

Credit Insight: 8. Mai 2026 / HER

## Verborgene Risiken: Die Kreditrelevanz von Level-3-Assets bei Versicherern

### Einführung

Zurzeit mehren sich die Schlagzeilen zu Private Debt Anlagen in der Finanzpresse. In der Tiefzinsphase (2008-2022) sahen sich viele Lebensversicherungen aufgrund hoher garantierten Leistungsversprechungen gezwungen, Ausschau nach Anlageinstrumenten zu halten, die eine Verzinsung im Bereich der Garantien entsprachen. Durch Quantitative Easing war in den angestammten Anlageklassen wie Staatsanleihen und bonitätsstarken Papiere von Unternehmen und Finanzinstituten nichts mehr zu holen. Auch wenn die Anforderungen an Ratings gelockert und die Laufzeiten länger gewählt wurden, blieben die Renditen zu dünn. Im Bereich Private Credit wurden viele institutionelle Investoren fündig. Kredite mit längeren Laufzeiten an Immobilien- und Infrastrukturprojekte versprachen eine attraktive Illiquiditätsprämie bei vermeintlich solider Bonität. Für Versicherer mit langfristigen Verpflichtungen eine ideale Kombination – so schien es zumindest.

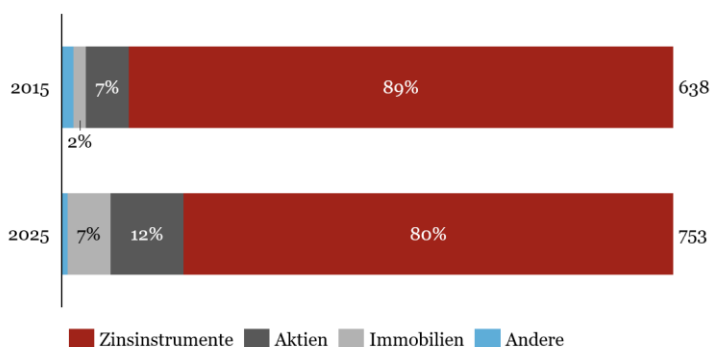
Die Entwicklung zeigt sich in einem Anstieg sogenannter Level-3-Assets. Also Anlageinstrumente, welche nicht am Markt gehandelt werden und deren Bewertung auf internen Modellen der Investoren oder Asset Manager beruht. Aus Bonitätssicht ist dies relevant, da Bewertungsunsicherheiten bestehen, Wertanpassungen zeitlich verzögert erfolgen und ein schneller Verkauf in Stressphasen kaum möglich ist.

Dies steht im Widerspruch mit der klassischen Versicherungsdoktrin im Anlagebereich: Sicherheit und Liquidität vor Rendite. Das Kapital soll geschützt und in ausreichendem Umfang verfügbar sein, um die Verpflichtungen gegenüber Versicherungsnehmern (nämlich die zeitnahe Bezahlung von versicherten Schadenfällen) fristgerecht zu erfüllen.

### Entwicklung der Aktivseite

Wir haben die historische Entwicklung der Aktivseite der Versicherungen am Beispiel der Allianz genauer untersucht. Auf Basis der Geschäftsberichte analysieren wir die Zusammensetzung des Anlageportfolios (2025: EUR 753 Mrd.) und blenden für den historischen Vergleich 10 Jahre zurück (2015: EUR 638 Mrd.). Auf Stufe Anlageklasse lassen sich (vgl. Abbildung 1) drei Entwicklungen feststellen:

Abbildung 1: Allianz – Verlagerung der Anlagen im Investitionsportfolio (in EUR Mrd.)



Quellen: Allianz Berichterstattung, I-CV

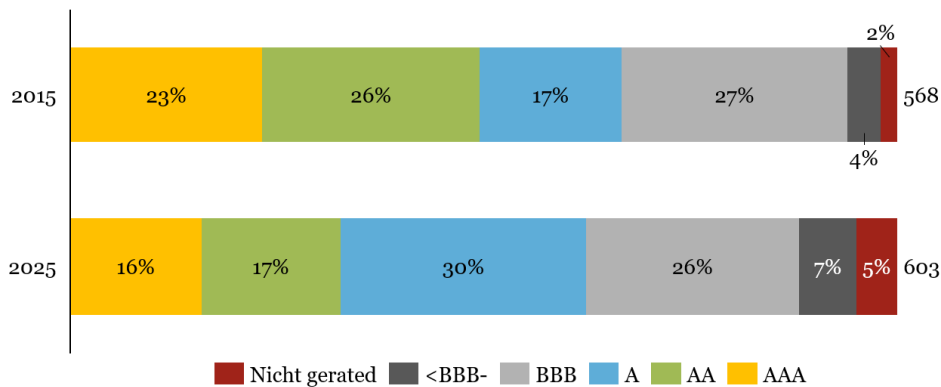
- 1) Die Allokation in zinstragende Instrumente hat von 89% der Anlagen auf 80% abgenommen.
- 2) Im Gegenzug hat sich der Anteil von Aktien von 7% auf 12% erhöht.
- 3) Der Immobilienanteil konnte von 2% auf 7% der Anlagen zulegen.

Die Kapitalanlage der Allianz ist trotz dieser Verschiebungen aufgrund der starken Verankerung in Zinsinstrumenten immer noch als konservativ zu betrachten. Die Aktienquote ist zwar leicht erhöht, während im Vergleich mit Schweizer Versicherungen die Immobilienquote tiefer liegt.

### Bonitätsverschiebung bei Zinsinstrumenten

Im nächsten Schritt werfen wir einen vertieften Blick in die Zusammensetzung der Zinsinstrumente nach Ratingkategorie. Es zeigt sich deutlich, dass im zeitlichen Verlauf eine Abschwächung der Bonität stattgefunden hat. Waren 2015 noch 48% der Papiere mit einem Rating von AAA/AA ausgestattet, lag diese Quote 2025 noch bei 33%. Zinsinstrumente mit Rating im Single-A Bereich haben hingegen stark zugenommen, während Anlagen ohne Rating oder im Non-Investment-Grade (<BBB-) einen höheren Anteil beanspruchen, 12% vs. 7% im Jahr 2015.

Abbildung 2: Allianz – Ratingverteilung bei Zinsinstrumenten (in EUR Mrd.)



Quellen: Berichterstattung Allianz, I-CV

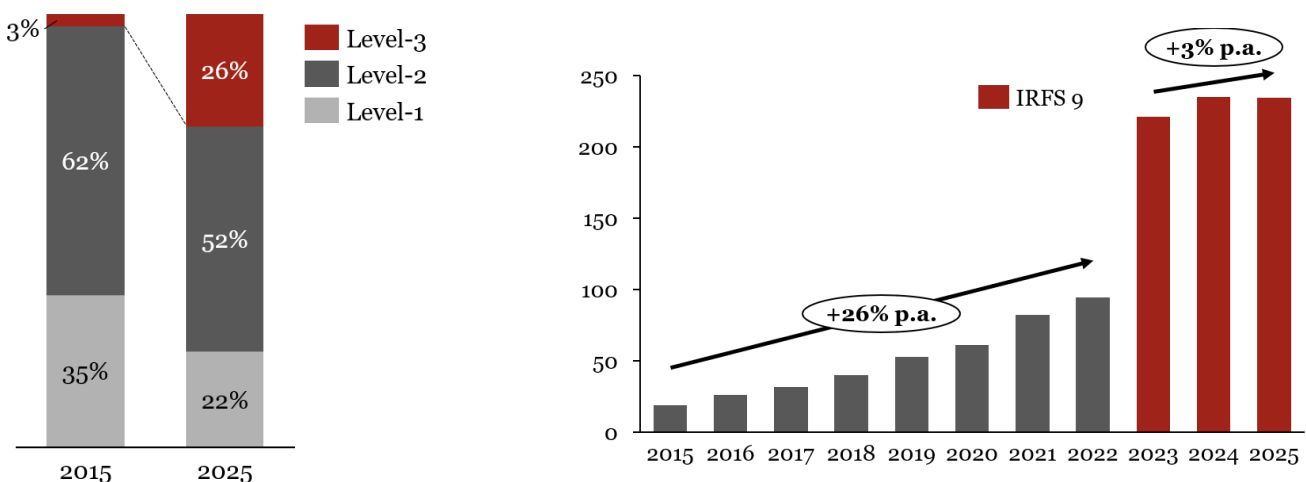
### Level-3-Assets: Wenn Liquidität zur Nebensache wird

Erst richtig spannend wird es, wenn man sich einen Blick auf die Aufschlüsselung der Anlagen nach Marktgängigkeit gönnt. Die meisten Versicherungen führen in ihrer Berichterstattung sauberlich Buch über die Liquidität der Investitionen. Es wird dabei in drei Kategorien unterschieden:

- 1) Level-1: Anlagen in dieser Kategorie sind zu notierten Preisen auf aktiven Märkten bewertet (z.B. börsennotierte Aktien, liquide Staatsanleihen). Aus Sicht des Kreditanalysten ist dies die Kategorie mit der höchsten Transparenz. Die Bewertungen sind durch den Markt gegeben und die Liquidität gewährleistet.
- 2) Level-2: Diese Anlagen werden nach beobachtbaren Inputfaktoren bewertet. Im Gegensatz zu Level-1-Assets gibt es keine direkten Marktpreise. Die Bewertungsmodelle sind aber marktnah kalibriert. Hier ergeben sich bereits Unschärfen, was die Bewertung angeht, und die Liquidität ist nicht gewährleistet. Das Risiko steigt in turbulenten Marktphasen, wenn sich Parameter schnell verändern (Spreadausweitung) und die Nachfrage versiegt. Anlagen in dieser Kategorie sind OTC-Derivate aber auch weniger liquide Anleihen.
- 3) Level-3: Die Bewertung von Anlagen in der Kategorie Level-3 basiert auf nicht beobachtbaren Inputfaktoren. Die Bewertungsunsicherheit ist hoch und Anpassungen erfolgen im Gegensatz zu Level-1, wo Marktpreise neue Informationen zeitnah reflektieren, verzögert. Annahmen, was zukünftige Cash Flows aber auch Diskontsätze anbelangen, sind arbiträr und führen zu hoher Sensitivität. Typische Anlagen mit Level-3-Bezeichnung sind Private Debt, Infrastruktur, Immobilien, Private Equity sowie andere illiquide Strukturen. Die Marktgängigkeit ist nicht gegeben und in Konsequenz ist bei einem Verkauf mit einer hohen Diskrepanz zwischen Buchwert und tatsächlich realisierbarem Preis zu rechnen.

Wir bleiben bei unserem Fallbeispiel Allianz und stellen fest, dass der Anteil Level-3-Assets von 2015 bis 2025 substantiell angestiegen ist.

Abbildung 3: Allianz – Anlageportfolio nach Bewertungsmethodik und historische Entwicklung Level-Assets (in EUR Mrd.)



Quellen: Berichterstattung Allianz, I-CV

Der deutliche Anstieg der Level-3-Assets im Anlageportfolio der Allianz von 3% im Jahr 2015 auf 26% im Jahr 2025 reflektiert eine branchenweit zu beobachtende strukturelle Verschiebung hin zu illiquideren Anlagen. Haupttreiber waren das anhaltende Niedrigzinsumfeld und der daraus resultierende Renditedruck, welcher Versicherer verstärkt in Private Debt, Infrastruktur und andere nicht börsengehandelte Anlageklassen gedrängt hat.

Gleichzeitig ist ein Teil des Anstiegs auf die Umstellung der Rechnungslegungsstandards per 1. Januar 2023 zurückzuführen. Mit der Einführung von IFRS 9 und IFRS 17 wurden Anlageportfolios teilweise neu klassifiziert. Insbesondere Positionen, die zuvor zu fortgeführten Anschaffungskosten bilanziert wurden, etwa Hypotheken, Darlehen oder Infrastrukturkredite, werden im Zuge der Neubewertung von Geschäftsmodell und Cashflow-Struktur teilweise zum Fair Value bewertet oder stärker in die Fair-Value-Offenlegung einbezogen. Sofern für diese Anlagen keine beobachtbaren Marktpreise vorliegen, erfolgt die Bewertung modellbasiert, was zu einer Einordnung in Level-3 führen kann.

Der Anstieg der Level-3-Assets ist daher nicht ausschliesslich als Ausdruck erhöhter Risikobereitschaft zu interpretieren, sondern reflektiert teilweise auch eine erhöhte bilanzielle Transparenz bestehender Engagements.

Aufgrund der Struktur der Passivseite mit langfristigen Verbindlichkeiten gegenüber Versicherungsnehmern sind insbesondere Lebensversicherungen prädestiniert, solche illiquiden Anlagen zu halten. Immobilien- und Infrastrukturinvestitionen bieten stabile Cashflows, gute Sicherheiten und teilweise inflationsgebundene Erträge. Die Regulation der Banken und Expansion der Private Markets sorgten zudem für einen steten Fluss an investierbaren Anlagen.

Die Herausforderungen liegen jedoch in den Bewertungsunsicherheiten, eingeschränkter Liquidität und zunehmender Komplexität. Nicht alle Versicherungen sind gleich gut gerüstet, um diese Risiken proaktiv zu bewirtschaften. Zudem bestehen Interessenskonflikte bei Versicherungen mit bedeutenden Asset Management Aktivitäten oder bei solchen, die von Asset Managern kontrolliert werden.

### Stressszenario Allianz

Analysten der Bank Morgan Stanley haben verlauten lassen, dass sie bei Private Debt von einer Ausfallrate von bis zu 8% ausgehen. Appliziert man diesen Wert auf die von Allianz als Level-3 ausgewiesenen EUR 234.4 Mrd. Anlagen, würde ein Verlust von EUR 18.8 Mrd. (vereinfachendes Stressszenario ohne Berücksichtigung von Sicherheiten und Recovery-Werten) resultieren. Der Reingewinn der Allianz belief sich im Geschäftsjahr 2025 zum Vergleich auf EUR 10.8 Mrd. Dieser würde in einem solchen Stressszenario nicht ausreichen, um den Verlust zu absorbieren. Das Eigenkapital der Allianz lag am Ende der gleichen Periode bei EUR 66.4 Mrd., so dass der oben veranschlagte Korrekturbedarf dieser Grössenordnung, rund 28% der Kapitalbasis entsprechen würde.

Auch wenn es sich um ein Stressszenario handelt, unterstreicht die Analyse die wachsende Kreditrelevanz illiquider Anlagen. Aus Bonitätssicht ist diese Entwicklung kritisch zu beobachten. Im Falle der Allianz lässt die interne Investmentkompetenz (Pimco und Allianz Global Investors) vermuten, dass ein aktives Risikomanagement betrieben wird. Nichtsdestotrotz ist die Anfälligkeit gegenüber Schocks durch die Verlagerung der Anlagen gestiegen.

### Historischer Kontext: Vom Direktkredit zur Intermediation

Traditionell vergaben Versicherungen Darlehen direkt an ihre Kunden. Diese Praxis beruhte auf tiefgehenden Geschäftsbeziehungen und einem umfassenden Verständnis der Kreditnehmer. So konnte ein Versicherer beispielsweise ein Gebäude refinanzieren, da er sowohl Einblick in das Geschäftsmodell als auch eine langfristige Kundenbeziehung besass. Diese Nähe ermöglichte eine fundierte Kreditprüfung, hohe Transparenz und eine effektive Risikosteuerung.

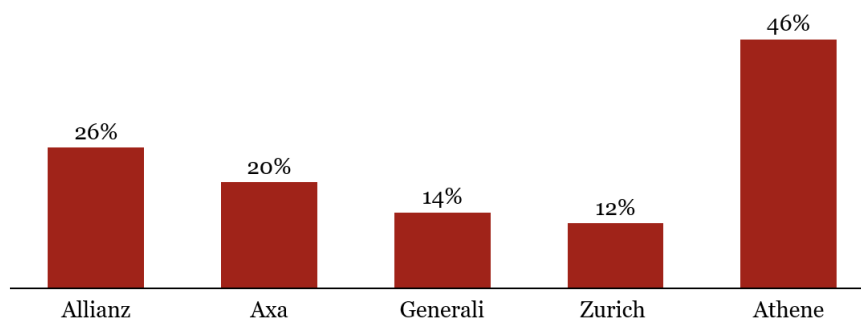
Heute hingegen ist die Wertschöpfungskette deutlich komplexer. Kredite werden von Originatoren strukturiert und anschliessend über verschiedene Asset Manager und Vehikel in Tranchen an Investoren weitergereicht.

Diese vielschichtige Intermediation führt zu:

- 1) Reduzierter Transparenz und eingeschränktem Durchblick
- 2) Informationsasymmetrien zwischen Kreditnehmer, Asset Manager und Investor
- 3) Verwässerter Verantwortlichkeit entlang der Wertschöpfungskette – Investoren erliegen der Illusion, dass der Asset Manager in ihrem Interesse agiert
- 4) Fehlanreize bei volumen- (Gebühren als % der AuM verhindern NAV-Anpassungen) und performancegetriebenen (Performance Fee treibt Risikoappetit mit limitiertem Upside für Investoren) Geschäftsmodellen

Mit zunehmender Intermediation verschiebt sich die Risikokontrolle so weg vom Versicherer hin zu externen Akteuren, während die ökonomische Risikoposition auf der Bilanz des Versicherers verbleibt. Dies führt zu einer Entkopplung von Risikoübernahme und Risikosteuerung.

Abbildung 4: Peervergleich – Anteil Level-3-Assets in % des Anlageportfolios per Ende 2025



Quellen: Berichterstattung der aufgeführten Unternehmen. I-CV

### Fazit

Viele Versicherungen haben sich in den vergangenen Jahren, wie am Beispiel der Allianz aufgezeigt, verstärkt dem Private-Debt-Segment zugewandt, um dem anhaltenden Renditedruck zu begegnen und ihre langfristigen Verpflichtungen mit höher verzinsten Anlagen zu unterlegen. Dieser Trend ist jedoch nicht einheitlich. Während einige Gesellschaften weiterhin konservative Anlageprofile verfolgen (Zurich und Generali), weisen andere eine deutlich höhere Allokation in illiquide und komplexe Investments auf.

Besonders ausgeprägt ist das Exposure gegenüber Level-3-Assets bei Versicherern mit bedeutenden Asset-Management-Aktivitäten (z.B. Allianz) oder bei solchen, die von Asset Managern kontrolliert werden (z.B. Athene von Apollo beherrscht). In dieser Konstellation werden die vermeintlich stabilen Verbindlichkeiten der Versicherungsnehmer gezielt genutzt, um illiquide Anlagen zu finanzieren. Das Geschäftsmodell zielt dabei primär auf die Erzielung von Gebühren für den Asset Manager ab, während ein erheblicher Teil der Risiken letztlich von den Versicherungsnehmern getragen wird. Bei diesen Versicherungen ist bei breiten Marktverwerfungen im Segment Private Debt auch mit dem seltenen Phänomen eines Versicherungs-Runs (panikartiger Rückkauf von Versicherungspolice) zu rechnen.

Diese strukturelle Verschiebung wirft grundlegende Fragen hinsichtlich Interessenskonflikte, Transparenz und Risikoverteilung auf. Entsprechend beobachten Aufsichtsbehörden und Regulatoren diese Entwicklungen zunehmend mit Skepsis. Der Fokus liegt dabei auf der Sicherstellung einer angemessenen Governance, solider Bewertungsstandards und einer klaren Ausrichtung auf die Wahrung der Interessen der Versicherungsnehmer.

Abbildung 5: Ergebnisse Stresstest – Grosse Diskrepanzen beim Risikoappetit der Versicherungen

in Mrd.	Allianz (EUR)	Zurich (USD)	Generali (EUR)	AXA (EUR)	Athene (USD)
Bilanzsumme	1'024.3	407.2	558.5	635.5	442.2
Level-3-Assets	234.4	18.7	70.0	88.7	146.3
Eigenkapital	66.4	30.2	34.8	49.6	35.6
Reingewinn (2025)	10.8	6.8	4.2	9.8	2.7
Stresstest (Wertberichtigung 8%)	18.8	1.5	5.6	7.1	11.7
in % des Reingewinns	174%	22%	134%	72%	433%
in % des Eigenkapitals	28.2%	5.0%	16.1%	14.3%	32.9%

Quellen: Geschäftsberichte, I-CV

Aus kreditanalytischer Sicht bleibt festzuhalten: Private Debt kann einen sinnvollen Beitrag zur Portfoliodiversifikation leisten. Doch mit zunehmender Komplexität und Illiquidität steigen auch die Anforderungen an Risikomanagement, Transparenz und regulatorische Aufsicht. Entscheidend wird sein, dass wirtschaftlicher Nutzen und Risikoübernahme im Gleichgewicht bleiben. Diese Aufgabe kann nicht delegiert werden, sondern erfordert, dass sich Investoren und Risikomanager aktiv mit der Anlageklasse befassen, Anlagenscheide breit abstützen und die Entwicklung konsequent überwachen.

### Kreditimplikationen von Level-3-Assets:

- 1) **Bewertungsrisiko:** Modellabhängigkeit und verzögerte Wertanpassungen
- 2) **Liquiditätsrisiko:** Eingeschränkte Veräusserbarkeit in Stressphasen
- 3) **Governance-Risiko:** Potenzielle Interessenkonflikte und reduzierte Transparenz
- 4) **Kapital- und Ratingrisiko:** Belastung von Solvenz und Bonität



#### Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.