

# Real Rate

## Finanzstärkeanalyse

**VPV Leben AG**

**10/2018**



### **Wesentliche Ergebnisse**

- Der faire Unternehmenswert beträgt 273 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 3,37%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 54 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: nachrangige Verbindlichkeiten
- 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 VPV Leben AG untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der VPV Leben AG des Jahres 2017 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 144,42 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	7.258	HGB-Eigenkapital	144
Fondsgebundene LV	691	verfügbare RfB	218
Sonst. Aktiva	169	Deckungsrückstellung	5.813
		Fondsgebundene LV	691
		Sonst. Passiva	1.250
Aktiva	8.117	Passiva	8.117

## 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. 3,58%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 10,1 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,90%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 549,51 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -343,36 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 185,59 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt -157,77 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 911,22 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 753,45 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 129,05 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 624,40 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 16,30 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	8.169	ök. Eigenkapital	273
Fondsgebundene LV	691	Puffer	842
Sonst. Aktiva	169	Garantie	5.971
		Fondsgebundene LV	691
		Sonst. Passiva	1.250
<b>Aktiva</b>	<b>9.028</b>	<b>Passiva</b>	<b>9.028</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 3,37%. Sie liegt 1,73%-Punkte unter dem Median von 5,10% und damit auf Rang 54 von 58 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	144,42	1,78
zukünftige Aktionärgewinne	172,07	2,12
Steuern	-43,02	-0,53
<b>ökonomisches Eigenkapital</b>	<b>273,47</b>	<b>3,37</b>

Der faire Unternehmenswert der VPV Leben AG beträgt gemäß der RealRate-Analyse 273,47 Mio. Euro. Diesen Wert vergleichen wir mit der Angabe aus dem veröffentlichten Solvency and Financial Condition Report der VPV Leben AG: Die Basiseigenmittel - ohne Ansatz der Übergangsmaßnahme und der Volatilitätsanpassung - betragen dort 375,55 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 VPV Leben AG beträgt 10,38%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	218,07	2,69
Überschussbeteiligung	581,38	7,16
Steuern	43,02	0,53
Puffer	842,47	10,38

## 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 VPV Leben AG beträgt 13,75%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	144	1,78
verfügbare RfB	218	2,69
zukünftige Überschüsse	753	9,28
Sicherheitsmittel	1.116	13,75

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,67%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,58%.

## 7 Die Stärken und Schwächen

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

Die größte Stärke der VPV Leben AG ist die Quote der Größe "nachrangige Verbindlichkeiten". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 13. Der Wert beträgt 0,80% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,00% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,80 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "HGB-Deckungsrückstellung" und "HGB-DRSt ohne ZZR". Die größten Schwächen sind die Größen "zukünftige Überschüsse", "passivische Bewertungsreserven" und "zukünftige Aktionärgewinne".

Größe <sup>0</sup>	Rang <sup>1</sup>	VPV AG	Markt <sup>2</sup>	Effekt <sup>3</sup> ökonomische Eigenkapitalquote
Quote nachrangige Verbindlichkeiten.	13	0,80%	0,00%	0,80%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	45	71,62%	82,01%	0,67%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	46	64,85%	74,79%	0,64%
Quote latente Steuern	51	0,53%	0,98%	0,45%
Quote Zinszusatzreserve	12	6,77%	5,73%	0,30%
Passivduration	50	10,13	11,45	0,30%
Bestandsabbaurate	9	9,39%	8,15%	0,26%
Quote aktivische Bewertungsreserve.	25	11,23%	10,56%	0,16%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	24	6,89%	6,60%	0,08%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	37	89,41%	92,31%	0,02%
...	...	...	...	...
Quote Fondsgebundene LV	21	8,51%	4,58%	-0,10%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	46	-4,23%	-3,10%	-0,25%
Quote HGB-Eigenkapital	40	1,78%	2,32%	-0,54%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	52	0,98%	1,74%	-0,76%
mittlerer Tarifrechnungszins	2	3,58%	3,03%	-0,80%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	54	0,23%	0,69%	-1,05%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	53	2,29%	8,02%	-1,28%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	51	2,12%	3,94%	-1,36%
Quote passivische Bewertungsreserv.	56	-1,94%	4,62%	-1,46%
Quote zukünftige Überschüsse	51	9,28%	15,92%	-1,48%

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

<sup>1</sup> von 58 Versicherern bei fallender Sortierung

<sup>2</sup> Median

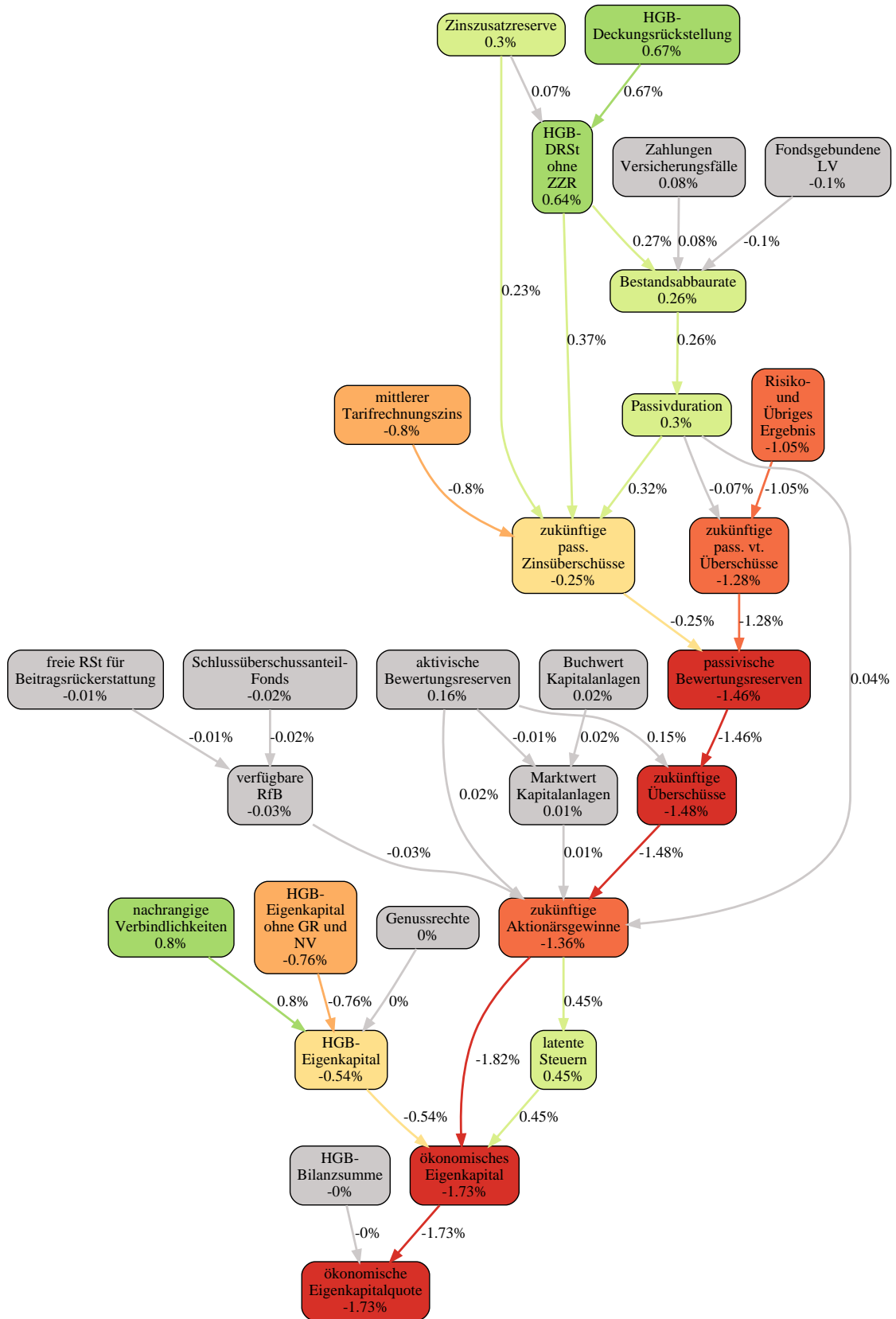
<sup>3</sup> Änderung in Prozentpunkten

## 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 "nachrangige Verbindlichkeiten", "HGB-Deckungsrückstellung" und "HGB-DRSt ohne ZZR" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "zukünftige Überschüsse", "passivische Bewertungsreserven" und "zukünftige Aktionärgewinne" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 1,73%-Punkte unter dem Median des Marktes.

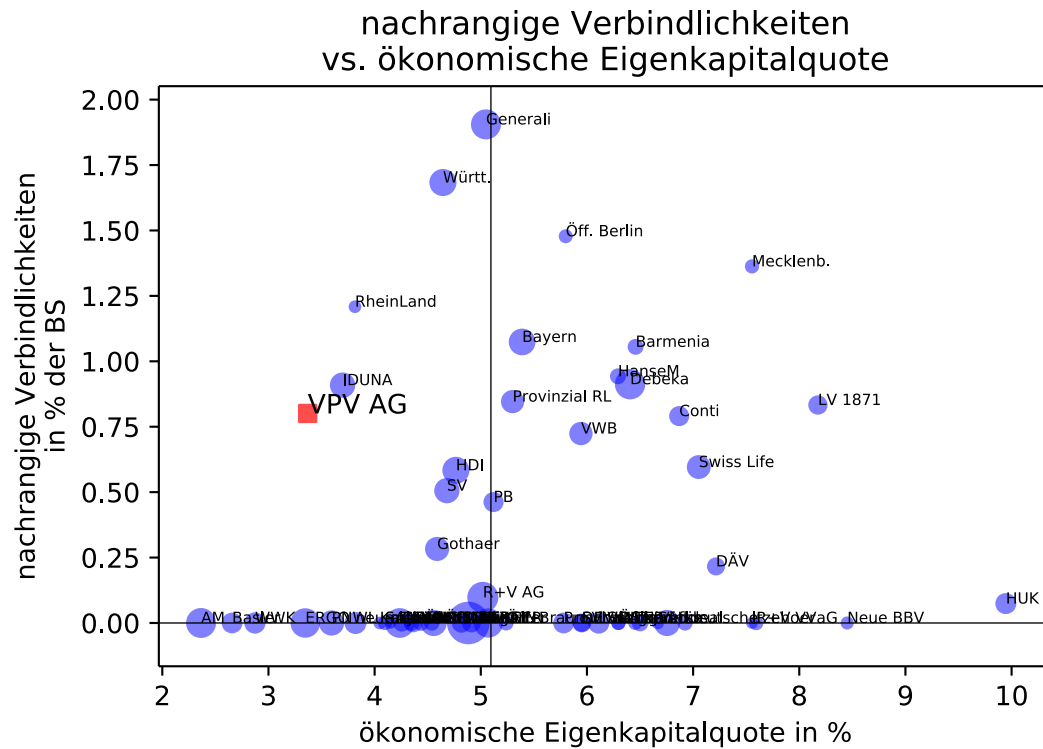
# Ursachenanalyse





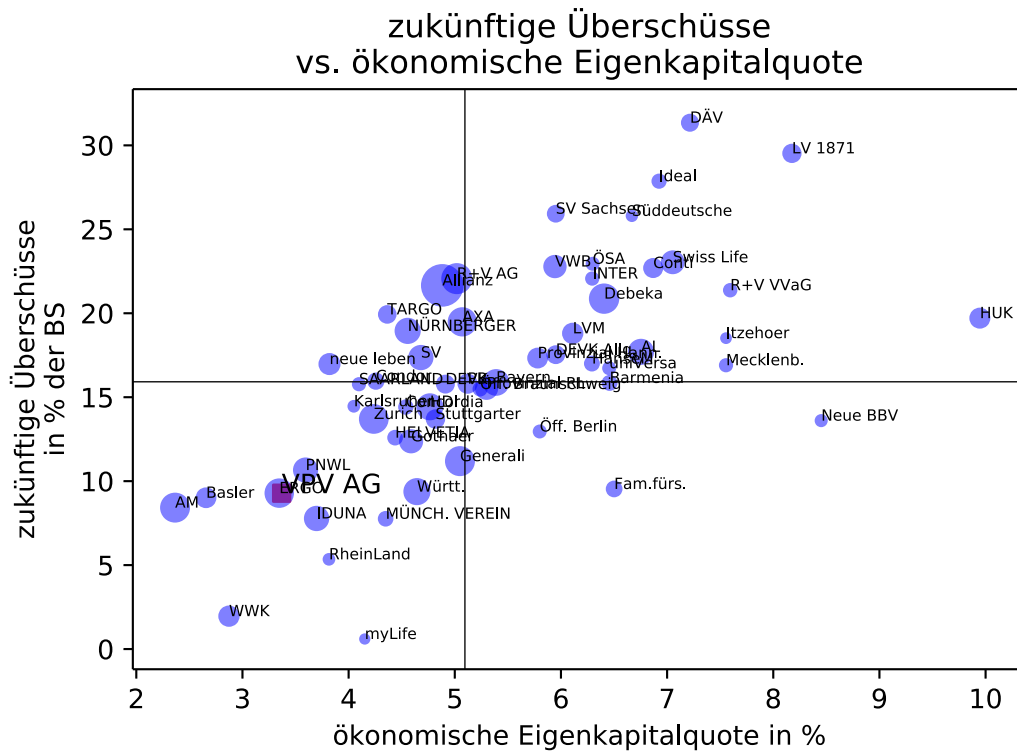
## 9 Marktvergleich

Die größte Stärke der VPV Leben AG ist die Quote der Größe "nachrangige Verbindlichkeiten". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 13. Der Wert beträgt 0,80% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,00% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,80 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,09.

Die größte Schwäche der VPV Leben AG ist die Quote der Größe "zukünftige Überschüsse". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 51. Der Wert beträgt 9,28% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 15,92% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,48 Prozentpunkte.



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

## 10 Zusammenfassung

Die wesentlichen Ergebnisse bezüglich der Finanzstärke und Risikotragfähigkeit der VPV Leben AG 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 273 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 3,37%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 54 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: nachrangige Verbindlichkeiten
- Größte Schwäche: zukünftige Überschüsse

### Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 13,75%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 52 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,67%.

## 11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die VPV Leben AG in Bezug auf seine wesentlichen Größen im Gesamtmarkt der 58 Unternehmen positioniert ist. Die Darstellung ist differenziert nach Input-Größen und Output-Größen.

Input-Variablen

Größe	Rang <sup>1</sup>	VPV AG	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
aktive Bewertungsreserven	26	911	2	79	728	6.702	43.177
Buchwert Kapitalanlagen	25	7.258	159	705	5.542	42.612	201.429
Direktgutschrift	32	1,05	0,00	0,00	1,38	141,97	292,78
Fondsgebundene LV	26	691	0	1	555	7.510	17.047
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	32	144	2	7	158	984	7.494
Genussrechte	7	0,00	0,00	0,00	0,00	4,56	150,00
Gewinnabführung	16	6,50	0,00	0,00	0,00	126,32	381,00
HGB-Bilanzsumme	27	8.117	453	812	7.052	46.981	212.307
HGB-Deckungsrückstellung	26	5.813	141	614	4.790	38.361	186.414
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	33	79	11	20	126	753	1.764
Jahresüberschuss nach Steuern und.	25	2,50	-0,00	-0,00	1,92	35,46	166,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	17	21,97	-15,07	-1,31	8,57	182,70	595,87
Kapitalanlage-Aufwendungen	31	17	0	1	21	145	1.710
Kapitalanlage-Erträge	23	383	9	29	296	2.033	10.943
mittlerer Tarifrechnungszins	2	3,58%	1,69%	2,30%	3,03%	3,44%	3,60%
nachrangige Verbindlichkeiten	11	65,00	0,00	0,00	0,00	322,14	888,17
Risiko- und Übriges Ergebnis	40	18,32	-6,39	3,73	38,50	379,14	517,07
Rohüberschuss	24	79	-2	3	60	506	2.649
Schlussüberschussanteil-Fonds	33	74	1	9	101	795	3.358
Steuern	10	12,97	-63,26	-18,20	1,14	47,12	60,42
Zahlungen Versicherungsfälle	26	559	19	56	447	3.404	11.830
Zinsaufwand	26	305	4	31	226	1.797	7.101
Zinszusatzreserve	26	550	5	45	358	2.749	10.615
Zuführung zur RfB	21	56	0	1	41	224	1.952
ZZR-Aufwand	26	117	1	12	104	719	2.675

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

<sup>1</sup> bei fallender Sortierung

<sup>2</sup> Quantil von 58 Versicherern

## Output-Variablen

Größe	Rang <sup>1</sup>	VPV AG	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
Bestandsabbaurate	9	9,39%	4,77%	5,54%	8,15%	10,59%	12,64%
Garantie	25	5.971	141	519	4.529	39.701	183.605
Garantien und Optionen	12	16,30	0,00	0,03	4,59	72,06	102,83
HGB-DRSt ohne ZZR	26	5.264	136	584	4.450	35.668	175.798
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	29	5.955	398	653	5.663	40.144	181.104
HGB-Eigenkapital	31	144	12	22	152	955	1.764
Kapitalergebnis	24	365	7	27	270	1.974	9.233
latente Steuern	35	43	-1	5	68	526	2.867
Marktwert Kapitalanlagen	25	8.169	161	785	6.302	47.723	244.606
Marktwert-Bilanzsumme	27	9.028	455	864	7.593	51.483	255.484
nachhaltige Gesamtverzinsung	16	4,67%	2,56%	3,65%	4,27%	5,29%	6,85%
Nettoverzinsung	8	5,03%	3,15%	3,56%	4,33%	5,41%	5,84%
Passivduration	50	10,13	7,83	9,13	11,45	15,89	17,98
passivische Bewertungsreserven	55	-158	-2.698	-171	224	2.599	4.569
Puffer	35	842	11	118	1.167	8.572	48.238
Sicherheitsmittel	35	1.116	29	168	1.442	10.837	58.603
Sicherheitsmittelquote	52	13,75%	6,47%	11,77%	22,59%	31,97%	37,16%
sonstige Aktiva	34	169	15	24	204	1.661	5.572
sonstige Passiva	10	1.250	23	42	452	2.540	7.970
verfügbare RfB	32	218	4	14	284	1.665	10.853
Zinsergebnis	11	60	-413	-83	15	276	2.132
zukünftige Aktionärsgewinne	35	172	-5	22	274	2.102	11.468
zukünftige pass. vt. Überschüsse	41	186	-55	40	448	4.104	7.155
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	39	-343	-4.346	-1.719	-188	0	294
zukünftige Überschussbeteiligung	35	581	7	91	823	6.328	34.519
zukünftige Überschüsse	35	753	3	121	1.097	8.430	45.986
ökonomische Eigenkapitalquote	54	3,37%	2,37%	3,28%	5,10%	7,68%	9,95%
ökonomisches Eigenkapital	33	273	19	42	324	2.408	10.365

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

<sup>1</sup> bei fallender Sortierung

<sup>2</sup> Quantil von 58 Versicherern