

ECONOMIC RESEARCH

Zwischen Schutz und Risiko: Systemische Gefahren durch übermäßige Regulierung?

2024 Q4

Financial Stability Perspectives

Autorin

Dr. Anja Theis
a.theis@gdv.de

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	02
1. Stabilitätslage des Finanzsystems	03
2. Stabilitätslage des Versicherungssektors	07
3. Fokusthema: Regulierung und Finanzstabilität	10

Executive Summary

Mit der erfolgreichen Inflationsbekämpfung und der Zinswende der Notenbanken haben sich die Finanzierungsbedingungen verbessert. Die Finanzmärkte haben sich 2024 überwiegend positiv entwickelt. Akuter Stress im Finanzsystem ist derzeit nicht zu verzeichnen. Die Finanzinstitutionen haben in den letzten Monaten erneut ihre Widerstandsfähigkeit unter Beweis gestellt. Der Versicherungssektor erweist sich weiterhin als sehr robust.

Die Risiken im Finanzsystem sind aber weiterhin hoch. Durch die schweren geopolitischen Konflikte sowie die politischen Risiken im Zuge von US-Wahl und Scheitern der Ampel-Koalition in Deutschland hat sich die makroökonomische Unsicherheit weiter erhöht. Das

Risiko abrupter Preiskorrekturen an den hochbewerteten Finanzmärkten bleibt groß. Ein weiterer Risikofaktor ist die Wachstumsschwäche in Deutschland und Euroraum.

In der aktuellen Diskussion zur Beseitigung struktureller Wachstumshemmnisse in Deutschland und Europa nimmt der Bürokratieabbau eine wichtige Rolle ein. Vor diesem Hintergrund beschäftigt sich das Fokuskapitel dieser Ausgabe mit den systemischen Risiken, die aus einer übermäßigen oder zu komplexen Regulierung entstehen können. Zur Stärkung der Finanzstabilität ist stattdessen eine konsequente Orientierung der Regulierung an den materiellen Risiken und am Prinzip der Proportionalität notwendig.

1. Stabilitätslage des Finanzsystems

Die Entwicklung der Stabilitätslage des Finanzsystems war in den letzten Monaten sowohl durch positive als auch negative Faktoren geprägt. Mit den weiteren Leitzinssenkungen in den USA und im Euroraum ist die Zinswende weiter vorangeschritten. In seinem [Global Financial Stability Report](#) vom Oktober 2024 konstatiert der Internationale Währungsfonds (IWF) einen Rückgang der akuten Risiken für die Stabilität des globalen Finanzsystems aufgrund der verbesserten Finanzierungsbedingungen. Die Deutsche Bundesbank verweist in ihrem (jährlichen) [Finanzstabilitätsbericht](#) vom November 2024 auf eine gegenüber dem Vorjahresbericht verbesserte Stabilitätslage: Das deutsche Finanzsystem habe die Phase des starken Zinsanstiegs insgesamt gut verkraftet und sich auch in den vergangenen zwölf Monaten als stabil erwiesen. Für den Euroraum kommt die EZB in ihrem (halbjährlichen) [Financial Stability Review](#) vom November 2024 für das letzte halbe Jahr dagegen zu der Schlussfolgerung, dass sich die Risiken für die Finanzstabilität erhöht haben. Positive Effekte wie Inflationsrückgang und günstigere Finanzierungsbedingungen werden überschattet durch negative Entwicklungen wie das schwache Wachstum im Euroraum.¹

Die makroprudenziellen Aufseher stimmen darin überein, dass die mittelfristigen Risiken für die Finanzstabilität weiter zugenommen haben. Zwar zeigen sich die Stressindikatoren für das Finanzsystem weiterhin entspannt (vgl. Abb. 1). Die stark gestiegenen (geo-)politischen Risiken und die Zunahme der makrofinanziellen Unsicherheit schlagen sich hier jedoch noch nicht voll nieder.

(Geo-)Politische Lage als zentrales systemisches Risiko

Die aktuelle geopolitische Situation ist durch Kriege in Europa und im Nahen Osten sowie eine wachsende Rivalität zwischen westlich orientierten Staaten und autokratischen Mächten wie

Stressindikatoren für Finanzsystem weiterhin entspannt

Abbildung 1 · Composite Indicator for Systemic Stress (CISS) der EZB für den Euroraum



Quelle: LSEG Datastream, eigene Darstellung

China und Russland geprägt, was sie äußerst angespannt und komplex macht. Der Londoner Versicherungsmarkt Lloyd's hat im Oktober 2024 in Zusammenarbeit mit dem Cambridge Centre for Risk Studies Berechnungen zu den Folgen schwerer geopolitischer Konfliktszenarien vorgelegt, die weit verbreitete Disruptionen in den globalen Handelsmustern und Lieferketten (etwa durch die Schließung wichtiger Handelsrouten) mit sich bringen würden.² Für einen Fünf-Jahres-Zeitraum werden im Mittel Kosten für die globale Wirtschaft in Höhe von insgesamt 14,5 Bio. USD ermittelt.³ Allein für Europa betragen die berechneten Verluste insgesamt 3,4 Bio. USD. Unweigerlich wären damit auch erhebliche direkte und indirekte Konsequenzen für das Finanzsystem verbunden, etwa Preiskorrekturen an den Asset-Märkten und erhöhte Kreditrisiken. Auch das Risiko von Cyberangriffen ist deutlich angestiegen.

Die Wahl Donald Trumps zum nächsten US-Präsidenten hat die geopolitischen Risiken weiter erhöht. Kurzfristig bedeuten vor allem Trumps Ankündigungen massiver Zollerhöhungen für wichtige Handelspartner ein beträchtliches Risiko für Welthandel und Weltwirtschaft. Für Deutschland bringt das Ende

¹ Für eine detaillierte Analyse der aktuellen Entwicklungen in der Gesamtwirtschaft und an den Finanzmärkten vgl. die [Ausgabe Dezember 2024 GDV Economics & Finance Perspectives](#).

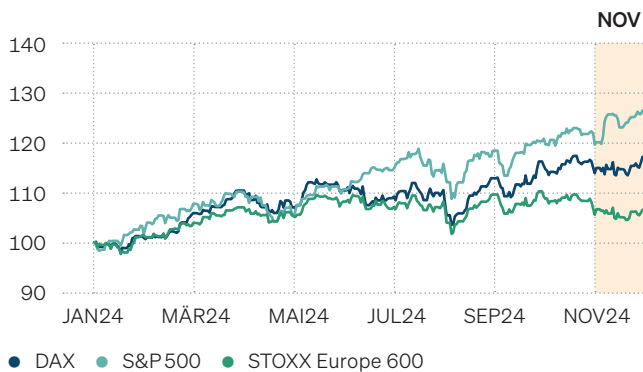
² Vgl. Lloyd's / Cambridge Centre for Risk Studies:

[Revealing the risks of geopolitical conflict](#), Oktober 2024.

³ Die ermittelten Kosten reichen von 7,8 Bio. USD im leichtesten der drei untersuchten Szenarien bis zu 50 Bio. USD im schwersten Szenario.

Hohe Bewertungen an den Aktienmärkten

Abbildung 2 · Indizes ausgewählter Aktienmärkte, 1. Januar 2024=100



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

der Ampel-Regierung zusätzliche Unsicherheit über die zukünftige Wirtschaftspolitik mit sich.

Durch diese Veränderungen hat sich die Unsicherheit über die weitere makroökonomische Entwicklung substanziell erhöht. Auch dies belastet die Finanzstabilität (s. Textbox auf S. 5).

Verwundbarkeiten im Finanzsystem erhöhen die Risiken

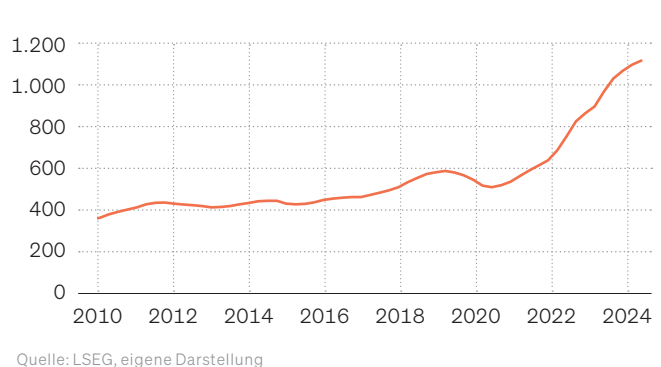
Die Aufsichtsreformen der letzten Jahre sowie die verbesserte Kapitalausstattung von Banken und Versicherern haben die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems gegenüber systemischen Risiken durch die geopolitischen Konflikte sowie die hohe politische und makroökonomische Unsicherheit erhöht. Gleichzeitig werden die systemischen Risiken aber durch im Finanzsystem derzeit bestehende Verwundbarkeiten verstärkt. **Hier sind vor allem die hohen Bewertungen an vielen Asset-Märkten sowie die historisch hohen Schuldenstände, u. a. im öffentlichen Sektor, zu nennen.**⁴

Die globalen Aktienmärkte waren 2024 erneut durch eine sehr positive Entwicklung gekennzeichnet (s. Abb. 2). Am US-Aktienmarkt verzeichnete der S&P 500 in den ersten elf Monaten des Jahres ein Plus von 27 %. Dies spiegelt positive Zukunftserwartungen wider, vor allem im Hinblick auf die Chancen des KI-Einsatzes und mögliche Steuersenkungen

⁴ Im Blick der makroprudenziellen Aufseher sind zudem auch Verwundbarkeiten aus Liquiditäts-Inkongruenzen und übermäßigem Leverage bei einigen Nicht-Banken-Finanzintermediären (offene Investmentfonds, Hedgefonds), vgl. [Ausgabe Q3/2024 Financial Stability Perspectives](#), S. 10ff.

Hohe US-Staatsschuld als systemisches Risiko

Abbildung 3 · Zinszahlungen der USA, in Milliarden US-Dollar, Quartalsdaten annualisiert



Quelle: LSEG, eigene Darstellung

durch die Regierung Trump. Auch der DAX hat sich 2024 mit einem Anstieg von 18 % bis Ende November positiv entwickelt. Wichtige Tail-Risiken sind in diesen Aktienkursen aber nicht eingepreist. Auch in der Marktvolatilität spiegelt sich die derzeit hohe makroökonomische und politische Unsicherheit nicht wider. **Dieses Auseinanderlaufen von makroökonomischer Entwicklung bzw. Erwartungen einerseits und Finanzmarkt-Performance andererseits (sog. „Macro-Market Disconnect“) bedeutet, dass bei Eintreten eines schweren negativen Schocks das Risiko ungeordneter Preiskorrekturen und einer plötzlich steigenden Marktvolatilität mit den entsprechenden negativen Folgen im Finanzsystem sehr hoch ist.** Dies sehen die makroprudenziellen Aufseher einhellig als eines der derzeit größten Risiken an.

Auch die in vielen Ländern im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung stark gestiegenen öffentlichen Schulden bereiten den makroprudenziellen Aufsehern zunehmend Sorge.⁵ So stellt der IWF in seinem Global Financial Stability Report die Finanzierungsrisiken hoher Staatsschulden und die Notwendigkeit tragfähiger Staatshaushalte heraus. Für die USA werden die politischen Risiken aus den wirtschafts- und fiskalpolitischen Plänen der Trump-Regierung durch die bereits bestehende sehr hohe US-Staatsschuld verstärkt (2023: ca. 120 % des BIP). Schon 2024 werden die darauf anfallenden Zinszahlungen die 1-Billion-USD-Grenze überschreiten (vgl. Abb. 3). Das entspricht rund einem Viertel der gesamten Staatsausgaben. Für 2025 ist u. a. aufgrund der gestiegenen Zinsen mit einem weiteren deutlichen Anstieg zu rechnen

⁵ Zum Zusammenhang zwischen Schuldentragfähigkeit von Staaten und Finanzstabilität vgl. [Ausgabe Q2/2024 Financial Stability Perspectives](#), S. 6.

Struktureller Anstieg der makroökonomischen Unsicherheit

Die makroökonomische Unsicherheit ist in den letzten Jahren erheblich gestiegen, bedingt durch die Covid-19-Pandemie, Inflationsschocks und schwerwiegende geopolitische Konflikte. Auch in den kommenden Jahren ist aufgrund geopolitischer Veränderungen, des Klimawandels, rasanter Fortschritte im Bereich der Künstlichen Intelligenz sowie weiterer Faktoren wie der Zunahme populistischer Regierungen von einer strukturell erhöhten Unsicherheit auszugehen. Der damit verbundene Anstieg der systemischen Risiken ist derzeit ein wichtiges Thema für die makroprudenziellen Aufseher. Der IWF hat in seinem Global Financial Stability Report vom Oktober 2024 den Folgen hoher makroökonomischer Unsicherheit für die Finanzstabilität ein eigenes Kapitel gewidmet („[Macrofinancial Stability Amid High Global Economic Uncertainty](#)“).

In Modellrechnungen zeigt der IWF auf, dass die erhöhte makroökonomische Unsicherheit die Tail-Risiken für das Finanzsystem deutlich erhöht. Drei wichtige Transmissionskanäle werden dabei identifiziert (vgl. Abb. 4):

→ **Realwirtschaftlicher Kanal:** Eine höhere makroökonomische Unsicherheit kann zu einer Abwartehaltung bei Unternehmen und privaten Haushalte und

einem Aufschieben von Investitionen und Konsum führen. Dies würde das Wirtschaftswachstum verlangsamen und die Kreditrisiken für Finanzinstitutionen erhöhen, was wiederum eine negative Rückkopplung zwischen Finanzsystem und Realwirtschaft auslösen könnte.

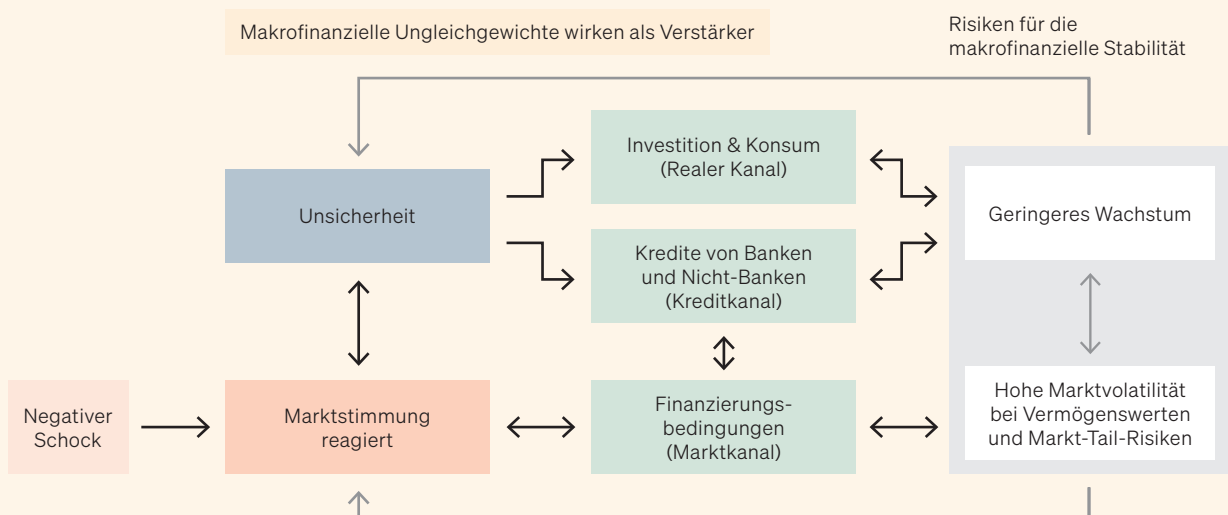
→ **Kreditkanal:** Mehr Unsicherheit erschwert die Prüfung der Kreditwürdigkeit und kann eine restriktivere Kreditvergabe und ungünstigere Finanzierungsbedingungen mit sich bringen.

→ **Marktkanal:** Makroökonomische Unsicherheit kann dazu führen, dass negative Schocks die Stimmung der Investoren stärker belasten, und erhöht damit das Risiko großer Verluste an den Märkten. Wenn solche Verluste tatsächlich eintreten, können sie sich über Bilanz- und Ansteckungseffekte auf die gesamte Wirtschaft übertragen.

Diese drei Kanäle können sich gegenseitig verstärken. Auch grenzüberschreitende Ansteckungseffekte spielen eine wichtige Rolle. Die bestehenden Verwundbarkeiten erhöhen die Risiken aus der großen makroökonomischen Unsicherheit.

Erhöhte makroökonomische Unsicherheit kann die makrofinanzielle Stabilität beeinträchtigen

Abbildung 4 · Vielfältige und komplexe Transmissionskanäle



Quelle: IWF, eigene Darstellung

– die Zinszahlungen könnten sich dann fünf Prozent des US-Bruttoinlandsprodukts nähern.

In ihrem Financial Stability Review hebt die EZB die systemischen Risiken hervor, die aus den hohen Schuldenständen einiger Länder des Euroraums resultieren. Dabei wird deutlich, dass die Anleihemärkte zunehmend fiskalische Risiken einpreisen. In einigen Fällen begrenzt der hohe Verschuldungsgrad den finanziellen Handlungsspielraum der Regierungen, um auf Schocks zu reagieren und zugleich die notwendigen Investitionen zur Bewältigung struktureller Herausforderungen wie des Klimawandels zu finanzieren. Die EZB mahnt daher zügige Haushaltskonsolidierungen an. Aktuell ist besonders Frankreich im Blick. Die französische Regierungskrise, die die erforderlichen Haushaltseinsparungen erschwert, hat an den Märkten bereits zu spürbaren Renditeaufschlägen bei französischen Staatsanleihen geführt (siehe Abb. 5). Kurzzeitig überstiegen die Renditen französischer Staatsanleihen sogar diejenigen Griechenlands.

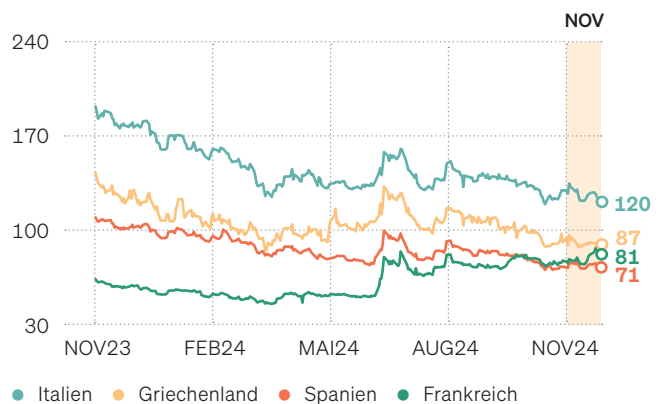
Im Hinblick auf die private Verschuldung liegt ein Fokus weiterhin auf den bestehenden hohen Verwundbarkeiten im Gewerbeimmobilienbereich. Angesichts des anhaltenden Abschwungs der Gewerbeimmobilienpreise wird hier das Risiko weiterer deutlicher Preisrückgänge gesehen, u. a. auch durch Notverkäufe oder die Verwertung von Kreditsicherheiten.

Stärkung der Resilienz des Finanzsystems

In ihren Finanzstabilitätsberichten mahnen die makroprudenziellen Aufseher erneut weitere Maßnahmen zur Reduzierung von systemischen Risiken und zur Stärkung der Resilienz im Finanzsystem an. Dazu gehören eine intensive makroprudenzielle Überwachung in den besonders betroffenen Bereichen und mehr Stresstests, die Schließung von

Zinsaufschlag für französische Staatsanleihen

Abbildung 5 · Renditespreads zehnjähriger Staatsanleihen ggü. Deutschland, in Basispunkten



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Lücken im makroprudenziellen Aufsichtsrahmen, etwa im Hinblick auf Liquiditäts-Inkongruenzen bei Investmentfonds, sowie eine stärkere Koordinierung und ein verbesserter Datenaustausch zwischen den Aufsehern. Um der höheren makroökonomischen Unsicherheit zu begegnen, fordert der IWF u. a. eine Stärkung der Glaubwürdigkeit und Transparenz der geld-, fiskal- und finanzpolitischen Rahmenbedingungen.

Die EZB betont zudem die Notwendigkeit weiterer Fortschritte auf dem Weg zur Europäischen Kapitalmarktunion, um die Produktivität und das Wirtschaftswachstum in der EU und damit die Resilienz des europäischen Finanzsystems zu unterstützen. Eine Vielzahl konkreter Maßnahmen werden genannt, die von der Harmonisierung von Unternehmens- und Wertpapierrecht über Steuerreformen und Öffentlich-Private Partnerschaften zur Stärkung der Investitionen in innovative Unternehmen bis hin zu einer besser integrierten Finanzaufsicht reichen.

2. Stabilitätslage des Versicherungssektors

Der Versicherungssektor ist weiterhin durch seine Stabilität gekennzeichnet. Dies konstatieren deutsche und europäische Aufseher gleichermaßen. Die BaFin bescheinigt der deutschen Versicherungswirtschaft eine insgesamt robuste wirtschaftliche Lage und eine deutlich stärkere Risikotragfähigkeit als noch vor einigen Jahren.⁶ Die Deutsche Bundesbank vermerkt in ihrem [Finanzstabilitätsbericht 2024](#) vom November 2024, dass die Lebensversicherer die stark steigenden Zinsen im Jahr 2022 insgesamt gut verkraftet haben und ihre Resilienz hoch ist. Sowohl BaFin als auch Bundesbank heben die solide Eigenmittelausstattung hervor. Den Versicherern des Euroraums bescheinigt die EZB in ihrem [Financial Stability Review](#) vom November 2024 eine starke Solvenzlage und verbesserte Profitabilität. Für die europäischen Banken und Versicherer hat zudem der Gemeinsame Ausschuss (Joint Committee) der europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs) in seinem Bericht [„Risks and Vulnerabilities in the EU Financial System“](#) vom September 2024 die günstige Solvenzlage und die erhöhten Erträge aufgrund des höheren Zinsniveaus betont.

⁶ Vgl. BaFin: [Schwerpunkte der Versicherungsaufsicht 2025](#), Rede von Julia Wiens, Exekutivdirektorin Versicherungs- und Pensionsfondsaufsicht, bei der Jahrestagung der Versicherungsaufsicht, 20.11.2024.

Marktrisiken weiterhin hoch

Tabelle 1 · EIOPA Risk Insurance Dashboard Oktober 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

Gleichzeitig werden das schwierige Umfeld und die damit verbundenen Herausforderungen für die Versicherer herausgestellt. Im Blick sind dabei insbesondere die hohen geopolitischen Risiken, die hohen Bewertungen an den Finanzmärkten und die große Unsicherheit über die weitere makroökonomische Entwicklung. So sieht die EZB ein unerwartet schwaches Wachstum als Abwärtsrisiko für die Versicherer. Der Gemeinsame Ausschuss der ESAs warnt vor der Möglichkeit abrupter Veränderungen durch geopolitische Ereignisse, die sich über viele Kanäle materialisieren könnten – etwa durch Marktkorrekturen, erhöhte Kreditrisiken oder als operationelle Risiken durch Cyberangriffe. Die Finanzinstitutionen werden aufgefordert, flexibel und agil zu sein und Pläne sowie Prozesse zu etablieren, um vielfältigen, unerwarteten und kurzfristigen Herausforderungen begegnen zu können. Auch eine hohe Wachsamkeit im Hinblick auf Cyberangriffe wird angemahnt. Für den Bereich der Schaden-/Unfallversicherer bleibt darüber hinaus die andauernd hohe Schadeninflation – beispielsweise in der Kfz-Versicherung mit Preissteigerungen bei Ersatzteilen⁷ und bei Werkstattkosten, die die allgemeine Preisentwicklung weit übersteigen – ein wichtiges Thema.

Marktrisiken weiterhin Hauptsorge der EIOPA

In der Ende Oktober veröffentlichten neuen Ausgabe ihres vierteljährlichen [Insurance Risk Dashboard](#) bewertet die EIOPA die aktuelle Risikolage der Versicherungswirtschaft als stabil auf mittlerem Niveau (vgl. Tabelle 1).⁸ In neun der zehn Risikokategorien des Dashboards – darunter Liquiditäts- und Finanzierungsrisiken, Kreditrisiken und versicherungstechnische Risiken – werden die Risiken als

⁷ Vgl. GDV: [Untersuchung der Versicherer: Autohersteller erhöhen Ersatzteilpreise weiter](#), Oktober 2024.

⁸ Das Insurance Risk Dashboard der EIOPA ist – zusammen mit den Risk Dashboards der anderen europäischen Finanzaufsichtsbehörden – ein wesentliches Element der kontinuierlichen makroprudenziellen Überwachung des europäischen Finanzsystems und gibt auf Basis eines umfangreichen Indikatorensystems einen Überblick über die wichtigsten Risikobereiche des Versicherungssektors. Die aktuelle Ausgabe beruht u. a. auf Solvency-II-Daten bis einschließlich Q2 2024. Dem Risikoausblick liegen qualitative Risikoeinschätzungen der nationalen Aufseher in der EU zugrunde.

moderat eingestuft. Die Marktrisiken der Versicherer werden weiterhin mit „hoch“ (zweithöchste Risikostufe) bewertet. Zugrunde liegen hier vor allem mögliche Verwundbarkeiten aus erhöhter Marktvolatilität und Immobilien-Exposures. Im Risikoausblick auf die nächsten 12 Monate wird ein Anstieg der Digitalisierungs- und Cyberrisiken sowie der ESG-bezogenen Risiken erwartet. Für alle anderen Risikorubriken ist der Ausblick stabil.

Kapitalanlagen: Liquiditäts- und Kreditrisiken im Blick

Die Kapitalanlagen der Versicherer bilden weiterhin einen Schwerpunkt der makroprudenziellen Überwachung. **Neben den Marktrisiken stehen die in einigen Bereichen erhöhten Kreditrisiken sowie mögliche Liquiditätsrisiken aufgrund der weiterhin existierenden stillen Lasten in den HGB-Bilanzen der Lebensversicherer im Fokus.**

Die Deutsche Bundesbank hält die Liquiditäts- und Anlagerisiken der Lebensversicherer insgesamt für „erhöht, aber verkräftbar“. In ihrem Finanzstabilitätsbericht untersucht sie die aktuelle Entwicklung der stillen Lasten der Lebensversicherer und die damit verbundenen Implikationen. Die Bundesbank beobachtet, dass sich die stillen Lasten, die im Zuge des starken Zinsanstiegs im Anleihen-Bestand der Versicherer entstanden sind, aufgrund der langen Laufzeiten der Papiere deutlich langsamer abbauen als die stillen Lasten des Bankensektors. Unter Verweis auf ihre Modellrechnungen in früheren Finanzstabilitätsberichten weist die Bundesbank erneut darauf hin, dass sich aus den existierenden gesetzlichen Vorgaben für zinsinsensitive Rückkaufswerte bei Vertragskündigungen Liquiditätsrisiken ergeben können: Da stille Lasten bzw. Wertverluste bei den Anleihen aufgrund des höheren Zinsniveaus bei der Berechnung des Rückkaufswerts keine unmittelbare Berücksichtigung finden, könnten sich Anreize für eine Vertragskündigung ergeben. Das Risiko einer Kündigungswelle stuft die Bundesbank jedoch als begrenzt ein. Verwiesen wird auf die bestehenden Stornohemmnisse, u. a. aufgrund eines Verlusts der Absicherung von biometrischen Risiken bei Kündigung. Auch die BaFin verweist darauf, dass vermehrte Vertragsstornierungen bisher nicht zu beobachten seien und die Versicherer über ausreichend liquide Kapitalanlagen verfügten.⁹ Angesichts der erhöhten Liquiditätsrisiken sei jedoch ein starkes Liquiditätsmanagement notwendig.

⁹ Vgl. Rede von Julia Wiens, Exekutivdirektorin Versicherungs- und Pensionsfondsaufsicht, bei der DAV/DGVM-Herbsttagung, 18. November 2024.

Da eine Kündigungswelle – z. B. beim Zusammentreffen mehrerer Schocks – nicht gänzlich ausgeschlossen werden könne, begrüßt die Bundesbank die neuen makroprudenziellen Befugnisse, die mit dem Solvency-II-Review¹⁰ eingeführt werden, darunter die Möglichkeit einer temporären Aussetzung von Rückkäufen bei erheblichen Liquiditätsrisiken. Positiv vermerkt wird auch, dass mit dem Solvency-II-Review in Zukunft mehr Informationen zur Liquidität der Lebensversicherer zur Verfügung stehen werden.

Im Blick der Aufseher ist zudem weiterhin das Gewerbeimmobilien-Exposure der Versicherer.

Sowohl die Deutsche Bundesbank als auch die BaFin¹¹ schätzen die Gewerbeimmobilienrisiken als beherrschbar ein. Für einige Versicherer blieben diese Risiken jedoch hoch. Für die Versicherer des Euroraums sieht die EZB mögliche Verlustrisiken aus Gewerbeimmobilien insbesondere bei deren Fondsanlagen für den Fall von Stress-Szenarien in offenen Immobilienfonds. In einer systemweiten Analyse hat die EZB die Verwundbarkeiten und Risiken im Bereich Gewerbeimmobilien vertieft untersucht.¹² Dabei wird darauf verwiesen, dass die potenziellen Gewerbeimmobilienrisiken für die Versicherer dadurch gemindert werden, dass sie keinen finanziellen Leverage nutzen, um ihre Investitionen zu finanzieren, und bei den Versicherern keine strukturellen Liquiditäts-Inkongruenzen gegeben sind.

Vor dem Hintergrund der in den letzten Jahren sehr positiven Entwicklung von Wirtschaftswachstum und Aktienmärkten in den USA wird ein stärkeres Exposure der europäischen Versicherer gegenüber US-Märkten beobachtet.

Die EZB stellt fest, dass die Versicherer und bAV-Einrichtungen des Euroraums erstmals mehr börsennotierte US-Aktien als börsennotierte Aktien des Euroraums halten. Dies bringe Diversifizierungsvorteile, sei aber auch mit einer stärkeren Betroffenheit gegenüber Schocks verbunden, die die US-Märkte betreffen.

Weniger antizyklisches Verhalten der Versicherer in Stress-Episoden

Die besonderen Charakteristika des Versicherungsgeschäfts – Langfristorientierung, stetiger Mittelzufluss und Vorfinanzierung der Versicherungsleistungen

¹⁰ Vgl. Ausgabe Q1/2024 Financial Stability Perspectives, S. 12ff.

¹¹ Vgl. BaFin: Schwerpunkte der Versicherungsaufsicht 2025, Rede von Julia Wiens, Exekutivdirektorin Versicherungs- und Pensionsfondsaufsicht, bei der Jahrestagung der Versicherungsaufsicht, 20.11.2024.

¹² Vgl. EZB: Mapping the maze: a system-wide analysis of commercial real estate exposures and risks, Macroprudential Bulletin 25, November 2024.

durch Prämien sowie die Anknüpfung der meisten Versicherungsfälle an externe Faktoren – wirken sich verstetigend und stabilisierend auf die Kapitalanlagepolitik der Versicherer aus. Vielfach haben die Versicherer in der Vergangenheit damit als stabilisierender Faktor im Finanzsystem gewirkt. In ihren Finanzstabilitätsberichten untersucht die Deutsche Bundesbank regelmäßig auch diese Stabilisierungswirkung der Versicherer. **Aufgrund der stillen Lasten sind die Lebensversicherer nach Einschätzung der Bundesbank derzeit weniger als früher in der Lage, in Schock-Episoden mit Käufen temporär unterbewerteter Wertpapiere antizyklisch zu agieren und damit Schocks im Finanzsystem zu dämpfen.** So zeigten die jüngsten Bundesbank-Analysen, dass der Versicherungssektor seit dem Zinsanstieg im Jahr 2022 eher seltener antizyklisch handele als zuvor. Auch für die nächsten Jahre erwartet die Bundesbank, dass die Lebensversicherer bei adversen Schocks weniger stark als früher als stabilisierende Anleger agieren können. Positiv vermerkt wird gleichzeitig, dass durch die Verbesserung der Solvenzquoten seit 2022 auch geringere Anreize für einen prozyklischen Verkauf von riskanten Kapitalanlagen

bei Versicherern mit schwächerer Solvenzquote bestehen, um in Stress-Episoden die Solvenz zu verbessern.

Mit Blick auf die schwierige Lage am Gewerbeimmobilienmarkt erwartet die Bundesbank nicht, dass Versicherer über Verkäufe Schocks am Gewerbeimmobilienmarkt verstärken. Gleichzeitig geht sie davon aus, dass die Lebensversicherer bei einem stärkeren Abschwung im Gewerbeimmobilienmarkt derzeit kaum als Käufer und damit stabilisierendes Element auftreten werden.

Auch die EZB befasst sich in ihrem Finanzstabilitätsbericht mit dem unterschiedlichen Verhalten der verschiedenen Investorengruppen in Stress-Episoden. Vor dem Hintergrund der gestiegenen Risiken aus der hohen Staatsverschuldung hat sie im jüngsten Finanzstabilitätsbericht das Verhalten verschiedener Investorengruppen bei vergangenen Stress-Episoden in den Staatsanleihe-Märkten im Euroraum untersucht. Während Investmentfonds und ausländische Investoren durch ihr prozyklisches Verhalten stressverstärkend agiert hätten, habe der Versicherungssektor ebenso wie die privaten Haushalte als stabilisierender Faktor gewirkt.

3. Fokusthema: Regulierung und Finanzstabilität

Ein zentrales Thema in der aktuellen wirtschaftspolitischen Diskussion ist die als überbordend wahrgenommene Bürokratie. Ein effizienter und effektiver staatlicher Ordnungs- und Regulierungsrahmen sowie eine leistungsfähige öffentliche Verwaltung tragen wesentlich zu Wirtschaftswachstum, Finanzstabilität und nachhaltigem Wohlstand einer Volkswirtschaft bei. Werden aber die Kosten der Compliance mit staatlichen Vorgaben zu hoch oder wichtige Steuerungsfunktionen der Märkte durch staatliches Handeln übermäßig begrenzt, wird dies zum Hemmschuh für die wirtschaftliche Entwicklung.¹³ Zahlreiche aktuelle Studien und Erhebungen zeigen, dass in Deutschland und Europa diese Schwelle überschritten ist.¹⁴ Der Abbau übermäßiger Belastungen für die Unternehmen ist dementsprechend zum Kernthema für die neue Legislaturperiode der EU-Kommission geworden, nachdem u. a. der Draghi-Bericht zur europäischen Wettbewerbsfähigkeit im Auftrag der Europäischen Kommission deren negative Folgen für die europäischen Volkswirtschaften aufgezeigt hat.¹⁵ Für die angestrebte Vertiefung der Europäischen Kapitalmarktunion kommt einer effizienten Regelsetzung sowohl auf europäischer als auch nationaler Ebene eine wichtige Bedeutung zu. Auch die deutsche Ampel-Koalition hatte den Bürokratieabbau als eine der wichtigsten Herausforderungen für die Zukunftsfähigkeit Deutschlands identifiziert und sich in ihrer Regierungsarbeit mit zahlreichen Aktivitäten engagiert, darunter dem jüngst verabschiedeten Vierten Bürokratieentlastungsgesetz.

Im Vordergrund der aktuellen Diskussion stehen dabei die negativen Auswirkungen eines Zuviels an Bürokratie für die Attraktivität des Wirtschaftsstandorts Deutschland und Europa sowie die damit verbundene Senkung der Wachstumspotenziale, die ohnehin schon durch die

veränderten geopolitischen Gegebenheiten und den demografischen Wandel substanziell gemindert werden. **Das rechte Maß an staatlichen Vorgaben ist jedoch nicht nur im Hinblick auf Innovationskraft und Wirtschaftswachstum, sondern auch für die Leistungsfähigkeit und Stabilität von Versicherungssektor und Finanzsystem ein zentraler Faktor.**

Anstieg der Regulierungsdichte am Beispiel des Versicherungssektors

Aufgrund ihrer unverzichtbaren volkswirtschaftlichen Funktionen der Risikoabsicherung und der Bereitstellung von langfristigem Kapital gehört die Versicherungswirtschaft wie die Banken traditionell zu den am stärksten regulierten Sektoren. **In den letzten 15 Jahren hat sich die Regulierungsdichte für die Versicherer – ebenso wie für die meisten anderen Bereiche des Finanzsystems – durch eine Fülle von regulatorischen Aktivitäten auf internationaler, europäischer und nationaler Ebene (s. Abb. 6 auf S. 11) stark erhöht.** Ziel dabei war es vor allem, Lehren aus der globalen Finanzkrise 2008 und weiteren Krisenepisodes zu ziehen sowie neuen strukturellen Entwicklungen im Finanzsystem Rechnung zu tragen. Allein für die vergangene Legislaturperiode 2019 – 2024 des Europäischen Parlaments und der EU-Kommission hat eine Erhebung des GDV 77 Rechtsakte im Bereich der Finanz- und Vertriebsregulierung auf europäischer Ebene gezählt, die die Versicherer betreffen. Hinzu kommen noch zahlreiche untergesetzliche Regelungen der europäischen Versicherungsaufsichtsbehörde EIOPA z. B. EIOPA-Leitlinien (s. Tab. 2 auf S. 11).¹⁶

Eine Vielzahl neuer Vorschriften wird in den nächsten Jahren wirksam oder befindet sich derzeit in der Diskussion. Teilweise handelt es sich um die Weiterentwicklung bestehender Regelwerke, wie z. B. die 2024 verabschiedete Reform des europäischen Versicherungsaufsichtssystems Solvency II. In einigen

¹³ Vgl. dazu etwa GDV: [Kosten und Nutzen der Regulierung – Volkswirtschaftliche Analyse mit Fallbeispielen aus der Versicherungswirtschaft](#), Volkswirtschaftliche Themen und Analysen Nr. 9, 2019.

¹⁴ Vgl. etwa ifo Schnelldienst Ausgabe 11/24: [Zur Diskussion gestellt: Kosten der Bürokratie – Reformen dringend geboten](#) und Ökonomenpanel von ifo und FAZ: [Perspektiven für den Wirtschaftsstandort Deutschland – Reformvorschläge von Ökonomen](#), 3. Mai 2024.

¹⁵ Vgl. Draghi, M.: [The future of European competitiveness](#), September 2024.

¹⁶ Vgl. GDV: [Plädoyer für eine Trendwende: Handlungsfelder und Empfehlungen für eine effiziente Regulierung](#), Juni 2024.

Vielzahl an Rechtstexten und regulatorischen Initiativen

Abbildung 6 · Ausgewählte Beispiele der internationalen, europäischen und nationalen Rechtssetzung

EbAV-II Taxonomie VO **Wachstumschancengesetz**
VAG Nachweisgesetz **EMIR** Green Claims Richtlinie **BEG IV**
 Holistic Framework **DeckRV** **pAV Reformgesetz** **ESAP**
 AIFMD **CSRD** **Transparenz-VO** **KI-Verordnung** **UCITSD**
Retail Investment Strategie **Solvency II** **eWPG** **FiDA**
BRSG II **Barrierefreiheitsstärkungsgesetz** **ComFrame** **CSDDD**
MiFID **IDD** **Insurance Capital Standards** **IRRD** **CRR/CRD**
Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz **Data Act** **DORA**

Quelle: GDV

Bereichen werden jedoch auch völlig neue Regelungen etabliert. Dies gilt etwa für die Gestaltung eines neuen Ordnungsrahmens für die digitale Welt mit dem bereits verabschiedeten europäischen Datengesetz und der europäischen KI-Verordnung sowie dem geplanten europäischen Gesetz zu einem offenen Finanzwesen (Framework for Financial Data Access – FiDA). Auch die Transformation zu einer nachhaltigen Volkswirtschaft ist mit grundlegenden Reformen verbunden. Erhebliche zusätzliche Anforderungen, insbesondere für kleine und mittelständische Versicherer, bringt etwa

die neue Nachhaltigkeitsberichterstattung im Zuge der ab 2024 wirksamen europäischen Corporate Sustainable Reporting Directive (CSRD) mit sich.

Staatliche Eingriffe im Versicherungssektor bzw. im Finanzsystem beruhen überwiegend darauf, dass private Märkte nicht so gut funktionieren wie für den theoretischen Idealfall eines Wettbewerbsmarkts angenommen. Aber auch **staatliches Handeln gelingt in der Praxis nie so gut wie in den theoretischen Modellen einer effizienten und effektiven Regulierung von Versicherungsmärkten und Finanzsystem**.¹⁷ Unter Politik, Aufsicht, Unternehmen und Wissenschaft besteht Konsens darüber, dass die Regulierungsmaßnahmen der letzten Jahre nicht immer effizient und zielgerichtet erfolgt sind und unnötige Belastungen aufgrund ihrer negativen Folgewirkungen dringend abgebaut werden sollten. Vor allem die oft unzureichende Beachtung der Verhältnismäßigkeit von Regeln („Proportionalitätsprinzip“) und die starke Zunahme der Komplexität der Regulierung werden als Problem angesehen. Die Notwendigkeit des Abbaus von Komplexität in der Regulierung hat u. a. der Präsident der BaFin, Mark Branson herausgestellt.¹⁸

Hohe Regulierungsaktivität auf europäischer Ebene

Tabelle 2 · Anzahl und Umfang von EU-Regulierungen von 2019-2024*

EU-Regulierungen	Anzahl der Dokumente	Umfang in Seiten
Richtlinien und Verordnungen	15	1.235
Delegierte Rechtsakte und Durchführungsverordnungen	52	8.571
EIOPA-Veröffentlichungen (Aufsichtserklärung, Meinungsäußerungen und Empfehlungen)	53	912
Summe	120	10.718

* Die Tabelle umfasst Dokumente, die die folgenden drei Kriterien erfüllen:

1. Veröffentlichung oder Einigung im Trilog in der europäischen Legislaturperiode 2019 – 2024
2. Angesiedelt im Kompetenzbereich der Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union (FISMA) der EU-Kommission oder der European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)
3. Regulierungen betreffen Versicherungsunternehmen

Quelle: GDV

¹⁷ Vgl. zu den Rechtfertigungen staatlicher Regulierung des Versicherungssektors sowie den dabei zu beachtenden Herausforderungen und Grenzen GDV: [Regulierung und Versicherungswirtschaft – Chancen und Herausforderungen aus ökonomischer Perspektive](#), Volkswirtschaftliche Themen und Analysen Nr. 7, 2015, S. 8ff.

¹⁸ Vgl. Branson, M.: [Wir müssen die Komplexität unserer Regulierung reduzieren](#), Jahrespressekonferenz der BaFin am 14. Mai 2024.

Systemische Risiken durch übermäßige oder fehlspezifizierte Regulierung

Übermäßige oder nicht zielentsprechende Regulierung erschwert den Umgang mit systemischen Risiken und kann sogar selbst zur Stabilitätsgefahr werden. Mit den Risiken der zunehmenden Regulierungskomplexität für die Finanzstabilität hat sich schon 2019 der Beratende Wissenschaftliche Ausschuss des ESRB in seinem Bericht „[Regulatory complexity and the quest for robust regulation](#)“ grundlegend auseinandergesetzt. Es gibt eine ganze Reihe von Ursachen und Wirkungskanälen, über die übermäßige oder nicht sachgerechte Regulierung die Finanzstabilität beeinträchtigen kann.

Generell – sowohl für das Finanzsystem als auch die Realwirtschaft – gilt, dass die Qualität der staatlichen Rahmensetzung, vom Steuersystem über die Regulierung der verschiedenen Sektoren bis hin zu den sozialen Sicherungssystemen, ein wichtiger Bestimmungsfaktor für Wachstumspotenziale und Innovationskraft ist. **Unterstützt der staatliche Rahmen die Wachstumskräfte in der Volkswirtschaft und eine nachhaltige Wohlstandsentwicklung, stärkt dies gleichzeitig die Finanzstabilität**, beispielsweise über einen positiven Einfluss auf die Kreditwürdigkeit und Schuldentragfähigkeit von Staats-, Unternehmens- und Haushaltssektor. Umgekehrt können Schwächen in Ordnungsrahmen und Regulierung die Finanzstabilität etwa über ein ungünstigeres und unsicheres makroökonomisches Umfeld (s. Kapitel 1) und eine verringerte Wettbewerbsfähigkeit des Wirtschaftsstandorts beeinträchtigen. Ein als überbordend wahrgenommener Staat kann das Vertrauen in Politik und Behörden untergraben und damit u. a. den Populismus befördern. Mehr Populismus ist tendenziell mit einer schlechteren Qualität politischer Entscheidungen verbunden,¹⁹ die wiederum die Systemstabilität schwächen kann.

Konkret bezogen auf die zunehmende Reglungsdichte in der Regulierung und Beaufsichtigung der Finanzinstitutionen kommen insbesondere die folgenden Kanäle zur Erhöhung systemischer Risiken zum Tragen:

- **Hoher Ressourcenaufwand und Fokussierung der Unternehmensführung auf Compliance.**²⁰ Die Umsetzung und Sicherstellung der Einhaltung zahlreicher neuer Vorgaben ist für die Unternehmen mit beträchtlichen zusätzlichen Kosten verbunden und bindet viel Aufmerksamkeit. Als Voraussetzung der weiteren Geschäftstätigkeit ist sie prioritär. Damit geht sie teilweise zu Lasten der Beschäftigung mit anderen Herausforderungen, die für die Zukunftsfähigkeit des Unternehmens ebenfalls zentral sind, z. B. im Hinblick auf notwendige strategische Anpassungen im Geschäftsmodell und die Innovationstätigkeit.
- **Verschärfung des Fachkräftemangels:** Die Vielzahl und Komplexität der Compliance-Anforderungen erfordert personelle Ressourcen in einem Umfang und einer Qualität die – auch unabhängig von finanziellen Beschränkungen – angesichts der derzeitigen Arbeitsmarktsituation den Fachkräftemangel an anderer Stelle deutlich verschärft.
- **Verringerung von Markteintritten, Wettbewerb und Diversität im Finanzsystem:** Eine hohe Regulierungsbelastung wirkt als Markteintrittsbarriere. Soweit die Regulierung sachgerecht ist, ist dies durchaus beabsichtigt, um hohe Verbraucherstandards sicherzustellen und erkennbar nicht nachhaltige Geschäftsmodelle zu verhindern. Bei einer Regulierung, die übermäßig oder fehlspezifiziert (z. B. nicht technologieneutral) ist, werden jedoch eigentlich wünschenswerte neue Marktteilnehmer abgeschreckt und ein Teil des Wettbewerbs und der Weiterentwicklung des Finanzsystems verhindert. Auch innerhalb der bestehenden Anbieterlandschaft entstehen unerwünschte Effekte, beispielsweise dann, wenn kleine und mittlere Finanzinstitutionen durch die Regulierung überproportional belastet werden, ohne dass dies durch die zugrunde liegenden Risiken gerechtfertigt ist. Je starrer die Regeln sind, umso mehr wirken sie in Richtung einer Standardisierung der Geschäftsmodelle und des Umgangs mit Risiken. So wird die Diversität bei den Finanzinstitutionen gemindert, verbunden mit potenziellen neuen systemischen Risiken. So kann etwa ein regulatorisch getriebenes

¹⁹ Vgl. dazu etwa GDV Economics & Finance Flash 2024/01: [Wirtschaftsfaktor Populismus?](#)

²⁰ Genaue Daten zum Anstieg der Belastung der Unternehmen durch die Regulierung sind nicht verfügbar. Als Expertenschätzung nennt Prof. Walther, CEO der Versicherungskammer Bayern, für die deutsche Versicherungswirtschaft einen Anstieg des Anteils der jährlich regulatorisch bedingten Personal- und Sachkosten in den letzten 20 Jahren (2002 – 2022) von drei Prozent auf sieben Prozent, vgl. [Grenzen und Chancen der Regulatorik für Versicherungsunternehmen](#), Gastbeitrag im Handelsblatt vom 12.12.2023.

gleichgerichtetes Verhalten vieler Finanzinstitutionen verstärkt werden, das z. B. bei adversen Schocks über Ansteckungseffekte die negativen Folgewirkungen verstärkt.

→ **Unerwünschte Verschiebung von Risiken:** Das Finanzsystem ist kontinuierlich in Evolution, die Aktivitäten der Akteure und die Abgrenzungen zwischen Produkten und Sektoren sind fließend. Finanzinstitutionen und Marktteilnehmer passen sich an neue regulatorische Vorgaben an.²¹ Diese Anpassungen sind zur Senkung von systemischen Risiken vielfach gewünscht, wie beispielsweise die Zunahme der Bedeutung des Nicht-Banken-Finanzintermediation-Sektors für die Finanzierung der Volkswirtschaft in Folge der Regulierungsreformen im Bankensektor nach der globalen Finanzkrise 2008.²² Gleichzeitig können daraus aber auch neue systemische Risiken resultieren. Zudem können Anreize zur unerwünschten Regulierungsarbitrage – d. h. der Verschiebung von Aktivitäten in weniger oder nicht regulierte Bereiche, ohne dass dies mit einer Risiko-Verringerung verbunden ist – entstehen.

→ **„Illusion of Control“:** Ein sehr komplexes Regulierungssystem mit zahlreichen Detailregelungen für vielfältigste Konstellationen kann Aufseher und Politik in falscher Sicherheit wiegen. Der Beratende Wissenschaftliche Ausschuss des ESRB verweist hier u. a. auf Gefahren aus unvorhersehbaren Entwicklungen (die sog. „Unknown Unknowns“), für die ein derartiges Regelwerk nicht gerüstet ist. Wird der Regulierungs- und Aufsichtsrahmen zu komplex (z. B. bei einer Vielzahl von Aufsichtsakteuren und Aufsichtstools, die sich zum Teil überschneiden oder nicht ganz konsistent sind) kann es zudem sowohl für die Aufseher als auch die beaufsichtigten Unternehmen sehr herausfordernd und teilweise sogar unmöglich werden, dem Regelwerk gerecht zu werden.²³ Eine Gefahr besteht darin, dass bei zu komplexen Regeln anstatt der beabsichtigten vertieften Auseinandersetzung mit vorhandenen Risiken die regulatorische Compliance zu einem schematischen Abhaken von Checklisten wird. Zwar können die neuen digitalen Technologien und perspektivisch auch generative KI die Aufseher („SupTech“) und die beaufsichtigten Unternehmen („RegTech“)

bei Aufsicht und Compliance unterstützen, etwa bei der Erfassung und Analyse komplexer Datensets.²⁴ Diese technologischen Ansätze erfordern jedoch ihrerseits substanzielle Investitionen und Expertise und sind gleichzeitig mit neuen potenziellen systemischen Risiken verbunden.²⁵

Regulatorische Herausforderungen

Das derzeitige sehr komplexe Regulierungssystem ist auf eine ganze Reihe von Gründen zurückzuführen, die gute Regulierung schwer machen. **Ein zentraler Faktor sind dabei die hochkomplexen Zusammenhänge auf den Versicherungsmärkten und im Finanzsystem.** Die Folgen von Regulierungsmaßnahmen gehen meist weit über die unmittelbaren und beabsichtigten Wirkungen hinaus. Über zahlreiche Wirkungskanäle kommt es zu vielfältigen indirekten Effekten, die teilweise erst im Nachhinein erkennbar werden. Selbst wenn vorab umfangreiche Auswirkungstudien erfolgen, sind Regulierungs- und Aufsichtsentscheidungen mit hoher Unsicherheit verbunden. Bei der Beurteilung von Handlungsalternativen müssen zahlreiche Annahmen getroffen werden, die sich später als unzutreffend erweisen können.

Die Schwierigkeiten sachgerechter Entscheidungen werden dadurch verstärkt, dass Entscheidungen auf verschiedene Ebenen und eine Vielzahl von Akteuren verteilt sind und häufig Reformen in mehreren Bereichen parallel entwickelt und umgesetzt werden. Aufgrund der Europäisierung und teilweise auch Internationalisierung der Regulierung und Beaufsichtigung des Finanzsystems und der verschiedenen Regulierungsebenen erfordern regulatorische Reformen eine sehr viel stärkere Koordination als früher, um sachgerechte und konsistente Lösungen sicherzustellen. Neben den mikroprudenziellen Aufsehern sind mit dem Ausbau der makroprudenziellen Aufsicht auch die makroprudenziellen Aufseher hinzugekommen und immer wichtiger geworden.

Grundlage der theoretischen Empfehlungen für Staatsingriffe ist zumeist die Annahme, dass sich die Entscheidungsträger in Politik und Bürokratie im Sinne

²¹ Vg. Borio, C. / Claessens, S. / Tarashev, N.: [Entity-based vs activity-based regulation: a framework and applications to traditional financial firms and big techs](#), Financial Stability Institute Occasional Paper No. 19, August 2022.

²² Vg. dazu [Ausgabe Q3/2024 Financial Stability Perspectives](#), S. 10ff.

²³ Dies stellt der Bundesverband deutscher Banken heraus, vgl. [3 Fragen, 3 Antworten: komplexe Regulierung](#), Juli 2024.

²⁴ Vgl. etwa das gemeinsame Papier von Financial Stability Institute und Innovations Hub der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ): Prenio, J / Pustelnikov, A. / Yeo, J.: [Building a more diverse suptech ecosystem: findings from surveys of financial authorities and suptech vendor](#), Mai 2024.

²⁵ Für eine kritische Auseinandersetzung zu möglichen Stabilitätsgefahren des KI-Einsatzes in der Finanzregulierung vgl. Danielsson, J.: [Artificial intelligence and financial stability](#), 2023.

eines „sozialen Planers“ ausschließlich von den gesellschaftlichen Zielen leiten lassen und absolut rational handeln. **In der Praxis orientieren sich Menschen jedoch auch an eigenen Zielen und sind in ihrem Handeln durch vielfältige Einflussfaktoren motiviert. Gleichzeitig unterliegen die handelnden Personen vielen der menschlichen Beschränkungen bei der Informationsverarbeitung und Entscheidungsfindung, die die Verhaltenswissenschaft identifiziert hat.** All dies wirkt sich naturgemäß auch auf die Qualität der Finanzregulierung aus. Sowohl die politische Willensbildung als auch die behördlichen Koordinationsprozesse sind durch eine höchst komplexe Interaktion von ganz verschiedenen Akteuren gekennzeichnet, vermittelt durch die vorhandenen institutionellen Strukturen. Neben Politikern und Beamten spielen die unterschiedlichsten Interessengruppen (z. B. Wirtschaftsverbände und Verbraucherschutzorganisationen), die Medien, aber auch Wissenschaftler oder die breite Öffentlichkeit (z. B. über Social-Media-Beiträge) eine wichtige Rolle.

In der politischen Auseinandersetzung und in den Medien zeigt sich zudem die Tendenz, komplexe Sachverhalte vereinfacht darzustellen, da diese für die allgemeine Öffentlichkeit oft schwierig zu vermitteln sind. Zu beobachten ist auch, dass bei identifizierten Problemen oft das Verlangen nach schnellen Lösungen im Vordergrund steht, während die Nebenwirkungen von Regulierungsmaßnahmen und deren mittel- und langfristigen Kosten und Risiken weniger im Blick sind. Verstärkt werden die damit verbundenen Verzerrungen im Hinblick auf Effizienz und Effektivität der Regulierung durch die hohe Bedeutung, die soziale Medien mit ihren besonderen Problemen (Stichwort Mis- und Desinformation) gewonnen haben.

Hinzu kommt, dass die kontinuierliche Evolution des Finanzsystems und seines Umfelds es de facto unmöglich macht, ein Regulierungssystem zu entwickeln, das genau auf die jeweiligen Risiken und Gegebenheiten im Finanzsystem zu geschnitten ist. In der aktuellen Situation – Polykrise mit schweren geopolitischen Konflikten sowie Überlagerung von Transformationsprozessen durch demografischen Wandel, Klimawandel und Nachhaltigkeitswende sowie digitale Transformation und KI – ist die Änderungsdynamik besonders groß. Der vergebliche Versuch, alle systemischen Risiken durch einen Ausbau der Regulierung und ständige Anpassung von Vorschriften in den Griff zu bekommen ist eine der Kernaussagen des mit „The Illusion of Control“ betitelten Buchs von Jon Danielsson, Direktor des Systemic Risk Centre der London School of Economics, das

sich kritisch mit den Regulierungsreformen der letzten Jahre auseinandersetzt.²⁶

Angesichts der Herausforderung bei der Finanzregulierung stößt die klassische ökonomische Theorie mit ihren Vorstellungen einer optimalen Regulierung an ihre Grenzen. Beim Regulierungsdesign kann es daher nicht darum gehen, theoretische Optimallösungen anzustreben. Stattdessen müssen die realen Möglichkeiten und Begrenzungen des Handelns von Politik und Behörden die Regulierungsentscheidungen leiten. Neuere Ansätze wie die Komplexitätstheorie, die das Finanzsystem – Marktakteure sowie Regulierung und Aufsicht – als komplexes adaptives System sehen, bieten hier praktikablere Ansätze.²⁷

Lösungsansatz: Robuste Regulierung

Ein Regulierungsrahmen, der hohe Verbraucherschutzstandards und die Integrität der Finanzmärkte sicherstellt und gleichermaßen die Stabilität des Finanzsystems gewährleistet, bleibt unverzichtbar. Angesichts der strukturell gestiegenen systemischen Risiken wären Abstriche bei den übergeordneten Regulierungszielen nicht angemessen. Dementsprechend warnen die (mikro- und makroprudenziellen) Aufseher regelmäßig vor einer Deregulierung und der pauschalen Absenkung von Regulierungsstandards.²⁸ Stattdessen geht es um die Reduzierung von regulatorischen Lasten, denen kein entsprechender Nutzen gegenübersteht und die die regulatorischen Ziele mittelfristig sogar beeinträchtigen, beispielsweise weil sie wünschenswerte Innovationen verhindern.

Als Alternativmodell zu einer immer ausgefeilteren und damit komplexeren Regulierung propagiert der Beratende Wissenschaftliche Ausschuss des ESRB eine „robuste Regulierung“, die auch schwer vorhersehbare Entwicklungen des Finanzsystems einschließlich des Aufkommens neuer Geschäftsmodelle und Finanzinnovationen berücksichtigt und die Finanzstabilität zu angemessenen Kosten wahrt. **Dabei geht es darum,**

²⁶ Vgl. Danielsson, J.: [The Illusion of Control: Why Financial Crises Happen, and What We Can \(and Can't\) Do About It](#), Juni 2022.

²⁷ Vgl. etwa Capelli, I.: [The Complexity Theory and Financial Systems Regulation](#), in: Albeverio, S. / Mastrogiacomo, E. / Rosazza Gianin, E. / Ugolini, S. (Hrsg.): *Complexity and Emergence*. CEIM 2018. Springer Proceedings in Mathematics & Statistics, vol 383, 2022, sowie aus der Perspektive des Versicherungssektors Vaughan, T. M.: [Resilient Regulatory Systems in a World of Complexity](#), Journal of Insurance Regulation, 2022.

²⁸ Vgl. etwa Branson, M.: [Wir müssen die Komplexität unserer Regulierung reduzieren](#), Jahrespressekonferenz der BaFin am 14. Mai 2024, und Beratender Wissenschaftlicher Ausschuss des ESRB: [Regulatory complexity and the quest for robust regulation](#), 2019.

die Kernfunktionen des Finanzsystems bei ganz unterschiedlichen Störungen und Schocks aufrechtzuerhalten, gleichzeitig aber darauf zu verzichten, für jedes spezifische Phänomen maßgeschneiderte Regeln zu haben. Ein solches robustes Regulierungsdesign ist prinzipienorientiert. Wichtige Prinzipien sind dabei:

Proportionalität: Die Belastungen durch die Regulierung und Aufsicht sollten den tatsächlichen Risiken entsprechen. Nicht risikogemäße Anforderungen an kleine und mittlere Unternehmen sowie Unternehmen mit moderatem Risikoprofil sollten reduziert werden. Wichtig sind hier Kosten-Nutzen-Analysen, die auch die indirekten Folgen von Vorschriften, etwa auf Wettbewerb und Innovation, berücksichtigen. U. a. im Bereich der Berichtspflichten wurden diesbezügliche große Entlastungspotenziale identifiziert.

Diversität erhalten: Regulatorische Vorgaben sollten so gestaltet werden, dass weiterhin eine Diversität und Heterogenität von Geschäftsmodellen, Kapitalanlagestrategien und Ansätzen des Risikomanagements möglich ist. Die damit verbundene Risikodiversifizierung sowie größere Redundanz und Substituierbarkeit stärken die Resilienz des Finanzsystems. Mehr Diversität zulassen ist auch eine der zentralen Empfehlungen von Danielsson zur Reduzierung von systemischen Risiken.²⁹

Flexibilität und Anpassungsfähigkeit: Regulierung und Aufsicht müssen Raum für Veränderungen im Finanzsystem geben und innovationsfreundlich sein. Unbeabsichtigte Markteintrittsbarrieren und

Hemmnisse für Innovationen oder das Entstehen neuer Geschäftsmodelle sollten möglichst vermieden werden. Wichtig ist dabei auch, dass die Aufsichtsbehörden die Handlungsspielräume ausschöpfen, die ihnen prinzipienbasierte Aufsichtssysteme wie Solvency II bieten. Gleichzeitig sollten nicht mehr sachgerechte oder überholte Regeln überarbeitet oder gestrichen werden.

Als weitere Prinzipien für eine robuste Regulierung nennt der Beratende Wissenschaftliche Ausschuss des ESRB die Verfügbarkeit ausreichender Information, eine systemische Perspektive der Finanzregulierung, die auf die Sicherstellung der Kernfunktionen des Finanzsystems gerichtet ist, sowie die Abwicklungsfähigkeit – Marktaustritte von (großen) Finanzinstitutionen sollten ohne Gefahr für die Finanzstabilität möglich sein. Außerdem wird auch der Marktdisziplin und den Selbstregulierungskräften (effektive Governance-Strukturen, ethische Grundsätze) eine wichtige Rolle eingeräumt.

Eine Vielzahl von Vorschlägen für pragmatische Lösungen, die auf eine bessere Balance der Kosten und Nutzen von Regulierung und Aufsicht im Finanzsystem im Sinne einer robusten Regulierung zielen, liegen bereits vor – in Expertenberichten, Konzepten der Wirtschaftsverbände wie dem GDV³⁰ oder politischen Papieren. Die zukünftige Finanzstabilität und Leistungsfähigkeit von Versicherungswirtschaft und Finanzsystem ebenso wie die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen und europäischen Volkswirtschaften in einer Zeit des Umbruchs werden wesentlich davon abhängen, wie gut der notwendige Bürokratieabbau gelingt.

²⁹ Vgl. Danielson, J.: [The Illusion of Control: Why Financial Crises Happen, and What We Can \(and Can't\) Do About It](#), Juni 2022.

³⁰ Vgl. GDV: [Plädoyer für eine Trendwende: Handlungsfelder und Empfehlungen für eine effiziente Regulierung](#), Juni 2024.



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
01.12.2024

Autorin
Dr. Anja Theis

Publikationsassistentz
Heike Strauß

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