales Thema der makroprudenziellen Aufsicht.

Dementsprechend verwundert es nicht, dass **in der Ende Juli veröffentlichten neuen Ausgabe des vierteljährlichen Risk Dashboard² der EIOPA (Tabelle 1)**

² Das Risk Dashboard der EIOPA ist – zusammen mit den Risk Dashboards der anderen europäischen Finanzaufsichtsbehörden – ein wesentliches Element der kontinuierlichen makroprudenziellen Überwachung des europäischen Finanzsystems und gibt auf Basis eines umfangreichen Indikatorensystems einen Überblick über die wichtigsten Risikobereiche des Versicherungssektors. Die aktuelle Ausgabe beruht u. a. auf Solvency II-Daten bis einschließlich Q1 2023.

Makroökonomische Risiken für Versicherer hoch

Tabelle 1 · EIOPA Risk Dashboard Juli 2023

Risiken	Level	Trend	Ausblick
1. Macro risks	hoch	→	→
2. Credit risks	mittel	→	↗
3. Market risks	mittel	↓	↗
4. Liquidity and funding risks	mittel	→	→
5. Profitability and solvency risks	mittel	→	→
6. Interlinkages and imbalances	mittel	→	→
7. Insurance (underwriting) risks	mittel	↓	→
8. Market perceptions	mittel	→	→
9. ESG-related risks	mittel	↗	↗
10. Digitalisation and cyber risks	mittel	↗	↗

● sehr hoch ● hoch ● mittel ● niedrig

Quelle: EIOPA, eigene Darstellung

die Bewertung der makroökonomischen Risiken für die Versicherer weiterhin auf der zweithöchsten Risikostufe „hoch“ bleibt – wie bereits seit der Corona-Krise 2020. Die Marktrisiken für die Versicherer werden dagegen von der EIOPA jetzt nur noch als „mittel“ bewertet, nachdem sie zuvor seit Mitte letzten Jahres vor dem Hintergrund von Zinsanstieg und negativer Auswirkungen des russischen Angriffskriegs gegen die Ukraine ebenfalls als hoch eingestuft waren. Begründet wird dies mit dem Rückgang der Volatilität der Aktienmärkte und einer Verringerung des Durations-Mismatches bei den Laufzeiten von Aktiva und Passiva der Versicherer. Auch für alle anderen Risikobereiche (darunter u. a. Kredit-, Liquiditäts- und Finanzierungsrisiken, Ertrags- und Solvenzrisiken, Digitalisierungs-/Cyberisiken und ESG-Risiken) bewertet die EIOPA die Risiken als „mittel“ – unverändert zu den Vorquartalen. Im Ausblick für die nächsten 12 Monate wird bei einigen Risiken, u. a. den Kreditrisiken, den Digitalisierungs-/Cyberisiken und den ESG-Risiken, tendenziell ein Anstieg erwartet.

Besonderer Fokus auf Banken- und Derivate-Exposure

Ein wichtiges Thema auch für die makroprudenzielle Aufsicht im Versicherungsbereich bleibt weiterhin die Auswertung der jüngsten krisenhaften Entwicklungen im globalen Finanzsystem: die Bankenkrise in USA und Schweiz im März 2023³ und die Krise britischer Pensionsfonds / des britischen Staatsanleihemarktes im Herbst 2022⁴. Auch für die Versicherungswirtschaft bzw. -aufsicht stellt sich die Frage nach möglichen Lehren aus diesen Stressepisoden im Hinblick auf potenzielle Verwundbarkeiten oder einem Handlungsbedarf in Aufsicht und Regulierung.

Sowohl die EIOPA als auch die IAIS und der deutsche Ausschuss für Finanzstabilität präsentieren in ihren Berichten Ergebnisse aus ihren **Untersuchungen zu den aktuellen Verflechtungen der Versicherer mit dem Bankensektor**. Die direkten Auswirkungen der Bankenschieflogen in USA und Schweiz auf die Versicherer werden einhellig als sehr gering erachtet. Auch darüber hinaus werden keine besonderen systemischen Risiken identifiziert. Zwar weisen die Versicherer mit ihren Kapitalanlagen durchaus ein substanzielles Exposure gegenüber dem Bankensektor auf. So hatten die europäischen Versicherer 2022 laut EIOPA insgesamt 13 % ihrer Kapitalanlagen in bankbezogene Assets angelegt. Entsprechend der notwendigen Sicherheitsorientierung in der Kapitalanlage der Versicherer handelt

³ Vgl. hierzu die [Ausgabe Q2 2023 der GDV Financial Stability Perspectives](#).

⁴ Vgl. hierzu die [Ausgabe Q1 2023 der GDV Financial Stability Perspectives](#).

es sich dabei jedoch überwiegend um hochwertige Anlagen, wie etwa Pfandbriefe, und nur zu einem kleinen Teil um nachrangige Anleihen oder Aktien, also die Assetklassen, bei denen die Bankenschieflagen zu Verlusten führten.

Bezogen auf das deutsche Finanzsystem hat sich der deutsche Ausschuss für Finanzstabilität u. a. mit systemischen Effekten des europäischen Abwicklungsrahmens für die Banken beschäftigt und dabei festgestellt, dass auch in Stressszenarien keine Ansteckungseffekte zwischen Banken, Versicherern und Investmentfonds resultieren, die zu schweren Verwerfungen führen würden.

Mögliche Lehren der Märzkrise auch für die Versicherer werden in erster Linie im Hinblick auf die Geschwindigkeit von Krisenentwicklungen in einem zunehmend digitalen Umfeld ausgemacht, durch das Ansteckungseffekte stark beschleunigt werden können. Die EIOPA betont vor diesem Hintergrund die Bedeutung von Sicherheitspuffern und eines robusten Aufsichtsrahmens sowie eines umfassenden Monitorings zur Eindämmung negativer Auswirkungen ad-verser Entwicklungen.

Im Herbst 2022 hatten die von den britischen Pensionsfonds zur Gewährleistung ihrer langfristigen Leistungsverpflichtungen verwendeten sog. „Liability-driven“-Investitionsstrategien (LDI-Strategien) nach zinsanstieg-bedingten Margin Calls aus Derivate-Positionen über stark prozyklisch wirkende Anleihe-Verkäufe zu Turbulenzen im britischen Staatsanleihen-Markt geführt. Vor diesem Hintergrund hat sich die EIOPA intensiv damit beschäftigt, ob im Versicherungssektor der EU, dessen Kapitalanlagen ebenfalls in starkem Maße langfristige Leistungsgarantien bedecken, **mögliche Verwundbarkeiten aus Derivate-Geschäften und einem Einsatz von „Liability-driven“ Investitionsstrategien** bestehen könnten. So untersucht die EIOPA in ihrem jüngsten Finanzstabilitätsbericht, inwieweit europäische Versicherer im Rahmen ihres Asset-Liability-Managements ähnliche LDI-Strategien und Derivate-Geschäfte wie die britischen Pensionsfonds nutzen und welche Liquiditätsrisiken damit verbunden sind. **Die EIOPA gibt hier Entwarnung:** Investitionen in LDI-Fonds sind bei den EU-Versicherern kaum verbreitet. Für das Stressszenario einer Zinsveränderung um einen Prozentpunkt zeigen die Analysen der Aufsichtsbehörde zudem, dass die Versicherer ausreichend liquide Assets halten, um eventuelle Margin Calls aus ihren Derivategeschäften zu bedienen. Bereits im vorherigen [Finanzstabilitätsbericht vom Dezember 2022](#) war die EIOPA zum Ergebnis gekommen, dass mit der

Bedienung der Margin-Verpflichtungen der Versicherer im Zuge des abrupten Zinsanstiegs im Jahr 2022 anders als in Großbritannien keine Systemrisiken verbunden waren.

FOKUSTHEMA: MAKROPRUDENZIELLE AUFSICHT IM SOLVENCY-II-REVIEW

Vor dem Hintergrund der aktuellen wirtschaftlichen Herausforderungen und fortbestehender hoher Risiken für die Stabilität des Finanzsystems ist der Ausbau der makroprudenziellen Aufsicht nach wie vor von großer Bedeutung für die Politik und die Aufsichtsbehörden. Die größte Aufmerksamkeit liegt dabei auf dem Bankensektor und den Investmentfonds, in denen erhöhte Risiken für die Stabilität bestehen. Auch für die Versicherungswirtschaft stehen aber weitere Reformen an.

Bestehender Aufsichtsrahmen bereits umfassend
Bereits heute existiert ein umfangreicher makroprudenzieller Aufsichtsrahmen für die Versicherer. Ein zentrales Element hiervon ist die kontinuierliche und gründliche Überwachung im Hinblick auf systemische Risiken, die im Rahmen der laufenden Aufsicht durchgeführt wird. Diese erfolgt unter anderem durch die Stabilitätsberichte der Aufsichtsbehörden sowie im Rahmen des Risk Dashboards von EIOPA. Darüber hinaus sind im bisherigen Solvency II-Regelwerk schon Elemente enthalten, die prozyklische Anreize für das Risikomanagement, die aus dem marktwertbasierten Regulierungsansatz von Solvency II entstehen können, abmildern (beispielsweise die Extrapolation der risikofreien Zinsen oder das „Volatility Adjustment“)⁵. Auch die Stresstests von EIOPA dienen der makroprudenziellen Aufsicht. Seit 2019 ist der „Holistic Framework for Systemic Risk in the Insurance Sector“ der IAIS als internationaler Rahmen für die makroprudenzielle Risikobetrachtung im Versicherungssektor in Kraft. Dieser Rahmen ist bereits weitgehend in die nationalen Systeme zur Versicherungsaufsicht integriert.⁶ Zudem sind kontinuierliche Weiterentwicklungen in der makroprudenziellen Beaufsichtigung des Versicherungssektors zu verzeichnen. Aktuelle Beispiele sind u. a. die verstärkte Integration von Cyber Risiken⁷ sowie von klima- bzw. naturbezogenen Risiken (s. nächstes Kapitel ab S. 8).

⁵ Vgl. etwa das EIOPA-Papier [“Solvency II tools with macroprudential impact”](#) von 2018.

⁶ Vgl. hierzu den jüngsten Fortschrittsbericht der IAIS ([„Report on the Targeted Jurisdictional Assessment of the Implementation of the Holistic Framework Supervisory Material”](#)) vom April 2023.

⁷ Vgl. Ausgabe Q2 2023 der [GDV Financial Stability Perspectives](#).

Weiterer Ausbau mit der Überprüfung von Solvency II

Weitere Verschärfungen der makroprudenziellen Aufsicht stehen nun im Rahmen des aktuellen Solvency-II-Review an. Bereits im September 2021 hatte die EU-Kommission einen Richtlinien-Entwurf zur Überarbeitung des europäischen Versicherungsaufsichtsrahmens Solvency II vorgelegt. Neben Anpassungen, u. a. in den Bereichen Kapitalanforderungen, Proportionalität, Gruppenaufsicht und Nachhaltigkeit, beinhaltet der Entwurf auch Vorschläge zur Ausweitung der makroprudenziellen Aufsicht. So soll die **makroprudenzielle Perspektive unter Bezugnahme auf den Holistic Framework der IAIS nun auch explizit im Regelwerk festgeschrieben** werden. In einem eigenen Kapitel werden **neue makroprudenzielle Instrumente** vorgeschlagen:

- Verpflichtende Liquiditätsrisikomanagementpläne
- Aufsichtsbefugnisse bei Liquiditätsverwundbarkeiten einzelner Versicherer in außergewöhnlichen Umständen
- die Möglichkeit einer temporären Aussetzung des Rückkaufsrechts der Lebensversicherten in Extremsituationen
- die Möglichkeit der Verhängung von Ausschüttungsbeschränkungen im Falle außergewöhnlicher sektorweiter Schocks

Darüber hinaus sieht die EU-Kommission die Integration von umfassenden makroprudenziellen Erwägungen in die von den Versicherern regelmäßig vorzunehmende unternehmenseigene Risiko- und Solvabilitätsbeurteilung („Own Risk and Solvency Assessment“ – ORSA) sowie bei ihrer Kapitalanlage gemäß dem aufsichtlich vorgeschriebenen Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht („Prudent Person Principle“ – PPP) vor.

Nachdem sich der EU-Ministerrat bereits im Sommer 2022 auf eine Positionierung zum Gesetzesentwurf verständigt hatte, ist es im Juli 2023 auch im maßgeblichen Ausschuss für Wirtschaft und Währung (ECON) des Europäischen Parlaments zu einer Einigung gekommen. Nach der anstehenden formalen Entscheidung des Plenums des Parlaments **könnten im Herbst die Trilogverhandlungen zwischen Parlament, Rat und EU-Kommission starten.** Im Hinblick auf die Reform der makroprudenziellen Aufsicht gibt es dabei noch deutliche Unterschiede in den Vorstellungen der drei Institutionen.

Risikoorientierte, proportionale Ausgestaltung notwendig

Einigkeit besteht darüber, die makroprudenzielle Aufsicht stärker in Solvency II zu verankern. Dies wird auch von der Versicherungswirtschaft unterstützt. **Unterschiedliche Auffassungen gibt es jedoch insbesondere im Hinblick auf den Umfang der Ausweitung und die genaue Ausgestaltung der geplanten makroprudenziellen Tools.** Hier spiegelt sich erstens wider, dass angesichts des spezifischen Geschäftsmodells der Versicherungswirtschaft (u. a. Langfristcharakter, Finanzierung der Versicherungsleistungen durch vorabgezahlte Prämien, überwiegende Anknüpfung der Versicherungsleistung an externe Ereignisse) und ihrer hohen Stabilität über die vergangenen Krisenepisoden (s. vorangegangene Kapitel) der Bedarf an zusätzlicher makroprudenzieller Aufsicht keineswegs eindeutig ist.⁸ Zusätzliche makroprudenzielle Maßnahmen sind bei z. T. ungewissem Nutzen immer auch mit Kosten verbunden. Hinzu kommt, dass makroprudenzielle Instrumente auch Risiken mit sich bringen und sogar kontraproduktiv für die Finanzstabilität wirken können, z. B. wenn sie ihrerseits prozyklisches Handeln der Marktakteure auslösen.

Für eine effektive und effiziente makroprudenzielle Regulierung kommt es dementsprechend auf eine sachgerechte Ausgestaltung an, die risikoorientiert und proportional ist, die Kosten und Belastungen für Versicherer und Aufseher berücksichtigt und auch unbeabsichtigte Nebenwirkungen im Blick hat.⁹ Dies sollte die Leitschnur für die anstehenden Trilogverhandlungen sein. Beispielhaft sei dies für wichtige vorgeschlagene makroprudenzielle Erweiterungen näher erläutert:

- Eine **Integration von makroprudenziellen Erwägungen in ORSA und Kapitalanlageentscheidungen (PPP)** – etwa die Berücksichtigung makroökonomischer Risiken oder von potenziellen Blasenbildungen an den Finanzmärkten – ist grundsätzlich sachgerecht und natürlicher Teil einer ganzheitlichen Risikobewertung und Investitionsstrategie. Der Ansatz der EU-Kommission geht jedoch weit darüber hinaus. Zusätzlich verlangt wird insbesondere, dass Versicherer berücksichtigen und analysieren

⁸ So gibt es anders als für andere Bereiche aus den Stressepisoden im Finanzsystem in den letzten Jahren keine klare Evidenz für fehlende makroprudenzielle Instrumente in der Versicherungsaufsicht. Aus Sicht der Versicherungswirtschaft gibt es nur eine sehr begrenzte Notwendigkeit eines weiteren Ausbaus der makroprudenziellen Aufsicht, vgl. z. B. die Ausgabe „[Makroprudenzielle Aufsicht im Fokus](#)“ in der GDV-Reihe Regulierung und Aufsicht kompakt vom Juli 2022.

⁹ Vgl. hierzu etwa das „[Application Paper on Macroprudential Supervision](#)“ der IAIS von 2021.

müssen, inwieweit ihre Tätigkeit die Wirtschafts- und Finanzmarktentwicklungen beeinflussen und selbst zur Quelle von Systemrisiken werden könnte. Diese allgemeine Vorgabe würde jedoch erhebliche Ressourcen im Risikomanagement der Versicherer binden, denen in Anbetracht des für die allermeisten Versicherer sehr geringen individuellen Systemrisikobeitrags nur ein sehr begrenzter Nutzen, wenn überhaupt, gegenüberstände. Zudem erscheint es sehr fraglich, ob eine derartige Analyse für die Breite der Branche überhaupt sinnvoll möglich wäre. Für den einzelnen Versicherer wäre es sehr schwierig, wenn nicht gar unmöglich, den individuellen Systemrisikobeitrag, der u. a. auch vom Verhalten anderer Marktteilnehmer abhängt, zu ermitteln. Gleichzeitig könnten sich Zielkonflikte ergeben, etwa wenn ein Versicherer versucht, eine mögliche Systemwirkung in irgendeiner Form zu berücksichtigen, selbst wenn dies zu suboptimalen Ergebnissen für seine Kunden führt, etwa eine verringerte Rendite in deren Altersvorsorge.

Zielführender erscheint hier die Position des Rates, der eine Modifizierung der Berücksichtigung makroprudenzieller Erwägungen in ORSA und PPP vorschlägt. Demnach sollen **erweiterte makroprudenzielle Anforderungen nur für diejenigen Versicherer gelten, bei denen die zuständige Aufsichtsbehörde dies explizit verlangt**. Im Sinne eines risikobasierten Ansatzes in Einklang mit dem Proportionalitätsprinzip in Solvency II könnten damit die erweiterten makroprudenzielle Anforderungen auf diejenigen (wenigen) Fälle beschränkt bleiben, bei denen eine klare aufsichtliche Begründung für die Notwendigkeit einer umfassenden makroprudenziellen Analyse vorliegt.

- Eine **Befugnis für die Aufsichtsbehörden, makroprudenziell motivierte Ausschüttungsverbote schon vor einer Unterschreitung der geforderten Solvenzquoten auszusprechen**, die der Kommissions-Vorschlag ebenfalls enthält, ist **als potenzielles makroprudenzielles Instrument für die Versicherungsaufsicht kritisch zu hinterfragen**. Bisher gibt es keine Evidenz für die Notwendigkeit dieses Instruments.¹⁰ Die Einführung könnte sogar kontraproduktiv auf die Finanzstabilität wirken. Sie erhöht die Unsicherheit der Investoren und könnte die Möglichkeiten der Kapitalaufnahme für die Versicherer verschlechtern. Zudem

¹⁰ So wurde eine Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken ESRB im ersten Corona-Jahr 2020, vorsichtshalber auch für die Versicherer Ausschüttungsverbote auszusprechen, u. a. von der BaFin nicht umgesetzt, ohne dass dies zu Stabilitätsbeeinträchtigungen bei den deutschen Versicherern geführt hat.

kann die Nichtverfügbarkeit von Ausschüttungen selbst auch negativ wirken, sowohl für externe Investoren als auch im Hinblick auf die Kapitalflüsse zwischen Unternehmen einer Versicherungsgruppe und die Kapitalallokation innerhalb einer Gruppe.¹¹

- Das vorgesehene neue **makroprudenzielle Instrument „temporäre Aussetzung des Rückkaufsrechts bei Lebensversicherungen“ erscheint dagegen als letztes Mittel („Instrument of Last Resort“)** für den – sehr unwahrscheinlichen – Fall eines Massenstornos **grundsätzlich sachgerecht**, da damit extreme Liquiditätsrisiken effektiv eingedämmt werden können. Gleichzeitig erfordert ein derart starkes Instrument sehr große Vorsicht in der Anwendung, um negative Nebenwirkungen – etwa Vertrauensverluste in die private Altersvorsorge – zu vermeiden. Die vorgelegten Änderungsvorschläge, die dieses Instrument an striktere Bedingungen knüpfen, sind daher positiv zu werten.

FOKUSTHEMA: BIODIVERSITÄT UND FINANZSTABILITÄT

Im Hinblick auf mögliche Stabilitätsgefahren durch klimabezogene Risiken ist die Integration in den mikro- und makroprudenziellen Aufsichtsrahmen bereits weit fortgeschritten (vgl. Ausgabe Q1 2023 [Financial Stability Perspectives](#)). Seit einiger Zeit kommen verstärkt auch die Implikationen weiterer naturbezogener Risiken, insbesondere des Verlustes von Biodiversität, auf die Finanzstabilität in den Fokus.

Risiken durch Biodiversitätsverluste

Die Wechselwirkungen zwischen dem Verlust von Biodiversität und dem Finanzsystem sind sehr komplex (siehe Abb. 5). Zudem bestehen Wechselwirkungen zwischen Klima- und Naturrisiken. Wie bei den klimabezogenen Risiken wird allgemein zwischen physischen Risiken und Transitionsrisiken unterschieden. Physische Risiken entstehen unmittelbar durch den Verlust von Biodiversität wie z. B. Unfruchtbarkeit von Böden, Entwaldung oder Verlust von Bestäubung und deren direkte Folgen z. B. für Ernährungssicherheit und Gesundheit. Im Fokus stehen zudem die durch

¹¹ Auch bezogen auf den (stärker von Systemrisiken betroffenen) Bankensektor gab es im Nachgang zu den Ausschüttungsverbotten der Corona-Krise aus diesem Grund eine kontroverse Diskussion zur Eignung dieses Instruments, vgl. etwa einen entsprechenden Artikel im Macroprudential Bulletin der EZB von 2021 („[Evaluating the impact of dividend restrictions on euro area bank valuations](#)“) oder ein im Juli 2023 veröffentlichtes Working Paper des SAFE-Wissenschaftlers Christian Mücke („[Bank Dividend Restrictions and Banks' Institutional Investors](#)“).

das natürliche Ökosystem bereitgestellten Serviceleistungen für Mensch und Wirtschaft, wie die Reinhaltung von Luft- und Wasser. Transitionsrisiken zeigen sich aus Maßnahmen, die Biodiversitätsverlusten entgegenwirken sollen, beispielsweise Steuern, Konsumverhalten und den regulatorischen Rahmen. Die vielfachen Wechselwirkungen machen die Erfassung, Messbarkeit und Monetarisierung des Verlustes besonders schwierig. Ein starker Biodiversitätsverlust kann jedoch schwerwiegende Folgen für die Gesellschaft, Wirtschaft und das Finanzsystem aufweisen.

Die Versicherungswirtschaft ist von Biodiversitäts-Risiken sowohl in ihrer Kapitalanlage (z. B. durch Wertverluste bei finanziellen Assets aufgrund von Biodiversitätseinbußen) als auch im Hinblick auf die

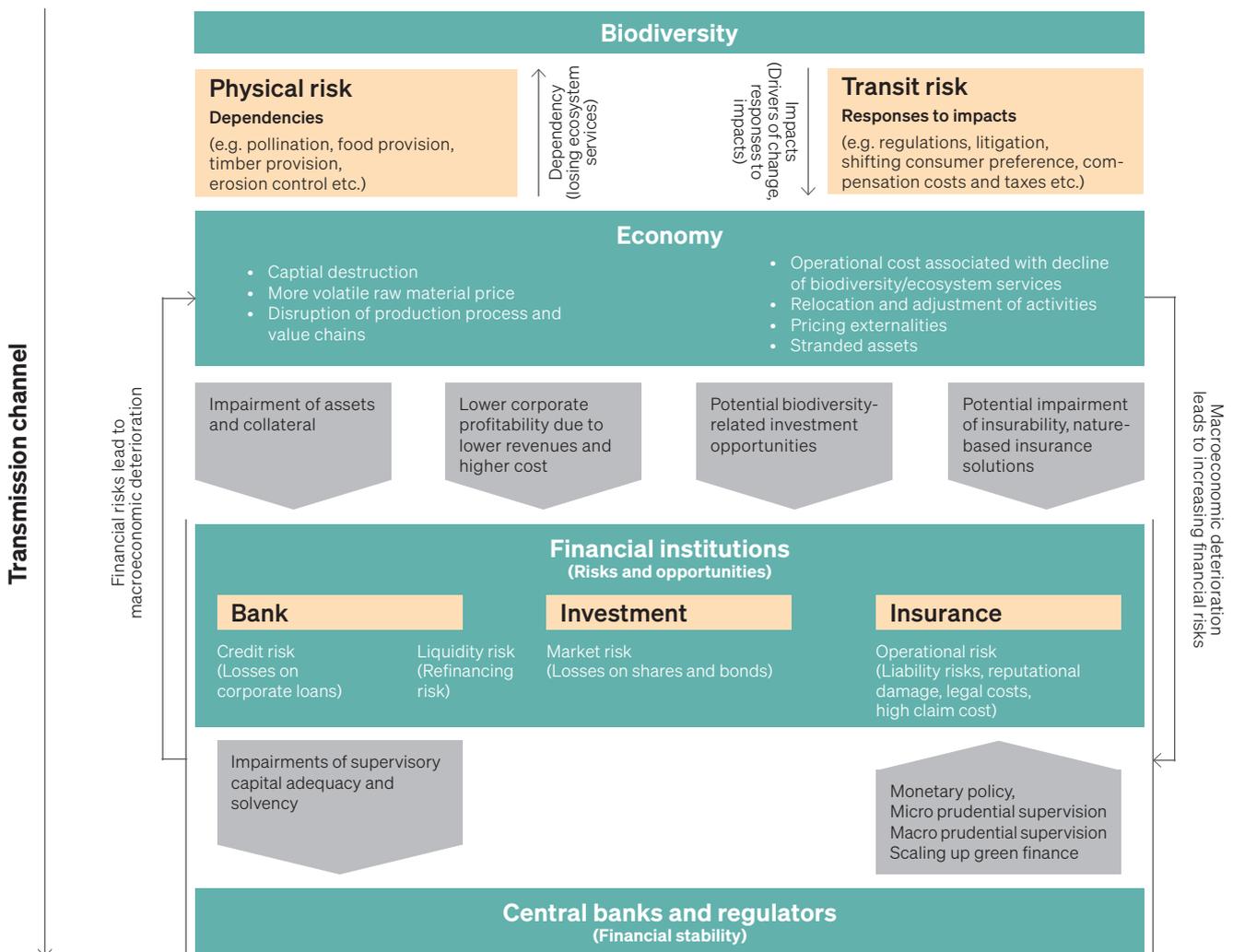
Bereitstellung von Versicherungsschutz (etwa für personenbezogene Risiken, gegen Naturgefahren oder Agrarprodukte) betroffen.

Makroprudenzielle Überwachung von Biodiversitäts-Risiken

Aufgrund der großen gesamtwirtschaftlichen Abhängigkeiten von natürlichen Ressourcen und Services werden durch naturbezogene Risiken und fortschreitende Biodiversitätsverluste zunehmend Stabilitätsrisiken befürchtet. Vor diesem Hintergrund möglicher Stabilitätsrisiken durch Biodiversitätsverluste hatte das „Network for Greening the Financial System (NGFS)“, ein weltweites Netzwerk von Zentralbanken und Aufsichtsbehörden, bereits im April 2022 seine [Schlussfolgerungen](#) auf Basis eines breit angelegten

Wechselwirkungen zwischen Biodiversität und Finanzstabilität

Abbildung 5 · Schematische Darstellung der Beziehungen zwischen Biodiversität, Wirtschaft und Finanzsystem



Quelle: NGFS

Projekts „Biodiversität und Finanzstabilität“ in Zusammenarbeit mit dem Forschungsnetzwerk „International Network for Sustainable Financial Policy Insights, Research, and Exchange“ (INSPIRE) vorgelegt. Dabei wurden die Zusammenhänge zwischen einem Verlust an Biodiversität und Risiken für Finanzinstitutionen und Finanzsystem sowie Implikationen für Zentralbanken und Finanzaufsicht untersucht. Das NGFS kommt zu dem Schluss, dass **naturbezogene Risiken einschließlich des Verlusts an Biodiversität substanzielle ökonomische Implikationen haben können und eine potenzielle Risikoquelle für einzelne Finanzinstitutionen sowie die Stabilität des Finanzsystems darstellen**. Angesichts der ökonomischen, mikro- und makroprudenziellen Bedeutung naturbezogener Risiken fordert das NGFS Zentralbanken und Aufseher auf, diese Risiken in ihren Mandaten angemessen zu berücksichtigen.

Als zentrale Aufgaben für Zentralbanken, Finanzaufseher und Finanzinstitutionen sieht das NGFS, Datenlücken zu schließen, einen analytischen Rahmen für die Interaktion zwischen Natur, Realwirtschaft und Finanzsystem zu erarbeiten und darauf aufbauend den Handlungsrahmen auf Umweltverträglichkeit auszurichten.

Parallel veröffentlicht wurde der [finale Bericht](#) der NGFS/INSPIRE-Arbeitsgruppe zu Biodiversität und Finanzstabilität. Der Bericht beinhaltet zum einen eine Analyse der (physischen und transitorischen) Biodiversitäts-Risiken für die Gesamtwirtschaft und das Finanzsystem. Auch zur Exponierung des Versicherungssektors nennt der Bericht Zahlen. Nach einer ersten Analyse des Sustainable Insurance Forums unterliegen etwa

10 % der globalen Beitragseinnahmen in der Schaden- und Unfallversicherung infolge eines zunehmenden Biodiversitätsverlustes signifikanten Risiken.

Aufbauend auf einem Überblick über die bisherigen Aktivitäten von Aufsehern und Zentralbanken in Bezug auf Biodiversitäts-Risiken zeigt der Bericht zudem Handlungsmöglichkeiten im Umgang mit diesen Risiken auf und gibt eine Reihe von Empfehlungen. Dazu gehören u. a. die Verbesserung von Berichtspflichten, die Entwicklung von Biodiversitäts-Metriken, der Einsatz von Szenario-Analysen und Stresstests sowie die Förderung von Biodiversitäts-positiven Investitionen, etwa durch die Entwicklung einer Biodiversitäts-Taxonomie und die Integration von Biodiversität in ESG-Ratings.

Auch in der makroprudenziellen Aufsicht für die europäische Versicherungswirtschaft gewinnen Biodiversitäts-Risiken zunehmend an Bedeutung.

Im jüngsten [Finanzstabilitätsbericht der EIOPA](#) werden erste analytische Ergebnisse zum Exposure der Versicherer gegenüber naturbezogenen physischen Risiken im Rahmen ihrer direkten Anlagen in Unternehmensanleihen und Aktien präsentiert. Ermittelt wird, dass fast 30 % der entsprechenden Anlagen auf wirtschaftliche Aktivitäten entfallen, die stark von mindestens einer Ökosystemdienstleistung abhängen.

Bereits im März 2023 hatte die EIOPA darüber hinaus ein [„Staff Paper on nature-related risks and impacts for insurance“](#) veröffentlicht, das sich umfassend mit Natur-bezogenen Risiken für Versicherer, ihrer Bewertung und einem möglichen Überwachungsrahmen beschäftigt.



Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.
Wilhelmstraße 43 / 43 G, 10117 Berlin
Postfach 08 02 64, 10002 Berlin
Tel.: +49 30 2020-5000, Fax: +49 30 2020-6000
www.gdv.de, berlin@gdv.de

Verantwortlich

Dr. Paul Berenberg-Gossler
Leiter Volkswirtschaft und Finanzmärkte
Tel.: +49 30 2020-5130
E-Mail: p.berenberg-gossler@gdv.de

Redaktionsschluss

31.08.2023

Autor/-in

Kay Seemann, Dr. Anja Theis

Publikationsassistenz

Heike Strauß, Anja Birkenmaier, Nadine Luther

Bildnachweis

Unsplash | Simon Zhu

Alle Ausgaben

auf GDV.DE

Disclaimer

Die Inhalte wurden mit der erforderlichen Sorgfalt erstellt. Gleichwohl besteht keine Gewährleistung auf Vollständigkeit, Richtigkeit, Aktualität oder Angemessenheit der darin enthaltenen Angaben oder Einschätzungen.

© GDV 2023