

# Real Rate

## Finanzstärkeanalyse

**VPV Leben AG**

**10/2019**



### **Wesentliche Ergebnisse**

- Der faire Unternehmenswert beträgt 290 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 3,70%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 46 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: nachrangige Verbindlichkeiten
- Größte Schwäche: passivische Bewertungsreserven

## **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 2018 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 147,42 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	7.058	HGB-Eigenkapital	147
Fondsgebundene LV	612	verfügbare RfB	203
Sonst. Aktiva	154	Deckungsrückstellung	5.709
		Fondsgebundene LV	612
		Sonst. Passiva	1.152
Aktiva	7.824	Passiva	7.824

## 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. 3,54%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 9,5 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,83%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 536,76 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -308,07 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 339,51 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 31,44 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 779,08 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 810,52 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 142,08 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 668,44 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 13,18 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	7.837	ök. Eigenkapital	290
Fondsgebundene LV	612	Puffer	872
Sonst. Aktiva	154	Garantie	5.677
		Fondsgebundene LV	612
		Sonst. Passiva	1.152
<b>Aktiva</b>	<b>8.603</b>	<b>Passiva</b>	<b>8.603</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 3,70%. Sie liegt 1,15%-Punkte unter dem Median von 4,85% und damit auf Rang 46 von 57 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	147,42	1,88
zukünftige Aktionärgewinne	189,45	2,42
Steuern	-47,36	-0,61
<b>ökonomisches Eigenkapital</b>	<b>289,51</b>	<b>3,70</b>

Der faire Unternehmenswert der VPV Leben AG beträgt gemäß der RealRate-Analyse 289,51 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 389,12 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 11,14%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	203,32	2,60
Überschussbeteiligung	621,07	7,94
Steuern	47,36	0,61
Puffer	871,76	11,14

## 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 14,84%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	147	1,88
verfügbare RfB	203	2,60
zukünftige Überschüsse	811	10,36
Sicherheitsmittel	1.161	14,84

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,80%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,54%.

## 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 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 14. Der Wert beträgt 0,83% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,00% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,83 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "HGB-Deckungsrückstellung" und "HGB-DRSt ohne ZZR". Die größten Schwächen sind die Größen "passivische Bewertungsreserven", "zukünftige Überschüsse" und "mittlerer Tarifrachungszins".

Größe <sup>0</sup>	Rang <sup>1</sup>	VPV AG	Markt <sup>2</sup>	Effekt <sup>3</sup> ökonomische Eigenkapitalquote
Quote nachrangige Verbindlichkeiten.	14	0,83%	0,00%	0,83%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	44	72,97%	83,04%	0,56%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	45	66,11%	75,03%	0,50%
Passivduration	52	9,54	11,62	0,37%
Quote aktive Bewertungsreserve.	20	9,96%	8,43%	0,36%
Bestandsabbaurate	6	10,15%	8,10%	0,30%
Quote latente Steuern	43	0,61%	0,87%	0,26%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	13	7,50%	6,73%	0,15%
Quote Zinszusatzreserve	18	6,86%	6,44%	0,11%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	36	90,21%	92,70%	0,02%
...	...	...	...	...
Quote Fondsgebundene LV	20	7,82%	4,61%	-0,07%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	43	-3,94%	-2,62%	-0,29%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	42	0,45%	0,68%	-0,46%
Quote HGB-Eigenkapital	39	1,88%	2,46%	-0,58%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	51	1,05%	1,78%	-0,72%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	43	2,42%	3,46%	-0,78%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	46	4,34%	8,14%	-0,83%
mittlerer Tarifrachungszins	2	3,54%	2,94%	-0,83%
Quote zukünftige Überschüsse	45	10,36%	14,44%	-0,89%
Quote passive Bewertungsreserv.	51	0,40%	5,47%	-1,10%

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

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

<sup>2</sup> Median

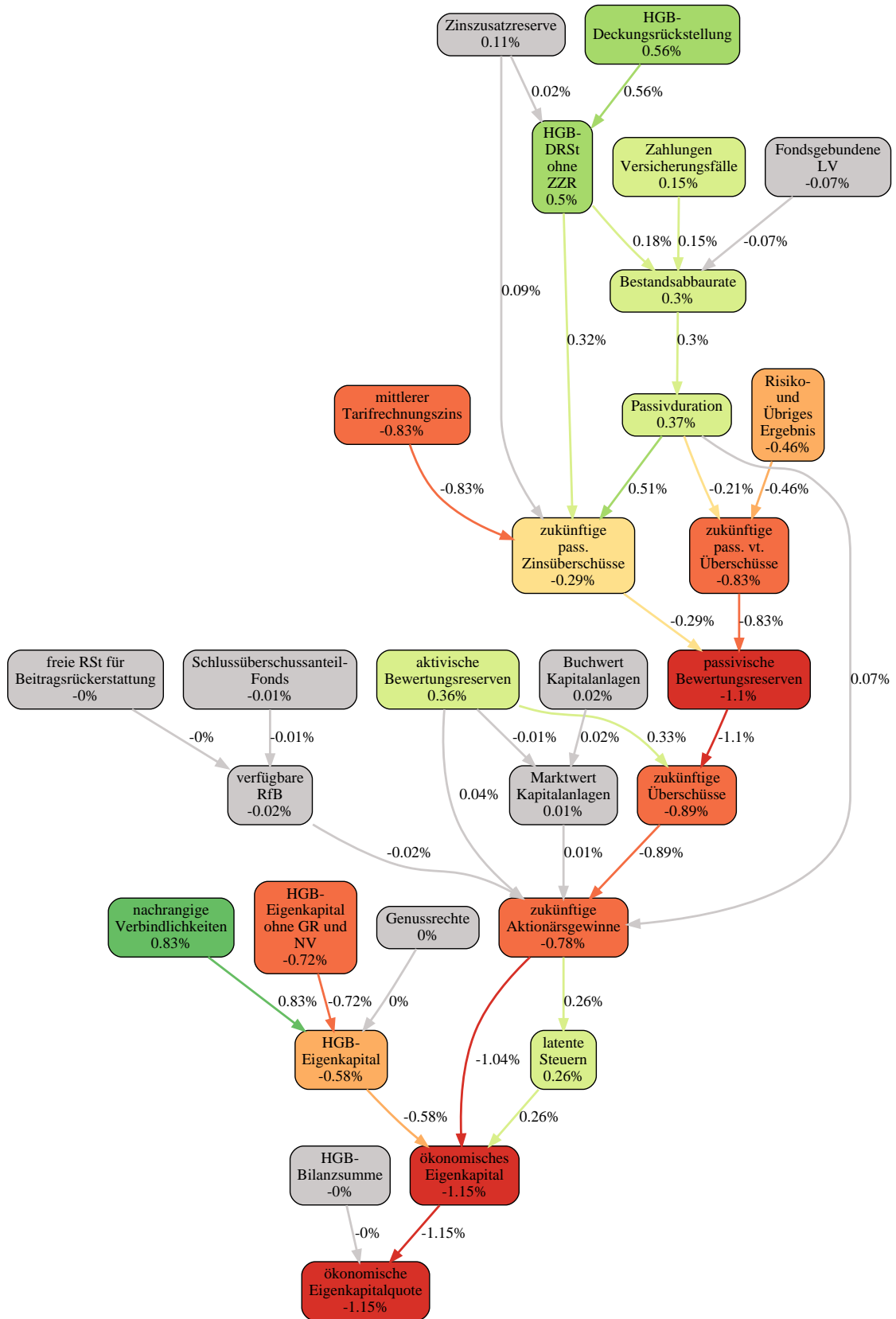
<sup>3</sup> Änderung in Prozentpunkten

## 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 "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 "passivische Bewertungsreserven", "zukünftige Überschüsse" und "mittlerer Tarifrachungszins" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 1,15%-Punkte unter dem Median des Marktes.

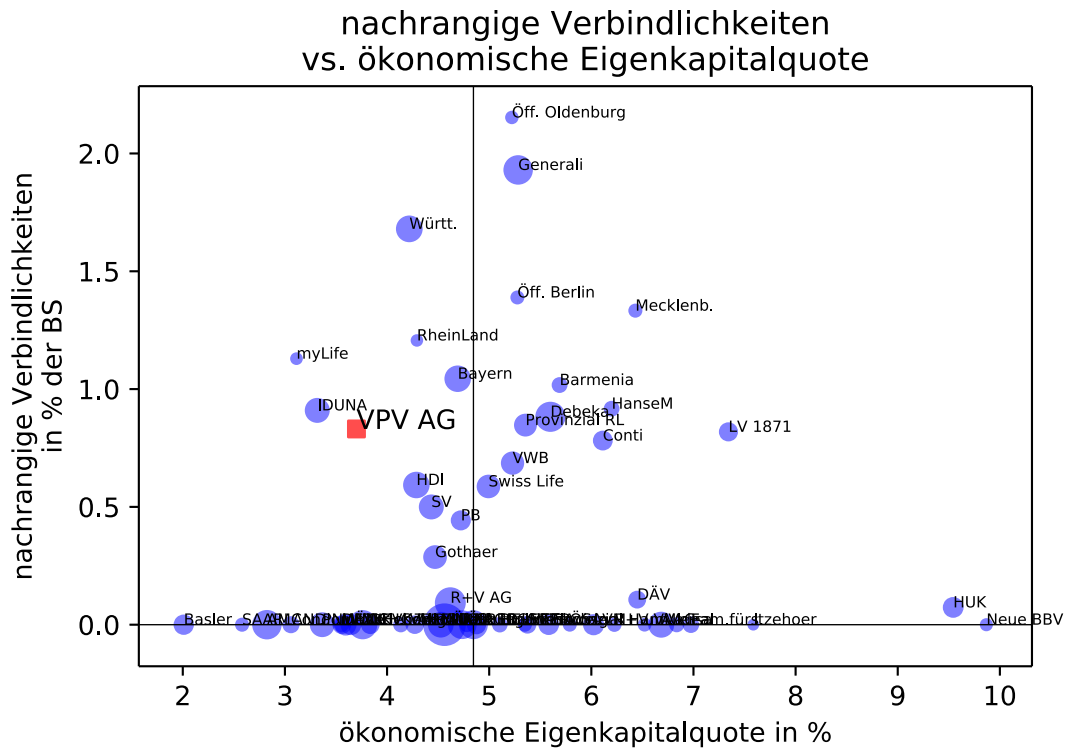
# Ursachenanalyse





## 9 Marktvergleich

Die größte Stärke der VPV Leben AG ist die Quote der Größe "nachrangige Verbindlichkeiten". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 14. Der Wert beträgt 0,83% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,00% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,83 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,01.



## 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 290 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 3,70%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 46 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: nachrangige Verbindlichkeiten
- Größte Schwäche: passivische Bewertungsreserven

### Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 14,84%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 48 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,80%.

## 11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die VPV Leben AG 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>	VPV AG	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
aktivische Bewertungsreserven	26	779	-9	69	573	5.360	34.732
Buchwert Kapitalanlagen	26	7.058	179	786	5.662	43.049	217.161
Direktgutschrift	27	1,18	0,00	0,00	0,60	122,33	307,99
Fondsgebundene LV	28	612	0	2	590	6.699	15.628
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	32	136	2	11	156	932	7.856
Genussrechte	5	0,00	0,00	0,00	0,00	4,07	150,00
Gewinnabführung	16	3,00	0,00	0,00	0,00	58,50	161,60
HGB-Bilanzsumme	28	7.824	595	1.019	7.678	46.958	226.472
HGB-Deckungsrückstellung	26	5.709	211	717	5.040	38.783	200.281
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	34	82	15	23	137	759	2.456
Jahresüberschuss nach Steuern und.	43	0,00	-130,00	-0,00	1,30	28,40	692,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	25	20,05	0,02	0,88	16,95	121,18	849,60
Kapitalanlage-Aufwendungen	18	58,39	0,34	1,47	37,00	284,01	536,32
Kapitalanlage-Erträge	30	242	10	34	266	1.656	9.436
mittlerer Tarifrechnungszins	2	3,54%	1,61%	2,14%	2,94%	3,51%	3,70%
nachrangige Verbindlichkeiten	11	65,00	0,00	0,00	0,00	329,52	888,17
Risiko- und Übriges Ergebnis	32	35,58	0,45	2,80	38,60	409,58	702,42
Rohüberschuss	35	48	2	6	76	629	3.251
Schlussüberschussanteil-Fonds	33	67	2	12	94	746	3.157
Steuern	15	17,05	-4,05	-0,25	6,35	77,56	284,31
Zahlungen Versicherungsfälle	26	587	26	69	496	3.348	12.650
Zinsaufwand	31	170	6	22	177	1.316	6.352
Zinszusatzreserve	26	537	7	55	392	3.034	12.482
Zuführung zur RfB	38	27	1	2	43	394	2.287
ZZR-Aufwand	57	-13	-13	3	30	269	1.867

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>	VPV AG	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
Bestandsabbaurate	6	10,15%	4,73%	5,77%	8,10%	11,68%	13,23%
Garantie	26	5.677	204	670	4.677	37.339	192.586
Garantien und Optionen	25	13,18	0,01	0,06	9,85	101,23	147,06
HGB-DRSt ohne ZZR	26	5.172	205	663	4.631	35.814	187.799
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	29	5.784	481	898	5.784	40.221	192.702
HGB-Eigenkapital	31	147	17	31	157	1.001	2.456
Kapitalergebnis	33	183	8	24	204	1.563	8.900
latente Steuern	32	47	-1	6	68	467	2.625
Marktwert Kapitalanlagen	26	7.837	170	825	6.272	47.606	251.893
Marktwert-Bilanzsumme	28	8.603	671	1.051	7.768	50.207	261.204
nachhaltige Gesamtverzinsung	8	4,80%	2,19%	3,48%	4,14%	5,11%	6,20%
Nettoverzinsung	54	2,60%	2,44%	2,59%	3,39%	4,17%	4,48%
Passivduration	52	9,54	7,56	8,43	11,62	15,54	18,33
passivische Bewertungsreserven	46	31	-208	-44	315	3.535	7.695
Puffer	32	872	23	140	1.257	7.810	45.565
Sicherheitsmittel	32	1.161	51	199	1.507	9.936	55.897
Sicherheitsmittelquote	48	14,84%	5,72%	11,96%	21,12%	30,59%	35,15%
sonstige Aktiva	34	154	15	26	203	1.595	4.408
sonstige Passiva	11	1.152	24	41	480	2.559	7.818
verfügbare RfB	33	203	6	21	307	1.620	11.013
Zinsergebnis	34	13	-196	-28	20	286	2.549
zukünftige Aktionärsgewinne	32	189	-6	23	272	1.868	10.501
zukünftige pass. vt. Überschüsse	34	340	4	27	501	5.139	9.777
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	35	-308	-2.082	-1.397	-230	12	197
zukünftige Überschussbeteiligung	32	621	5	97	823	5.673	31.926
zukünftige Überschüsse	32	811	-1	123	1.095	7.541	42.427
ökonomische Eigenkapitalquote	46	3,70%	2,01%	3,01%	4,85%	7,39%	9,87%
ökonomisches Eigenkapital	31	290	28	44	324	2.471	10.332

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

<sup>1</sup> bei fallender Sortierung

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