

ECONOMIC RESEARCH

Finanzsystem resilient, Herausforderungen bleiben groß

2024 Q1
Financial Stability Perspectives

Autor/-in

Kay Seemann
k.seemann@gdv.de

Dr. Anja Theis
a.theis@gdv.de

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	02
1. Stabilitätslage des Finanzsystems	03
2. Stabilitätslage des Versicherungssektors	08
3. Solvency II – neue makroprudenzielle Instrumente	12
4. Makroprudenzieller Aufsichtsrahmen für Klimarisiken	15

Executive Summary

Im Jahr 2023 hat sich erneut die hohe Resilienz von Finanzsystem und Versicherungswirtschaft unter schwierigen Rahmenbedingungen gezeigt. Für 2024 bleiben aber die makroökonomischen Herausforderungen weiter groß. Zwar haben sich mit dem Rückgang der Inflation die akuten Finanzstabilitätsrisiken etwas entspannt. Verschärfte geopolitische Spannungen, schwächere Wirtschaftsaussichten für Deutschland, weiterhin hohe Finanzmarktrisiken und eine insgesamt große Unsicherheit über die weitere Entwicklung belasten aber Realwirtschaft und Finanzsystem. Die systemischen Risiken sind damit nach wie vor hoch. Im Fokus der Aufseher stehen dabei u. a. mögliche Liquiditäts- und Kreditrisiken. Auch den Cyber- und Klimarisiken gilt weiterhin ein besonderes Augenmerk.

Vor dem Hintergrund erhöhter Risiken für die Stabilität des Finanzsystems setzt sich die Weiterentwicklung des makroprudenziellen Aufsichtsrahmens fort. Im Dezember 2023 konnte in der EU eine politische Einigung über die Reform von Solvency II erzielt werden. Damit werden u. a. neue makroprudenzielle Instrumente in das europäische Versicherungsaufsichtssystem aufgenommen. Auch im Hinblick auf die Integration von Klimarisiken in die makroprudenzielle Aufsicht waren in den letzten Monaten wichtige Fortschritte zu verzeichnen. Diese Entwicklungen werden in den beiden Fokuskapiteln der aktuellen Ausgabe näher beleuchtet und eingeordnet.

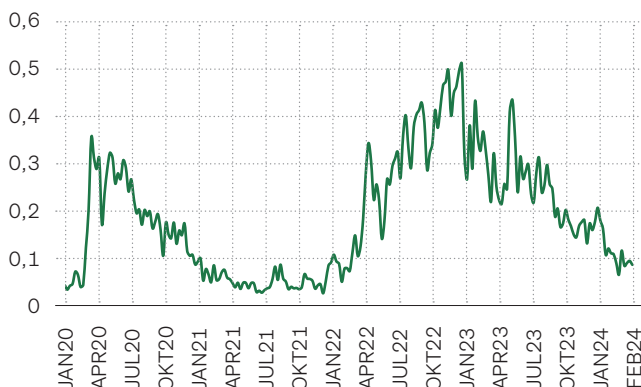
1. Stabilitätslage des Finanzsystems

Das Jahr 2023 war erneut durch herausfordernde Rahmenbedingungen für das Finanzsystem gekennzeichnet – von der nach wie vor erhöhten Inflation über die zusätzlichen Zinserhöhungen der Zentralbanken bis hin zu den schwerwiegenden geopolitischen Konflikten im Nahen Osten. **Erneut hat sich das Finanzsystem dabei als sehr widerstandsfähig erwiesen.** So bescheinigt die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA in ihrem jüngsten [Risikomonitoring-Bericht vom Januar 2024](#) den Finanzmärkten eine „bemerkenswerte Resilienz in einem höher-für-länger Zinsumfeld“. Die Stabilität des Finanzsystems drückt sich auch in der positiven Entwicklung des Indikators für systemischen Stress (CISS) der EZB für den Euroraum aus: ein systemischer Stress ist hier aktuell nicht zu erkennen. Der Indikator behielt trotz der geopolitischen Konflikte in Nahost seinen Trend nach unten bei (Abbildung 1).

Für das deutsche Finanzsystem betont die BaFin in ihrem Bericht „[Risiken im Fokus der BaFin 2024](#)“ vom Januar 2024 ebenfalls, dass die deutschen Banken und Versicherer die jüngsten Herausforderungen gut verkraftet und sich insgesamt als widerstandsfähig erwiesen hätten. Im Dezember des vergangenen Jahres hatte bereits der Ausschuss für Finanzstabilität (AFS) in einer [Kommunikation](#) konstatiert, dass das deutsche Finanzsystem trotz bestehender hoher Verwundbarkeiten stabil sei.

Kein akuter Stress im Finanzsystem

Abbildung 1 · Composite Indicator for Systemic Stress (CISS)



Quelle: EZB, Datastream

In vielen Bereichen bleiben die Risiken hoch

Zu Beginn des Jahres 2024 haben sich in einigen Bereichen die Risiken entspannt. Positiv zu vermerken ist insbesondere die rückläufige Inflation und damit verbunden die Perspektive von Zinssenkungen und verbesserter Finanzierungsbedingungen. **Gleichzeitig bleiben die Herausforderungen für das Finanzsystem aber weiterhin hoch.** So betont der AFS die weiterhin fortbestehenden Risiken, etwa im Gewerbeimmobiliensektor, und eine hohe Unsicherheit angesichts eingetrübter Wachstumsaussichten, erhöhter Cyber Risiken und geopolitischer Konflikte. **Die BaFin verweist darauf, dass nach wie vor noch nicht alle Effekte des Zinsanstieges sichtbar geworden sind.** Die Aufsichtsbehörde identifiziert sieben Hauptrisiken für die Stabilität und Integrität des deutschen Finanzsystems, die in diesem Jahr in der (mikro- und makroprudenziellen) Aufsichtstätigkeit der BaFin besonders im Fokus stehen:

- 1. Risiken aus signifikanten Zinsanstiegen.** Diese Risiken haben laut BaFin gegenüber dem Vorjahr abgenommen.
- 2. Risiken aus Korrekturen an den Immobilienmärkten.** Eine Verschlechterung der Kreditqualität könne insbesondere zu erheblichen Verlusten bei einigen Banken führen. Die BaFin stuft diese Risiken jetzt höher als im Vorjahr ein, insbesondere bei den Gewerbeimmobilien.
- 3. Risiken aus signifikanten Korrekturen an den internationalen Finanzmärkten.** Die Finanzmärkte werden angesichts weiterhin hoher Bewertungen trotz herausfordernden Rahmenbedingungen unverändert als „fragil“ angesehen, verbunden mit Marktrisiken für die Finanzinstitute.
- 4. Risiken aus Ausfällen von Krediten an deutsche Unternehmen.** Unter anderem mit Verweis auf das gestiegene Insolvenzrisiko sieht die BaFin hier einen steigenden Trend.

5. **Risiken aus Cyber-Attacken mit gravierenden Auswirkungen.** Aufgrund der weiter zunehmenden Digitalisierung und einer verschärften Bedrohungslage sind diese Risiken laut BaFin weiter gestiegen.
6. **Risiken aus unzureichender Geldwäscheprävention,** die zu einem Vertrauensverlust bei den Kunden und zu Strafen für die Unternehmen führen könnten (ebenfalls gestiegen).
7. **Risiken aus Konzentrationen bei der Auslagerung von IT-Dienstleistungen,** mit steigendem Trend.

Während die ersten sechs Hauptrisikobereiche bereits im letzten Jahr im Fokus der BaFin standen, hat die BaFin den Risikobereich „Konzentrationsrisiken durch IT-Auslagerungen“ in diesem Jahr neu aufgenommen. Zwar bringe die zu beobachtende zunehmende Auslagerung von IT-Dienstleistungen auf externe

Dienstleister Vorteile etwa im Hinblick auf Kapazitäten, Effizienz und oft auch Sicherheit. Gleichzeitig seien damit zunehmende Verflechtungen und Konzentrationsrisiken verbunden. Verwiesen wird hier darauf, dass in Deutschland „in einigen Bereichen wenige spezialisierte IT-Dienstleister einen Großteil der Kreditinstitute und Versicherer“ bedienen.

Darüber hinaus thematisiert die BaFin in einem eigenen Kapitel auch **mögliche Risiken aus drei „bedeutenden Trends“: Nachhaltigkeitsrisiken, Risiken aus der Digitalisierung der Finanzbranche (etwa aus dem zunehmenden Einsatz von KI) sowie potenzielle negative Auswirkungen aus den derzeitigen geopolitischen Umbrüchen.**

Die zunehmende Bedeutung dieser Trends für die Risikolage von Finanzsystem und Gesamtwirtschaft

Geopolitische Risiken belasten das Finanzsystem

Geopolitische Risiken haben in den letzten Jahren für die makroprudenzielle Überwachung des Finanzsystems stark an Bedeutung gewonnen. In den letzten Wochen wurden von Zentralbanken und Aufsichtern erneut eine Reihe von Analysen zu geopolitischen Fragestellungen veröffentlicht. Zentrale Themen sind dabei der russische Angriffskrieg in der Ukraine, die geopolitischen Spannungen zwischen USA und China oder jüngst der erneute Ausbruch schwerer Nahost-Konflikte nach dem barbarischen Überfall der Hamas auf Israel im Oktober 2023. Unter anderem aufgrund der hohen Exportabhängigkeit Deutschlands sind die deutsche Wirtschaft und das deutsche Finanzsystem dabei in besonderem Maße von geopolitischen Risiken betroffen.

Die BaFin stuft in ihrem Bericht „Risiken im Fokus der BaFin 2024“ geopolitische Umbrüche als bedeutenden Trend ein. **Hervorgehoben wird, dass die enge Verflechtung der deutschen Wirtschaft mit internationalen Märkten sie besonders anfällig für die Folgen geopolitischer Spannungen mache.** Die Zunahme von Spannungen und Konflikten in verschiedenen Weltregionen sowie die verstärkte Blockbildung zwischen den westlichen Staaten, Russland und China werden als potenzielle Risiken für den Finanzsektor identifiziert.

Die BaFin betont, dass die Risiken aus geopolitischen Entwicklungen einzeln betrachtet werden müssen, da sie sich nicht gut in auf historischen Erfahrungen basierende Risikomodelle einordnen ließen.

Auch für die Bundesbank sind geopolitische Fragen ein wichtiges Thema. Sie widmet in ihrem Monatsbericht von diesem Januar den geopolitischen Risiken für Deutschland insbesondere durch die wirtschaftliche Verflechtung mit China ein [eigenes Kapitel](#).

In den letzten zwei Jahrzehnten habe sich die deutsche Wirtschaft eng mit der Volksrepublik verbunden. Deutschland habe erheblich vom wirtschaftlichen Aufstieg Chinas profitiert, doch diese Verflechtung berge auch zunehmende Risiken. Die wirtschaftliche Lage Chinas stehe vor Herausforderungen, und Spannungen zwischen westlichen Industrienationen und China hätten zugenommen. Eine plötzliche wirtschaftliche Trennung von China könne die deutsche Wirtschaft stark beeinträchtigen, insbesondere in Industriezweigen, die stark von chinesischer Nachfrage abhängen. Die Auswirkungen könnten Produktionsausfälle und Unsicherheiten verursachen und das deutsche Finanzsystem belasten.

Durch das hohe China-Engagement der deutschen Wirtschaft sieht die Bundesbank auch Risiken für die Stabilität des deutschen Finanzsystems. Obwohl die direkten Verbindungen des deutschen Finanzsektors mit China begrenzt seien, sind deutsche Banken stark bei inländischen Unternehmen engagiert, die wiederum stark von der chinesischen Wirtschaft abhängig sind. Eine erhebliche Beeinträchtigung der deutsch-chinesischen Wirtschaftsbeziehungen würde diese Unternehmen stark treffen und letztendlich die Wahrscheinlichkeit von Kreditausfällen erhöhen. Ein Verlust an Vertrauen sowie eine allgemeine wirtschaftliche Abschwächung würden das Finanzsystem in einem solchen Szenario zusätzlich belasten.

Selbst ein geordneter Rückzug aus China wäre nach Einschätzung der Bundesbank mit erheblichen Verlusten verbunden, da deutsche Unternehmen wichtige Absatzmärkte verlieren würden und die Umstrukturierung von Lieferketten mit höheren Kosten verbunden wäre. Es bestünde jedoch gegenseitiges Interesse an stabilen wirtschaftlichen Beziehungen zwischen Deutschland und China, da beide Seiten voneinander abhängig sind.

Auch die EZB beschäftigt sich intensiv mit den möglichen Folgen von geopolitischen Spannungen. **So veröffentlichte die EZB im Rahmen ihres Economic Bulletin 8/2023 vom Januar eine empirische Untersuchung zu den Auswirkungen geopolitischer Schocks auf den Ölpreis.** Es werden zwei Hauptkanäle für die Transmission von Schocks herausgestellt. Erstens, durch einen Konjunkturkanal: Steigende geopolitische

Spannungen erhöhen die Unsicherheit über die wirtschaftlichen Aussichten, was zu einem Rückgang des Konsums, der Investitionen und des internationalen Handels führen könne. Dies wiederum verringere die weltwirtschaftliche Aktivität und dämpfe die Ölnachfrage sowie die Ölpreise. Zweitens, über einen Risiko-Kanal in den Ölmärkten: Die Marktteilnehmer könnten die tatsächlichen Risiken überschätzen und höhere Risikoprämien verlangen als dem aktuellen geopolitischen Schock entspräche. Dies würde wiederum zu steigenden Ölpreisen führen. Beide Kanäle wirken konträr zueinander auf die Ölpreise. Hinzu kämen laut EZB weitere Störfaktoren wie beispielweise Ölproduzenten, die möglicherweise beschließen könnten, ihre Fördermengen zur Stabilisierung der Preise anzupassen.

Der Bericht der EZB konstatiert, dass die Auswirkungen auch vom Ursprung des jeweiligen Schocks abhängig seien. Dies ist vor allem in dem aktuellen Konflikt im Roten Meer von Bedeutung. Denn aktuell sind im wesentlichen Transportwege in Form von großen Umwegen in den Schiffrouten für den Ölpreisanstieg maßgeblich. Der Preisauftrieb ist daher noch moderat.

Sollte sich der Konflikt jedoch auf die anliegenden Nationen ausweiten und weiter eskalieren, könne dies auch Folgen für die Finanzstabilität haben, nicht nur wegen des Ölpreises. Ein starker Anstieg des Ölpreises würde der Inflation erneut Aufschwung verleihen und somit das Risiko durch abrupte Zinsänderungen erhöhen. Eine Eskalation des Konflikts würde auch zu Unsicherheit und potenziell starken Preiskorrekturen an den Märkten führen.

spiegelt sich auch in den im Januar 2024 veröffentlichten übergreifenden Risikoberichten wider.

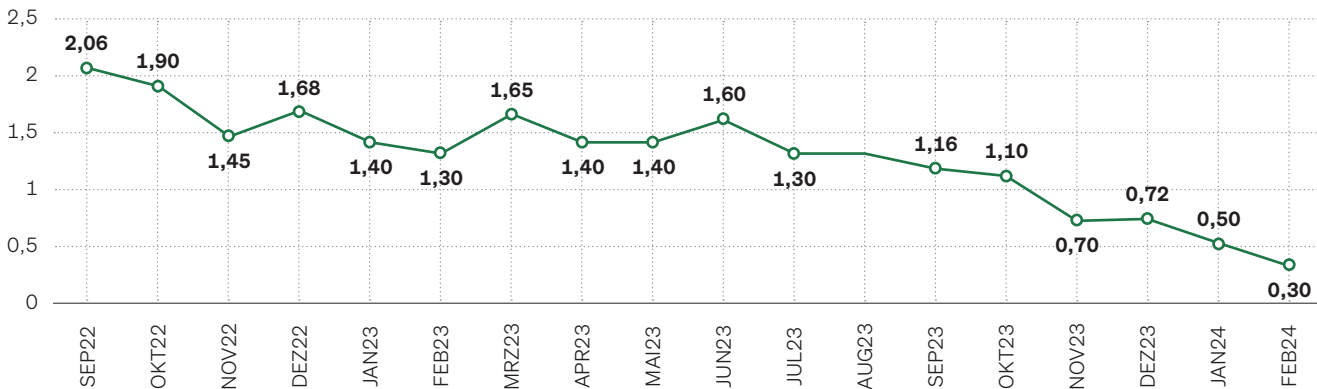
So wird im **Global Risk Report 2024 des World Economic Forum** die Liste der Top-Risiken für die Welt für einen Zeitraum der nächsten 2 Jahren von digitalisierungsbedingten Risiken (Fehl- und Desinformation (Platz 1), Cyberisiken (Platz 4)), Umweltrisiken (Extremwetterereignisse (Platz 2), Umweltverschmutzung (Platz 10)) sowie dem Risiko der sozialen Polarisierung (Platz 3) geprägt.¹ Für die lange Frist

(nächste 10 Jahre) stehen auf den Plätzen eins bis vier ausschließlich Umweltrisiken. Als Hauptrisiko werden hier extreme Wetterereignisse genannt. Der Verlust von Biodiversität ist auf dem dritten Platz. Die langfristigen Risiken haben sich auf den vorderen Plätzen im Vergleich zum Vorjahr nicht substantiell geändert. Im Gegensatz hierzu wurde die Liste der kurzfristigen Risiken 2023 noch durch die hohe Inflation und die damit verbundenen gestiegenen Lebenshaltungskosten („Cost of Living Crisis“) angeführt, die an Bedeutung verloren haben. Risiken durch Fehl- und Desinformation wurden 2023 noch nicht genannt.

¹ Dem Risikobericht liegt eine Umfrage von 1.490 Experten aus den Bereichen Wissenschaft, Wirtschaft, Regierung, internationale Gemeinschaft und Zivilgesellschaft zugrunde. Zusätzlich greift der Bericht auch auf die Executive Opinion Survey (EOS) des Weltwirtschaftsforums mit 11.000 Wirtschaftsexperten aus 113 Volkswirtschaften zurück.

BIP-Prognosen für Deutschland werden pessimistischer

Abbildung 2 · Gemittelte Prognosewerte für das BIP-Wachstum Deutschland führender Institute und Organisationen des jeweiligen Monats für das Jahr 2024*, in %



* Folgende Institute und Organisationen werden berücksichtigt: DIW, IWH, IFO, RWI, IFW, OECD, IWF, SVR, Bundesbank, Gemeinschaftsdiagnose, Bundesregierung, EU-Kommission. Für Januar 2024 liegt nur die Prognose des IWF und für Februar 2024 nur der OECD vor. August 2023 hat keine Prognose, hier wurde aus dem Vormonat fortgeschrieben.

Quelle: Eigene Berechnung

Im „**Allianz Risk Barometer 2024**“ zu aktuellen **Unternehmensrisiken** stehen Cyberrisiken an oberster Stelle. Naturkatastrophen sind auf den dritten Platz (von Platz 6 im Vorjahr) und geopolitische Risiken um 2 Plätze auf den achten Platz vorgerückt.²

Im Hinblick auf die kurzfristige Entwicklung der Risikolage kommt weiterhin auch den aktuellen makrofinanziellen Rahmenbedingungen eine zentrale Bedeutung zu. Hier zeigt sich ein gemischtes Bild.

Makrofinanzielles Umfeld bleibt weiter herausfordernd

Das derzeitige makrofinanzielle Umfeld bleibt für das Finanzsystem herausfordernd. Hier zeigen sich aktuell widersprüchliche Signale: Die europäische Wirtschaft schwächelt, die Zinsen sind weiterhin auf hohem Niveau und an den Aktienmärkten werden neue Höchststände erzielt. Die Markterwartungen sind derzeit mit erhöhten Unsicherheiten verbunden.

Die Konjunktur in Deutschland bleibt weiter schwach. Der Euroraum konnte mit 0,5 % ein leichtes Wachstum im Jahr 2023 erreichen. Die deutsche Wirtschaft verzeichnete im Jahr 2023 einen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts, preis- und kalenderbereinigt,

von 0,1 % (Q4 2023: -0,3 %) und ist damit Schlusslicht im europäischen Ländervergleich.

Auch für das Jahr 2024 bleiben die Konjunkturerwartungen verhalten. So haben die führenden Institute und Organisationen zuletzt ihre Prognosen für die deutsche Wirtschaft nach unten korrigiert (vgl. Abbildung 2). Ende Januar reduzierte der IWF in seinem [Update des „World Economic Outlook“](#) seine Prognose für Deutschland um 0,4 Prozentpunkte von 0,9 % auf 0,5 % Wirtschaftswachstum für 2024. Ein wesentlicher Grund für die Korrektur war die Haushaltskrise des Bundes nach dem Bundesverfassungsgerichtsurteil zur Schuldenbremse. Für die Weltwirtschaft sieht der IWF eine leichte Verbesserung von +0,2 Prozentpunkten auf 3,1 % Wachstum für das Jahr 2024.

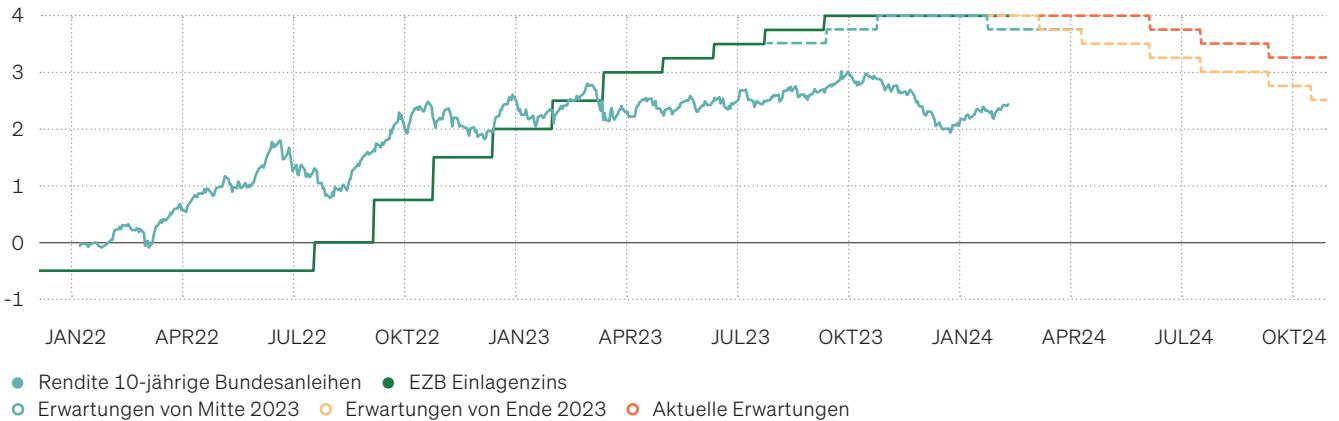
Der Rückgang der Inflationsrate setzte sich im Januar 2024 weiter fort, und der harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) lag in Deutschland bei 3,1 % (im Euroraum bei 2,8 %). **Die positive Stimmung an den Finanzmärkten wird vor allem durch optimistische Zinserwartungen getrieben.** So notierte der DAX, trotz trüber Wirtschaftsaussichten, zuletzt auf einem Allzeithoch.

Die gute Inflationsentwicklung gepaart mit verhaltenen Wirtschaftsaussichten führte dazu, dass die Märkte bereits Ende 2023 erste Zinssenkungen durch die EZB ab März 2024 einpreisten. Diese Erwartungen wurden allerdings durch die letzten Zentralbank-sitzungen enttäuscht. Die EZB sieht aktuell für März noch keine Senkung der Leitzinsen, will aber weiter

² Die Platzierung basiert auf der Antworthäufigkeit einer Befragung von rund 3.000 Risikoexperten aus 92 Ländern. Die jährliche Unternehmensrisiko-Umfrage wird unter Experten aus dem Unternehmensversicherungs-Segment des Allianz-Konzerns sowie bei Allianz-Unternehmenskunden, Versicherungsmaklern und Branchenverbänden durchgeführt.

Markterwartungen und Leitzinsentwicklung liegen (noch) auseinander

Abbildung 3 · Rendite 10-jährige Bundesanleihen, EZB-Einlagenzins und die €STR basierten Markterwartungen an die jeweils folgenden EZB-Zinsentscheidungen zu verschiedenen Zeitpunkten, in %



Quelle: Datastream, eigene Darstellung

datenbasiert entscheiden. Aktuell preisen die Märkte eine erste Zinssenkung seitens der EZB für April ein. Angesichts der weiterhin hohen Dienstleistungsinflation von rund 4 % und des robusten Arbeitsmarktes könnte es wieder eine Enttäuschung in den Markterwartungen geben mit der Folge einer erhöhten Volatilität an den Finanzmärkten.³

Abbildung 3 zeigt, dass seit Mitte 2023 die Markterwartungen für die Notenbank-Zinsentwicklung meist deutlich zu optimistisch waren. Es ist gut zu erkennen, dass die Marktakteure den Zeitpunkt einer erwarteten Zinssenkung kontinuierlich auf den nächsten Termin zur Zinsentscheidung schieben und eigentlich seit Ende 2023 eine Zinssenkung bei der jeweils nächsten EZB-Zinsentscheidung erwarten. Dieser Optimismus in den Zinserwartungen ließ die Rendite 10-jähriger

Bundesanleihen im vierten Quartal 2023 um bis zu 100 Basispunkten zurückgehen. Das Ergebnis und die Einschätzung der letzten EZB-Sitzung im Januar haben die Erwartungen am Anleihenmarkt vorerst nicht erfüllt, und die Renditen erhielten wieder etwas Auftrieb. **Der Optimismus einer deutlichen Zinssenkung im Laufe des Jahres 2024 bleibt in den Anleihenrenditen aber weiter eingepreist.**

Damit bleiben die weiteren Entwicklungen der Inflation und die geldpolitischen Entscheidungen der Zentralbanken zentrale Faktoren im Hinblick auf die weitere Entwicklung von Konjunktur und Finanzmärkten. Einerseits möchte die Zentralbank vermeiden, zu schnell die Zinsen zu senken, andererseits könnten zu große Enttäuschungen bei den Markterwartungen zu starken Marktschwankungen führen.

³ Für eine detaillierte Analyse zu den aktuellen Entwicklungen an den Finanzmärkten und der wirtschaftlichen Lage vgl. die aktuelle Ausgabe der GDV-Reihe [Economics & Finance Perspectives 01/2024](#).

2. Stabilitätslage des Versicherungssektors

Vor dem Hintergrund der herausfordernden Rahmenbedingungen erweist sich der Versicherungssektor auch weiterhin als stabil und resilient. Dies bestätigen die im Rahmen der makroprudenziellen Überwachung im Dezember 2023 veröffentlichten Stabilitätsberichte der Internationalen Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden IAIS („[Global Insurance Market Report 2023](#)“)⁴ und der Europäischen Versicherungsaufsichtsbehörde EIOPA („[Financial Stability Report](#)“).

So konstatiert die EIOPA, dass die europäischen Versicherer die beträchtlichen Herausforderungen der Jahre 2022 und 2023 bisher gut bewältigt haben. Herausgestellt wird insbesondere die robuste Solvenzlage, die die Absorption von Schocks ermöglichen. Die IAIS kommt zu dem Ergebnis, dass die für den Versicherungssektor ermittelten systemischen Risiken im Vergleich zur Vorjahresanalyse leicht zurückgegangen sind. Dies sei u. a. auf die Entlastungen zurückzuführen, die das höhere Zinsniveau für die Lebensversicherer im Hinblick auf die Zinsgarantien in ihren Beständen bedeute. Auch weiterhin blieben die „Systemic Risk Scores“ der Versicherer substanzial niedriger als im Bankensektor. Dem deutschen Versicherungssektor bescheinigt die BaFin in ihrem diesjährigen Bericht „[Risiken im Fokus der BaFin](#)“, den abrupten Zinsanstieg seit 2022 gut verdaut und sich als widerstandsfähig erwiesen zu haben.

Dabei verweisen die Aufseher auf die umfangreichen Maßnahmen, mit denen sowohl Versicherer als auch Aufseher proaktiv auf die vielfältigen Herausforderungen reagiert haben. Dazu gehört ein verstärktes Risiko-Monitoring in vielen Bereichen, etwa im Hinblick auf Liquiditätslage oder Immobilienkredite, sowie risikosenkende Maßnahmen von Umschichtungen in den Kapitalanlage-Portfolien in Anpassung

an veränderte Zins- und Finanzmarktgegebenheiten bis hin zu einer verbesserten Governance für IT- und Klimarisiken.

Auch weiterhin bleiben jedoch die Herausforderungen für die Versicherer groß. In den Berichten der Aufseher werden die nach wie vor schwierigen makrofinanziellen Gegebenheiten (vgl. vorheriges Kapitel) als andauernde Herausforderung angesehen. Als Risikofaktor für die Versicherer werden insbesondere Einbußen beim Neugeschäft sowie vermehrte Vertragskündigungen vor dem Hintergrund von Kaufkraftverlusten bei den privaten Haushalten und attraktiveren Konkurrenzprodukten für die Vermögensbildung identifiziert. Stille Lasten bei den Kapitalanlagen und inflationsbedingt höhere Schadenleistungen werden ebenfalls genannt. Auch Cyberrisiken und Klimarisiken stehen weiterhin im Fokus der Aufseher (vgl. auch Kapitel 4).

Marktrisiken Hauptsorge der EIOPA

In der Februar-Ausgabe ihres vierteljährlichen [Risk Dashboard](#) bewertet die EIOPA die aktuelle Risikolage der Versicherungswirtschaft gegenüber dem Vorquartal als günstiger (Tabelle 1, S. 9). Vor dem Hintergrund einer erhöhten Volatilität der Anleihenmärkte und eines weiteren Preisrückgangs bei den Gewerbeimmobilien gilt die Hauptsorge der EIOPA derzeit den Marktrisiken der Versicherer. In dieser Rubrik bewertet die EIOPA die Risiken weiterhin als „hoch“ (zweithöchste Risikostufe). Die makroökonomischen Risiken der Versicherer wurden von der EIOPA dagegen erstmals seit der Corona-Krise 2020 auf „mittleres Risiko“ zurückgestuft. Begründet wird dies mit der rückläufigen Inflation. Auch bei den in der November-Ausgabe als „hoch“ bewerteten Cyberrisiken nimmt die EIOPA eine Herabstufung auf „mittel“ vor. Allerdings wird die Erwartung geäußert, dass die Cyberrisiken im Jahresverlauf wieder ansteigen könnten.

Die übrigen sieben Rubriken (darunter Kredit-, Liquiditäts- und Finanzierungsrisiken, Ertrags- und Solvenzrisiken, Versicherungs-(Underwriting-) Risiken, und ESG-bezogene Risiken) bleiben wie im letzten Risk Dashboard mit der Stufe „mittel“ bewertet.

⁴ Im Rahmen des Berichts präsentiert die IAIS die zentralen Ergebnisse ihrer letztjährigen Datenerhebung bei großen internationalen Versicherungsgruppen und nationalen Aufsichtsbehörden („2023 Global Monitoring Exercise (GME)“). Diese Datenerhebung und -analyse ist integraler Bestandteil des ganzheitlichen Rahmens („Holistic Framework“) der IAIS für die Bewertung und Minderung systemischer Risiken in der Versicherungswirtschaft, vgl. Ausgabe [Q1 2023 Financial Stability Perspectives](#), S. 7f.

Marktrisiken weiterhin hoch

Tabelle 1 · EIOPA Risk Dashboard Februar 2024

Risiken	Level	Trend	Ausblick
1. Macro risks	mittel	↘	→
2. Credit risks	mittel	→	↗
3. Market risks	hoch	→	→
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

Liquiditätsrisiken der Versicherer bleiben begrenzt

Die veränderten makrofinanziellen Rahmenbedingungen haben die Liquiditätsrisiken im Finanzsystem und die Bedeutung eines proaktiven Liquiditätsmanagements der Finanzinstitutionen erhöht. Dementsprechend liegt hier derzeit ein Fokus der makroprudenziellen Aufsicht.

Nachdem im November 2023 die Deutsche Bundesbank in ihrem Finanzstabilitätsbericht 2023 eine Untersuchung möglicher Liquiditätsrisiken bei den deutschen Lebensversicherern vorgelegt hatte (vgl. [Financial Stability Perspectives 2023 Q4](#)), beinhaltet auch der Dezember-Bericht der EIOPA eine umfangreiche Analyse zur Liquidität der Versicherer. Präsentiert werden Ergebnisse aus dem von der EIOPA seit der Corona-Krise durchgeführten Liquiditätsmonitoring bei 100 ausgewählten europäischen Versicherern, die von den nationalen Aufsehern anhand potenziell hoher Exposition gegenüber Liquiditätsrisiken identifiziert wurden. Für den Betrachtungszeitraum 2021 bis 2023 hat die EIOPA anhand umfangreicher erhobener Daten die Entwicklung der Liquiditätsposition dieser Versicherer und Trends im Hinblick auf ihre Netto-Cashflows und die Bedeutung einzelner Komponenten wie Schadenzahlungen, Neugeschäft und Vertragskündigungen sowie Kapitalanlagen und Hedging mit Derivaten analysiert. Eine Fragestellung ist u. a., wie gut die Versicherer potenzielle Netto-Abflüsse bewältigen. Die EIOPA weist aber auch darauf hin, dass aufgrund der Auswahl der Versicherer diese Analyse mit

einer potenziellen Überschätzung der Liquiditätsrisiken im europäischen Versicherungsmarkt einhergeht.

Insgesamt kommt die EIOPA zu dem Ergebnis, dass die aggregierte Liquiditätsposition der untersuchten Versicherer keinen Anlass zur Besorgnis gebe. Hauptsächlich aufgrund von Wertverlusten bei den hochliquiden Anleihen in Folge der Zinserhöhungen habe sich die aggregierte Liquiditätsposition im Jahr 2022 gegenüber 2021 verschlechtert. Dennoch hätten aber alle betrachteten Versicherer ihre Cash-Reserven in 2022 stabil halten können. Für das Jahr 2023 liegen der EIOPA die Projektionen der Versicherer vor. Einige Versicherer erwarteten dabei negative Cashflows. Alle diese Versicherer hätten aber genügend liquide Assets, um diese auszugleichen.

Auch die BaFin stellt in ihrem quartalsweisen Liquiditätsmonitoring bisher keine Liquiditätsprobleme oder erzwungene Realisierungen stiller Lasten fest. Die IAIS kommt in ihrem Bericht zu dem Ergebnis, dass die Liquiditätsposition der Versicherer sich im Zuge des Zinsanstiegs verschlechtert hat, die Versicherer mit einer hohen Ausstattung sehr liquider Assets aber gut gerüstet bleiben für einen möglichen zusätzlichen Liquiditätsbedarf, etwa durch erhöhtes Storno.

Die Untersuchungen der Aufseher bestätigen damit die Einschätzung der Branche, dass Liquiditätsrisiken für die einzelnen Versicherer zwar wichtig sind und gut gemanagt werden müssen, dass vom Versicherungssektor aber kein systemisches Liquiditätsrisiko ausgeht. Dies gilt auch für den Fall möglicher weiterer Belastungen durch verhaltenes Neugeschäft, erhöhte Vertragskündigungen, Nachschusspflichten (Margin Calls) oder inflationsbedingt höhere Kosten und Schadenzahlungen.

Vor diesem Hintergrund hat die BaFin angekündigt, ihr in der Corona-Krise bei einem breiten Kreis von Versicherern eingeführtes umfangreiches Liquiditätsmonitoring im Jahr 2024 nicht weiterzuführen. Die Überwachung von Liquiditätsrisiken bleibt für die Aufseher aber auch in Zukunft ein wichtiges Thema. Die EIOPA wird ihr Liquiditätsmonitoring bei ausgewählten Versicherern weiterführen. Zudem werden im Zuge der Überarbeitung von Solvency II (s. Kapitel 3) weitere Aufsichts-Instrumente bezogen auf Liquiditätsrisiken eingeführt.

Alternative Anlagen der Versicherer haben an Bedeutung gewonnen

Bis 2021 war die Kapitalanlage der (Lebens-)Versicherer stark durch das langjährige Niedrigzinsumfeld geprägt. Aufgrund ihrer Sicherheitsorientierung erfolgt nach wie vor der weitaus größte Teil ihrer Investments in Rentenpapiere. **Zur Verbesserung ihrer Kapitalerträge und im Einklang mit ihrem langfristig orientierten Geschäftsmodell haben die Versicherer neben einer Erhöhung der Laufzeit ihrer Rentenpapiere aber verstärkt auch in alternative Anlagen wie Immobilien, Infrastrukturprojekte oder Private Equity investiert.**

Seit dem rapiden Zinsanstieg des Jahres 2022 haben sich die Finanzmarktgegebenheiten grundlegend verändert. Angesichts der hohen Bedeutung der Versicherungswirtschaft als einer der wichtigsten institutionellen Investoren im Finanzsystem ist es eine zentrale Fragestellung in der makroprudenziellen Überwachung, wie sich dies auf die Asset-Allokation der Versicherer auswirkt. Ein besonderes Augenmerk gilt aktuell möglichen erhöhten Risiken bei alternativen Anlagen, u. a. aufgrund der verschlechterten Finanzierungsbedingungen und möglichen Wertverlusten. Sowohl die EIOPA als auch die IAIS präsentieren in ihren Dezember-Berichten umfangreiche Untersuchungen zu den alternativen Assets der Versicherer. Auch die BaFin setzt hier in ihrer Überwachung der Kapitalanlagen der deutschen Versicherer einen Fokus.

Eine einheitliche Definition oder trennscharfe Abgrenzung von alternativen Assets gibt es dabei nicht. Die IAIS verwendet aufgrund der unterschiedlichen Klassifizierungen in den einzelnen Ländern einen prinzipienbasierten Ansatz und identifiziert alternative Assets insbesondere anhand der drei Kriterien Illiquidität (kein liquider Sekundärmarkt), Bewertungsunsicherheit (keine Marktpreise) und Komplexität / Opazität (z. B. kein externes Rating, integrierte Optionen, mögliche Interessenkonflikte). Die EIOPA stuft in Anlehnung an die EZB Anlagen in Immobilien, Immobilienfonds, Private Equity Fonds, Infrastrukturfonds, alternative Fonds, Kredite und Hypothekarkredite, besicherte Wertpapiere und strukturierte Titel als alternative Assets ein. Damit beinhaltet die Rubrik „alternative Assets“ Anlagen mit sehr unterschiedlichen Charakteristika und Risiken.

In der Untersuchung der IAIS steht die höhere Bedeutung von alternativen Kapitalanlagen im Investment-Portfolio der Lebensversicherer im Fokus. Dabei beschäftigt sich die IAIS zunächst mit

grundsätzlichen Fragen im Zusammenhang mit alternativen Assets und Finanzstabilität. Sie konstatiert, dass Anlagen der Versicherer in alternative Assets im Hinblick auf die Finanzstabilität sowohl Vorteile als auch mögliche Risiken mit sich bringen. Aufgrund ihres langfristigen Charakters sind einige alternative Assets sehr gut für das Asset-Liability-Matching der Lebensversicherer mit ihren langfristigen Leistungsverpflichtungen geeignet. Ein Beispiel wären hier Infrastrukturanlagen. Für die Versicherer schlagen zudem Diversifizierungs- und Ertragsvorteile positiv zu Buche. Aus volkswirtschaftlicher Perspektive machen die Besonderheiten der Kapitalanlage der (Lebens-)Versicherer diese als langfristig orientierte Anleger besonders geeignet, in illiquide Assets zu investieren.⁵ Gleichzeitig sind alternative Anlagen tendenziell weniger liquide und mit höherer Komplexität im Hinblick auf Risikobeurteilung und ihre Bewertung verbunden. Die IAIS betont daher mögliche Herausforderungen mit Blick auf potenzielle Liquiditäts-, Komplexitäts- und Konzentrationsrisiken bei diesen Assets und ihrer teilweisen Intransparenz. Mögliche negative Stabilitätsimplikationen könnten sich etwa bei gesamtwirtschaftlichen Einbrüchen mit Wertverlusten ergeben, oder falls Versicherer in Hoch-Stressphasen alternative Assets bei geringer oder nicht-existenter Marktliquidität verkaufen müssen.

Nach wie vor bleibe die Exposition gegenüber dieser Assetklasse aber begrenzt. **Größere systemische Risiken aus der stärkeren Anlage der Versicherer in alternative Assets erkennt die IAIS bisher nicht.** Die IAIS hebt für alternative Assets jedoch die Notwendigkeit eines ausreichenden Verständnisses, eines effektiven Risikomanagements und kontinuierlichen Monitorings sowie proaktiver Maßnahmen zur Begrenzung der Risiken hervor. Hier verweist der Bericht der IAIS auch auf die vielfältigen bereits erfolgenden Aktivitäten der Aufsichtsbehörden in diesem Bereich.

Die EIOPA hat die Auswirkungen der Zinswende auf die alternativen Kapitalanlagen der europäischen Versicherer untersucht. Die zugrundeliegende Fragestellung war dabei, ob verstärkt wieder Anlagen in traditionelle Assets wie festverzinsliche Staats- und Unternehmensanleihen erfolgen, die nun wieder auskömmliche Renditen zur Bedienung der Leistungsverpflichtungen bieten, und der Trend zu alternativen Assets sich damit umkehrt. Dafür hat die EIOPA die quartalsweisen Nettokaufaktivitäten

⁵ Vgl. hierzu etwa Ausgabe 11 der GDV-Reihe Volkswirtschaftliche Themen und Analysen (2021) „[Kapitalanlage der Versicherer: Volkswirtschaftliche Potenziale ausschöpfen](#)“.

der Versicherer bei Staats- und Unternehmensanleihen für den Betrachtungszeitraum Q4 2017 bis Q2 2023 analysiert.

Entgegen ihrer Erwartung findet die EIOPA in ihrer Analyse bislang keine Anzeichen für eine verstärkte Anlage in Staats- und Unternehmensanleihen. Stattdessen beobachtet die EIOPA einen andauernden Trend zu alternativen Kapitalanlagen. Als eine mögliche Erklärung nennt die EIOPA die hohe Bedeutung des Managements von Zinsänderungsrisiken im Umfeld steigender Zinsen. Möglicherweise könnten Lebensversicherer mit Anleihekäufen abwarten, bis sie davon überzeugt seien, dass der Zins-Peak erreicht sei und sie sich in attraktivere Renditen einloggen könnten. Denkbar sei jedoch auch, dass die Versicherer trotz höherer Zinsen auch mittel- bis langfristig verstärkt in alternative Assets investieren, z. B. aufgrund größerer Spielräume für kapitalintensive Investments durch zinsbedingt verbesserte Solvenzquoten oder Rendite- und Diversifizierungsvorteile.

Mögliche Risiken aus höheren alternativen Anlagen der Versicherer werden auch im Risiko-Bericht der BaFin thematisiert. Verwiesen wird auf einen Anstieg der Private-Debt-Investitionen der Versicherer. Die BaFin sieht Private-Debt-Investitionen als Möglichkeit, das Gesamtportfolio zu diversifizieren. Sie stellt aber auch die damit verbundenen hohen Anforderungen an das Verständnis der zugrunde liegenden Geschäftsmodelle und das Risikomanagement heraus. Im Fokus der BaFin stehen angesichts der substanziellen Preisrückgänge bei Gewerbeimmobilien und zunehmender Insolvenzen bei Immobilienfinanzierern auch mögliche Risiken aus Gewerbeimmobilien-Engagements der Versicherer. Da die Versicherer jedoch derzeit noch sehr hohe Bewertungsreserven in ihren Immobilienportfolios auswiesen, stuft die BaFin das Risiko aus Bewertungsänderungen insgesamt als beherrschbar ein.

3. Solvency II – neue makroprudenzielle Instrumente

Im Dezember 2023 wurde eine politische Einigung zwischen EU-Kommission, Rat der EU und Europäischem Parlament über die Reform des europäischen Versicherungsaufsichtssystems erzielt. Nach einem über zweijährigen Gesetzgebungsverfahren und mehrjährigen Vorarbeiten konnte damit bei der ersten umfassenden Überprüfung des europaweit seit 2016 umgesetzten Solvency-II-Regimes ein zentraler Meilenstein erreicht werden.

Weitere Stärkung der Leistungsfähigkeit von Solvency II

Solvency II gilt weltweit als eines der modernsten und besten Versicherungsaufsichtssysteme. Es hat sich sowohl in den Jahren der Niedrigzinsphase als auch bei zwei schweren gesamtwirtschaftlichen Schocks durch die Corona-Pandemie und den russischen Angriffskrieg auf die Ukraine als sehr leistungsfähig erwiesen. In den ersten Jahren der Anwendung sind aber auch eine Reihe von Schwächen deutlich geworden. So ist das Solvency II zugrundeliegende Prinzip der Verhältnismäßigkeit der Beaufsichtigung entsprechend der Risiken eines Versicherers in der derzeitigen Ausgestaltung noch nicht effektiv genug. Die Folge sind übermäßige regulatorische Belastungen kleinerer Versicherer mit einfachem Geschäftsmodell. Darüber hinaus trägt die Reform veränderten Gegebenheiten Rechnung, etwa im Hinblick auf die Berücksichtigung möglicher Negativzins-Szenarien, deren Notwendigkeit erst in der Niedrigzinsphase deutlich geworden ist, oder die Integration von Klimarisiken (s. auch nachfolgendes Kapitel).

Ausbau der makroprudenziellen Aufsicht

Vor dem Hintergrund fortbestehender hoher Risiken für die Stabilität des Finanzsystems und unter Verweis auf das 2019 von der IAIS etablierte ganzheitliche Rahmenwerk („Holistic Framework“) zur Bewertung und Minderung von systemischen Risiken in der

Versicherungswirtschaft **werden mit der Reform zudem die makroprudenzielle Perspektive explizit in Solvency II verankert und neue makroprudenzielle Instrumente und Maßnahmen eingeführt.** In den Legislativverhandlungen sind dabei gegenüber dem ursprünglichen Richtlinien-Vorschlag der EU-Kommission von 2021 noch wichtige Verbesserungen im Hinblick auf eine proportionale und risikoorientierte Ausgestaltung erfolgt.

Um den gestiegenen Liquiditätsrisiken im Finanzsystem Rechnung zu tragen, die auch für die Versicherer die Bedeutung des Liquiditätsmanagements erhöht haben (vgl. vorangegangenes Kapitel), **müssen die Versicherer in Zukunft verpflichtend Liquiditätsrisikomanagementpläne aufstellen und regelmäßig pflegen.** Ziel ist es, anhand von Liquiditätsrisiko-Indikatoren einen potenziellen Liquiditätsstress proaktiv zu identifizieren, zu überwachen und zu adressieren. Der geforderte Umfang der Berichte ist dabei abhängig von den Liquiditätsrisiken eines Versicherers. So muss die mittlere und lange Frist nur von denjenigen Versicherern abgedeckt werden, bei denen die zuständige Aufsichtsbehörde dies aufgrund des Risikoprofils für notwendig erachtet. **Darüber hinaus erhalten die Aufsichtsbehörden neue Befugnisse, wenn sie bei einem Versicherer wesentliche Liquiditätsrisiken identifizieren und der Versicherer diese trotz Aufforderung der Aufsicht nicht effektiv adressiert.** Für schwere Liquiditätsrisiken in außergewöhnlichen Umständen erhalten die Aufsichtsbehörden zudem die Befugnis, bei betroffenen Versicherern das **Rückkaufsrecht der Lebensversicherten temporär auszusetzen.** Damit wird ein Instrument für den – sehr unwahrscheinlichen – Fall eines Massenstornos geschaffen, das extreme Liquiditätsrisiken effektiv eindämmen kann. Gleichzeitig erfordert ein derart starkes Instrument sehr große Vorsicht in der Anwendung, um negative Nebenwirkungen – etwa Vertrauensverluste in die private Altersvorsorge – zu vermeiden. Dementsprechend ist eine zeitweise Rückkaufsaussetzung an sehr strenge Voraussetzungen geknüpft und darf nur als Ultima Ratio eingesetzt werden.

Die Aufsichtsbehörden erhalten zudem Befugnisse, in bestimmten Situationen aus makroprudenziellen Erwägungen von einem Versicherer die **temporäre Beschränkung oder Aussetzung von Ausschüttungen an Aktionäre, von Aktienrückkäufen, Zahlungen an nachrangige Gläubiger und von variabler Vergütung** zu verlangen, und zwar schon vor einer Unterschreitung der aufsichtsrechtlich geforderten Solvenzquote. Die Möglichkeit besteht zum einen dann, wenn ein Versicherer wesentliche Liquiditätsrisiken aufweist, die den Schutz der Versicherungsnehmer oder die Finanzstabilität bedrohen, und zum anderen zur Sicherung der Finanzposition während außergewöhnlicher sektorweiter Schocks bei Versicherern mit besonders verwundbarem Risikoprofil. Ausschüttungsverbote sind als makroprudenzielles Instrument sehr umstritten, und die Versicherungswirtschaft hatte sich dezidiert gegen ihre Einführung ausgesprochen. Insbesondere besteht die Befürchtung, dass sie die Finanzstabilität nicht stärken, sondern sogar kontraproduktiv wirken könnten. So beeinträchtigt die Nichtverfügbarkeit eingeplanter Ausschüttungen die Liquidität von Investoren, und es droht eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen für Versicherer aufgrund einer erhöhten Unsicherheit über die Ausschüttungen.⁶

Darüber hinaus werden die Versicherer verpflichtet, makroprudenzielle Erwägungen in der von den Versicherern regelmäßig vorzunehmenden unternehmenseigenen 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) zu berücksichtigen und zu analysieren. Dies betrifft etwa das Zinsniveau, die Inflation und Verflechtungen mit anderen Finanzmarktteilnehmern. Die geforderte Analyse soll dabei verhältnismäßig zu Risiken, Größe und Komplexität der Unternehmen sein.

Diejenigen Versicherer, bei denen die Aufsichtsbehörde eine begründete Anforderung stellt, müssen weitere makroprudenzielle Erwägungen berücksichtigen und

analysieren. Dies umfasst u. a. Risiken verbunden mit dem Kreditzyklus und wirtschaftlichen Abschwüngen, Herdenverhalten bei Kapitalanlagen oder exzessiven Exposure-Konzentrationen auf Sektor-Ebene. Zudem müssen die Aktivitäten des Versicherers berücksichtigt und analysiert werden, die makroökonomische und Finanzmarktentwicklungen beeinflussen könnten und das Potenzial haben, zur Quelle von Systemrisiken zu werden. Diese Erwägungen sollen als Teil der Kapitalanlageentscheidungen integriert werden. Dabei stellt sich die Frage, wie eine derartige Berücksichtigung systemischer Effekte konkret erfolgen könnte. So sind etwa die Auswirkungen größerer Transaktionen der Versicherer auf die jeweiligen Marktsegmente immer auch abhängig vom Verhalten anderer Marktteilnehmer, und es können Zielkonflikte entstehen, wenn etwa ein Versicherer versucht, eine mögliche Systemwirkung zu berücksichtigen, selbst wenn dies zu suboptimalen Ergebnissen für seine Kunden führt, etwa eine verringerte Rendite in deren Altersvorsorge.

Berücksichtigung von Klimarisiken

Ein wichtiger Bereich der Solvency-II-Reform ist auch die stärkere Integration von Klimarisiken in die Versicherungsaufsicht. Für das ORSA wird die verpflichtende Integration von Klimaszenarioanalysen festgeschrieben, die von den Aufsichtsbehörden in den letzten Jahren bereits etabliert wurde.⁷ Auch bei der Aufstellung ihrer Kapitalanlagestrategie sollen die Versicherer die Auswirkungen von Nachhaltigkeitsrisiken auf ihre Anlagen und die möglichen langfristigen Auswirkungen ihrer Kapitalanlageentscheidungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren berücksichtigen. Darüber hinaus sollen sich die Versicherungsunternehmen mit den kurz-, mittel- und langfristigen finanziellen Risiken aus Nachhaltigkeitsfaktoren befassen, die u. a. aus der Anpassung und Transition zu einer klimaneutralen Wirtschaft entstehen.

Die EIOPA wird beauftragt zu prüfen, ob eine spezielle aufsichtsrechtliche Behandlung der Risiken von Kapitalanlagen oder Tätigkeiten, die in erheblichem Maße mit ökologischen und/oder sozialen Zielen verbunden sind, gerechtfertigt wäre. Diese Arbeiten sind bereits weit fortgeschritten (vgl. dazu das folgende Kapitel).

⁶ Auch bezogen auf den (stärker von Systemrisiken betroffenen) Bankensektor gibt es aus diesem Grund eine intensive Diskussion zu Kosten und Nutzen dieses Instruments. So zeigen empirische Analysen, dass die Ausschüttungsverbote in der Corona-Pandemie negative Auswirkungen auf Bewertung und Finanzierungsbedingungen der europäischen Banken hatten, vgl. etwa 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](#)“).

⁷ Vgl. GDV (2023): [Klimawandelszenarien im ORSA](#).

Anwendung voraussichtlich ab 2026

Im nächsten Schritt muss die Änderungs-Richtlinie zu Solvency II nun noch formal durch das Plenum des Europäischen Parlaments und durch den Rat der EU angenommen werden. Nach Verabschiedung und Inkrafttreten ist die Richtlinie innerhalb von zwei Jahren in die jeweiligen nationalen Gesetze – in Deutschland das Versicherungsaufsichtsgesetz VAG – umzusetzen. **Die Neuregelungen werden damit voraussichtlich im Jahresverlauf 2026 wirksam.**

In der Zwischenzeit sind die Vorgaben der Richtlinie an zahlreichen Stellen noch durch sog. Delegierte Rechtsakte, Leitlinien der EIOPA oder im Zuge der nationalen Umsetzung weiter zu konkretisieren. Im Bereich der makroprudenziellen Aufsicht sind beispielsweise noch Kriterien festzulegen, welche Versicherer die erweiterten makroprudenziellen Anforderungen hinsichtlich ORSA, Kapitalanlagestrategie und Liquiditätsrisikomanagementplänen erfüllen müssen, oder wann außergewöhnliche Umstände eingetreten sind. Auch hier kommt es darauf an, risikoorientierte und proportionale Herangehensweisen zu entwickeln, die eine effektive makroprudenzielle Aufsicht ermöglichen und gleichzeitig übermäßige Belastungen von Versicherern und Aufsichtsbehörden vermeiden.

4. Makroprudenzieller Aufsichtsrahmen für Klimarisiken

Angesichts der hohen Bedeutung von klimabedingten Risiken für die mittel- und langfristige Stabilität des Finanzsystems gibt es schon seit einigen Jahren auf allen Ebenen umfangreiche Aktivitäten zur Integration von Klimarisiken in den makroprudenziellen Aufsichtsrahmen. Im Dezember 2023 sind hier weitere Meilensteine erreicht worden.

Abschlussbericht zu EZB / ESRB-Projekt

Im Dezember 2023 haben der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) und die EZB den Abschlussbericht einer gemeinsamen Projektarbeit veröffentlicht, die sich über mehrere Jahre grundlegend mit der Bewertung und Modellierung von klimabedingten Risiken sowie einer makroprudenziellen Herangehensweise in Bezug auf diese Risiken befasst hat („[Towards macroprudential frameworks for managing climate risk](#)“). In die Projektarbeiten waren auch die EIOPA und die nationalen Aufseher einbezogen. **Auf Basis der bisherigen Erkenntnisse zu Klimarisiken im europäischen Finanzsystem werden makroprudenzielle Rahmenwerke zur laufenden Überwachung systemischer Klimarisiken sowie zur Adressierung dieser Risiken durch makroprudenzielle Maßnahmen präsentiert.** Der Bericht behandelt zudem auch weitere naturbezogene Risiken, z. B. aus Biodiversitätsverlusten, zu denen die Überlegungen sich jedoch noch in einer frühen Phase befinden.

Die Versicherungswirtschaft ist von Klimarisiken sowohl in ihrer Rolle als Kapitalanleger als auch als Anbieter von Versicherungsschutz betroffen. Sie wird dementsprechend in allen Teilen des Berichts prominent thematisiert.

Makroprudenzieller Überwachungsrahmen für Klimarisiken

Klimarisiken haben systemischen Charakter. Ihrer sachgerechten Integration in die laufende

makroprudenzielle Überwachung kommt daher eine hohe Bedeutung zu. Gleichzeitig ist die Erfassung von Klimarisiken durch große Herausforderungen gekennzeichnet, beispielsweise durch hohe Komplexität der Zusammenhänge und große Unsicherheit, etwa im Hinblick auf die genauen Auswirkungen des Klimawandels oder die zukünftige Klimapolitik. Im Rahmen der makroprudenziellen Überwachung erfolgt auch bisher schon eine Berücksichtigung von Klimarisiken, beispielsweise im Risk Dashboard der EIOPA (vgl. S. 9). Der Bericht von EZB und ESRB präsentiert nun ein substanzial erweitertem Rahmenwerk für die zukünftige regelmäßige Überwachung von systemischen klimabezogenen Risiken, das auf einer Bestandsaufnahme der bisherigen Fortschritte in Messung und Modellierung von Klimarisiken basiert.

Der neue Überwachungsrahmen besteht aus mehreren Bausteinen. Ein erster Überwachungsblock verfolgt mögliche Klimaschocks. Diese betreffen sowohl Transitionsrisiken aus dem Übergang zu einer kohlenstoffarmen Volkswirtschaft – etwa durch unerwartete Veränderungen der Klimapolitik – als auch physische Risiken durch den Klimawandel. Ein zweiter Block konzentriert sich auf die Auswirkungen der Klimaschocks auf die Finanzinstitutionen in der EU. Ein letzter Block betrachtet die Schnittstelle zwischen Klimarisiko und finanzieller Verwundbarkeit unter Verwendung einer Reihe von Finanzrisikoindikatoren. **Es wird ein „[Chartbook for monitoring financial stability impacts of climate](#)“ vorgelegt, das in vielen Bereichen auch neue Indikatoren und Verwundbarkeits-Metriken beinhaltet.** Erfasst werden sollen beispielsweise auch Konzentrationsrisiken im Anlageportfolio im Hinblick auf Anlagen in emissionsintensive Sektoren, bei denen bei einer verschärften Klimapolitik Wertverluste drohen, oder Risiken im Zusammenhang mit einer unzureichenden Versicherungsabdeckung von Naturgefahren.⁸

⁸ Vgl. hierzu die Ausführungen zu den negativen Implikationen von Versicherungslücken für die Finanzstabilität in [Ausgabe Q4 2023 der Financial Stability Perspectives](#), S. 8ff.

Als wichtige Komplementierung dieser Überwachungsindikatoren werden Szenarioanalysen angesehen. Verwiesen wird hier auf die derzeit auf EU-Ebene laufende Klimarisikoszenario-Analyse „Fit for 55“: 2023 hatte die EU-Kommission die europäischen Finanzaufsichtsbehörden zusammen mit EZB und ESRB beauftragt, die Stress-Resilienz des europäischen Finanzsystems auf dem Weg zur Erreichung der Klimaziele der EU für 2030 anhand einer einmaligen Klimarisikoszenario-Analyse zu untersuchen.⁹ Mit einem sektorübergreifenden Ansatz sollen für den Zeitraum bis 2030 insbesondere auch mögliche Ansteckungen und Zweitrundeneffekte betrachtet werden. Ziel ist ein besseres Verständnis potenzieller Verwundbarkeiten im Finanzsystem, die die vorgesehene Rolle des Finanzsektors bei der Finanzierung der Nachhaltigkeitswende und die Erreichung der EU-Klimaziele gefährden könnten. Die Ergebnisse sollen spätestens im 1. Quartal 2025 vorliegen.

Makroprudenzieller Rahmen zur Adressierung von systemischen Klimarisiken

Soweit in der makroprudenziellen Überwachung der Klimarisiken substantielle Verwundbarkeiten festgestellt werden, stellt sich die Frage nach einem möglichen (makroprudenziellen) Handlungsbedarf. ESRB und EZB entwickeln in ihrem Bericht dementsprechend auch einen Rahmen zur Adressierung von systemischen klimabezogenen Risiken. **Es werden Vorschläge präsentiert, wie auf Basis des in der EU bereits existierenden makroprudenziellen Werkzeugkastens eine Operationalisierung erfolgen**

⁹ Vgl. [Schreiben der EU-Kommission vom 08.03.2023](#).

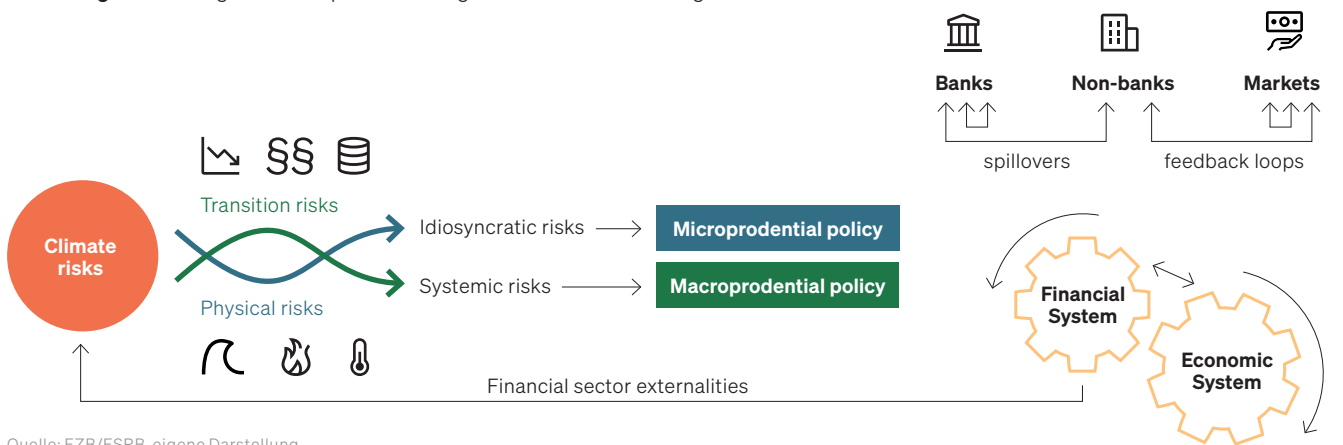
könnte. Damit ist der Bericht auch ein wichtiger Diskussionsbeitrag im Rahmen der laufenden Überprüfung des makroprudenziellen Rahmens durch die EU-Kommission.

EZB und ESRB betonen die Notwendigkeit eines umfassenden, systemweiten Ansatzes, der alle Sektoren des EU-Finanzsystems im Blick hat und ganzheitlich sowohl die mikro- als auch die makroprudenzielle Perspektive beinhaltet (s. Abbildung 4). Eine wichtige Rolle wird dabei den vielfältigen bereits erfolgenden Aktivitäten zu Klimarisiken im Bereich der mikroprudenziellen Aufsicht beigemessen, durch die die Resilienz von Finanzinstitutionen und Finanzsystem gegenüber Klimarisiken bereits substantiell erhöht wird. Für die ergänzende makroprudenzielle Aufsicht sehen EZB und ESRB einen „graduellen, zielgerichteten und skalierbaren Ansatz“ als sachgerecht an. So könne eine Balance zwischen den Kosten eines (zu) frühen Agierens auf einer unvollkommenen Informationsbasis und dem Risiko eines zu späten Handelns erreicht werden. Ein flexibler makroprudenzieller Rahmen könne mit der weiteren Verbesserung der Datenlage und Fortschritten in den Analysen angepasst und zunehmend Anwendung finden oder auch zurückgeführt werden, falls sich die Klimarisiken verringern.

Im Fokus der makroprudenziellen Aufsicht stehen dabei in erster Linie die Risiken der Banken. Die bereits existierenden makroprudenziellen Tools im Bankensektor (z. B. allgemeiner makroprudenzieller Kapitalpuffer, sektorbezogene makroprudenzielle Kapitalpuffer oder kreditnehmerbezogene makroprudenzielle Tools für Immobilienrisiken) könnten nach den Vorstellungen von EZB und ESRB auch für klimabezogene Risiken herangezogen werden. Eruiert

Finanzaufsichtsrahmen für Klimarisiken

Abbildung 4 · Vielfältige und komplexe Wirkungskanäle bei klimabedingten Risiken



wird insbesondere die Berücksichtigung von klimabezogenen Risiken (etwa hinsichtlich der Energieeffizienz von Gebäuden) bei kreditnehmerbezogenen Tools für Immobilienkredite.

Für den Bereich der Nicht-Banken-Finanzintermediation wird vor allem die zentrale Bedeutung von Transparenz zur Verminderung von potenziellen systemischen Risiken herausgestellt. Dementsprechend werden Nachhaltigkeits-Berichtspflichten und Maßnahmen gegen Greenwashing (z. B. robuste Green Labels) als integraler Bestand des makroprudenziellen Werkzeugkastens angesehen. Darüber hinaus seien die für den Bankensektor bereits existierenden oder diskutierten Instrumente (z. B. makroprudenzielle Kapitalzuschläge, kreditnehmerbezogene Maßnahmen) auch für Nicht-Banken-Finanzinstitutionen in Erwägung zu ziehen.

Integration von Klimarisiken in die Versicherungsaufsicht

Die Stärkung der Resilienz des Versicherungssektors gegenüber klimabezogenen Risiken halten ESRB und EZB angesichts der systemischen Relevanz der Versicherer im Bereich der physischen Risiken für zentral, um die zukünftige Finanzstabilität zu gewährleisten. Unter Verweis auf die Arbeiten von EIOPA und EZB¹⁰ wird Maßnahmen zur Adressierung von **Versicherungslücken** eine Schlüsselrolle zugeschrieben. So stärkt eine hohe Abdeckung mit Naturgefahrenversicherungen für Wohngebäude die finanzielle Resilienz der privaten Haushalte, entlastet den Staat von möglichen Unterstützungsleistungen und mindert die Immobilienkreditrisiken der Banken.

Im Hinblick auf klimabezogene Risiko-Exposures der Versicherer werden die im vorangegangenen Kapitel erläuterten **Solvency-II-Reformen** herausgestellt, u. a. hinsichtlich der Klimarisiken-Szenario-rechnungen im Rahmen des ORSA. Zudem spricht sich der Bericht für darüber hinaus gehende makroprudenzielle Ansätze aus, insbesondere um Verwundbarkeiten aus Verflechtungen zwischen Versicherungsschutz und Risiken der Banken zu reduzieren, ohne dies näher auszuführen.

Auch EIOPA und IAIS haben im Rahmen ihrer Arbeiten zur Integration von Klimarisiken in die Versicherungsaufsicht weitere Ergebnisse vorgelegt. Im Vorgriff auf das Mandat zur Untersuchung

der aufsichtsrechtlichen Behandlung von Nachhaltigkeitsrisiken in der Solvency-II-Änderungs-Richtlinie (s. vorheriges Kapitel) arbeitet die EIOPA bereits seit einiger Zeit an relevanten methodischen Fragen und Analysen. **Im Dezember 2023 wurde ein weiteres Konsultationspapier zu den bisherigen Ergebnissen und darauf aufbauenden Vorschlägen der EIOPA zur aufsichtlichen Behandlung von Nachhaltigkeitsrisiken veröffentlicht.** Dabei werden sowohl die Transitionsrisiken von Vermögenswerten als auch das versicherungstechnische Risiko der Schaden-/Unfallversicherung behandelt. Die Aufsichtsbehörde macht insbesondere verschiedene Vorschläge zu den Kapitalanforderungen für Aktien und Anleihen mit Bezug zum fossilen Energiesektor.

Auf internationaler Ebene hat die IAIS die Integration von klimabezogenen Risiken in ihren seit 2019 bestehenden makroprudenziellen Aufsichtsrahmen („Holistic Framework“) für die globale Versicherungswirtschaft weiter ausgebaut. Nachdem die IAIS in der „Global Monitoring Exercise“ (s. Kapitel 2) im Jahr 2022 erstmals Daten zu Klimarisiken von den nationalen Aufsichtsbehörden erhoben hatte, wurden im Jahr 2023 zusätzlich auch bei den in die Datenerhebung einbezogenen internationalen Versicherungsgruppen entsprechende Daten erfasst. Im Rahmen ihres [Global Insurance Market Reports 2023](#) präsentiert die IAIS auf dieser verbesserten Datengrundlage ein Update ihrer Vorjahresanalyse zu Transitionsrisiken in den Kapitalanlagen der Versicherer. Die IAIS konstatiert, dass die Versicherer weiterhin in substanziellem Maße „klimarelevante“ Assets im Portfolio haben (38 % der Kapitalanlagen). Für Europa wird dabei mit 29 % ein deutlicher geringerer Anteil ermittelt. Anhand der neu verfügbaren Daten quantifiziert die IAIS erstmals auch mögliche Belastungen durch gestiegene Naturgefahren-Exposures. Als potenzielles systemisches Risiko identifiziert die IAIS insbesondere mögliche Herausforderungen bei der Kapitalaufnahme nach einem großen Extremwetterereignis, die zu einer Disruption des Rückversicherungsmarkts führen könnten.

Als Hilfestellungen für die nationalen Aufsichtsbehörden in der Beaufsichtigung von Klimarisiken arbeitet die IAIS derzeit zudem an einem sog. Anwendungspapier¹¹ zu Klimawandelszenarien im Versiche-

¹⁰ Vgl. [Ausgabe Q4 2023 der Financial Stability Perspectives](#), S. 8ff.

¹¹ Anwendungspapiere der IAIS geben den nationalen Aufsichtsbehörden Ratschläge, Empfehlungen oder Beispiele für bewährte Praktiken, wie die internationalen aufsichtlichen Standards der IAIS umgesetzt werden können. Das geplante Anwendungspapier der IAIS zu Klimawandelszenarien führt die in den „Insurance Core Principles“ ICP16 (Enterprise Risk Management for Solvency Purposes) und ICP24 (Macroprudential Supervision) der IAIS festgelegten Standards näher aus.

rungssektor. Im November 2023 hat die IAIS einen [Entwurf des Papiers](#) zur Konsultation gestellt. Dabei wird erläutert warum und wie klimabezogene Szenarioanalysen eingesetzt werden sollten und inwieweit sie einige der Schwächen bestehender Methoden zur Risikobewertung überwinden könnten.

Auch in Zukunft wird der Umgang mit Klimarisiken damit einer der Schwerpunkte in der Weiterentwicklung der makroprudenziellen Aufsicht bleiben.



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 dieser Ausgabe

14.02.2024

Autor/-innen

Kay Seemann, Dr. Anja Theis

Publikationsassistenz

Heike Strauß, Nadine Luther

Bildnachweis

Unsplash

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 2024