

# Real Rate

## Finanzstärkeanalyse

Zurich Deutscher Herold Leben

10/2016



### Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 1.457 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 3,38%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 45 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: HGB-Deckungsrückstellung
- Größte Schwäche: zukünftige Überschüsse

## **Inhaltsverzeichnis**

- 1 Analyse der Finanzstärke
- 2 HGB-Bilanz
- 3 Marktwert-Bilanz
- 4 Ökonomisches Eigenkapital
- 5 Puffer
- 6 Sicherheitsmittel
- 7 Die Stärken und Schwächen
- 8 Ursachenanalyse
- 9 Marktvergleich
- 10 Zusammenfassung
- 11 Anhang: Die Daten

# 1 Analyse der Finanzstärke

In diesem Bericht wird die Finanzstärke der Zurich Deutscher Herold Leben untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der Zurich Deutscher Herold Leben des Jahres 2015 zu einer Marktwertbilanz umbewertet. So erhält man eine faire ökonomische Sicht auf die Gesellschaft. Wir bestimmen den fairen Unternehmenswert in Form des ökonomischen Eigenkapitals. Diese Größe beantwortet die für deutsche Lebensversicherer schwierige Frage nach dem Unternehmenswert. Neben dem absoluten Unternehmenswert bestimmen wir die relative Finanzstärke. Hierzu setzen wir das ökonomische Eigenkapital in Relation zur Bilanzsumme. Dies ist die ökonomische Eigenkapitalquote. Diese Kennziffer ist relevant für Investoren. Schließlich bestimmen wir auch die gesamten Sicherheitsmittel. Diese umfassen neben dem ökonomischen Eigenkapital auch die Überschussbeteiligung für den Kunden. Diese Größe ist insbesondere relevant für den Vertrieb, die Makler und die Kunden.

Zur Analyse verwenden wir das RealRate-Bewertungsmodell für deutsche Lebensversicherer. Dies berücksichtigt die Besonderheit des deutschen Geschäftsmodells mit seinen langfristigen Garantien und der Überschussbeteiligung, sowie die handelsrechtliche Bilanzierung. Wir verwenden eine konsistente Abbildung des ganzen Versicherers mit den wichtigsten ökonomischen Wirkungszusammenhängen.

Es werden ausschließlich öffentlich verfügbare Daten verwendet. Die Datenquellen sind die Bilanz, die Gewinn-und-Verlustrechnung, die Anhangsangaben des veröffentlichten Geschäftsberichts, sowie der Solvency and Financial Condition Report, SFCR. Dies stellt die Vergleichbarkeit zu allen anderen, ebenfalls untersuchten, deutschen Lebensversicherern sicher. Zudem erfolgt auf dieser Basis eine Stärken- und Schwächen-Analyse im Vergleich zum Markt. Die relativen Stärken und Schwächen und ihre Ursachen werden dargestellt.

## 2 HGB-Bilanz

Die im Geschäftsbericht veröffentlichte handelsrechtliche Bilanz wird vereinfacht zusammen gefasst. Das handelsrechtliche Eigenkapital beträgt 747,87 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	29.664	HGB-Eigenkapital	748
Fondsgebundene LV	12.098	verfügbare RfB	1.158
Sonst. Aktiva	1.325	Deckungsrückstellung	27.219
		Fondsgebundene LV	12.098
		Sonst. Passiva	1.863
Aktiva	43.087	Passiva	43.087

## 3 Marktwert-Bilanz

Die ökonomische Marktwert-Bilanz ergibt sich aus der Umbewertung der HGB-Bilanz. Dabei spielt die Zinsumbewertung eine Rolle. Der mittlere tarifliche Rechnungszins des Bestands, also vor Zinszusatzreserve, beträgt ca. 3,28%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 9,0 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 2,02%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 1.079 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -1.879 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 809,18 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt -1.070 Mio. Euro. Dies führt von der Deckungsrückstellung in der HGB-Bilanz zum Wert der Garantie in der Marktwertbilanz. Die aktivischen Bewertungsreserven,

also die Differenz aus Markt- und Buchwerten der Kapitalanlagen, betragen 4.909 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 3.839 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 708,85 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 3.130 Mio. Euro stellen die künftige Überschussbeteiligung für die Kunden dar und führen zur Überleitung von der verfügbaren RfB der HGB-Bilanz zu den Puffern der Marktwertbilanz. Die Asymmetrie der Aufteilung der künftigen Gewinne zwischen Aktionär und Kunde wird durch den Wert der Garantien und Optionen gemessen, welcher zu Lasten des ökonomischen Eigenkapitals geht. Der Wert der Garantien und Optionen beträgt 14,63 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	34.573	ök. Eigenkapital	1.457
Fondsgebundene LV	12.098	Puffer	4.289
Sonst. Aktiva	1.325	Garantie	28.289
		Fondsgebundene LV	12.098
		Sonst. Passiva	1.863
<b>Aktiva</b>	<b>47.996</b>	<b>Passiva</b>	<b>47.996</b>

## 4 Ökonomisches Eigenkapital

Das ökonomische Eigenkapital setzt sich zusammen aus dem HGB-Eigenkapital und den zukünftigen Aktionärgewinnen, abzüglich der darauf künftig zu zahlenden Steuern. Es kann als fairer Unternehmenswert angesehen werden. Das ökonomische Eigenkapital, bezogen auf die HGB-Bilanzsumme, bezeichnen wir als ökonomische Eigenkapitalquote. Dies ist die zentrale Größe aus Unternehmenssicht. Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 3,38%. Sie liegt 1,08%-Punkte unter dem Median von 4,46% und damit auf Rang 45 von 57 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	748	1,74
zukünftige Aktionärgewinne	945	2,19
Steuern	-236	-0,55
<b>ökonomisches Eigenkapital</b>	<b>1.457</b>	<b>3,38</b>

Der faire Unternehmenswert der Zurich Deutscher Herold Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 1.457 Mio. Euro.

## 5 Puffer

Die weiteren Puffer setzen sich zusammen aus der Überschussbeteiligung für die Kunden, der verfügbaren RfB und den gegengerechneten künftigen Steuern. Die Puffer, bezogen auf die HGB-Bilanzsumme, bilden die Puffer-Quote. Die Puffer-Quote der Zurich Deutscher Herold Leben beträgt 9,95%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	1.158	2,69
Überschussbeteiligung	2.894	6,72
Steuern	236	0,55
Puffer	4.289	9,95

## 6 Sicherheitsmittel

Die Sicherheitsmittel sind die Summe aus ökonomischem Eigenkapital und den Puffern. Dies entspricht der Summe aus HGB-Eigenkapital, verfügbarer RfB und den gesamten zukünftigen Überschüssen. Die Sicherheitsmittel stehen zur Erfüllung der garantierten Kundenleistungen zur Verfügung. Die Sicherheitsmittel, bezogen auf die HGB-Bilanzsumme bilden die Sicherheitsmittel-Quote. Dies ist eine wichtige Größe aus Kundensicht, die die Risikotragfähigkeit in Krisenzeiten darstellt. Die Sicherheitsmittel-Quote der Zurich Deutscher Herold Leben beträgt 13,33%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	748	1,74
verfügbare RfB	1.158	2,69
zukünftige Überschüsse	3.839	8,91
Sicherheitsmittel	5.745	13,33

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,52%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,28%.

## 7 Die Stärken und Schwächen

Die relativen Stärken und Schwächen der Zurich Deutscher Herold Leben werden anhand der Abweichungen zum Gesamtmarkt dargestellt. Hierzu werden die wichtigsten Unternehmensgrößen mit dem Markt verglichen und ihre Wirkung auf die ökonomische Eigenkapitalquote dargestellt. Die Stärken und Schwächen liegen in den Größen, die zum einen einen starken Einfluss auf die ökonomische Eigenkapitalquote haben und bei denen die Zurich Deutscher Herold Leben zum anderen stark vom Markt abweicht.

Die größte Stärke der Zurich Deutscher Herold Leben ist die Quote der Größe "HGB-Deckungsrückstellung". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 51. Der Wert beträgt 63,17% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 81,27% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,59 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "HGB-DRSt ohne ZZR" und "latente Steuern". Die größten Schwächen sind die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärgewinne" und "zukünftige pass. vt. Überschüsse".

Größe <sup>0</sup>	Rang <sup>1</sup>	Zurich	Markt <sup>2</sup>	Effekt <sup>3</sup> ökonomische Eigenkapitalquote
Quote HGB-Deckungsrückstellung	51	63,17%	81,27%	0,59%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	51	60,67%	77,43%	0,55%
Quote latente Steuern	42	0,55%	0,85%	0,30%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	16	-4,36%	-5,61%	0,25%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	7	9,50%	7,43%	0,20%
Passivduration	50	8,95	10,47	0,18%
Bestandsabbaurate	8	10,70%	8,92%	0,15%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	52	80,24%	105,10%	0,06%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	53	68,85%	92,85%	0,06%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	27	1,74%	1,72%	0,02%
...	...	...	...	...
Quote aktivische Bewertungsreserve.	32	11,39%	11,89%	-0,10%
Quote Zinszusatzreserve	43	2,50%	3,16%	-0,15%
mittlerer Tarifrachungszins	19	3,28%	3,12%	-0,18%
Quote Fondsgebundene LV	4	28,08%	3,21%	-0,26%
Quote HGB-Eigenkapital	38	1,74%	2,04%	-0,30%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	49	0,21%	0,58%	-0,66%
Quote passivische Bewertungsreserv.	44	-2,48%	1,17%	-0,72%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	49	1,88%	5,77%	-0,77%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	42	2,19%	3,41%	-0,91%
Quote zukünftige Überschüsse	44	8,91%	13,75%	-0,96%

<sup>0</sup> Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

<sup>1</sup> von 57 Versicherern bei fallender Sortierung

<sup>2</sup> Median

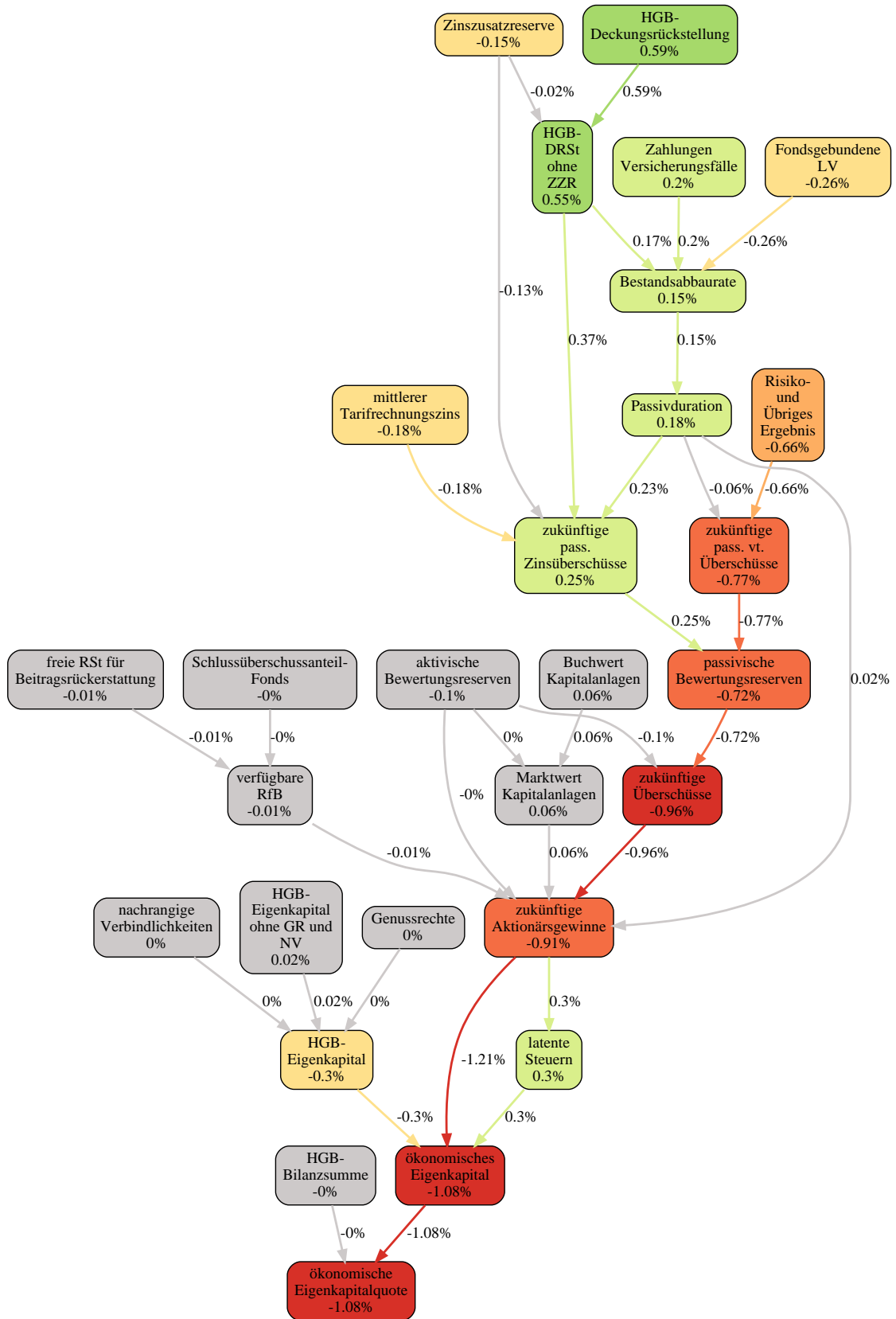
<sup>3</sup> Änderung in Prozentpunkten

## 8 Ursachenanalyse

Die oben genannten Stärken und Schwächen im Vergleich zum Gesamtmarkt können im Rahmen des verwendeten Bewertungsmodells in ihren Wirkungszusammenhängen untersucht werden. Hierzu verwenden wir die anschauliche Darstellung als Graph. Die Größen werden in den Ovalen angegeben. Unter den Namen wird der Effekt auf die ökonomische Eigenkapitalquote angegeben. Jeder Effekt wird auf die ausgehenden Pfeile aufgeteilt, die die nachfolgenden Größen beeinflussen. So werden die Ursachen und Wirkungen ersichtlich. Zudem wird die Stärke der Wirkungen farblich markiert. Positive Einflüsse werden grün und negative rot dargestellt, jeweils in Abstufungen. Unwesentliche Einflüsse werden grau dargestellt.

Die Größen "HGB-Deckungsrückstellung", "HGB-DRSt ohne ZZR" und "latente Steuern" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärgewinne" und "zukünftige pass. vt. Überschüsse" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 1,08%-Punkte unter dem Median des Marktes.

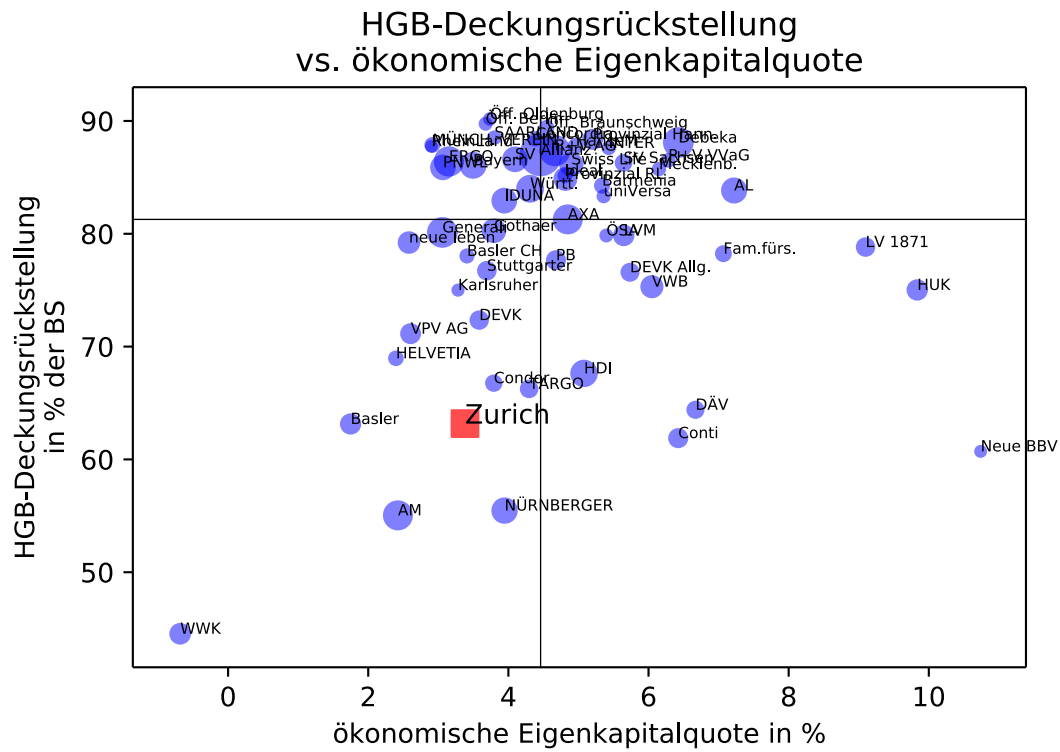
# Ursachenanalyse





## 9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Zurich Deutscher Herold Leben ist die Quote der Größe "HGB-Deckungsrückstellung". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 51. Der Wert beträgt 63,17% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 81,27% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,59 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,14.



## 10 Zusammenfassung

Die wesentlichen Ergebnisse bezüglich der Finanzstärke und Risikotragfähigkeit der Zurich Deutscher Herold Leben lassen sich wie folgt zusammenfassen. Die Finanzstärke ist die zentrale Größe aus Unternehmenssicht. Die Risikotragfähigkeit zeigt die Stärke in Krisenzeiten und ist eine wichtige Größe aus Kundensicht.

### Finanzstärke

- Der faire Unternehmenswert beträgt 1.457 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 3,38%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 45 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: HGB-Deckungsrückstellung
- Größte Schwäche: zukünftige Überschüsse

### Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 13,33%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 49 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,52%.

## 11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die Zurich Deutscher Herold Leben in Bezug auf seine wesentlichen Größen im Gesamtmarkt der 57 Unternehmen positioniert ist. Die Darstellung ist differenziert nach Input-Größen und Output-Größen.

Input-Variablen

Größe	Rang <sup>1</sup>	Zurich	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
aktivische Bewertungsreserven	6	4.909	36	111	777	7.357	37.422
Buchwert Kapitalanlagen	7	29.664	543	999	5.324	41.224	178.901
Direktgutschrift	2	154,92	-0,00	0,00	1,37	149,77	295,24
Fondsgebundene LV	2	12.098	0	1	459	6.782	14.733
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	15	338	6	17	160	1.067	6.841
Genussrechte	7	0,00	0,00	0,00	0,00	7,51	150,00
Gewinnabführung	8	21,00	0,00	0,00	0,00	35,72	499,00
HGB-Bilanzsumme	5	43.087	786	1.042	6.725	45.593	188.142
HGB-Deckungsrückstellung	7	27.219	494	907	4.599	37.488	163.662
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	4	748	11	19	105	755	1.598
Jahresüberschuss nach Steuern und.	46	0,00	-0,00	-0,00	1,33	26,00	79,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	9	51,53	-31,59	0,55	13,26	85,41	655,27
Kapitalanlage-Aufwendungen	10	139	1	2	37	334	1.255
Kapitalanlage-Erträge	7	1.652	32	45	309	2.018	9.490
mittlerer Tarifrechnungszins	19	3,28%	2,01%	2,56%	3,12%	3,63%	3,86%
nachrangige Verbindlichkeiten	20	0,00	0,00	0,00	0,00	249,52	688,07
Risiko- und Übriges Ergebnis	18	90,38	-39,19	2,38	30,22	369,68	617,34
Rohüberschuss	7	388	2	6	69	524	2.339
Schlussüberschussanteil-Fonds	6	821	8	19	112	1.049	3.686
Steuern	8	30,53	-37,59	0,09	6,07	46,89	77,27
Zahlungen Versicherungsfälle	2	4.093	49	83	457	3.579	12.127
Zinsaufwand	7	1.214	11	36	202	1.658	6.513
Zinszusatzreserve	7	1.079	3	25	187	1.530	5.963
Zuführung zur RfB	9	182	0	4	38	305	1.583
ZZR-Aufwand	6	356	1	9	67	538	2.131

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

<sup>1</sup> bei fallender Sortierung

<sup>2</sup> Quantil von 57 Versicherern

## Output-Variablen

Größe	Rang <sup>1</sup>	Zurich	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
Bestandsabbaurate	8	10,70%	5,12%	6,84%	8,92%	13,42%	16,22%
Garantie	7	28.289	352	898	4.717	38.797	164.764
Garantien und Optionen	13	14,63	0,00	0,03	4,59	80,86	257,18
HGB-DRSt ohne ZZR	7	26.140	492	874	4.376	36.352	157.699
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	3	38.238	656	890	5.757	38.185	162.248
HGB-Eigenkapital	6	748	11	19	132	976	1.598
Kapitalergebnis	7	1.512	27	43	239	1.824	8.235
latente Steuern	7	236	-49	5	56	491	2.264
Marktwert Kapitalanlagen	7	34.573	579	1.109	6.049	48.600	216.323
Marktwert-Bilanzsumme	6	47.996	851	1.153	7.120	51.056	225.565
nachhaltige Gesamtverzinsung	20	4,52%	3,09%	3,70%	4,37%	5,43%	7,36%
Nettoverzinsung	8	5,10%	3,43%	3,66%	4,43%	5,36%	6,63%
Passivduration	50	8,95	6,25	7,37	10,47	13,10	16,65
passivische Bewertungsreserven	53	-1.070	-4.469	-1.112	27	1.559	2.348
Puffer	7	4.289	60	131	1.101	8.365	40.053
Sicherheitsmittel	7	5.745	83	172	1.302	10.414	48.445
Sicherheitsmittelquote	49	13,33%	3,51%	10,47%	20,09%	29,84%	41,86%
sonstige Aktiva	6	1.325	26	32	239	1.712	4.692
sonstige Passiva	7	1.863	20	48	471	2.594	7.807
verfügbare RfB	9	1.158	19	41	290	1.856	10.526
Zinsergebnis	4	298	-149	-5	19	299	1.722
zukünftige Aktionärsgewinne	7	945	-392	20	223	1.966	9.057
zukünftige pass. vt. Überschüsse	20	809	-290	25	298	3.790	7.510
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	51	-1.879	-8.612	-2.805	-381	-22	36
zukünftige Überschussbeteiligung	7	2.894	34	84	669	5.913	27.263
zukünftige Überschüsse	7	3.839	-209	93	892	7.879	36.320
ökonomische Eigenkapitalquote	45	3,38%	-0,68%	2,42%	4,46%	7,60%	10,74%
ökonomisches Eigenkapital	6	1.457	-66	38	284	2.049	8.391

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

<sup>1</sup> bei fallender Sortierung

<sup>2</sup> Quantil von 57 Versicherern