



Unser Finanz-Check zeigt, welche Anbieter für **private Vorsorge** Ertragskraft, Reserven und Substanzkraft am besten verbinden

LEBENSVERSICHERUNG WER WIRKLICH STARK IST



Demonstration langfristig aufgebauter Stärke: Wer 2025 und im Fünfjahresschnitt die besten Ergebnisse zeigen kann, muss viel richtig machen

Der lange Weg des Zinses

Die Zinsen sind so hoch wie seit 15 Jahren nicht. In den Depots der **Lebensversicherer** kommt davon bislang nur wenig an. Welche Anbieter Partner für Jahrzehnte sein können

Es gibt Jahre, in denen der Kapitalmarkt den Lebensversicherern das Leben leichter macht, und es gibt Jahre wie dieses, in denen er für zweierlei steht: Helfen und Belasten. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen hat im Sommer 2026 die Marke von drei Prozent überschritten und damit den höchsten Stand seit rund 15 Jahren erreicht. Die Europäische Zentralbank hob zudem den Leitzins im Juni 2026 erstmals seit drei Jahren wieder an, der Einlagensatz stieg auf 2,25 Prozent, im Juli pausierte die Zentralbank, und im August stand keine geldpolitische Entscheidung auf der Tagesordnung.

Für die Branche ist das eine Nachricht mit zwei Seiten. „Höhere Zinsen stärken die Neuanlagerenditen und entlasten die Finanzierung der Garantien“, sagt Lars Heermann, Bereichsleiter Analyse und Bewertung der Ratingagentur Assekurata. „Sie belasten aber die Marktwerte bestehender Anleiheportfolios, wodurch sich die hohen stillen Lasten verfestigen würden.“ Weil die Gesellschaften im Schnitt knapp 80 Prozent ihrer Kapitalanlagen in festverzinslichen Papieren mit langen Laufzeiten halten, wirkt jeder Zinsschritt zweifach: auf das, was neu angelegt wird, und auf das, was seit Jahren in den Büchern liegt.

Wie langsam die höheren Zinsen im Bestand ankommen, zeigt die Nettoverzinsung. Sie misst das gesamte Kapitalanlageergebnis eines Jahres im Verhältnis zum mittleren Anlagebestand und ist damit die Kennziffer, aus der vor allem am Ende die Überschussbeteiligung der Kunden gespeist wird. Unter den 25 größten deutschen Lebensversicherern lag sie 2025 im Mittel bei 2,3 Prozent – praktisch unverändert gegenüber 2024. Ein Portfolio, das über Jahrzehnte aufgebaut wurde, dreht sich eben nur zu einem kleinen Teil pro Jahr.

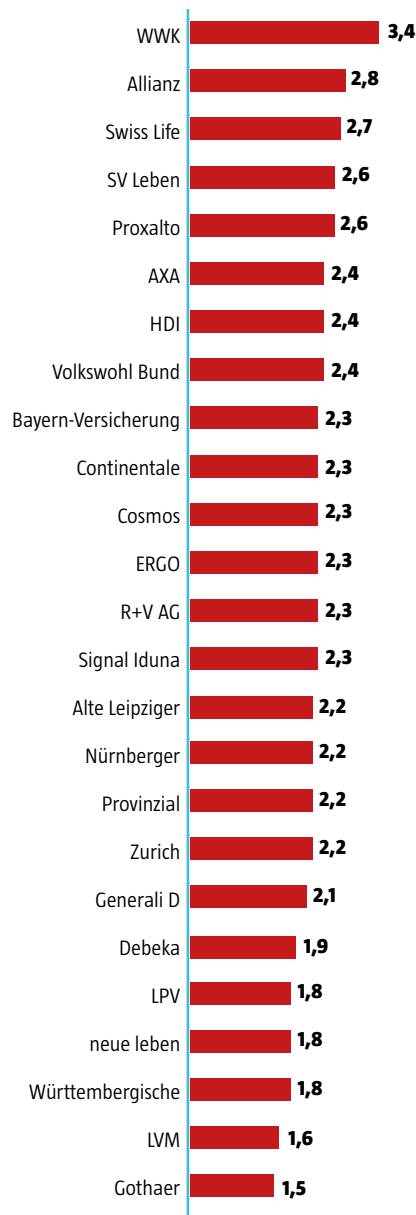
An der Spitze steht erneut die WWK Lebensversicherung a. G. mit 3,4 Prozent (siehe Grafik rechts), gefolgt von der Allianz mit 2,8 und der Swiss Life mit 2,7 Prozent. Bemerkenswert ist der Abstand zum Tabellenende: Die Gothaer kommt

auf 1,5 Prozent, die LVM auf 1,6 Prozent. Zwischen dem besten und dem schwächsten Anbieter liegen damit 1,9 Prozentpunkte – bei einer Anlagesumme, die über Jahrzehnte verzinst wird, ist das kein Detail, sondern ein spürbarer Unterschied im Ergebnis für den Kunden. Noch aussagekräftiger als ein einzelnes Jahr ist der Fünf-Jahres-Durchschnitt, der Sondereffekte glättet. Auch hier führt die WWK mit 3,6 Prozent für die Jahre 2021 bis 2025 vor der Swiss Life mit 3,3 und der Proxalto mit 3,1 Prozent.

Dass die Münchner Gesellschaft vorn liegt, hat mit einer Entscheidung zu tun, die Jahre zurückreicht: Die WWK Lebensversicherung hielt in der Niedrigzinsphase den Anteil kaum rentierender Anleihen vergleichsweise niedrig und blieb stärker in Sachwerten investiert. „Wir haben uns in der Niedrigzinsphase bewusst entschieden, das Kapital der Kundinnen und Kunden nicht in schwach verzinste lang laufende Anleihen anzulegen“, erläutert Jürgen Schrameier, Vorstandsvorsitzender der WWK, das Vorgehen. „Stattdessen haben wir in renditestärkere Anlageformen wie Aktien, alternative Kapitalanlagenprodukte und Immobilien investiert.“

Was damals unbequem war, zahlt sich heute aus. Dass die Nettoverzinsung eng mit der Reservesituation zusammenhängt, zeigt ein Blick auf die Extreme. Die LVM trägt stille Lasten von 21,3 Prozent ihrer Kapitalanlagen und erwirtschaftet 1,6 Prozent Nettoverzinsung. Die WWK weist als einzige Gesellschaft stille Reserven aus und kommt auf 3,4 Prozent. Der Zusammenhang zieht sich durch das ganze Feld: Wer viele niedrig verzinste Altpapiere im Bestand hat, kann sie nur mit Verlust abstoßen – und bleibt deshalb in der schwachen Verzinsung gefangen. Wer keine stillen Lasten hat, kann umschichten und verdient mehr. Für Sparer gilt: Die Nettoverzinsung ist der Ertragsmotor, aber sie sagt allein noch nichts über die Widerstandskraft eines Versicherers. Dafür braucht es den Blick auf die Reserven – und den erlauben die folgenden drei Seiten. →

Nettoverzinsung der Kapitalanlagen 2025 in %



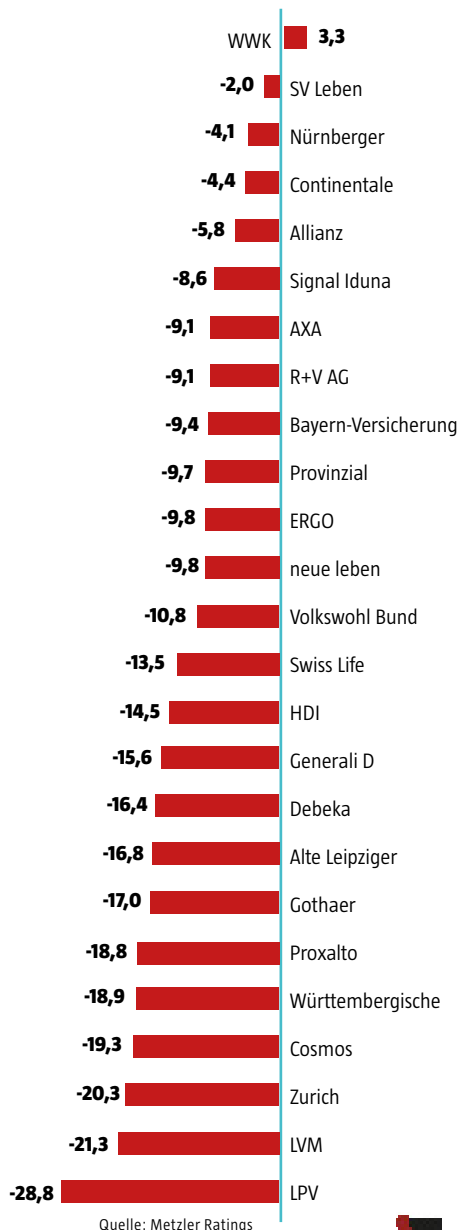
Quelle: Metzler Ratings



Die Geduldsprobe

Was die Relation von stillen Reserven oder stillen Lasten zu den Kapitalanlagen über die Lebensversicherer aussagt und wie sie die **Ertragskraft** prägt

Bewertungsreserven- bzw. Stille- Lasten-Quote 2025 in %
(Bewertungsreserven saldiert in % der konventionellen Kapitalanlagen)



Stille Lasten entstehen leise und verschwinden langsam. Sie bilden sich, wenn das Zinsniveau am Kapitalmarkt steigt: Neue Anleihen kommen mit höheren Kupons auf den Markt, ältere Papiere mit niedrigerer Verzinsung verlieren an Attraktivität, ihr Kurs fällt. In der Bilanz der Lebensversicherer muss diese Wertminderung nach Handelsgesetzbuch (HGB) nicht abgeschrieben werden, solange die Papiere bis zur Endfälligkeit gehalten werden – Paragraf 341b HGB erlaubt diesen Aufschub. Verschwunden ist die Lücke damit nicht, sie wird nur später sichtbar.

Das Jahr 2025 hat diese Lücke wieder vergrößert. Nach Angaben der Ratingagentur Assekurata lagen die stillen Lasten der Branche zum Bilanzstichtag am 31. Dezember 2025 bei rund 100 Milliarden Euro und damit nahezu wieder auf dem Höchstwert des Jahres 2022. Der Grund ist derselbe wie damals: gestiegene Kapitalmarktzinsen. Was 2024 noch nach Entspannung aussah, hat sich lediglich als Zwischenerholung erwiesen.

Im Vergleich der 25 größten deutschen Lebensversicherer zeigt sich das deutlich. Die Quote der saldierten Bewertungsreserven, gemessen an den konventionellen Kapitalanlagen, lag 2025 im Mittel bei minus 12,4 Prozent nach minus 8,5 Prozent im Vorjahr. Bei 13 der 25 Gesellschaften steht ein zweistelliges Minus.

Nur ein einziges Unternehmen weist überhaupt stille Reserven aus: die WWK Lebensversicherung a. G. mit plus 3,3 Prozent – und sie hat ihre Position gegenüber dem Vorjahr sogar noch verbessert. Dafür gibt es die Auszeichnung

„Höchste Ertragskraft“. Hinter der WWK folgen die SV Leben mit minus 2,0 Prozent und die Nürnberger mit minus 4,1 Prozent auf den Plätzen.

Am anderen Ende der Rangliste steht die LPV mit minus 28,8 Prozent, davor die LVM mit minus 21,3 und die Zurich mit minus 20,3 Prozent. Besonders stark verschlechtert haben sich 2025 die Zurich, der Volkswohl Bund und die LVM mit Rückgängen von jeweils rund fünf bis sieben Prozentpunkten. Warum das für Kunden zählt: Stille Lasten schränken die Beweglichkeit ein. Wer Anleihen mit

Verlust verkaufen müsste, etwa weil ungewöhnlich viele Verträge gekündigt werden, realisiert diesen Verlust auch bilanziell. Und wer alte, niedrig verzinst Papiere hält, kann das gestiegene Marktzinsniveau nur langsam an die Versicherten weitergeben.

Die Überschussbeteiligung steigt deshalb weniger schnell, als es die Schlagzeilen über hohe Zinsen vermuten lassen. Umgekehrt gilt: Ein Anbieter ohne stille Lasten hat die Wahl. Er kann umschichten, ohne Verluste zu realisieren, und die höheren Zinsen unmittelbar für seine Kunden nutzen. Genau darin liegt der Vorsprung, den die WWK sich über Jahre erarbeitet hat.

Der Ausblick verspricht übrigens keine Entlastung. Die Lage hat sich durch den Zinsanstieg im laufenden Jahr nochmals deutlich verschlechtert. Bleibt das Zinsniveau, wo es heute steht, dürften 2026 erstmals Gesellschaften Bilanzen vorlegen, in denen die netto ausgewiesenen stillen Lasten mehr als 30 Prozent der Kapitalanlagen ausmachen. Schon 2025 lagen drei Anbieter jenseits der 20-Prozent-Marke (siehe Grafik).



Die Sicherheits-Reserve

Eigenkapital, freie RfB und Schlussüberschussanteilfonds bilden das **Kapitalpolster** eines Lebensversicherers. Die Quote zeigt, wie dick es im Verhältnis zu den Kundengeldern ist

Die hier zu erläuternde Kennziffer lief in den Vorjahren unter der Rubrik Substanzkraftquote. Sie heißt jetzt „Eigenkapital und Passivreserven“ – gerechnet wird dabei unverändert. Addiert werden das Eigenkapital des Lebensversicherers, die freie Rückstellung für Beitragsrückerstattung (freie RfB) und der Schlussüberschussanteilfonds (SÜAF). Die so ermittelte Summe wird durch die Deckungsrückstellung geteilt, also durch die verzinsten Kundengelder einer Lebensversicherung.

Das Ergebnis der Berechnung beantwortet eine einfache, aber bedeutende Frage: Wie viel Risikokapital steht einem Unternehmen gemessen an seiner Größe zur Verfügung? Jeder der drei Bausteine übernimmt eine eigene Funktion:

- Das Eigenkapital ist das Kapital der Eigentümer beziehungsweise – bei Versicherungsvereinen – der Mitglieder und haftet zuerst.

- Die freie RfB enthält erwirtschaftete Gewinne, die den Kunden zwar zustehen, aber noch nicht einzelnen Verträgen zugeteilt sind; sie glättet Schwankungen zwischen guten und schlechten Jahren.

- Der SÜAF zählt bilanziell zur gebundenen RfB, auf die Versicherte während der Laufzeit meist nur eine Anwartschaft haben – er darf jedoch zur Verlustdeckung herangezogen werden und stärkt deshalb die Substanz.

Im Mittel der 25 größten Gesellschaften lag die mithilfe dieser drei Sicherheitspuffer gebildete Quote im Jahr 2025 bei 6,9 Prozent nach 6,7 Prozent im Vorjahr. Die Bandbreite innerhalb der 25 größten Lebensversicherer in Deutschland ist allerdings groß: Sie reicht von 14,1 Prozent bis 3,4 Prozent, der beste

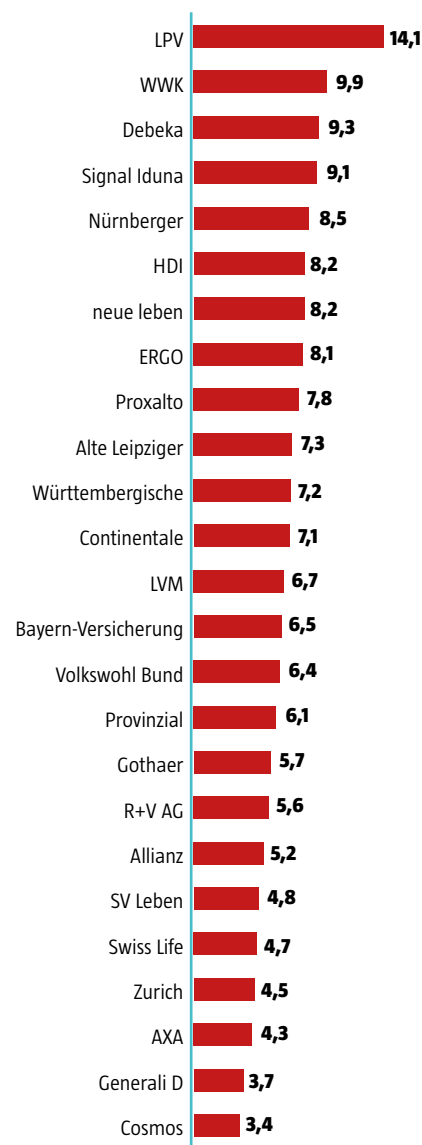
verfügt also über gut das Vierfache des Schlusslichts.

An der Spitze steht die LPV Lebensversicherung mit 14,1 Prozent. Die Gesellschaft, die bis Anfang 2023 unter dem Namen PB Lebensversicherung firmierte und heute zum Talanx-Geschäftsfeld Privat- und Firmenversicherung gehört, taucht in diesem Jahr neu unter den 25 größten Anbietern auf. Ihr Spitzenwert verdient allerdings eine Einordnung: Die LPV weist zugleich die schwächsten Werte bei den Bewertungsreserven (Seite 4) und bei der Substanzkraftquote auf (Seite 6). Ein hohes Polster auf der Passivseite der Bilanz nutzt wenig, wenn die Aktivseite tief im Minus steht.

Auf Rang 2 folgt die WWK mit 9,9 Prozent, dahinter die Debeka mit 9,3 und die Signal Iduna mit 9,1 Prozent. Bei der WWK trägt vor allem das Eigenkapital: Bezogen auf die konventionelle Deckungsrückstellung, liegt die Eigenkapitalquote bei 5,8 Prozent, weit über dem Branchenüblichen. Im Geschäftsbericht für 2025 heißt es: „Die Vermögenserträge, die Entwicklung der Beitragseinnahmen und das positive Ergebnis aus der Versicherungstechnik ermöglichten es der WWK Lebensversicherung a. G., im Sinne eines weiteren Ausbaus der Finanzkraft, das Eigenkapital im Berichtsjahr erneut aufzustocken.“ Für einen Versicherungsverein, der sich nicht über die Börse refinanzieren kann, ist das ein struktureller Vorteil.

Der stärkste Zuwachs im Feld entfällt auf die ERGO mit gut einem Prozentpunkt. Dahinter steht ein Sondereffekt: Der Bestand der Victoria Lebensversicherung ist in die ERGO überführt worden, weshalb die Victoria in diesem Jahr erstmals nicht mehr in der Rangliste auftaucht.

Eigenkapital und Passivreserven 2025 in % (Eigenkapital + freie RfB + SÜAF in % der konventionellen Deckungsrückstellung brutto)

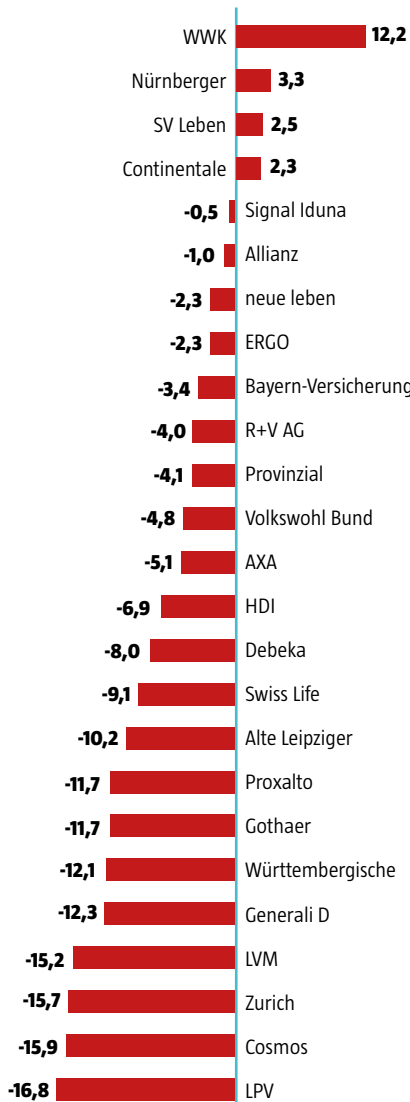


Auf Stärke gebaut



Die **Substanzkraftquote** setzt das Kapitalpolster ins Verhältnis zu den stillen Lasten. Sie zeigt, wie belastbar die Finanzkraft eines Lebensversicherers wirklich ist

Substanzkraftquote 2025 (ohne ZZR) zuzüglich stiller Reserven / abzüglich stiller Lasten in %
(Eigenkapital + freie RfB + SÜAF +/- Bewertungsreserven saldiert in % des mittleren konventionellen Kapitalanlagebestands)



Quelle: Metzler Ratings

Die drei vorangegangenen Seiten haben die Bausteine gezeigt. Diese Seite fügt sie zusammen. Die Substanzkraftquote – bislang unter dem Namen „verlustdeckende Mittel“ geführt – addiert Eigenkapital, freie RfB und SÜAF und verrechnet die Summe mit den saldierten Bewertungsreserven, also mit den stillen Reserven oder Lasten. Geteilt wird dann durch den mittleren Bestand an klassischen Kapitalanlagen. Die Zinszusatzreserve bleibt bewusst außen vor, weil von ihr vollständig die Versicherten profitieren sollen.

Diese aufwendige Verrechnung ist der entscheidende Schritt. Ein Anbieter kann ein stattliches Kapitalpolster ausweisen und trotzdem angreifbar sein, wenn auf der Aktivseite hohe Buchverluste schlummern. Erst die Gegenüberstellung zeigt, was im Ernstfall tatsächlich als Reserve zur Verfügung steht.

Das Ergebnis fällt für 2025 ernüchternd aus. Im Mittel der 25 größten Lebensversicherer liegt die Substanzkraftquote bei minus 6,1 Prozent nach minus 2,5 Prozent im Vorjahr. Nur vier Gesellschaften kommen überhaupt in den positiven Bereich, bei neun Anbietern steht ein zweistelliges Minus. Bilanziell ist das kein akutes Problem, solange die Anleihen, die im Minus notieren, bis zur Endfälligkeit gehalten werden. Als Gradmesser der Belastbarkeit ist es dennoch ein deutliches Signal. An der Spitze steht die WWK mit 12,2 Prozent – und zwar mit einem Abstand, der in dieser Auswertung selten ist: Auf Rang 2 folgt die Nürnberger mit 3,3 Prozent, danach die SV Leben mit 2,5 und die Continentale mit 2,3 Pro-

zent. Zwischen Platz 1 und Platz 2 liegen fast neun Prozentpunkte. Die WWK erhält damit die Auszeichnung „Höchste Substanzkraft“.

Der Grund für diesen Abstand ist genau jene Kombination, die die Seiten zuvor beschrieben haben: ein überdurchschnittliches Kapitalpolster und als einziger Anbieter im Feld keine stillen Lasten, sondern stille Reserven. Beides zusammen verhindert, dass die Verrechnung die Quote nach unten zieht – bei den übrigen 24 Gesellschaften ist genau das der Fall. Aufschlussreich ist zum Beispiel der Blick

auf den Marktführer. Die Allianz lag 2024 mit plus 1,7 Prozent noch im positiven Bereich und rutscht 2025 auf minus 1,0 Prozent ab. Auch die größte Bilanz der Branche entkommt dem Zinsanstieg nicht – ein Hinweis darauf, dass es hier nicht um Einzelfälle geht, sondern um ein strukturelles

Muster. Am Ende der Rangliste stehen die LPV mit minus 16,8 Prozent, die Cosmos mit minus 15,9 und die Zurich mit minus 15,7 Prozent. Der letzte Platz der LPV ist dabei die Kehrseite ihres Spitzenwerts auf Seite 5: Das größte Kapitalpolster trifft auf die höchsten stillen Lasten des Felds. Genau deshalb ist diese Grafik die aussagekräftigste der vier – sie ist die einzige, in der sich beide Seiten der Bilanz begegnen.

Für Kunden heißt das nicht, dass ihr Vertrag gefährdet wäre; die Solvenzquoten der Branche bewegen sich weiterhin auf robustem Niveau. Es heißt aber, dass diese Anbieter weniger Spielraum haben, um höhere Marktzinsen zügig in Überschussbeteiligung zu übersetzen. Wer heute einen Vertrag über Jahrzehnte abzuschließen beabsichtigt, sollte diesen Unterschied kennen.



„Wichtiger denn je“



Warum **Lars Heermann**, Bereichsleiter Analyse und Bewertung der Ratingagentur Assekurata, Vorsorgesparglern rät, die Finanzstärke des Anbieters bei der Auswahl sehr ernst zu nehmen

€uro: *Die Überschussbeteiligungen der Lebensversicherer sind nur leicht gestiegen. Warum geht es nicht schneller aufwärts?*

Lars Heermann: Ein wichtiger Faktor sind die stillen Lasten. Festverzinsliche Anlagen machen knapp 80 Prozent der Kapitalanlageportfolios aus. Steigen die Marktzinsen, sinken die Kurse der vorhandenen Anleihen. Das schränkt die Freiheit bei der Erwirtschaftung von Erträgen und damit auch bei der Überschussbeteiligung ein.

Ende 2025 lagen die stillen Lasten branchenweit bei 100 Milliarden Euro. Die Zinsen sind weiter gestiegen. Was bedeutet das?

Wenn die Zinsen am Jahresende 2026 dort stehen, wo sie derzeit bereits sind, würden die stillen Lasten noch einmal deutlich steigen.

Ist das eigentlich ein Sicherheitsproblem?

Nein. Die Kreditqualität der Anleihen ist dadurch nicht schlechter geworden. Ein Versicherer kann ein Papier mit stillen Lasten bis zur Endfälligkeit halten und es dann wieder zu pari auslaufen lassen. Die stillen Lasten lösen sich über die Zeit also von allein auf.

€uro: *Warum sind sie dann problematisch?*

Weil sie den Versicherer unflexibel machen. Will oder muss er eine Anleihe vorzeitig verkaufen, kann er das nur mit Verlust. Das kann etwa notwendig werden, wenn wegen Vertragsstornierungen Liquidität benötigt wird. Ein Versicherer mit hohen stillen Lasten muss in seiner Kapitalanlagepolitik deutlich defensiver agieren.

Und kann das höhere Zinsniveau weniger gut nutzen?

Genau. Eigentlich möchte ich alte, niedrig verzinste Anlagen gegen neue Papiere mit höheren Zinsen austauschen. Liegen auf den alten Papieren aber hohe stille Lasten, müsste ich dafür Verluste realisieren. Deshalb kann ich das gestiegene Zinsniveau nur eingeschränkt nutzen. Hinzu kommt, dass die Kapitalanlagen der Lebensversicherer im Durchschnitt etwas mehr als zehn Jahre laufen. Gerade lang laufende Anleihen reagieren besonders stark auf Zinsänderungen.

Wie groß sind die Unterschiede zwischen den Versicherern?

Sehr groß. Es gibt Anbieter, bei denen die stillen Lasten 30 Prozent der Kapitalanlagen erreichen. Am anderen Ende gibt es Unternehmen, die stille Lasten auf Anleihen durch stille Reserven etwa bei Aktien oder Immobilien mehr als ausgleichen und damit per Saldo sogar über positive Bewertungsreserven verfügen.

Das ist ein erheblicher Vorteil?

Ja. Sie können ihre Kapitalanlage freier steuern und damit Chancen am Kapitalmarkt besser nutzen.

Positiv für die Lebensversicherungsbranche wirkt derzeit der Abbau der Zinszusatzreserve, kurz ZZR. Wie geht es dort weiter?

Dieser Abbau ist im Gegensatz zu den stillen Lasten relativ gut planbar. Ende 2026 erwarten wir branchenweit noch einen Bestand von etwa 75 Milliarden Euro Zinszusatzreserve nach rund 80 Milliarden Euro zuvor. Wenn die Zinsen nicht extrem ausschlagen, lässt

sich die weitere Entwicklung recht gut abschätzen.

Was bringt die Auflösung der Reserven?

Die Rückflüsse entlasten den Rohüberschuss. Die Versicherer können damit ihre Überschussbeteiligung stärken, die Mittel aber ebenso nutzen, um stille Lasten abzubauen. Das ist zulässig und wird von der Bafin gebilligt. Für die Kunden kann das bedeuten, dass die Überschussbeteiligung zunächst weniger stark steigt, als wenn die Rückflüsse vollständig an sie weitergegeben würden.

Wann werden die ZZR-Rückflüsse besonders groß?

Ab 2027 bis in die 2030er-Jahre erwarten wir deutlich höhere Rückflüsse. In einzelnen Jahren dürften es zweistellige Milliardenbeträge sein. Das sollte sich für das Versichertenkollektiv positiv auf die Überschussbeteiligung auswirken. Wer seinen Vertrag vorher ausgezahlt bekommt, profitiert davon aber nicht mehr.

Wie wichtig ist angesichts all dieser Fakten die Finanzstärke eines Lebensversicherers?

Das Thema ist wichtiger denn je. Es reicht nicht, nur auf die Solvenz eines Unternehmens zu schauen. Je besser ein Lebensversicherer wirtschaftet und je flexibler er in seiner Kapitalanlage ist, desto eher kann davon auch der Kunde profitieren. Bei langfristigen Verträgen summieren sich selbst kleinere Unterschiede in der Verzinsung über viele Jahre erheblich. Deshalb sollte man die Finanzstärke des Anbieters bei der Auswahl sehr ernst nehmen.

BÖRSE
▶ **ONLINE**



Finanz-Check

**Das Maximum herausholen.
Tagesgeld vergleichen
und den besten Anbieter
finden. Über 20 Banken
täglich im Finanz-Check.**



BÖRSE ONLINE
Finanz-Check
Tagesgeldvergleich

boerse-online.de/tagesgeld

**Bis zu
4,00%
sichern**

Börsenmedien AG
Niederlassung München
Bayerstr. 71-73
80335 München
www.boersenmedien.com

Vorstand
Bernd Förtsch
Aufsichtsratsvorsitzende:
Michaela Förtsch

Redaktion Frank Mertgen (V.i.S.d.P.)
Lektorat Mario Servidio (Ltg.),
Gabi Rupp, Ingrid Tzschaschel

Art Direction Holger Schiffelholz,
Johanna Wack

Layout Klaus Schütt

Bildredaktion Julian Mezger

Druck ddm GmbH & Co. KG,
Frankfurter Straße 168, 34121 Kassel
Gedruckt im September 2026

© 2026 für alle Beiträge bei der Börsenmedien AG. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck (auch auszugsweise) nur mit schriftlicher Genehmigung des Verlags.

Wichtiger Hinweis Euro spezial enthält redaktionelle Beiträge, die gewissenhaft erstellt wurden. Trotz sorgfältiger Auswahl der Quellen wird für die Richtigkeit der Inhalte keine Haftung übernommen. Alle Aussagen und Performance-Angaben sind keine Finanzanalyse. Sie dienen nur zur Unterrichtung und fordern keinesfalls zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Wertpapieren auf. Die historische Performance sowie alle Auszeichnungen dafür sind keine Garantien für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung.