

# Real Rate

## Finanzstärkeanalyse NÜRNBERGER Leben 10/2016



### Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 923 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 3,95%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 34 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: passivische Bewertungsreserven
- Größte Schwäche: HGB-Eigenkapital

## **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 NÜRNBERGER Leben untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der NÜRNBERGER 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 Anhangangaben 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 256,46 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	15.167	HGB-Eigenkapital	256
Fondsgebundene LV	7.472	verfügbare RfB	983
Sonst. Aktiva	752	Deckungsrückstellung	12.974
		Fondsgebundene LV	7.472
		Sonst. Passiva	1.706
Aktiva	23.391	Passiva	23.391

## 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. 3,00%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 11,2 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 2,02%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 578,50 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -784,79 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 2.340 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 1.555 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 2.005 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 3.560 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 666,48 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 2.893 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 1,33 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	17.172	ök. Eigenkapital	923
Fondsgebundene LV	7.472	Puffer	3.876
Sonst. Aktiva	752	Garantie	11.419
		Fondsgebundene LV	7.472
		Sonst. Passiva	1.706
<b>Aktiva</b>	<b>25.396</b>	<b>Passiva</b>	<b>25.396</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 3,95%. Sie liegt 0,51%-Punkte unter dem Median von 4,46% und damit auf Rang 34 von 57 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	256,46	1,10
zukünftige Aktionärgewinne	888,64	3,80
Steuern	-222,16	-0,95
<b>ökonomisches Eigenkapital</b>	<b>922,94</b>	<b>3,95</b>

Der faire Unternehmenswert der NÜRNBERGER Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 922,94 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 NÜRNBERGER Leben beträgt 16,57%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	983	4,20
Überschussbeteiligung	2.671	11,42
Steuern	222	0,95
Puffer	3.876	16,57

## 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 NÜRNBERGER Leben beträgt 20,52%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	256	1,10
verfügbare RfB	983	4,20
zukünftige Überschüsse	3.560	15,22
Sicherheitsmittel	4.799	20,52

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,91%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,00%.

## 7 Die Stärken und Schwächen

Die relativen Stärken und Schwächen der NÜRNBERGER 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 NÜRNBERGER Leben zum anderen stark vom Markt abweicht.

Die größte Stärke der NÜRNBERGER Leben ist die Quote der Größe "passivische Bewertungsreserven". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 10. Der Wert beträgt 6,65% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 1,17% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,03 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "zukünftige pass. vt. Überschüsse" und "Risiko- und Übriges Ergebnis". Die größten Schwächen sind die Größen "HGB-Eigenkapital", "aktivische Bewertungsreserven" und "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV".

Größe <sup>0</sup>	Rang <sup>1</sup>	NÜRNBERGER	Markt <sup>2</sup>	Effekt <sup>3</sup> ökonomische Eigenkapitalquote
Quote passivische Bewertungsreserv.	10	6,65%	1,17%	1,03%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	14	10,00%	5,77%	0,80%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	14	0,89%	0,58%	0,66%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	12	-3,36%	-5,61%	0,43%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	55	55,46%	81,27%	0,34%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	56	52,99%	77,43%	0,32%
Quote zukünftige Aktionärsgewinne	24	3,80%	3,41%	0,29%
Quote zukünftige Überschüsse	24	15,22%	13,75%	0,28%
Quote Fondsgebundene LV	3	31,95%	3,21%	0,22%
mittlerer Tarifrrechnungszins	40	3,00%	3,12%	0,14%
...	...	...	...	...
Quote HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	26	84,94%	84,60%	0,00%
Quote Garantien und Optionen	52	0,01%	0,05%	-0,00%
Quote sonstige Aktiva	33	3,22%	3,32%	-0,00%
Quote sonstige Passiva	16	7,29%	5,37%	0,00%
Quote Schlussüberschussanteil-Fond.	50	1,07%	1,96%	-0,00%
Quote latente Steuern	24	0,95%	0,85%	-0,10%
Quote Zinszusatzreserve	44	2,47%	3,16%	-0,14%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	46	1,10%	1,72%	-0,62%
Quote aktivische Bewertungsreserve.	48	8,57%	11,89%	-0,63%
Quote HGB-Eigenkapital	50	1,10%	2,04%	-0,94%

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

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

<sup>2</sup> Median

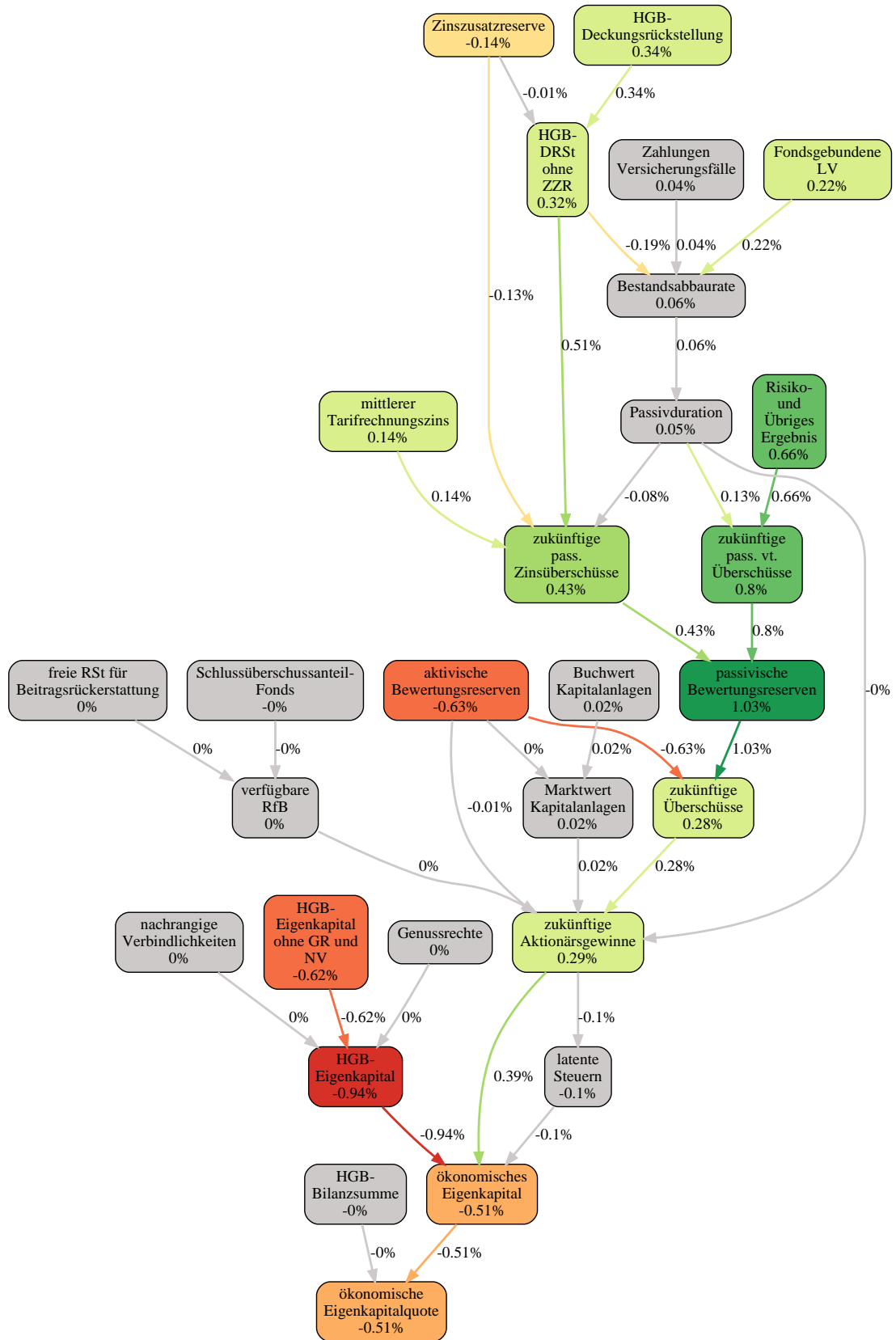
<sup>3</sup> Änderung in Prozentpunkten

## 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 "passivische Bewertungsreserven", "zukünftige pass. vt. Überschüsse" und "Risiko- und Übriges Ergebnis" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "HGB-Eigenkapital", "aktivische Bewertungsreserven" und "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 0,51%-Punkte unter dem Median des Marktes.

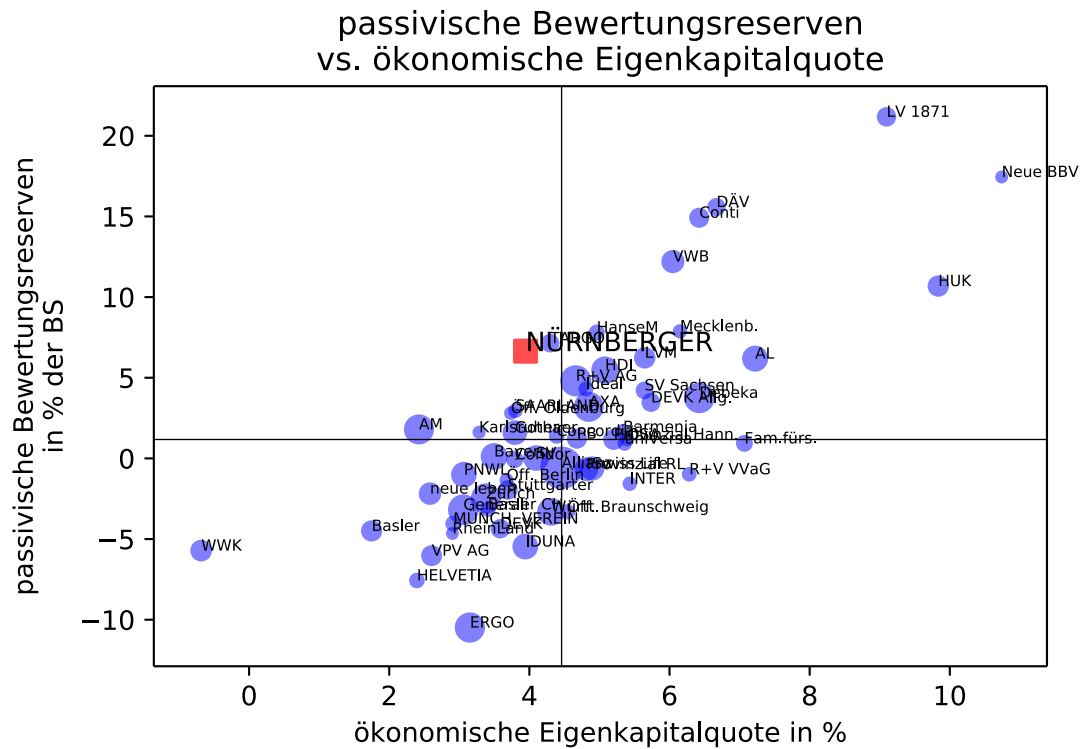
# Ursachenanalyse





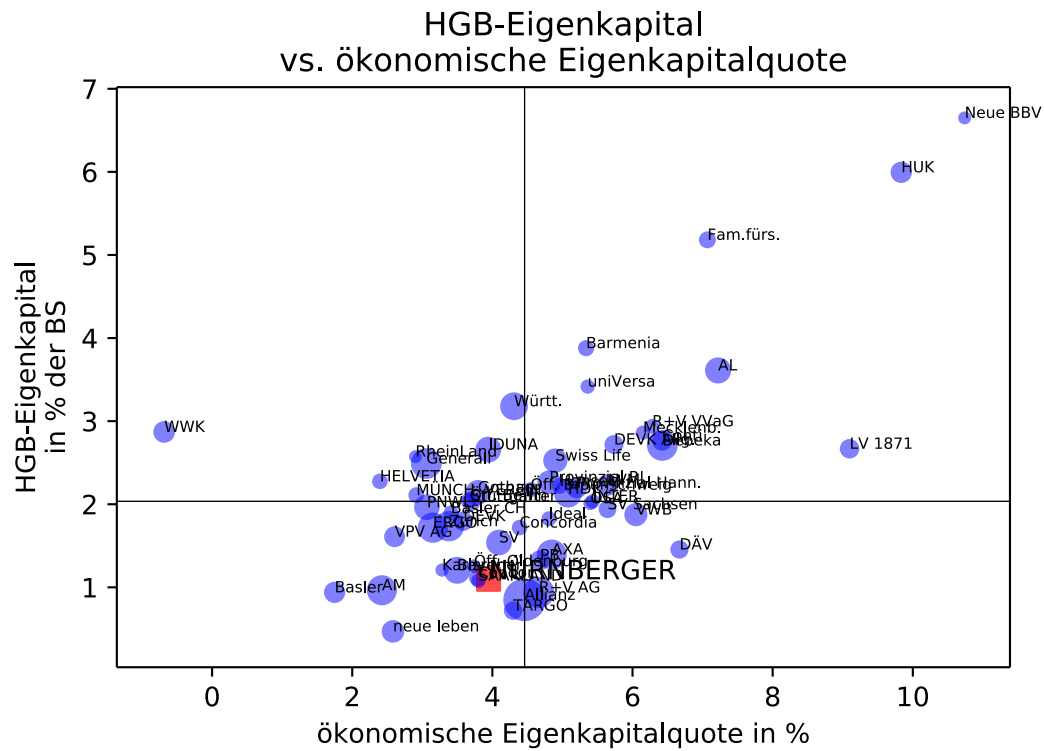
## 9 Marktvergleich

Die größte Stärke der NÜRNBERGER Leben ist die Quote der Größe "passivische Bewertungsreserven". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 10. Der Wert beträgt 6,65% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 1,17% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,03 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,76.

Die größte Schwäche der NÜRNBERGER Leben ist die Quote der Größe "HGB-Eigenkapital". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 50. Der Wert beträgt 1,10% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 2,04% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,94 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,64.

## 10 Zusammenfassung

Die wesentlichen Ergebnisse bezüglich der Finanzstärke und Risikotragfähigkeit der NÜRNBERGER 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 923 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 3,95%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 34 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: passivische Bewertungsreserven
- Größte Schwäche: HGB-Eigenkapital

### Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 20,52%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 27 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,91%.

## 11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die NÜRNBERGER 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>	NÜRNBERGER	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
aktive Bewertungsreserven	17	2.005	36	111	777	7.357	37.422
Buchwert Kapitalanlagen	17	15.167	543	999	5.324	41.224	178.901
Direktgutschrift	40	0,03	-0,00	0,00	1,37	149,77	295,24
Fondsgebundene LV	3	7.472	0	1	459	6.782	14.733
freie RSt für Beitragsrückerstatt.	5	733	6	17	160	1.067	6.841
Genussrechte	7	0,00	0,00	0,00	0,00	7,51	150,00
Gewinnabführung	5	30,00	0,00	0,00	0,00	35,72	499,00
HGB-Bilanzsumme	12	23.391	786	1.042	6.725	45.593	188.142
HGB-Deckungsrückstellung	18	12.974	494	907	4.599	37.488	163.662
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	18	256	11	19	105	755	1.598
Jahresüberschuss nach Steuern und.	55	-0,00	-0,00	-0,00	1,33	26,00	79,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	8	55,49	-31,59	0,55	13,26	85,41	655,27
Kapitalanlage-Aufwendungen	11	118	1	2	37	334	1.255
Kapitalanlage-Erträge	18	800	32	45	309	2.018	9.490
mittlerer Tarifrchnungszins	40	3,00%	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	8	208,18	-39,19	2,38	30,22	369,68	617,34
Rohüberschuss	9	289	2	6	69	524	2.339
Schlussüberschussanteil-Fonds	21	249	8	19	112	1.049	3.686
Steuern	10	25,49	-37,59	0,09	6,07	46,89	77,27
Zahlungen Versicherungsfälle	14	1.630	49	83	457	3.579	12.127
Zinsaufwand	18	601	11	36	202	1.658	6.513
Zinszusatzreserve	17	578	3	25	187	1.530	5.963
Zuführung zur RfB	8	234	0	4	38	305	1.583
ZZR-Aufwand	13	229	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>	NÜRNBERGER	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
Bestandsabbaurate	39	8,21%	5,12%	6,84%	8,92%	13,42%	16,22%
Garantie	19	11.419	352	898	4.717	38.797	164.764
Garantien und Optionen	42	1,33	0,00	0,03	4,59	80,86	257,18
HGB-DRSt ohne ZZR	18	12.396	492	874	4.376	36.352	157.699
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	12	19.868	656	890	5.757	38.185	162.248
HGB-Eigenkapital	21	256	11	19	132	976	1.598
Kapitalergebnis	17	682	27	43	239	1.824	8.235
latente Steuern	8	222	-49	5	56	491	2.264
Marktwert Kapitalanlagen	16	17.172	579	1.109	6.049	48.600	216.323
Marktwert-Bilanzsumme	12	25.396	851	1.153	7.120	51.056	225.565
nachhaltige Gesamtverzinsung	11	4,91%	3,09%	3,70%	4,37%	5,43%	7,36%
Nettoverzinsung	24	4,50%	3,43%	3,66%	4,43%	5,36%	6,63%
Passivduration	19	11,24	6,25	7,37	10,47	13,10	16,65
passivische Bewertungsreserven	4	1.555	-4.469	-1.112	27	1.559	2.348
Puffer	9	3.876	60	131	1.101	8.365	40.053
Sicherheitsmittel	10	4.799	83	172	1.302	10.414	48.445
Sicherheitsmittelquote	27	20,52%	3,51%	10,47%	20,09%	29,84%	41,86%
sonstige Aktiva	12	752	26	32	239	1.712	4.692
sonstige Passiva	8	1.706	20	48	471	2.594	7.807
verfügbare RfB	12	983	19	41	290	1.856	10.526
Zinsergebnis	16	81	-149	-5	19	299	1.722
zukünftige Aktionärgewinne	8	889	-392	20	223	1.966	9.057
zukünftige pass. vt. Überschüsse	9	2.340	-290	25	298	3.790	7.510
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	39	-785	-8.612	-2.805	-381	-22	36
zukünftige Überschussbeteiligung	9	2.671	34	84	669	5.913	27.263
zukünftige Überschüsse	8	3.560	-209	93	892	7.879	36.320
ökonomische Eigenkapitalquote	34	3,95%	-0,68%	2,42%	4,46%	7,60%	10,74%
ökonomisches Eigenkapital	12	923	-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