

MCEV Zurich 2014, Kommentare, FS 2015

RC = Required Capital
FS = Free Surplus
NA = Shareholders' Net Assets
VIF = Value of Business In Force

All figures in USD millions

1) Analysis of Embedded Value Earnings (Overview)

Bemerkungen:

- 1) Siehe 1. Seite 4. (Bezug jeweils auf den Embedded Value Report)
- 2) Im Jahr 2014 **sinkt der Embedded Value um -209 von 19,499 auf 19,290**. Für die einzelnen Komponenten des MCEV liegen folgende Veränderungen vor:
 - Das **RC steigt** um 60 auf 5,629.
 - Der **FS sinkt** um -94 auf 2,696.
 - Für die **NA** resultiert daraus eine **Reduktion um -34** ($= 60 - 94$) auf 8,324 ($= 5,629 + 2,696$).
 - Der **VIF sinkt** um -174 auf 10,966.
 - Für den **MCEV** resultiert somit die **Reduktion um -209** ($= -34 - 174$) auf 19,290 ($= 8,324 + 10,966$).
- 3) Der **Value of New Business** beträgt 1,022 und ist um -38 geringfügig kleiner als im Vorjahr.
- 4) Der **Rollforward** erhöht den MCEV um 763 ($= 268 + 495 + 0$) und ist damit lediglich um 73 grösser als im Vorjahr.
- 5) Die **Operating Variances** reduzieren den MCEV um -278 ($= 49 - 347 + 20$); im Vorjahr betrug diese Reduktion -1,085 ($= 19 - 655 - 449$) und war somit um -807 ($= 278 - 1,085$) stärker.
- 6) Für die **Operating Earnings** als Summe der obigen Positionen 3), 4) und 5) ergibt sich somit eine massive Erhöhung um 842 ($= -38 + 73 + 807$) auf 1,507 ($= 1,022 + 763 - 278$) vor.
- 7) Die **Non-Operating Variances** erhöhen den MCEV um weitere 552 ($= 386 + 166$), was eine Steigerung gegenüber dem Vorjahr um 168 bedeutet.

8) Für die **MCEV Earnings** als Summe der obigen Positionen 6) und 7) ergibt sich fast eine Verdoppelung um 1,011 (= 842 + 168) auf 2,060 (= 1,507 + 552).

9) Die **Dividenden** führen zu einer Reduktion um -996 (= -574 - 422) **und die weiteren Kapitalbewegungen** zu einer Erhöhung um 422 (= 203 + 34 + 210 - 25); gesamthaft resultiert eine Reduktion um -574(= -996 + 422) die um -91 stärker ist als im Vorjahr.

10) Die **Veränderungen der Wechselkurse** haben einen katastrophalen Einfluss auf den MCEV und führen zu einer Reduktion um -1,695; im Vorjahr lag ein vernachlässigbarer positiver Beitrag von 71 vor. Der negative Einfluss der Wechselkurse ist dem Betrag nach um 188 grösser als die Operating Earnings. Grund hierfür ist die Aufwertung des US Dollars gegenüber allen wesentlichen Währungen.

11) Die **Reduktion des MCEV um -209** im Jahr 2014 ergibt sich somit wie folgt:

- **MCEV Earnings: 2,060**
- **Dividenden und die weiteren Kapitalbewegungen: -574**
- **Veränderungen der Wechselkurse: -1,695**

2) Embedded Value by Geographical Region

Bemerkungen:

1) Siehe 1. Seite 5.

2) In **Nordamerika** steigt der MCEV um 249 auf 2,883; der Anteil am MCEV beträgt 14.9%. Der Value of New Business beträgt 120 und ist geprägt von einer immer noch sehr hohen Marge von 57.8% (im Vorjahr sogar 72.4%; die Margen des Neugeschäfts beziehen sich stets auf das Annual Premium Equivalent (APE)). Die Operating Variances führen zu einer Reduktion von -133, deren grösster Teil auf Änderungen der Annahmen (-124; aktualisierte Stornoannahmen für Farmers) zurückzuführen ist; dem steht gegenüber eine Erhöhung durch die Non-Operating Variances von 143 (Modellverbesserungen). Der Netto-Einfluss der Dividenden (-150) und der weiteren Kapitalbewegungen (176) ist mit 26 recht gering. Die Dividenden betragen 15.1% der gesamten Dividenden; ihr Anteil entspricht ungefähr dem MCEV-Anteil von 14.9%.

3) In **Lateinamerika** sinkt der MCEV um -234 auf 1,081; der Anteil am MCEV beträgt 5.6%. Der Value of New Business ist mit 170 recht hoch; die Marge ist mit 23.0% etwas grösser als der Durchschnitt von

22.1%. Die Operating Variances führen zu einer massiven Reduktion um -172, deren grösster Teil auf Änderungen der Annahmen (-120) zurückzuführen ist; zusätzlich führen die Non-Operating Variances zu einer weiteren Reduktion um -72. Die Gründe hierfür sind schlechte Entwicklungen der Stornos und Kosten und entsprechende Anpassungen der Annahmen. Der Netto-Einfluss der Dividenden (-149) und der weiteren Kapitalbewegungen (26) ist mit -124 recht massiv; die Dividenden betragen hohe 15.0% der gesamten Dividenden bei einem MCEV-Anteil von lediglich 5.6%. Zusätzlich leidet der MCEV von Lateinamerika unter den Veränderungen der Wechselkurse.

4) In **UK** steigt der MCEV geringfügig um 17 auf 4,210; der Anteil am MCEV beträgt 21.8%. Der Value of New Business beträgt 205 und ist - wegen der starken Konkurrenz - traditionell geprägt von einer unterdurchschnittlichen Marge von 13.6%. Die Operating Variances führen zu einer Erhöhung von 154, wovon 56 auf Änderungen der Annahmen (56) zurückzuführen sind; zusätzlich tragen die Non-Operating Variances zu einer Erhöhung um 68 bei, wovon 50 auf die Economic Variances entfallen. Der Netto-Einfluss der Dividenden (-277) und der weiteren Kapitalbewegungen (71) ist mit -205 recht massiv. UK zahlt die mit Abstand höchste Dividende; sie beträgt hohe 27.8% der gesamten Dividenden bei einem MCEV-Anteil von 21.8%. Zusätzlich leidet der MCEV von UK unter der Veränderung des Wechselkurses.

5) In **Deutschland** sinkt der MCEV um 355 auf 2,691; der Anteil am MCEV beträgt 14.0%. Der Value of New Business beträgt lediglich 42 und ist geprägt von einer traditionell sehr tiefen Marge von nur 9.9%; die Gründe hierfür sind die grosse Bedeutung der traditionellen Produkte, die Legal Quote und die Konkurrenz. Die Operating Variances führen zu einer Erhöhung von 66, wovon -55 auf Änderungen der Annahmen zurückzuführen sind und 122 auf Other Operating Variances; dem steht gegenüber eine Reduktion durch die durch die Non-Operating Variances von -191, die fast ausschliesslich auf die Economic Variances (-193) zurückzuführen sind. Die Gründe hierfür sind schlechte Entwicklungen der Stornos und Kosten und entsprechende Anpassungen der Annahmen. Der Netto-Einfluss der Dividenden (-98) und der weiteren Kapitalbewegungen (92) ist mit -6 recht gering. Die Dividende ist mit lediglich 9.8% der gesamten Dividende recht moderat bei einem MCEV-Anteil von 14.0%. Zusätzlich leidet der MCEV von Deutschland unter der Veränderung des Wechselkurses.

6) In der **Schweiz** sinkt der MCEV um 71 auf 2,875; der Anteil am MCEV beträgt 14.9%. Der Value of New Business beträgt lediglich 72 und hat wieder eine überdurchschnittliche Marge von 28.5%. Die Operating Variances führen zu einer Erhöhung von 159, wovon 133 auf Änderungen der Annahmen zurückzuführen sind; zusätzlich ergibt sich eine Erhöhung durch die Non-Operating Variances von 46, die fast vollständig auf die Economic Variances mit 43 zurückzuführen ist. Der recht hohen Dividende von -171 stehen keine weiteren Kapitalbewegungen gegenüber; sie beträgt 17.1% der gesamten Dividende bei einem MCEV-Anteil von 14.9%. Zusätzlich leidet der MCEV von der Schweiz unter der Veränderung des Wechselkurses.

7) In **Irland** steigt der MCEV um 123 auf 1,451; der Anteil am MCEV beträgt 7.5%. Der Value of New Business beträgt lediglich 52 und ist geprägt von einer sehr tiefen Marge von nur 11.6%. Die Operating Variances führen zu einer Erhöhung von 59, wovon 53 auf Änderungen der Annahmen zurückzuführen sind; zusätzlich ergibt sich eine Erhöhung durch die Non-Operating Variances von 118, die ausschliesslich auf die Economic Variances zurückzuführen sind. Irland zahlt keine Dividende, erhält aber eine Kapitalinjektion von 53. Zusätzlich leidet der MCEV von Irland unter der Veränderung des Wechselkurses.

8) In **Spanien** steigt der MCEV um 73 auf 605; der Anteil am MCEV beträgt 3.1%. Der Value of New Business beträgt enorme 89 und weist eine immer noch sehr hohe Marge von 49.8% auf (im Vorjahr sogar 67.1%). Die Operating Variances führen zu einer Erhöhung von 28, wovon -19 auf Änderungen der Annahmen zurückzuführen sind; zusätzlich ergibt sich eine Erhöhung durch die durch die Non-Operating Variances von 82, die fast ausschliesslich auf die Economic Variances (75) zurückzuführen sind. Spanien zahlt keine Dividenden, erhält keine Kapitalinjektion weist aber eine Reduktion des Values um -86 unter Other Movements aus. Zusätzlich leidet der MCEV von Spanien unter der Veränderung des Wechselkurses.

9) In **Italien** sinkt der MCEV um 37 auf 684; der Anteil am MCEV beträgt 3.5%. Der Value of New Business beträgt lediglich 14 und weist die tiefste Marge von nur 7.2% aus. Die Operating Variances führen zu einer Reduktion um -45, wovon -36 auf Änderungen der Annahmen zurückzuführen sind; dem gegenüber steht eine Erhöhung durch die Non-Operating Variances von 123, die im Wesentlichen auf die Economic Variances von 206 zurückzuführen ist. Die Dividende aus Italien beläuft sich auf -54; weitere Kapitalbewegungen gibt es nicht; das sind immerhin 5.4% der gesamten Dividenden bei einem MCEV-

Anteil von nur 3.5%. Zusätzlich leidet der MCEV von Italien unter der Veränderung des Wechselkurses.

10) In **A.P. & M.E.** steigt der MCEV lediglich um 29 auf 2,736; der Anteil am MCEV beträgt 14.2%. Der Value of New Business beträgt 191 und weist eine weit überdurchschnittliche Marge von 33.8% aus. Die Operating Variances führen zu einer massiven Reduktion von -270, wovon -251 auf Änderungen der Annahmen zurückzuführen sind; dem gegenüber steht eine Erhöhung durch die Non-Operating Variances von 158, die im Wesentlichen auf die Other Non-Operating Variances (106) zurückzuführen sind. Der Netto-Einfluss der Dividenden (-58) und der Kapitalbewegungen (89) ist mit 31 recht gering; der Anteil an den gesamten Dividenden beträgt nur 5.8% bei einem NCEV-Anteil von immerhin 14.2%. Zusätzlich leidet der MCEV dieser unter den Veränderungen der Wechselkurse.

11) Im **Rest von Europa** sinkt der MCEV um -8 auf 269; der Anteil am MCEV beträgt lediglich 1.4%. Der Value of New Business beträgt 7 und weist eine unterdurchschnittliche Marge von 18.8% aus. Die Operating Variances saldieren sich zu Null, und die Economic Variances führen zu einer Erhöhung von 33. Die Dividenden belaufen sich auf -30; weitere Kapitalbewegungen gibt es nicht; das sind immerhin 3.0% der gesamten Dividenden bei einem MCEV-Anteil von nur 1.4%. Zusätzlich leidet der MCEV dieser Region unter den Veränderungen der Wechselkurse.

12) In der Region **Other** steigt der MCEV um 5 auf -196; für diese Region wird also ein negativer MCEV ausgewiesen. Der Value of New Business beträgt immerhin 59 bei einer gigantisch hohen Marge von 83.%. Die Operating Variances führen zu einer massiven Reduktion von -122, wovon -110 auf Other Operating Variances zurückzuführen sind; dem gegenüber steht eine Erhöhung durch die Non-Operating Variances von 45. Der Netto-Einfluss der Dividenden (-8) und der weiteren Kapitalbewegungen (2) beträgt -6; trotz eines negativen MCEV wird eine Dividende gezahlt. Zusätzlich leidet der MCEV dieser unter den Veränderungen der Wechselkurse.

3) New Business Value

	RC	FS	NA	VIF	Total
New Business Value	656	- 1,431	- 775	1,797	1,022

Bemerkungen:

1) Siehe 2. Seiten 6 bis 9.

2) Der **positive VIF Wert** (Barwert der erwarteten Gewinne nach dem Abschlussjahr) und der **negative NA Wert** sowie der **negative FS Wert** (Vorfinanzierung der Abschlusskosten) sind ebenso plausibel wie der **positive RC Wert** (das erhöhte Geschäftsvolumen erfordert mehr RC).

3) Der **VIF vom Neugeschäft** beträgt 142.1% (= 1,797 / 1,265) vom VIF des Transfers aus dem Rollforward. Durch das Neugeschäft wird also mehr VIF produziert als durch den Transfer in die NA abgebaut wird.

4) Spürbare Reduktionen des **New Business Values** (Seite 7) liegen vor für Lateinamerika (170 statt 234) , Italien (14 statt 30) und Other (59 statt 99); denen stehen moderate Zuwächse in Nordamerika (auf 120), Europa (ohne Irland und Italien auf 341) und A.P. & M.E. (auf 191). Gesamthaft liegt eine kleine Reduktion um -38 bzw. -3.6% auf 1,022 vor.

5) Die **New Business Margin** (Seite7) ist um fast 5 Prozentpunkte auf 22.1% (bezogen auf APE) gesunken. Reduktionen dieser Marge liegen für fast alle Einheiten vor; besonders gross sind sie für Nordamerika mit -14.6 und Spanien mit -17.3 Prozentpunkten.

Bemerkenswert sind die **grossen Unterschiede** in den **New Business Margins** (Seite 7). Nordamerika (57.8%), Spanien (49.8%), A.P. & M.E. (33.8%) und Übrige (83.0%) haben überdurchschnittlich hohe Margen; vermutlich liegt das daran, dass dort im Wesentlichen Unit-Linked Produkte oder Risikoprodukte verkauft werden. Beachtenswert ist, dass Nordamerika und Spanien trotz der grossen Reduktionen der Marge immer noch sehr hohe Margen aufweisen. Die Margen in UK (13.6%), Deutschland (9.9%) und Italien (7.2%) sind spürbar unterdurchschnittlich; in UK wegen der starken Konkurrenz, in Deutschland und Italien wegen der grossen Bedeutung der Produkte mit Zinsgarantien während dieser Tiefzinsphase; in Deutschland wirkt sicherlich auch die Legal Quote.

6) Es werden **drei Vertriebskanäle (Pillars)** unterschieden (Seite 9). Der Bankkanal und das Kollektivgeschäft tragen mit 282 (27.6%) bzw. 303 (29.6%) ungefähr gleich viel zum New Business Value bei; auf die übrigen (traditionellen) Vertriebskanäle (z.B. eigener Aussendienst oder unabhängige Makler) entfallen 437 (42.6%); mit Abstand sind das noch die wichtigsten Vertriebskanäle.

**4) Rollforward = Expected Contribution at Reference Rate
+ Expected Contribution in Excess of Reference Rate
+ Transfer to Net Assets**

	RC	FS	NA	VIF	Total
Exp. Cont. at RR	2	106	108	160	268
E. C. in excess of RR	4	257	261	235	495
Transfer to NA	- 416	1,681	1,265	- 1,265	0
Total	- 410	2,044	1,634	- 870	764

Bemerkungen:

1) Siehe 5. Seite 12.

2) Die erwarteten Erhöhungen aufgrund der Verzinsung mit den **Referenzzinssätzen (Risk Free Investment Returns)**, die auf die Anfangswerte angewandt werden, sind teilweise plausibel und teilweise nicht plausibel, ohne dass Erklärungen angegeben werden: Die Relation der NA Anfang Jahr zu dem VIF Anfang Jahr ist gleich 71.8% $(=(8,359 - 426) / (11,140 - 89))$ und die der erwarteten Erträge von NA zu VIF ist gleich 67.52% $(= 108 / 160)$, was einigermaßen plausibel erscheint; dagegen ist das RC mehr als doppelt so gross wie der FS, dennoch ist der zugewiesene Zinsertrag für das RC nur 2 und für den FS 106.

Die totale Verzinsung mit den Referenzzinssätzen beträgt 1.40% $= 268 / (19,499 - 357)$, was - im Gegensatz zur Aufteilung - plausibel erscheint.

3) Die Verzinsung mit den **Exzesszinssätzen** soll - zusammen mit Verzinsung mit den Referenzzinssätzen - eine erwartete Verzinsung mit "real world" Zinssätzen wiedergeben. Die Relation der zugewiesenen Zinserträge für das RC und den FS ist wieder völlig unplausibel; sie betragen 4 bzw. 257. Diesmal ist auch die Relation der zugewiesenen Zinserträge für die NA und den VIF nicht plausibel, da sie für die NA (261) grösser sind als für den VIF (235), obwohl der VIF erheblich grösser ist als die NA. Es werden keine Erläuterungen dazu abgegeben.

Die totale Verzinsung mit den Exzesszinssätzen beträgt 2.59% = 495 / (19,499 - 357).

Es ergibt sich somit eine totale erwartete Verzinsung von 3.99%, was bei dieser anhaltenden Tiefzinsphase recht hoch erscheint.

Man beachte, dass dieser Zuwachs des MCEV um 763 (= 268 + 495) aufgrund der Verzinsung mit "real world" Zinssätzen als der Teil der Operating Earnings als Managementleistung deklariert werden.

4) Beim **Transfer** ist die VIF Reduktion gleich gross wie die NA Erhöhung, was zu erwarten ist. Die Reduktion des VIF führt zu einer Reduktion des RC, was ebenfalls plausibel ist.

**5) Operating Variances = Operating Experience Variances
+ Operating Assumption Changes
+ Other Operating Variances**

	RC	FS	NA	VIF	Total
Op. Exp. Variances	36	- 22	14	34	49
Op. Ass. Changes	18	263	280	- 627	- 347
Other Op. Variances	135	- 230	- 94	114	20
Total	189	11	200	- 479	- 279

Bemerkungen:

1) Siehe 6. Seiten 13 bis 15.

2) Der Einfluss der **Operating Experience Variances** ist darauf zurückzuführen, dass die realisierten (nicht-ökonomischen) Werte nicht den in den Modellen angenommenen entsprechen, was in einem gewissen Umfang völlig normal ist; gesamthaft ergibt sich hierfür eine Erhöhung des MCEV lediglich um 49. Der grösste positive Beitrag kommt mit 65 aus UK und der (absolut) grösste negative Beitrag mit -41 aus A.P. & M.E.

- Die beiden **Risiken Tod und Invalidität** verlaufen besser als erwartet und tragen 80 zum MCEV bei; dies trifft insbesondere für UK und Spanien zu; in Spanien gilt das auch für die Langlebigkeit.
Bemerkung: Leider werden keine separaten Angaben zu den Risiken Tod und Erleben gemacht; diese unterschiedlichen Risiken werden unter dem Risiko Tod zusammengefasst.
- Die **Persistenz** verläuft schlechter als erwartet und führt zu einer Reduktion um -24.
- Der **Kostenverlauf** ist etwas besser als erwartet und führt zu einer Erhöhung um 6

- Die **übrigen Abweichungen** lösen eine Reduktion um -13 aus.

3) Die **Operating Assumption Changes** führen zu einer Reduktion des MCEV um -347. Der VIF sinkt um -627, während das RC um 18 steigt, was sehr unplausibel ist und nicht erläutert wird; zusätzlich liegt eine ebenso unplausible und nicht erläuterte Erhöhung des FS sogar um 263 vor.

- Die guten Verläufe der **Risiken Tod und Invalidität** führen zu verbesserten aktualisierten Annahmen, wodurch 72 zusätzlicher Value entsteht; die grössten positiven Beiträge kommen aus der Schweiz (73) und Nordamerika (23); der (absolut) grösste negative Beitrag kommt aus A.P. & M.E. (-43).
- Der schlechte Verlauf der **Persistenz** löst Änderungen der Annahmen aus, die zu einer Reduktion um -272 führen; die (absolut) grössten negativen Beiträge kommen aus Nordamerika (-101) und A.P. & M.E. (-135).
- Obwohl der **Kostenverlauf** einen kleinen positiven Beitrag liefert, wird durch die entsprechenden Änderungen der Annahmen eine Reduktion des MCEV um -65 ausgelöst.
- Die **übrigen** Änderungen der Annahmen lösen eine weitere Reduktion des Values um -82 aus.

4) Die **Other Operating Variances** liefern gesamthaft einen positiven Beitrag von lediglich 20.

- Die **Modelländerungen**, als Teil dieser Position, führen zu einer Erhöhung des MCEV von 282! Es wird kein Restatement gemacht! Auf Seite 15 wird dazu angegeben, dass davon zurückzuführen sind:
 - 195 in Deutschland wegen Verbesserungen der Produktmodellierung
 - 59 in UK, da im Gruppengeschäft Salärerhöhungen berücksichtigt werden
- Die **Entwicklungskosten** belasten den MCEV mit -260; dies ist im Wesentlichen zurückzuführen auf UK (-74), Lateinamerika (-54) und A.P. & M.E. (-29).
- Die **One-Off Expenses** betragen -94, deren grösster Teil in der Schweiz anfällt aufgrund von Projekten zur Steigerung der Effizienz und in Nordamerika wegen IT-Umstellung.
- Die Position **Other** bringt eine Erhöhung des MCEV um 92; hierunter werden z.B. positive Steuereffekte in UK (plausibel), Gewinne aus dem Kollektivgeschäft Schweiz (wieso hier?) und negative Effekte aus Deutschland wegen erhöhtem Risikokapital (wieso hier?) zusammengefasst.

**6) Operating Earnings = Value of New Business
+ Rollforward
+ Operating Variances**

	RC	FS	NA	VIF	Total
Value of New Busin.	656	- 1,431	- 775	1,797	1,022
Rollforward	- 410	2,044	1,634	- 870	764
Operating Variances	189	11	200	- 479	- 279
Total	435	625	1,060	448	1,507

Bemerkungen:

1) Die **Operating Earnings** werden meistens als **Leistung des Managements** interpretiert.

2) Der **Value of New Business** ist selbstverständlich eine Leistung des Managements.

3) Bezüglich des **Rollforward** stellen sich bei dieser Interpretation einige Fragen:

- Der **Transfer** ist problemlos: der VIF sinkt und die NA steigen um den gleichen Betrag; die Wirkung auf den MCEV ist gleich Null.
- Die **Verzinsung der NA** mit den erwarteten Referenzzinssätzen und den erwarteten Exzesszinssätzen kann man als Leistung der Assetmanager interpretieren; somit ergeben sich auch hier keine Probleme.
- Die **Verzinsung des VIF mit den erwarteten Referenzzinssätzen** ist ein technischer Vorgang, da um ein Jahr weniger diskontiert wird und der VIF meistens im Wesentlichen aus dem Certainty Equivalent (CE) besteht. Hier liegt meiner Meinung nach keine Leistung des Management vor; es ist vielmehr ein technischer Vorgang.
- Es stellt sich die Frage, wie die **Verzinsung des VIF mit den erwarteten Exzesszinssätzen** zu interpretieren ist. Der VIF ist ein intangible asset und keine effektive Kapitalanlage, auf der man Anlageerträge erzielen kann.

4) Die **Operating Variances** können durchaus Effekte aufgrund von Managementleistungen enthalten; z.B. können Kostensenkungsmassnahmen zu positiven Abweichungen (Operating Experience Variances) und zu positiv wirkenden Änderungen der Annahmen (Operating Assumptions Variances) führen.

Allerdings sollten darin die Wirkungen von Modelländerungen nicht enthalten sein, die Teil der Other Operating Variances sind.

Normalerweise sollten Modelländerungen zu einem Restatement führen, um zu verhindern, dass Erhöhungen des Values aufgrund von Modelländerungen als Managementleistung interpretiert werden.

5) Die **Modelländerungen**, als Teil der Other Operating Variances, betragen 282, d.h. 18.7% (= 282 / 1,507) der totalen Leistung des Managements. Ohne diese "Subvention" würde die Managementleistung auf 1,225 sinken; hiervon sind 1,022 (83.4% = 1,022 / 1'225) auf das Neugeschäft zurückzuführen.

Falls zusätzlich die "**real world**" **Verzinsung des VIF** nicht mehr als Managementleistung interpretiert wird, sinken die Operating Earnings sogar auf

$$\begin{aligned} 830 &= 1,022 + (764 - 160 - 235) + (-279 - 282) \\ &= 1,022 + 369 \text{ (modifizierter Rollforward)} - 561 \text{ (modifizierte} \\ &\quad \text{Operating Variances)} \end{aligned}$$

Die so modifizierten Managementleistungen von 830 betragen nur noch 55.1% (= 830 / 1,507) der ursprünglich im Bericht angegebenen Operating Earnings von 1,507.

**7) MCEV Earnings = Operating Earnings
+ Economic Variances
+ Other Non-Operating Variances**

	RC	FS	NA	VIF	Total
Operating Earnings	435	625	1,060	448	1,507
Econ. Variances	128	340	468	- 82	386
Other Non-Op. Variances	108	- 170	- 62	228	166
Total	670	796	1,466	594	2'060

Bemerkungen:

1) Zu **Economic Variances** siehe 6. Seiten 13 und 16.

2) Die **Economic Variances** geben die Wirkungen der Abweichungen der Realisierungen von den Erwartungen ökonomischer Parameter - wie z.B. der Kapitalerträge - und die entsprechenden Annahmenänderungen wieder; den Regeln entsprechend werden diese beiden Wirkungen leider nicht separat angegeben. Gesamthaft ergibt sich eine Erhöhung des MCEV um 386, die im Wesentlichen auf Reduktionen der risk free rates und der Liquiditätsprämien zurückzuführen sind. Hohe positive Beiträge werden für Italien (206), Irland (118) und Spanien (75) angegeben; die einzigen negativen Werte liegen für Deutschland (-193), die sich aufgrund aktualisierter ökonomischer Annahmen ergeben, und Lateinamerika (-77) vor.

Es wird eine Liquiditätsprämie benutzt, ohne deren Wirkung separat anzugeben. Die allgemeine Reduktion der Zinssätze ist sicherlich von Nachteil für traditionelle Produkte. Für Unit-Linked Produkte und Risikoprodukte sind sinkende Zinssätze angeblich von Vorteil für die Bestimmung des VIF. Hierbei wird angenommen, dass die zukünftigen Gewinnströme bei diesen Produkten recht unabhängig von den Zinssätzen sind und dass die Diskontierung mit tieferen Zinssätzen zu höheren Barwerten, d.h. zu höherem VIF, führen. Die Wirkung der vermutlich höheren Werte der Fondsanteile wird als ein Effekt 2. Ordnung vernachlässigt.

3) Die Position **Other Non-Operating Variances** gibt die Wirkung von gesetzlichen, steuerlichen oder regulatorischen Änderungen wieder. Gesamthaft ergibt sich eine Erhöhung um 166. Die höchsten positive Werte werden für A.P. & M.E. (106) und Nordamerika (92) ausgewiesen; der einzige negative Wert liegt für Italien (-83) vor.

8) Dividends and Capital Movements

	RC	FS	NA	VIF	Total
Start of Period	- 41	- 385	- 426	89	- 337
End of Period	0	- 239	- 239	2	- 237
Total	- 41	- 624	- 665	91	- 573

Bemerkungen:

1) Siehe 7. Seite 17.

2) Der **MCEV sinkt um -573 aufgrund von Netto-Kapitalabflüssen** an die Gruppe.

3) Die **Dividendenzahlungen** an die Gruppe betragen -996; die fünf grössten Dividenden kommen aus UK (-277), der Schweiz (-171), Nordamerika (-150), Lateinamerika (-149) und Deutschland (-98).

4) Die **Kapitalinjektionen** von der Gruppe betragen 413; die grössten Injektionen erhalten Nordamerika (158), UK (71) und Lateinamerika (67).

5) Die **Nettobelastung der NA aufgrund dieser beiden Kapitalflüsse** beträgt -583 (= -996 + 413). Die (absolut) grössten Netto-Belastungen treffen UK (-205), die Schweiz (-171), Deutschland (-98) und Lateinamerika (-82). Der einzige wesentliche Profiteure ist Irland

(53); die anderen positiven Nettobeträge sind sehr klein: Nordamerika (8), A.P. & M.E. (3) und Other (3).

6) Die Position **Other Movements** beinhaltet Kapitalbewegungen aufgrund von Akquisitionen, Verkäufen und Umstrukturierungen; gesamthaft liegt eine Erhöhung des MCEV um lediglich 9 vor. Der grösste positive Beitrag liegt für Deutschland (92) vor und der (absolut) grösste negative für Spanien (-86).

Dieser Saldo von 9 (= -82 + 91) ergibt sich wie folgt: die NA sinken aufgrund der Dividenden und der Kapitalinjektionen um -583; andererseits wird in der obigen Tabelle eine Reduktion der NA um -665 angegeben. Der zusätzlichen Reduktion der NA um -82 (= -665 + 583) steht eine Erhöhung des VIF um 91 (= 89 + 2) gegenüber.

**9) Total MCEV Changes = MCEV Earnings
+ Dividends and Capital Movements
+ Foreign Currency Translation Effects**

	RC	FS	NA	VIF	Total
MCEV Earnings	670	796	1,466	594	2,060
Div. & Cap. Move .	- 41	- 624	- 665	91	- 573
For. Curr. Tr. Effects	- 570	- 267	- 837	- 859	- 1,695
Total	60	- 94	- 34	- 174	- 209

Bemerkungen:

1) **Die Reduktion des MCEV beträgt -209.**

2) Dieses schlechte Ergebnis ist im Wesentlichen auf die Aufwertung des US Dollars und die dadurch ausgelösten Veränderungen der Wechselkurse zurückzuführen; sie verringern den MCEV um katastrophale -1,695 und sind damit (absolut) grösser als die Operating Earnings von 1,507; d.h. mehr als die ganze Managementleistung wird durch die Veränderungen der Wechselkurse vernichtet.

3) Die Dividenden und weiteren Kapitalbewegungen führen zu einer weiteren Reduktion des MCEV um -573; dieser Reduktion steht eine Erhöhung des MCEV um 552 durch die Economic Variances und Other Non-Operating Variances gegenüber.

4) Zusammenfassend kann man festhalten:

- Der **New Business Value** ist trotz der anhaltenden Tiefzinsphase mit 1,022 bemerkenswert hoch.

- Die **Operating Earnings** von 1,507 kann man wohl nicht zur Gänze als Leistung des Managements interpretieren, da hierin 282 aufgrund von Modelländerungen und 395 aufgrund der "real world" Verzinsung des VIF enthalten sind. Ohne diese "Subventionierungen" sinkt die Leistung des Managements auf 1,225 bzw. auf 830.
- Die **Operating Variances** führen zu einer Reduktion um -279, während die **Non-Operating Variances** eine Erhöhung um 552 bewirken. Der Saldo dieser Variances beträgt 273.
- Die **Netto-Kapitalabflüsse** an die Gruppe in Höhe von -573 belasten natürlich den MCEV sehr stark; bemerkenswert hoch sind die Dividenden mit -996.
- Der Einfluss der **Veränderungen der Wechselkurse** ist mit -1,695 katastrophal.

10) Um aufzuzeigen, wie volatil und interpretationsbedürftig die Resultate vom MCEV sein können, geben wir im Folgenden einige Daten zum MCEV 2012 der Zurich wieder:

1) **Der MCEV der Zurich stieg im Jahr 2012 um 3,016 bzw. 19.0% auf 18,861**; davon sind zurückzuführen:

- 857 (28.4%) auf **"real world" Verzinsung des VIF**
- 525 (17.4%) auf **Modelländerungen**
- 405 (13.4%) auf **Economic Variances**
- 525 (17.4%) auf **Netto-Kapitalzuflüsse** (Akquisitionen)
- 387 (12.8%) auf **Veränderungen der Wechselkurse** (Abwertung des USD)

Bezüglich der "real world" Verzinsung ist allerdings zu beachten, dass für diese Verzinsung der NA lediglich 96 angegeben werden bei einem Startwert der NA von 6,388; die Aufteilung dieser Verzinsungen waren und sind weiterhin nicht plausibel.

2) Zusammen machen diese "Subventionen" 2,699 bzw. 89.5% der Steigerung des MCEV aus.

Die verbleibende Erhöhung von 317 kann man eventuell als **Leistung des Managements** interpretieren.

3) Die **Operating Earnings**, die gerne als Leistung des Managements interpretiert werden, betragen 1,739.

Ohne die "real world" Verzinsung des VIF von 857 und ohne die Modelländerungen von 525 verbleiben noch 357 (= 1,739 - 857 - 525), die man als Leistung des Managements interpretieren kann. Man kommt so zu einer ähnlichen Grössenordnung für die Leistung des Managements.

4) Bemerkenswert ist, dass der New Business Value 890 betrug. Für die Operating Variances ohne Berücksichtigung des Effektes der Modellverbesserungen ergibt sich -629 (= -104 - 525). Für den Rollforward ohne die "real world" Verzinsung des VIF ergibt sich 97 (= 954 - 857). Zusammen erhält man so 358 (= 890 - 629 + 97); wiederum ein Wert um 350.

11) Vergleich vom MCEV 2012 und MCEV 2014

1) Der **MCEV 2012 der Zurich** sieht auf den ersten Blick mit einer Erhöhung um 3,016 bzw. 19% brillant aus.

Die Leistung des Managements kann man allerdings plausibel "runter rechnen" auf lediglich rund 350.

2) Der **MCEV 2014 der Zurich** sieht auf den ersten Blick mit einer Reduktion um -209 katastrophal aus.

Für die Leistung des Managements kann man allerdings eine plausible untere Grenze von immerhin rund 830 angeben.

13) Required Capital and Free Surplus

Bemerkungen:

1) Siehe 3. Seite 10.

2) Das **RC** ist gleich dem Maximum von dem Shareholder-Anteil von dem regulatorisch vorgeschriebenen minimalen Solvenzkapital und von dem intern geforderten Solvenzniveau (z.B. AA Rating gemäss S&P). Bemerkenswert sind die zum Teil grossen Unterschiede dieser beiden Grössen.

3) Gesamthaft beträgt das RC 5,629, was im Durchschnitt 144% des Aktionärsanteils der regulatorisch geforderten Solvenzmarke entspricht. Es liegt also eine fast fünfzigprozentige Überdeckung vor. Die grössten Positionen weisen die Region A.P. & M. E. mit 947, Deutschland mit 913 und UK mit 850 auf; die entsprechenden Deckungsgrade sind allerdings mit 139%, 136% bzw. 133% etwas unter dem Durchschnitt. Die einzige Region mit einem Deckungsgrad, der stark vom Durchschnittswert abweicht, ist Nordamerika mit 406 und 354%.

4) Der **FS** beträgt gesamthaft 2,696 und ist sehr unterschiedlich verteilt. Die mit grossem Abstand grössten Werte liegen für Deutschland vor mit 1,037 und UK mit 801; auf diese beiden Länder zusammen

entfallen 68.2% des FS, obwohl in beiden Länder das Lebengeschäft - gemessen an der Marge des Neugeschäfts - nicht sehr profitabel ist. Es folgen Lateinamerika mit 376 und A.P. & M.E. mit 292. Negative Werte des FS werden für Spanien mit -40 und Other mit enormen -253 ausgewiesen.

Erhöhungen des FS liegen lediglich für UK (108), Nordamerika (85) und Rest of Europe vor (6). Die (absolut) grössten Reduktionen weisen Lateinamerika (-97), Other (-60) und Deutschland (-44) auf.

Bemerkenswert ist ein Vergleich dieser Veränderungen des FS mit den Salden aus den Dividenden und aus den Kapitalinjektionen; so gilt z.B.:

- In UK steigt der FS um 108, obwohl diese Kapitalbewegungen -205 betragen.
- In Nordamerika steigt der FS um 85 und diese Netto-Kapitalbewegungen betragen 8.
- In der Schweiz sinkt der FS um -4, obwohl diese Netto-Kapitalbewegungen -171 betragen.
- In Lateinamerika sinkt der FS um -97 und diese Netto-Kapitalbewegungen betragen -82.
- In Deutschland sinkt der FS um -44 und diese Netto-Kapitalbewegungen betragen -98.

14) Analysis of Free Surplus Generation

Bemerkungen:

1) Siehe 4. Seite 11.

2) Der **Startwert des FS** beträgt 2,790.

3) Das **Neugeschäft** führt zu einer Reduktion des FS um -1,431, wovon 775 auf Abschlusskosten im Abschlussjahr zurückzuführen sind und 656 auf die Erhöhung des RC ($1,431 = 775 + 656$).

4) Die **Verzinsung des FS aus dem Rollforward** mit den "real world" Zinssätzen ergibt eine Erhöhung um 363 ($= 106 + 257$). Der **Transfer aus dem Rollforward** erhöht den FS um 1,681, wovon 1,265 auf den Transfer des Jahresgewinns zurückzuführen ist und 416 auf die Reduktion des RC ($1,681 = 1,265 + 416$).

5) Die **Operating Variances** tragen 11 ($= -22 + 263 - 230$) zum FS bei und die **Non-Operating Variances** 171 ($= 340 - 170$).

6) Die **Dividenden** reduzieren den FS um -996 (= -574 -422) und die anderen **Kapitalbewegungen** führen zu einer Erhöhung um 372 (= 203 - 14 + 210 - 27).

7) Die **Veränderungen der Wechselkurse** reduzieren den FS um -267.

8) Es resultiert ein **Endwert des FS** von 2,696 und somit eine Reduktion des FS um -94.

15) Value of Business In-Force

Bemerkungen:

1) Siehe 8. Seite 18

CE = Certainty Equivalent

TVOG = Time Value of Financial Options and Guarantees (including a liquidity premium)

FC = Frictional Cost

CRNHR = Cost of Residual Non-Hedgeable Risk

VIF = Value of Business In-Force = CE + TVOG + FC + CRNHR

Global Life	CE	CE %	TVOG	TVOG %	FC	FC %	CR NHR	CR NHR %	VIF	VIF %
North Am	2,787	21.0	- 243	27.7	- 67	13.4	- 143	15.8	2,334	21.3
Latin Am	211	1.6	- 14	1.6	- 48	9.6	- 50	5.5	99	0.9
Europe	8,563	64.6	- 610	69.5	- 299	59.7	- 547	60.6	7,107	64.8
A. P. & M. E.	1,704	12.9	- 11	1.3	- 71	14.2	- 126	14.0	1,497	13.7
Other	-18	-0.1	-	-	- 17	3.4	- 36	4.0	- 71	- 0.6
Global Life	13,247	100.0	- 878	100.0	- 501	100.0	- 903	100	10,966	100

Bemerkungen:

1) In **Nordamerika** ist der Anteil des CE mit 21.0% ungefähr gleich gross wie der Anteil vom VIF mit 21.3 %; gegenüber dem Jahr 2012 liegen für diese Anteile Zuwächse von rund 2 Prozentpunkten vor. Der Anteil des TVOG ist mit 27.7% recht hoch; die Garantien und Optionen haben wohl einen hohen Wert. Die Anteile der FC und der CRNHR sind mit 13.4% und 15.8% recht niedrig. Der VIF beträgt 83.7%(= 2,334 / 2,787) vom CE.

2) Die Bedeutung von **Lateinamerika** ist mit Anteilen von 1.6% am CE und 0.9% am VIF mittlerweile recht unbedeutend. Im Jahr 2012 betragen diese Werte noch 4.5% bzw. 4.7%.

3) **Europa** ist mit Abstand die gewichtigste Region. Die Anteile des CE und des VIF sind mit 64.6% bzw. 64.8% im Prinzip gleich hoch; gegenüber dem Jahr 2012 liegen Zuwächse von fast 5 Prozentpunkten vor. Der Anteil des TVOG ist mit fast 69.5% um einiges höher; allerdings liegt gegenüber dem Jahr 2012 eine Reduktion dieses Anteils um fast 4 Prozentpunkte vor. Der relativ hohe Wert des TVOG ist auf die Bedeutung der traditionellen Produkte in Kontinentaleuropa zurückzuführen, insbesondere sind Deutschland, Italien und die Schweiz zu erwähnen (siehe weiter unten). Die Anteile der FC und CRNHR betragen lediglich um die 60%. Der VIF beträgt 83.0% (= 7,107 / 8,563) vom CE, also ähnlich wie in Nordamerika.

4) In **Asia-Pacific and Middle East** betragen die Anteile vom CE 12.9% bzw. 13.7%. Die Anteile der FC und der CRNHR sind mit 14,2% bzw. 14.0% nur etwas höher. Dagegen ist der Anteil des TVOG mit lediglich 1.3% extrem tief; der Wert der Optionen und Garantien ist offensichtlich sehr unbedeutend, da in dieser Region wohl im Wesentlichen Unit-Linked Produkte bzw. Risikoprodukte verkauft werden. Der VIF beträgt 87.9% (= 1,497 / 1,704) vom CE; er ist also erheblich grösser als in Nordamerika und Europa.

5) **Gesamthaft beträgt der VIF 82.8% vom CE** (= 10,966 / 13,247); gegenüber dem Jahr 2012 liegt eine Erhöhung um fast 3 Prozentpunkte vor.

Gesamthaft beträgt der TVOG beträgt 6.6% (= 878 / 13,247) vom CE, die FC 3.8% (= 501 / 13,247) und die CRNHR 6.8% (= 903 / 13,247). Im Jahr 2012 lauteten diese Prozentsätze 8.2%, 4.2% bzw. 7.6%; d.h. für alle drei Werte liegen Reduktionen vor.

Europe	CE	CE %	TVOG	TVOG %	FC	FC %	CR NHR	CR NH R %	VIF	VIF %
UK	2,784	32.5	- 22	3.6	- 36	12.0	- 167	30.5	2,559	36.0
Germany	1,381	16.1	- 274	44.9	- 209	70.0	- 158	28.9	740	10.4
Switzerland	2,407	28.1	- 71	11.6	- 21	7.0	- 127	23.2	2'189	30.8
Ireland	1,021	11.9	- 6	1.0	- 11	3.7	- 46	8.4	957	13.5
Spain	365	4.3	- 5	0.9	- 6	2.0	- 25	4.6	329	4.6
Italy	468	5.5	- 200	32.8	-14	4.7	-17	3.1	237	3.3
Rest of Eur.	137	1.6	- 31	5.1	- 3	1.0	- 7	1.3	96	1.4
Europe	8,563	100.0	- 610	100.0	- 299	100	- 547	100	7,107	100

Bemerkungen:

1) **UK** ist mit grossem Abstand in Europa, aber auch weltweit, das gewichtigste Land. Die Anteile am europäischen CE und VIF betragen immerhin 32.5% bzw. 36.0%; allerdings liegt im Vergleich zum Jahr 2012 eine Reduktion dieser beiden Anteile um 6.5 bzw. 10.4 Prozentpunkte vor. Länder wie Irland, Spanien und Italien haben spürbar zugelegt. Extrem tief ist der Anteil an dem TVOG mit lediglich 3.6%; ein Indiz für den hohen Anteil von Unit-Linked Produkten. Auch die FC weisen mit nur 12.0% einen recht tiefen Anteil auf. Der Anteil der CRNHR ist mit 30.5% in der Nähe der Anteile vom CE und VIF. Eventuell ist das ein Indiz für hohe aktuarielle Risiken; es fehlen allerdings entsprechende Hinweise. Der VIF beträgt hohe 91.9% (= 2,559 / 2,784).

2) In **Deutschland** sind die Kosten extrem hoch. So betragen die Anteile am europäischen TVOG ausserordentlich hohe 44.9%, an den europäischen FC extrem hohe 70.0% und an den CRNHR immerhin noch 28.9%. Ein Hinweis, dass Deutschland in der jetzigen Tiefzinsphase extrem unter den relativ hohen alten Zinsgarantien leidet; ferner deuten die extrem hohen FC auf eine hohe Steuerbelastung hin. Diese hohen Kosten führen dazu, dass der Anteil am europäischen VIF lediglich noch 10.4% beträgt, obwohl für den CE ein ansehnlicher Anteil am europäischen CE von 16.1% ausgewiesen wird. Der VIF beträgt nur 53.6% (= 740 / 1,381) vom CE; im Jahr 2012 betrug dieser Anteil sogar nur 43.8%. Dieses spezielle Bild korrespondiert sehr gut mit der sehr tiefen Marge des Neugeschäfts von 13.6% bei einem Durchschnitt von 22.1%.

3) In der **Schweiz** betragen die Anteile am europäischen CE und VIF 28.1% bzw. 30.8%; gegenüber dem Jahr 2012 liegen für diese Anteile nur geringfügige Erhöhungen vor. Allerdings ist der Anteil des TVOG

massiv um 17 Prozentpunkte auf nur noch 11.6% gesunken. Dies ist erklärungsbedürftig, da die Schweiz auch unter der Tiefzinsphase leidet. Auch für die FC liegt ein mit nur 7.0% ein extrem tiefer Anteil vor; dies ist vermutlich ein Indiz für eine tiefe steuerliche Belastung. Für die CRNHR liegt mit 23.2% eine moderate Belastung vor. Der VIF beträgt hohe 90.9% (= 2,189 / 2,407) vom CE.

4) In **Irland** betragen die Anteile am europäischen CE und VIF 11.9% bzw. 13.5%. Die Anteile des TVOG und der FC sind mit 1.0% bzw. 3.7% extrem tief; auch der Anteil der CRNHR mit 8.4% ist gering. Das sind Hinweise auf einen hohen Anteil von Unit-Linked Produkten. Der VIF beträgt sehr hohe 93.7% (= 957 / 1,021) vom CE.

5) In **Spanien** betragen die Anteile am europäischen CE und VIF 4.3% bzw. 4.6%. Die Anteile des TVOG und der FC sind mit 0.9% bzw. 2.0% extrem tief; der Anteil der CRNHR mit 4.6% erscheint adäquat. Auch liegen wieder Hinweise auf einen hohen Anteil von Unit-Linked Produkten vor. Der VIF beträgt 90.1% (= 329 / 365) vom CE.

6) In **Italien** liegen ähnlich hohe Kosten wie in Deutschland vor; allerdings sind die absoluten Beträge erheblich kleiner. So betragen die Anteile am europäischen CE und VIF lediglich 5.5% bzw. 3.3%. Der Anteil des TVOG ist mit 32.8% extrem hoch; ein Indiz für die grosse Bedeutung traditioneller Produkte mit hohen technischen Zinssätzen. Die Anteile der FC mit 4.7% und der CRNHR mit 3.1% erscheinen recht normal. Der VIF beträgt nur 50.6% (= 237 / 468) vom CE; dieser Anteil ist sogar noch etwas tiefer als der von Deutschland.

7) **Gesamthft beträgt in Europa der VIF 83.0% vom CE** (= 7,107 / 8,563); gegenüber dem Jahr 2012 liegt eine Erhöhung um fast 5 Prozentpunkte vor.

Gesamthft beträgt der TVOG beträgt 7.1% (= 610 / 8,563) vom CE, die FC 3.5% (= 299 / 8,563) und die CRNHR 6.4% (= 547 / 8,563). Im Jahr 2012 lauteten diese Prozentsätze 10.0%, 4.7% bzw. 7.3%; d.h. für alle drei Werte liegen Reduktionen vor.