

# Real Rate

## Finanzstärkeanalyse

**Swiss Life**

**10/2019**

<b>Real Rate</b>	Swiss Life
	<b>Gut</b>
	27. Platz von 57 Lebensversicherern
	10/2019

### Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 851 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,99%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 27 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 Swiss Life untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der Swiss Life 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 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 488,65 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	15.835	HGB-Eigenkapital	489
Fondsgebundene LV	728	verfügbare RfB	404
Sonst. Aktiva	480	Deckungsrückstellung	14.697
		Fondsgebundene LV	728
		Sonst. Passiva	725
Aktiva	17.043	Passiva	17.043

## 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. 3,21%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 12,4 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,83%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 1.345 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -942,86 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 1.296 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 353,20 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 1.744 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 2.097 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 362,30 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 1.735 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 41,25 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	17.579	ök. Eigenkapital	851
Fondsgebundene LV	728	Puffer	2.139
Sonst. Aktiva	480	Garantie	14.344
		Fondsgebundene LV	728
		Sonst. Passiva	725
<b>Aktiva</b>	<b>18.787</b>	<b>Passiva</b>	<b>18.787</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 4,99%. Sie liegt 0,15%-Punkte über dem Median von 4,85% und damit auf Rang 27 von 57 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	488,65	2,87
zukünftige Aktionärgewinne	483,07	2,83
Steuern	-120,77	-0,71
<b>ökonomisches Eigenkapital</b>	<b>850,95</b>	<b>4,99</b>

Der faire Unternehmenswert der Swiss Life beträgt gemäß der RealRate-Analyse 850,95 Mio. Euro. Diesen Wert vergleichen wir mit der Angabe aus dem veröffentlichten Solvency and Financial Condition Report der Swiss Life: Die Basiseigenmittel - ohne Ansatz der Übergangsmaßnahme und der Volatilitätsanpassung - betragen dort 1.021 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 Swiss Life beträgt 12,55%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	404	2,37
Überschussbeteiligung	1.614	9,47
Steuern	121	0,71
Puffer	2.139	12,55

## 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 Swiss Life beträgt 17,54%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	489	2,87
verfügbare RfB	404	2,37
zukünftige Überschüsse	2.097	12,31
Sicherheitsmittel	2.990	17,54

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,19%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,21%.

## 7 Die Stärken und Schwächen

Die relativen Stärken und Schwächen der Swiss Life 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 Swiss Life zum anderen stark vom Markt abweicht.

Die größte Stärke der Swiss Life ist die Quote der Größe "nachrangige Verbindlichkeiten". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 19. Der Wert beträgt 0,59% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,00% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,59 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV" und "aktive Bewertungsreserven". Die größten Schwächen sind die Größen "passive Bewertungsreserven", "zukünftige pass. Zinsüberschüsse" und "mittlerer Tarifrachungszins".

Größe <sup>0</sup>	Rang <sup>1</sup>	Swiss Life	Markt <sup>2</sup>	Effekt <sup>3</sup> ökonomische Eigenkapitalquote
Quote nachrangige Verbindlichkeiten.	19	0,59%	0,00%	0,59%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	21	2,28%	1,78%	0,50%
Quote aktive Bewertungsreserve.	18	10,23%	8,43%	0,43%
Quote HGB-Eigenkapital	19	2,87%	2,46%	0,41%
Quote Zinszusatzreserve	6	7,89%	6,44%	0,40%
Quote latente Steuern	36	0,71%	0,87%	0,16%
Quote Fondsgebundene LV	31	4,27%	4,61%	0,01%
Quote Direktgutschrift	12	0,30%	0,01%	0,00%
Quote Steuern	53	0,00%	0,09%	-0,00%
Quote Gewinnabführung	22	0,00%	0,00%	0,00%
...	...	...	...	...
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	31	7,60%	8,14%	-0,12%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	36	6,20%	6,73%	-0,12%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	33	0,61%	0,68%	-0,17%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	18	86,23%	83,04%	-0,18%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	24	78,34%	75,03%	-0,18%
Quote zukünftige Überschüsse	35	12,31%	14,44%	-0,47%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	36	2,83%	3,46%	-0,47%
mittlerer Tarifrachungszins	13	3,21%	2,94%	-0,59%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	48	-5,53%	-2,62%	-0,64%
Quote passive Bewertungsreserv.	44	2,07%	5,47%	-0,74%

<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.

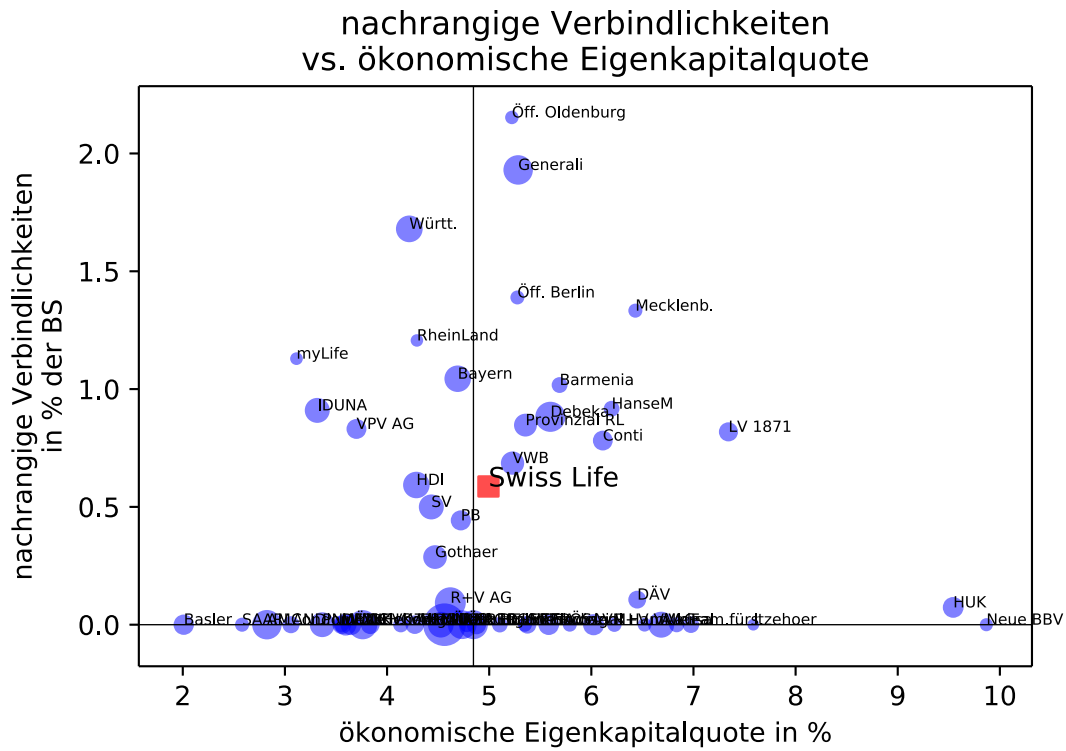
Die Größen "nachrangige Verbindlichkeiten", "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV" und "aktive Bewertungsreserven" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "passive Bewertungsreserven", "zukünftige pass. Zinsüberschüsse" und "mittlerer Tarifrechnungszins" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 0,15%-Punkte über dem Median des Marktes.





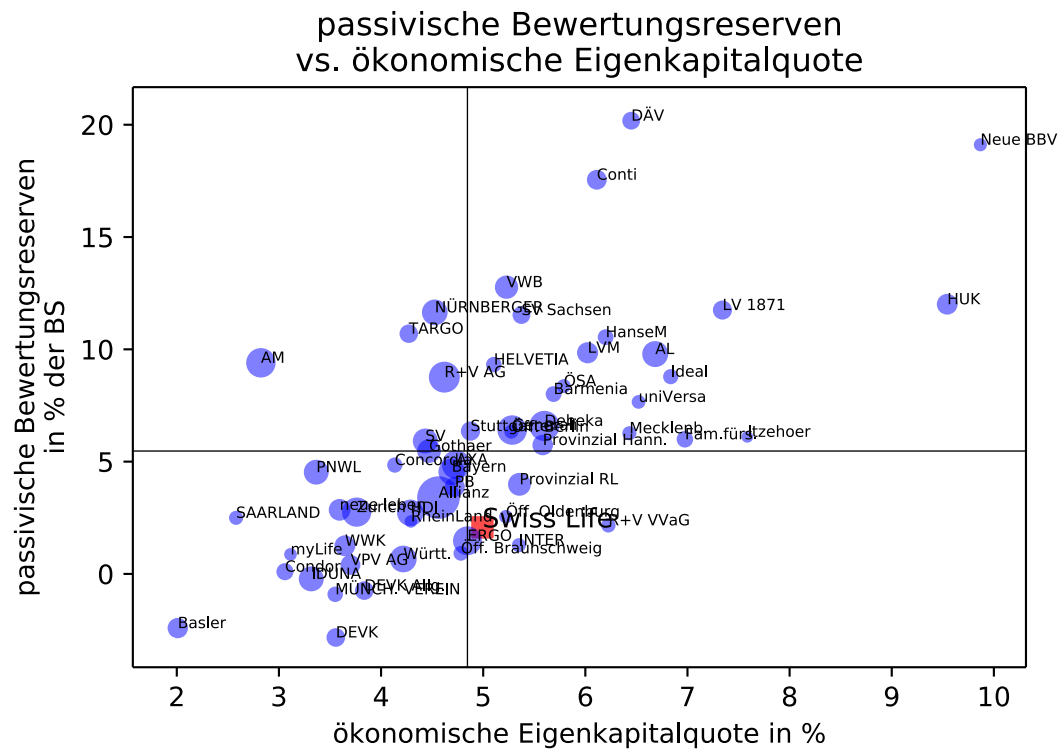
## 9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Swiss Life ist die Quote der Größe "nachrangige Verbindlichkeiten". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 19. Der Wert beträgt 0,59% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,00% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,59 Prozentpunkte.



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

Die größte Schwäche der Swiss Life ist die Quote der Größe "passivische Bewertungsreserven". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 44. Der Wert beträgt 2,07% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 5,47% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,74 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,66.

## 10 Zusammenfassung

Die wesentlichen Ergebnisse bezüglich der Finanzstärke und Risikotragfähigkeit der Swiss Life 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 851 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,99%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 27 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: nachrangige Verbindlichkeiten
- Größte Schwäche: passivische Bewertungsreserven

### Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 17,54%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 39 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,19%.

## 11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die Swiss Life 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>	Swiss Life	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
aktivische Bewertungsreserven	14	1.744	-9	69	573	5.360	34.732
Buchwert Kapitalanlagen	17	15.835	179	786	5.662	43.049	217.161
Direktgutschrift	9	51,03	0,00	0,00	0,60	122,33	307,99
Fondsgebundene LV	24	728	0	2	590	6.699	15.628
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	25	184	2	11	156	932	7.856
Genussrechte	5	0,00	0,00	0,00	0,00	4,07	150,00
Gewinnabführung	22	0,00	0,00	0,00	0,00	58,50	161,60
HGB-Bilanzsumme	18	17.043	595	1.019	7.678	46.958	226.472
HGB-Deckungsrückstellung	16	14.697	211	717	5.040	38.783	200.281
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	13	389	15	23	137	759	2.456
Jahresüberschuss nach Steuern und.	4	27,50	-130,00	-0,00	1,30	28,40	692,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	18	28,01	0,02	0,88	16,95	121,18	849,60
Kapitalanlage-Aufwendungen	15	108,69	0,34	1,47	37,00	284,01	536,32
Kapitalanlage-Erträge	14	767	10	34	266	1.656	9.436
mittlerer Tarifrchnungszins	13	3,21%	1,61%	2,14%	2,94%	3,51%	3,70%
nachrangige Verbindlichkeiten	10	100,00	0,00	0,00	0,00	329,52	888,17
Risiko- und Übriges Ergebnis	19	104,42	0,45	2,80	38,60	409,58	702,42
Rohüberschuss	15	199	2	6	76	629	3.251
Schlussüberschussanteil-Fonds	22	220	2	12	94	746	3.157
Steuern	48	0,51	-4,05	-0,25	6,35	77,56	284,31
Zahlungen Versicherungsfälle	19	1.056	26	69	496	3.348	12.650
Zinsaufwand	16	564	6	22	177	1.316	6.352
Zinszusatzreserve	16	1.345	7	55	392	3.034	12.482
Zuführung zur RfB	14	120	1	2	43	394	2.287
ZZR-Aufwand	12	135	-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>	Swiss Life	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
Bestandsabbaurate	37	7,50%	4,73%	5,77%	8,10%	11,68%	13,23%
Garantie	16	14.344	204	670	4.677	37.339	192.586
Garantien und Optionen	10	41,25	0,01	0,06	9,85	101,23	147,06
HGB-DRSt ohne ZZR	17	13.352	205	663	4.631	35.814	187.799
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	18	14.081	481	898	5.784	40.221	192.702
HGB-Eigenkapital	14	489	17	31	157	1.001	2.456
Kapitalergebnis	14	658	8	24	204	1.563	8.900
latente Steuern	16	121	-1	6	68	467	2.625
Marktwert Kapitalanlagen	17	17.579	170	825	6.272	47.606	251.893
Marktwert-Bilanzsumme	17	18.787	671	1.051	7.768	50.207	261.204
nachhaltige Gesamtverzinsung	26	4,19%	2,19%	3,48%	4,14%	5,11%	6,20%
Nettoverzinsung	4	4,16%	2,44%	2,59%	3,39%	4,17%	4,48%
Passivduration	21	12,41	7,56	8,43	11,62	15,54	18,33
passivische Bewertungsreserven	27	353	-208	-44	315	3.535	7.695
Puffer	18	2.139	23	140	1.257	7.810	45.565
Sicherheitsmittel	18	2.990	51	199	1.507	9.936	55.897
Sicherheitsmittelquote	39	17,54%	5,72%	11,96%	21,12%	30,59%	35,15%
sonstige Aktiva	16	480	15	26	203	1.595	4.408
sonstige Passiva	24	725	24	41	480	2.559	7.818
verfügbare RfB	22	404	6	21	307	1.620	11.013
Zinsergebnis	9	94	-196	-28	20	286	2.549
zukünftige Aktionärsgewinne	16	483	-6	23	272	1.868	10.501
zukünftige pass. vt. Überschüsse	20	1.296	4	27	501	5.139	9.777
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	48	-943	-2.082	-1.397	-230	12	197
zukünftige Überschussbeteiligung	18	1.614	5	97	823	5.673	31.926
zukünftige Überschüsse	18	2.097	-1	123	1.095	7.541	42.427
ökonomische Eigenkapitalquote	27	4,99%	2,01%	3,01%	4,85%	7,39%	9,87%
ökonomisches Eigenkapital	16	851	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