

# Der Embedded Value schafft mehr Transparenz

## *Eine aussagekräftige Kennzahl für Lebensversicherer*

Wie aussagekräftig sind Jahresberichte von Lebensversicherungsgesellschaften? Auf diese umstrittene Frage gibt es eine einfache Antwort: Der aus Sicht des Aktionärs wahre Gewinn eines Lebensversicherers lässt sich dank dem Embedded Value (*innerer Wert*) einfach errechnen. Er liefert Grundlagen für die Beurteilung der langfristigen Ertragslage des Unternehmens.

### **Kurz- und langfristige Betrachtung**

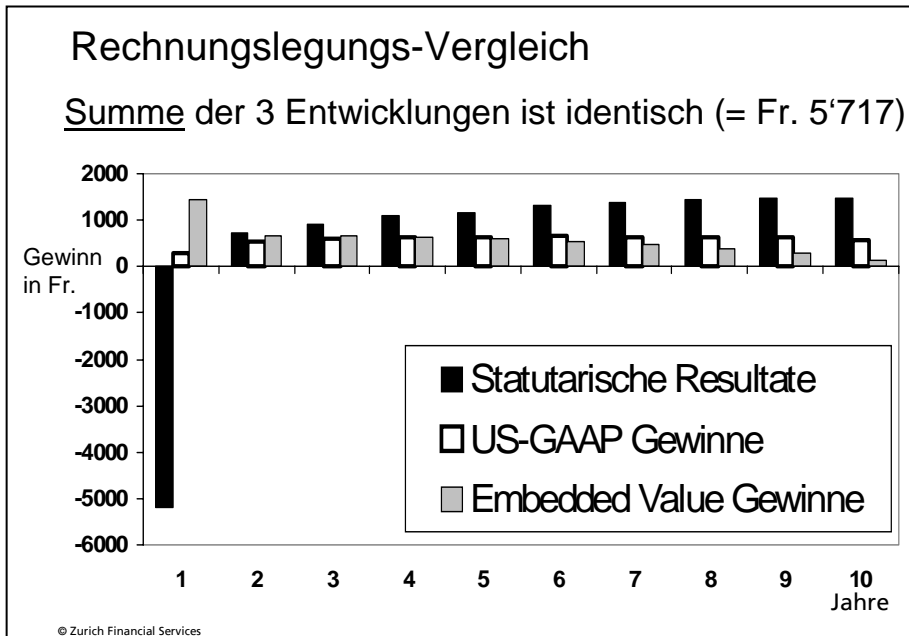
Der Gewinnverlauf in der Lebensversicherung unterscheidet sich stark von dem anderer Branchen, denn Lebensversicherungspolice basieren meistens auf einem langjährigen Vertragsverhältnis. Die Gesellschaft tätigt eine Anfangsinvestition (Abschlusskosten, Agentenkommission, vorgeschriebene Reservenäufnung), welche üblicherweise im Verlaufe der kommenden Jahre durch die dann anfallenden Gewinne amortisiert wird. Bei einem grösseren Portefeuille von Lebensversicherungsverträgen genügen die Gewinne des alten Bestandes in einem Kalenderjahr, um die Anfangskosten der neuen Polices zu finanzieren. Wenn die Gesellschaft jedoch in einer Wachstumsphase steckt und viele Neugeschäfte abschliesst, spiegelt der ausgewiesene Gewinn somit nicht das «wahre» Ergebnis. Da die Profite erst in der Zukunft anfallen, wird das Ergebnis durch die vielen Neuabschlüsse zunächst negativ beeinflusst. Längerfristig profitiert das Unternehmen aber vom Wertzuwachs seines Portefeuilles.

### **Goodwill nicht eingerechnet**

Ein anderes Phänomen – der vorzeitige Rückkauf einer Police – verfälscht ebenfalls das Ergebnis: Während beim Rückkauf ein gewisser Abzug vorgenommen wird, um zumindest teilweise die vergangenen Investitionskosten zu decken, entfallen zukünftige Gewinne, und eine stornierte Police ist, über die gesamte Vertragsdauer gesehen, für das Unternehmen nicht profitabel. Somit erhöht sich auf Grund vieler Storni zwar im betreffenden Jahr wegen der Rückkaufabzüge der Gewinn des Unternehmens, in Realität nimmt jedoch der Wert des Portefeuilles ab. Eine *statutarische* Erfolgsrechnung widerspiegelt also in erster Linie die landesspezifische Gesetzgebung und ist auf die Solvenz der Gesellschaft ausgerichtet, nicht aber auf ihre langfristige Ertragslage. Um eine realistischere Betrachtung des Geschäftsverlaufs zu erreichen, werden internationale Rechnungslegungsgrundsätze (z.B. IAS oder USGAAP) verwendet. Dabei werden die statutarischen Resultate nach bestimmten Regeln adjustiert. Insbesondere für die Lebensversicherung bestehen jedoch Schwierigkeiten bei der Interpretation des amerikanischen GAAP im europäischen Umfeld. Ferner schwanken die Ergebnisse mit den realisierten Kapitalgewinnen. Deshalb können auch IAS oder USGAAP nicht für die eigentliche *Leistungsmessung* eines Lebensversicherers herangezogen werden. In der angelsächsischen Welt ist deshalb schon vor einigen Jahren das Konzept des Embedded Value entwickelt worden. Der Embedded Value repräsentiert den Wert des vorhandenen Lebensversicherungsbestandes für den Aktionär, wobei zukünftiges Neugeschäft manchmal auch als Goodwill bezeichnet) nicht berücksichtigt wird. Er entspricht der Summe aus adjustiertem Eigenkapital (inkl. Wert der nicht realisierten Kapitalgewinne, die dem Aktionär zugeteilt werden können) sowie dem realistischen Barwert aus erwarteten, zukünftig verteilbaren statutarischen Jahresgewinnen aus dem bestehenden Portefeuille. Darin sind Eigenkapitalkosten, welche zur Sicherung der Solvenz-Anforderungen dienen, bereits saldiert.<sup>1</sup>

## Unterschiedliche Gewinnerfassung

Im Folgenden sind die «Profile» der Gewinne der drei verschiedenen Rechnungslegungen für eine Lebensversicherung mit jährlicher Prämienzahlung und einer Vertragsdauer von 10 Jahren dargestellt (vgl. Grafik).



Auffallend ist die unterschiedliche zeitliche Erfassung der Gewinne: Der Embedded Value weist im ersten Policenjahr bei der Wertschöpfung (Policenverkauf) einen grossen Gewinn aus (ökonomische Betrachtung), wogegen bei den anderen Rechnungslegungen erst in den späteren Jahren höhere Gewinne anfallen. Die Summe der Gewinne ist jedoch unter allen drei Prinzipien immer identisch.

Die Erhöhung des Embedded Value (inkl. Dividenden) definiert die Eigenkapitalrendite. Eine Analyse der Veränderung des Embedded Value dient als Führungsinstrument, da sie aufzeigt, wo in der Unternehmung Wert geschaffen oder zerstört wird. Im angelsächsischen Raum wird der Embedded Value häufig als zusätzliche Information im Anhang des Geschäftsberichtes veröffentlicht. Er ermöglicht auch einen länderübergreifenden und besseren Leistungsvergleich zwischen Lebensversicherern. Die Zurich Financial Services Group hat bereits im Geschäftsbericht 1999 den Embedded Value für die Lebensversicherung mit einem starken Detaillierungsgrad (inkl. zugrunde gelegter Berechnungsannahmen) offengelegt. Diese Transparenz wird in einem immer komplexeren Markt wichtiger, und es ist zu erwarten, dass weitere Versicherer diesem Beispiel bald folgen werden. Erst vor kurzem hat denn auch die Swiss Re den Embedded Value ihres Portefeuilles, das sie im Lebensversicherungsgeschäft hält, offengelegt.

<sup>1</sup> Genauere versicherungsmathematische Definition auf [www.actuaries.ch/deutsch/b/embd-val.pdf](http://www.actuaries.ch/deutsch/b/embd-val.pdf)

Autor: Jon Bardola, Head of Life & Financial Services Zurich Financial Services Group

Erstpublikation: NZZ vom 2. März 2001