

MASTERARBEIT / MASTER'S THESIS

Titel der Masterarbeit / Title of the Master's Thesis

„Too big to fail in der Versicherungswirtschaft: Zwei Fallstudien zur Rettung
von angeschlagenen Versicherungsgesellschaften“

verfasst von / submitted by

Soňa Ryll, BSc BSc

angestrebter akademischer Grad / in partial fulfilment of the requirements for the degree of

Master of Science (MSc)

Wien, 2016 / Vienna 2016

Studienkennzahl lt. Studienblatt /
degree programme code as it appears on
the student record sheet:

A 066 914

Studienrichtung lt. Studienblatt /
degree programme as it appears on
the student record sheet:

Masterstudium Internationale
Betriebswirtschaft

Betreut von / Supervisor:

o.Univ.-Prof. Dr. Jörg Finsinger

Danksagung

An dieser Stelle möchte ich mich zunächst bei Herrn o.Univ.-Prof. Dr. Finsinger bedanken, der meine Masterarbeit betreut hat. Ich danke Ihnen, dass Sie mir auch noch so kurz vor Ihrer Pensionierung ermöglicht haben, diese Arbeit zu meinem Wunschthema unter Ihrer Betreuung zu verfassen, sowie dafür, dass Sie mich durch Ihre wertvollen Hinweise in dieser Arbeit weitergebracht haben.

Ich möchte mich auch bei meinem Ehemann Christoph bedanken, der mir stets mit Rat und Tat zur Seite stand und mich moralisch, sowie auch durch zahlreiche Ideen und Korrekturlesungen sehr unterstütz hat. Danke mein Liebster, ohne dich wäre diese Unternehmung erst gar nicht möglich gewesen. Du hast mir den Rücken immer freigehalten.

Ganz besonders danke ich meiner Tochter Christina, die so viel Geduld und Verständnis für mich in ihren jungen Jahren aufbringen konnte.

Schließlich gilt mein herzliches Dankeschön auch den Großeltern, für das sehr Hilfreiche Korrekturlesen und dafür, dass sie in der Zeit des Schreibens meine Tochter so liebevoll betreut haben.

Danke!

Eidesstattliche Erklärung

Ich erkläre hiermit an Eides Statt, dass ich die vorliegende Arbeit selbständig angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht. Die Arbeit wurde bisher weder in gleicher noch in ähnlicher Form einer anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch noch nicht veröffentlicht.

Des Weiteren habe ich beim Verfassen dieser Arbeit nicht zwischen männlichen und weiblichen Personen unterschieden. Personenbezogene Bezeichnungen beziehen sich immer auf Männer und Frauen gleichermaßen.

Fürstenfeldbruck, 2016

Soňa Ryll

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	v
Abbildungsverzeichnis	vii
Tabellenverzeichnis.....	viii
1 Einleitung	1
1.1 Aufgabenstellung.....	2
1.2. Querschnitt durch die Arbeit	2
2 Grundlagen	4
2.1 Too big to fail (TBTF).....	4
2.1.1 Das Risiko	4
2.1.2 Systemrelevanz	5
2.1.3 Systemrelevante Versicherungsunternehmen	9
2.2 Historischer Rückblick	11
3 Fallstudie AIG	13
3.1 Der Weg zum Kollaps	16
3.1.1 CDS.....	18
3.1.2 CDO	22
3.1.3 Wertpapierleihe	25
3.1.4 Finanzschwierigkeiten	27
3.2 Die Rettung.....	27
3.3 Rettungsmaßnahmen	30
3.3.1 TARP Finanzierung	32
3.3.2 Maiden Lane II.....	34
3.3.3 Maiden Lane III	35
3.4 Konsequenzen.....	37
3.4.1 Dodd-Frank Act	38
3.4.2 Federal charter	40

3.4.3 Weitere Folgen.....	41
3.5 Von der Leine genommen	42
3.6 Zusammenfassung	43
4 Fallstudie Mannheimer Lebensversicherung AG.....	46
4.1 Die Gesellschaft.....	46
4.2 Vor der Krise	48
4.3 Kapitalanlagen	50
4.4 Die Krise.....	53
4.5 Folgen.....	56
4.6 Die Auffanggesellschaft	57
4.6 Zusammenfassung	58
5 Conclusio.....	61
Anhang A: Liste der AIG Tochtergesellschaften	65
Anhang B: Liste der historischen Kurse der AIG Stammaktie, gelistet auf der NYSE	66
Anhang C: Abstract.....	80
Anhang D: Abstract in Englisch.....	81
Anhang E: Lebenslauf.....	82
Literaturverzeichnis.....	83

Abkürzungsverzeichnis

ABS	asset-backed security
AIA	American International Assurance Company Limited
AIG	American International Group, Inc.
AIGCFG	AIG Consumer Finance Group, Inc.
AIGFP	AIG Financial Products Corp.
AktG	Aktiengesetz
ALICO	American Life Insurance Company
Anm.	Anmerkung
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
bspw.	beispielweise
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CDO	Collateralized Debt Obligation
CDS	Credit Default Swap
DAX	Deutscher Aktienindex
d.h.	das heißt
Fed	Federal Reserve
FSB	Financial Stability Board
G-SII	global systemically important insurer
GDV	Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft
gem.	gemäß
ggf.	gegebenenfalls
HGB	Handelsgesetzbuch
IAIS	International Association of Insurance Supervisors
ILFC	International Lease Finance Corporation
InsO	Insolvenzordnung
IPO	initial public offering
ISIN	International Securities Identification Number
i.V.m.	in Verbindung mit
KBV	Kurs-Buchwert-Verhältnis

Libor	London Interbank Offered Rate
LLC	Limited Liability Copmpany
MAG	Mannheimer AG Holding
MBS	mortgage-backed security
MDAX	Mid Cap DAX
ML	Maiden Lane
NYSE	New York Stock Exchange
OTC	over-the-counter
RfB	Rückstellungen für Beitragsrückerstattungen
RMBS	residential mortgage-backed securities
S&P	Standard & Poor's
SDAX	Small Cap DAX
SIFI	Systemically Important Financial Institution
SPV	special purpose vehicle
TARP	Troubled Asset Relief Program
TBTF	Too big to fail
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
VersVG	Versicherungsvertragsgesetz
vgl.	vergleiche
WKN	Wertpapierkennnummer

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Transfer des systemischen Risikos auf die reale Wirtschaft (Quelle: eigene Darstellung nach Swiss Re 2003, S. 7)	6
Abbildung 2: Liste der insolventen Rückversicherer aus den Jahren 1980 bis 2003 (Quelle: Swiss Re 2003, S. 32)	7
Abbildung 3: Historische Entwicklung der AIG Aktie an der NYSE; erfasst wurde der Zeitraum zwischen 1.1.1999 und 29.3.2016 (Quelle: finanzen.at 2016a)	15
Abbildung 4: Historische Entwicklung der AIG Aktie im Vergleich zum S&P-500 Index (Quelle: Nasdaq 2016).....	15
Abbildung 5:Einnahmen der AIG aus den wichtigsten Segmenten im Jahr 2006 (Quelle: eigene Darstellung nach AIG 2007 und Harrington 2009a, S. 789).....	17
Abbildung 6: Funktionsweise eines CDS Kontrakts (Quelle: eigene Darstellung nach Weistroffer 2010, S. 4)	18
Abbildung 7: CDO Struktur (Quelle: Schäfer 2008, S. 810)	23
Abbildung 8: Wertpapierleihe (Quelle: Peirce 2014, S. 17).....	26
Abbildung 9: Entwicklung des Gesamtvermögen der AIG (Quelle: eigene Darstellung nach U.S. Department of the Treasury 2012)	43
Abbildung 10: Kursentwicklung DAX (Quelle: finanzen.net 2016b).....	49
Abbildung 11: Chart EURO STOXX 50 (Quelle: finanzen.net 2016c)	49

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Liste der zehn größten Versicherer weltweit (Quelle: eigene Darstellung nach A.M. Best 2016).....	9
Tabelle 2: AIG Ranking in Fortune 500 (Quelle: eigene Darstellung gem. Fortune)	13
Tabelle 3: Einnahmen der AIG aus den wichtigsten Segmenten für das Jahr 2006 (Quelle: eigene Darstellung nach AIG 2007, S. 29)	16
Tabelle 4: Höhe der erneut hinterlegten Sicherheiten im Rahmen des CDS Programms der AIGFP nach der Auszahlung der Fed Credit Facility (Quelle: eigene Darstellung nach Watson und Ashooh 2009, S. 3)	31
Tabelle 5: Hilfeleistungen an die Gegenparteien der AIG im Rahmen des Wertpapierleihprogramms (Quelle: eigene Darstellung nach Watson und Ashooh 2009, S. 6)	33
Tabelle 6: Zahlungen der Maiden Lane III (Quelle: eigene Darstellung mit Daten von Watson und Ashooh 2009, S. 4).....	36
Tabelle 7: Übersicht der Verpflichtungen sowie der aus den Hilfeleistungen resultierenden Renditen der beteiligten Behörden (Quelle: eigene Darstellung nach U.S. Department of the Treasury 2013) ..	42
Tabelle 8: Gesamtsummen der Leistungen der AIG an ihre Gegenparteien (Quelle: eigene Darstellung mit den Daten von Watson und Ashooh 2009 und nach Harrington 2009a, S. 797).....	44
Tabelle 9: Vergleich der Kapitalanlagen der Mannheimer Leben mit dem Branchendurchschnitt (Quelle: eigene Darstellung nach Baums 2003).....	51

1 Einleitung

Bezugnehmend auf die Finanzkrise der Jahre 2007 bis 2009 und dem damit verbundenen Too big to fail Problem, wird man viel zu oft nur mit Banken konfrontiert. Auch wenn in gewisser Weise beide Branchen, sprich die Banken und die Versicherungen, miteinander teils korrelieren, bestehen immer noch signifikante Unterschiede die spezifiziert werden müssen. Beide Branchen verlangen nach maßgeschneiderten Vorschriften.

Zusätzlich lassen sich systemrelevante Risiken ebenfalls außerhalb des Bankensektors finden. Wie auch bspw. Weistroffer (2011) erwähnt, können unter anderem ebenso Hedgefonds oder Geldmarktfonds unter Umständen systemrelevante Folgen auslösen.

Versicherungsunternehmen sind wichtige Teilnehmer an den weltweiten Finanzmärkten. Sie sind, gleich nach den Investmentfonds, die größten Investoren auf den Finanzmärkten, wobei manche Vermögenswerte, die von den Investmentfonds verwaltet werden, im Besitz der Versicherungsunternehmen sind (Schich 2009).

Die Too big to fail Thematik besteht im Wesentlichen darin, dass die Regulierungsbehörden Angst vor den Auswirkungen auf die Finanzmärkte sowie auf einzelne Volkswirtschaften haben, die ein möglicher Fall eines weitverflochtenen, großen und komplexen (Wallenborn und Brisbois 2014) Finanzinstituts verursachen kann. Demnach sind die Regierungen praktisch gezwungen, diese an Liquiditätsnot leidenden Institutionen zu retten (Umlauf 2014). Die Aufseher wollen sich dieser Problematik schnellst möglichst entledigen, damit die Märkte bei der nächsten Liquiditätsnot eines globalen systemrelevanten Finanzinstituts nicht schon wieder ins Wanken gebracht werden (Wallenborn und Brisbois 2014). Offenbar waren viele Marktteilnehmer, historisch bedingt vor der bereits erwähnten Finanzkrise, von der Rettung der größten Finanzinstitute durch den Staat überzeugt. Das wurde durch ein Bail-out der AIG Versicherung auch bestätigt, obwohl unmittelbar davor die Insolvenz der großen Investmentbank Lehman Brothers den Markt erschüttert hat (Umlauf 2014). Diese Überzeugung hat das moralische Risiko der Marktteilnehmer höchstwahrscheinlich nur noch erhöht.

1.1 Aufgabenstellung

Das Ziel dieser wissenschaftlichen Arbeit ist es, sich ein klares Bild über die Too big to fail Problematik und die damit verbundene Systemrelevanz der Versicherungsgesellschaften zu verschaffen, beziehungsweise sich mit diesen Themen auseinanderzusetzen. Die zwei Fallstudien zu der American International Group (AIG) und der Mannheimer Lebensversicherung sollen auch diesem Zweck dienen. Man soll aus den Fehlern der Vergangenheit lernen, um in der Zukunft besser wirtschaften zu können. Die Maßnahmen und Konsequenzen der zwei relativ unterschiedlichen Rettungsaktionen, der AIG und der Mannheimer Leben, sollen erörtert werden.

Des Weiteren soll das Wissen über die unterschiedlichen, in der Praxis verwendeten, Finanzprodukte vertieft werden. Auch die Überlegungen, die hinter jeder der beiden Rettungsaktionen standen, sollen beurteilt und verstanden werden.

Am Ende der Arbeit wird meine eigene Meinung über das Too big to fail Thema vorgestellt.

1.2. Querschnitt durch die Arbeit

Zu Beginn dieser wissenschaftlichen Arbeit werden einige Begriffe erklärt, die wesentlich für das richtige Verständnis dieser Arbeit sind. Vor allem die Begriffe „Too big to fail“ und „systemische Relevanz“ werden den Leser durch die gesamte Arbeit begleiten. Da sich diese Arbeit auf die Assekuranz bezieht, wird dementsprechend auch die Systemrelevanz für Versicherungsunternehmen erläutert. Es ist jedoch von Anfang an klarzustellen, dass das Versicherungsgeschäft nicht und nie risikolos sein kann. Deswegen wird das Risiko, dem die Versicherungsunternehmen gegenüberstehen, etwas näher erläutert. Des Weiteren zeigt Kapitel 2 dem Leser noch einen historischen Rückblick auf zwei gescheiterte Versicherer aus dem deutschsprachigen Raum, die Phönix Lebensversicherung aus Österreich und die Frankfurter Allgemeine Versicherungs AG aus Deutschland. Die AIG Krise sowie der Fall der Mannheimer Lebensversicherung sind also nicht die ersten Niederlagen, welche die Versicherungsbranche einstecken musste. Bei den Versicherungsgesellschaften, im Vergleich zum Bankwesen, sind dennoch solche Liquiditätsschwierigkeiten, die gegebenenfalls behoben werden müssen, eher selten (Reinhart und Rogoff 2009).

An erster Stelle wurde die Fallstudie über die American International Group in dieser Arbeit integriert, obwohl historisch gesehen sich die Begebnisse fünf Jahre nach der Mannheimer Schieflage ereignet haben. Meines Erachtens nach sind die Umstände um die AIG von besonderer Bedeutung für diese Arbeit.

Die American International Group, Inc. (AIG) war das größte Versicherungsunternehmen der USA (Sjostrom 2015), bis es 2008 hauptsächlich aufgrund von Geschäften mit Finanzprodukten, wie den CDOs und den CDS, die von der Tochter AIGFP (AIG Financial Products) gezeichnet wurden, in finanzielle Schieflage geriet und unmittelbarer Gefahr einer Insolvenz entgegenblicken musste (Grothkopf 2009). Die Schieflage der AIG wurde zudem durch die Herabstufung ihrer Kreditwürdigkeit durch die Ratingagenturen nur noch verstärkt. Die Lösung war eine partielle Verstaatlichung der Versicherungsgruppe (FAZ 2008) und ein Kredit der US Notenbank Fed (Federal Reserve) und des Finanzministeriums in einer Höhe von \$ 85 Milliarden (Harrington 2009a). Die Hilfeleistungen sind dabei insgesamt auf über \$ 182 Milliarden angewachsen (Sjostrom 2009). Die Folge dessen war der Erlass des Dodd-Frank Acts zur Stabilisierung des Vertrauens in das US Amerikanische Finanzsystem. Im weitesten Sinne kann auch die Regulierung der systemisch relevanten Versicherungsunternehmen (G-SII) als Folge dieser Krise erachtet werden. Die wichtigsten Literaturquellen für diesen Abschnitt der vorliegenden Arbeit waren die Artikel der Herren Harrington (2009a) und Sjostrom (2009), denn diese Artikel haben speziell die Umstände rund um die AIG Krise untersucht.

Ausreichende Literatur für den zweiten Hauptteil dieser Arbeit war etwas komplizierter zu finden. Deshalb habe ich mich hauptsächlich an die Geschäftsberichte des Mannheimer Konzerns aus den Jahren 2002 und 2003 orientiert, sowie an die Diplomarbeit von Herrn Baums (2003). Die Mannheimer Lebensversicherung AG geriet 2003 aufgrund von Missmanagement vor allem in der Frage der Einschätzung der Lage auf den Finanzmärkten und der, im Vergleich, relativ hohen Aktienquote in finanzielle Schwierigkeiten. Um das Image der deutschen und bis dahin dem Ruf nach krisenresistenten (Baums 2003) Versicherungsbranche zu retten wurde der Bestand der Mannheimer Lebensversicherung auf die neugegründete Auffanggesellschaft Protektor Lebensversicherungs-AG übertragen. Somit konnte eine Insolvenz vermieden werden. Die Verträge der Versicherten blieben bestehen und wurden von der Protektor saniert und weitergeführt. Die Auffanggesellschaft beabsichtigt alle restlichen, d.h. noch nicht beendeten Verträge, wie in der Satzung festgelegt, zu veräußern.

Eine Zusammenfassung, sowie meine persönliche Meinung zu den besprochenen Themen werden am Ende dieser Arbeit angefügt.

2 Grundlagen

Die Begriffserklärung sowie ein historischer Rückblick auf die Materie sind wesentliche Bestandteile einer wissenschaftlichen Arbeit. Denn auch in der Wirtschaft ist die Eindeutigkeit der genutzten Begriffe nicht prädestiniert. Viel zu oft wird man mit Unkenntnis oder falscher Interpretation konfrontiert, obwohl sich durch einfache Definitionen einige Konfliktsituationen vermeiden ließen.

2.1 Too big to fail (TBTF)

Der Begriff „Too Big To Fail“ oder zu Deutsch „zu groß, um zu scheitern“ wird in dieser Arbeit in dem Sinne verwendet und verstanden, dass es sich um Unternehmen, vor allem aus der Finanzbranche handelt, deren Insolvenz für eine Volkswirtschaft so fatal und zusätzlich mit solch immensen Kosten und Risiken verbunden wäre, dass die Rettung dieser Unternehmen mit Steuergeldern als politisch vertretbare und aus ökonomischer Sicht als die bessere Entscheidung erscheint (BaFin 2013 und Greene et al. 2010). Es werden jedoch auch andere Begriffe im Zusammenhang mit diesen systemisch relevanten Unternehmen verwendet, wie *„too complex to fail“*, oder *„too interconnected to fail“* (BaFin 2013, S. 31). Wobei der Begriff der Verflochtenheit am meisten für diese Arbeit zutreffen würde.

Greene et al. (2010) betonen, dass die Unternehmen, die zu vernetzt sind um zu scheitern, ein großes systemisches Risiko darstellen. Deren schwächelnde Wirtschaftsleistung, oder gar die Insolvenz, hätte einen erheblichen Einfluss auf die nationalen und auch auf die internationalen Finanzsysteme. Diese Unternehmen sind also durch die Verflechtungen systemisch relevant geworden.

2.1.1 Das Risiko

Wagner (2000, S. 139) unterteilt Risiken, die einem Versicherungsunternehmen zugeschrieben werden können, je nach ihrer Wirkung, in vier sogenannte „Risikobereiche“. Wagner zufolge gibt es:

„das Risikogeschäft, das Kapitalanlagegeschäft, das derivative Finanzgeschäft und das sonstige Dienstleistungsgeschäft“.

Das Risikogeschäft beschreibt das Kerngeschäft eines Versicherers, also den Schutz der einem Versicherungsnehmer in einem Schadensfall gewährt wird. Als Gegenleistung erhält das Versicherungsunternehmen eine, dem Risiko angemessene, Prämie. Im Grunde besteht dieses

Risiko darin, dass Prämieinnahmen für die Deckung eines versicherten Schadens nicht ausreichen, weil der tatsächliche Wert des Schadens höher ist als dessen Erwartungswert (Wagner 2000).

Das Kapitalanlagegeschäft besteht im Wesentlichen darin, dass sich die liquiden Mittel der Versicherungsunternehmen am Kapitalmarkt gewinnbringend anlegen lassen. Wagner (2000) nennt den Handel mit den Derivaten das derivative Finanzgeschäft.

Das sonstige Dienstleistungsgeschäft sind demnach die Beratungen, sowie Vermittlungstätigkeiten und andere Dienstleistungen wie das Risikomanagement und die Datenverarbeitung (Baums 2003 zitiert Wagner 2000).

2.1.2 Systemrelevanz

Bevor wir uns weiterhin mit dem Thema der Systemrelevanz beschäftigen können, ist zunächst die Bedeutung des systemischen Risikos zu klären. Sowohl Mundy (2004), als auch Harrington (2009a) weisen darauf hin, dass es keine allgemein gültige Definition dieses Begriffs gibt. Im Prinzip ist das systemische Risiko die Gefahr, dass ein bestimmtes Ereignis das Vertrauen in das Finanzsystem so negativ beeinflussen könnte, dass es in weiterer Folge einen erheblichen Einfluss auf die Realwirtschaft hätte. Als Beispiel könnte man einen klassischen Bank Run nennen. Systemisches Risiko lässt sich auch außerhalb des Finanzsystems finden, etwa wenn die Wasser- oder Energieversorgung zusammenbrechen würden (Swiss Re 2003). Der Transfer des systemischen Risikos und dessen Auswirkungen auf die reale Wirtschaft ist in Abbildung 1, mit Bezug auf die Rückversicherung, dargestellt. Anhand dieser Darstellung wird klar, dass auch in dem Fall, dass der Rückversicherer keine Zahlung mehr gewährleisten kann, bzw. wenn die Forderungen nicht gedeckt werden können, egal ob aus endogenen oder exogenen Gründen, dies mittelbare Folgen für die reale Wirtschaft haben kann (Swiss Re 2003). Wenn ein Erstversicherer kein Rückhalt mehr von einem Rückversicherer erwarten kann, kann es unter Umständen dazu kommen, dass dieser Erstversicherer kurzfristig Liquiditätsprobleme bekommt. Diesem extremen Szenario versucht man durch verschiedene Mindestkapitalvorschriften zuvorzukommen, beispielweise solchen, die unter Solvency II festgehalten wurden.

Auf der anderen Seite muss man aber auch zugeben, dass bislang keine Zahlungsunfähigkeit eines Rückversicherers solch schlimme Folgen nach sich gezogen hat. Der Markt war immer in der Lage diese Verluste zu tragen und sie auch auszugleichen (Mundy 2004).

Eine Liste der Insolventen Rückversicherer wurde in der Abbildung 2 zusammengestellt. Swiss Re (2003) hat Daten aus insgesamt zweiundfünfzig Ländern zwischen 1980 und 2003 untersucht, wobei es in dreiunddreißig Ländern überhaupt zu keiner Insolvenz eines Rückversicherers kam.

Zu betonen ist, dass das systemische Risiko eine gewisse Ansteckungsgefahr durch die weitreichende Verflechtung der Finanzinstitutionen in sich birgt. Bei einem Preisschock, beispielsweise, wäre zwar eine große Menge an Institutionen oder auch Personen aus ökonomischer Sicht direkt betroffen, es bestünde im allgemeinen aber keine Ansteckungsgefahr (Harrington 2009b).

Das systemische Risiko, dass das Versicherungsgeschäft darstellt, ist jedoch relativ klein im Vergleich zum Bankgeschäft. Die Lebensversicherung ist hierbei mit dem größten systemischen Risiko behaftet (Harrington 2009a).

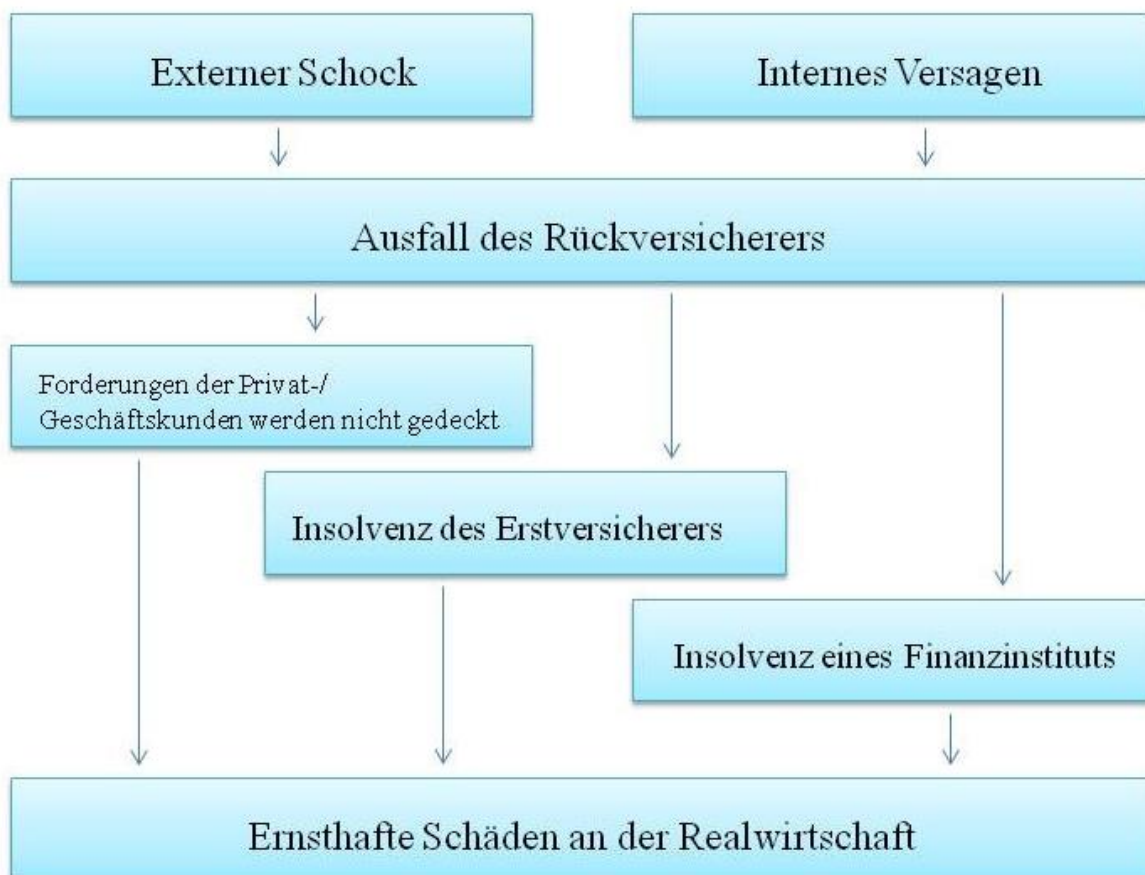


Abbildung 1: Transfer des systemischen Risikos auf die reale Wirtschaft (Quelle: eigene Darstellung nach Swiss Re 2003, S. 7)

Finanzinstitute, die als systemisch relevant identifiziert wurden, weil sie ein systemisches Risiko darstellen, müssen bestimmte Auflagen erfüllen, die im folgenden Abschnitt zum Teil erörtert werden. Solch eine Identifizierung kann jedoch gewisse Gefahren mit sich bringen. Die erste Gefahr ist, dass diese Unternehmen, beziehungsweise deren risk exposure vom Markt falsch eingeschätzt werden können. Deren Risikolage kann niedriger, als sie es in Wirklichkeit ist, eingeschätzt werden und das nur auf Grundlage der strengeren Aufsicht und nicht etwa anhand des vorhandenen Eigenkapitals. Diese falsche Bewertung schraubt die Risikoprämie für diese Unternehmen nach unten. Die zweite Gefahr besteht darin, dass der Markt an sich verzerrt

Company	Country	Year	Reason	Net premiums written, USDm (pa)
Återförsäkringsktiebolaget LUAP	Sweden	2002	Insufficient capital	244.8 (2000)
RCA Syndicate #1 Ltd.	US	2000		1.3 (1999)
ReAc	Australia	2000	Not enough capital	9 (1998)
Illinois Insurance Co.	US	1999		19.5 (1998)
New Cap Re	Australia	1999	Too high a share in under-rated high-risk business in London market, catastrophe losses 1998/99	N.A.
Reaseguradora Latinoamérica	Venezuela	1997	Insufficient capital	N.A.
UIC Insurance Co. Ltd.	UK	1996	Poor underwriting, failed attempt to raise capital	10.8 (1993)
Dai-ichi Kyoto Re – Ins. Co. SA	Belgium	1995	Risky assets, fraud	66 (1993)
Kobe Reinsurance SA	Belgium	1995	Fraud	12.1 (1993)
Reassuranceafviklings-Aktieselskabet	Denmark	1995	Insufficient IBNR reserves	0.29 (1994)
Kansa Reins. Co. Ltd.	Finland	1994	Poor underwriting, insufficient capital	2.9 (1993)
P&C Insurance Company	Finland	1994	Poor underwriting, insufficient capital	22.6 (1993)
Kansa International				
Ardenia S.A.	Luxembourg	1993	Fraud	4 (1992)
Charter Re Insurance Co. Ltd.	UK	1993	Hurricane and London market losses	60.5 (1992)
Chancellor Insurance Company Ltd.	UK	1992	Losses from LMX spiral	91.7 (1991)
INDER	Argentina	1992	Insufficient reserves, inefficient use of capital	133.1 (1992)
Regency Equities Reinsurance Company	US	1992	Mismanagement	35.8 (1990)
ICS Reinsurance Private	Singapore	1991	Losses from hurricanes Hugo and Daria, losses from LMX spiral	15 (1990)
Israel Reinsurance Co. Ltd.	Israel	1991	London market, insufficient technical results, under-capitalisation	34.7 (1989)
RMCA Re	Singapore	1991	Storm/hurricane losses in Europe/US, losses from LMX spiral	N.A.
The Hellenic Reinsurance Company S.A.	Greece	1991	Insufficient profits, too little growth	3.6 (1990)
Reaseguradora Albatros	Spain	1989	Fraud	14.6 (1986)
Delta America Re Insurance Company	US	1985	Insufficient IBNR reserves	34.9 (1984)
Endurtryggingafelag Samvinnutrygginga	Iceland	1982	Default of retrocessionaire	2.7 (1981)
Total	24 companies			820

Abbildung 2: Liste der insolventen Rückversicherer aus den Jahren 1980 bis 2003 (Quelle: Swiss Re 2003, S. 32)

werden könnte. Die Kosten, die mit der Regulierung von systemisch relevanten Finanzinstituten verbunden sind, gelten zugleich als Barriere für kleinere Firmen, die auf dem globalen Markt agieren wollen und vice versa (Weistroffer 2011).

Wie schon zuvor erklärt, werden im allgemeinen Finanzunternehmen, die sehr groß und gut vernetzt sind, als systemisch relevant erachtet. Deren Scheitern würde weitreichende Folgen für die Volkswirtschaften auslösen. Nun muss man aber klären, wie man solche Systemrelevanz messen kann, bzw. welche Kriterien für die Bezeichnung „systemisch relevantes Finanzinstitut“ (Systemically Important Financial Institution SIFI) ausschlaggebend sind (Weistroffer 2011).

Die Internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (IAIS) hat eine Methodologie erarbeitet, anhand derer die Systemrelevanz der Versicherer eingeschätzt und beurteilt werden kann. Die Behörde hat sich dabei nicht auf die Zahlungsausfallwahrscheinlichkeit eines Versicherers konzentriert, sondern eher auf die Auswirkungen, welche das Versagen oder die Notlage eines Versicherungsunternehmens auf das gesamte Finanzsystem hätten. In Summe hat die IAIS fünf Kategorien bei der Identifizierung von G-SIIs berücksichtigt:

- Größe,
- globale Aktivitäten,
- Vernetzung,
- Aktivitäten, welche außerhalb des (traditionellen) Versicherungsgeschäfts liegen,
- Substituierbarkeit.

Bei jeder dieser fünf Kategorien wurden noch weitere Subkategorien identifiziert und ausgewertet. Bei der Größe, beispielsweise, wurden die Bilanzsumme sowie die Gesamteinnahmen herangezogen (IAIS 2013).

2.1.3 Systemrelevante Versicherungsunternehmen

Der Finanzstabilitätsrat FSB (Financial Stability Board), in Zusammenarbeit mit der IAIS (International Association of Insurance Supervisors) identifiziert in seiner Liste vom 3. November 2015 insgesamt neun systemrelevante Versicherungsunternehmen weltweit. Im Englischen wird der Begriff G-SIIs, oder „*global systemically important insurers*“ verwendet (FSB 2015). Im Einzelnen sind es:

- Aegon N.V.,
- Allianz SE,
- American International Group, Inc.,
- Aviva plc,
- Axa S.A.,
- MetLife, Inc.,
- Ping An Insurance (Group) Company of China, Ltd.,
- Prudential Financial, Inc.,
- Prudential plc (FSB 2015).

Platz	Top 10 nach Nettobeiträgen	Land	Top 10 nach bankfremdem Vermögen	Land
1.	UnitedHealth Group Incorporated	USA	AXA S.A:	Frankreich
2.	AXA S.A.	Frankreich	Allianz SE	Deutschland
3.	Allianz SE	Deutschland	MetLife Inc.	USA
4.	Assicurazioni Generali S.p.A.	Italien	Prudential Financial Inc.	USA
5.	Anthem, Inc.	USA	Japan Post Insurance Co., Ltd.	Japan
6.	China Life Insurance (Group) Company	China	Legal & General Group plc	UK
7.	State Farm Group	USA	Assicurazioni Generali S.p.A.	Italien
8.	Kaiser Foundation Group of Health Plans	USA	Prudential plc	UK
9.	Munich RE	Deutschland	Berkshire Hathaway Inc.	USA
10.	Aetna, Inc.	USA	Nippon Life Insurance Company	Japan

Tabelle 1: Liste der zehn größten Versicherer weltweit (Quelle: eigene Darstellung nach A.M. Best 2016)

Diese Liste wurde auf Grundlage der Daten vom Ende 2014 erstellt. Im Vergleich zum Jahr davor, wurde zu dieser Liste ein Versicherer hinzugefügt und gleichzeitig einer entfernt. Neu in der Liste erscheint die Aegon N.V. aus den Niederlanden (Aegon 2015), wobei die Assicurazioni Generali S.p.A. aus Italien (Generali) entfernt wurde (FSB 2015 und FSB 2013).

Als Gegenüberstellung zu den oben genannten Unternehmen, ist dieser Arbeit eine Liste der weltweit größten Versicherungsunternehmen beigelegt (Tabelle 1), welche die Ratingagentur A.M. Best, anhand der Nettobeiträge des Jahres 2014, erstellt hat. In der zweiten Spalte der Tabelle 1 werden die Unternehmen ihrem bankfremden Vermögen nach, konkret nach „*non-banking assets*“, absteigend geordnet (Saucer 2016). In dieser Tabelle 1 werden nur die ersten 10 Positionen des Rankings aufgenommen. Das Originalranking der A.M. Best umfasst jeweils 25 Positionen. Auffällig ist, dass sich die American International Group (AIG), gemessen am Vermögen, nicht unter den ersten Zehn platzieren konnte, sondern erst auf Platz zwölf (Saucer 2016).

Ein Vergleich der Tabelle 1 mit der Auflistung oben zeigt deutlich, dass die Größe eines Unternehmens allein nichts über dessen systemische Relevanz aussagen kann. Damit ein Unternehmen als systemisch relevant bezeichnet werden kann, sind also noch weitere Bewertungsgrößen, wie bspw. dessen Verflochtenheit, nötig.

Die Versicherungsunternehmen, die als systemisch relevant identifiziert wurden, müssen bestimmte Auflagen erfüllen, um das systemische sowie das moralische Risiko (*moral hazard*), welches diese Unternehmen darstellen, zu minimieren. Diese Maßnahmen wurden in Anlehnung an die bereits existierenden Maßnahmen für die weltweit systemrelevanten Finanzinstitutionen erarbeitet (FSB 2013). Wichtig ist, dass diese Maßnahmen sehr kostenintensiv für die Unternehmen sind (Weistroffer 2011). Als Beispiel müssen diese systemrelevanten Versicherungsunternehmen verschiedene Sanierungs- und Abwicklungsmaßnahmen ergreifen, wie die Errichtung sogenannter Gruppen für Krisenmanagement, die zu einem kompletten Plan, dem „*recovery and resolution plan*“ zusammengefasst werden. Auf der Gruppenebene soll die Gruppenbeaufsichtigung verbessert werden, damit die Politik einen direkten Zugang zu den Holdinggesellschaften erhält (FSB 2013, S. 1). Die, meines Erachtens, wichtigsten Vorschriften betreffen jedoch die Verlustausgleichsfähigkeit der Versicherungsunternehmen. Die sogenannte „*Loss Absorption capacity*“ erstreckt sich auf alle Aktivitäten auf Gruppenebene, die „*Higher Loss Absorption (HLA) capacity*“ regelt hingegen die Aktivitäten der Gruppenmitglieder, deren Geschäftstätigkeit nichts mit traditionellem Versicherungsgeschäft zu tun hat. Zudem wird die

HLA auch auf Gruppenmitglieder angewendet, die versicherungsfremde Geschäfte betreiben (IAIS 2013, S. 27).

Harrington (2009a) betont, dass die Klassifizierung eines Unternehmens als systemisch relevant fatale Folgen verursachen kann. Denn systemisch relevante Unternehmen werden somit als TBTF erachtet. Das bedeutet, dass das moralische Risiko gesteigert wird, was die Wahrscheinlichkeit einer notwendigen Rettung nur erhöht. Das Problem des moral hazards könnte man durch straffe Regulierungsmaßnahmen und erhöhte Kapitalanforderungen verringern. Diese Maßnahmen können wiederum entweder das erhöhte moralische Risiko nicht bekämpfen, oder sie erhöhen die Kosten für die Firmen (Harrington 2009a). Letzteres kam ja im Übrigen auch tatsächlich zustande. Die Versicherer AIG und MetLife, die vom FSB als systemrelevant eingestuft wurden, wollen sich des Etiketts und der Einstufung als G-SII entledigen, denn das ist sehr kostenintensiv (Wiebe 2016).

2.2 Historischer Rückblick

Ein kurzer Rückblick in die Geschichte des Versicherungswesens zeigt, dass es bei weitem nicht so viele Insolvenzen von Versicherungsunternehmen, im Vergleich zu Banken, gab (vgl. Reinhart und Rogoff 2009). Die folgende Aufzählung soll keine Abschließende sein, sie ist aber für die Zwecke dieser Arbeit völlig ausreichend. Außerdem werden hier nur Schieflagen der Erstversicherer berücksichtigt. Ein Überblick über die Rückversicherer wurde bereits im Abschnitt 2.1.2 angeboten.

Die erste Versicherung, über deren Scheitern ich berichten möchte, ist die Frankfurter Allgemeine Versicherungs AG. Diese wurde 1865 als Glasversicherung gegründet. Sie wuchs schnell und hat sich bald zu einem Konzern, der in verschiedenen Branchen tätig war und unter anderem auch versicherungsfremde Geschäfte betrieb, entwickelt. Die teils gewagten Kredite, die von den verbundenen Unternehmen des Konzerns vergeben wurden, waren wiederum bei der Frankfurter Allgemeinen versichert. Die ursprünglich vielversprechenden Geschäfte haben mit der Zeit einen Berg an Verlusten angehäuft. Im Sommer 1929 ist die Gesellschaft schließlich gescheitert. Da das Versicherungsgeschäft jedoch nicht von den Verlusten betroffen war, konnten die Verträge von der Allianz übernommen werden. Die Frankfurter Versicherungs AG gehört heute demnach dem Allianzkonzern an (FAZ 2004).

Die Österreichische Lebensversicherung Phönix hat nach dem Ende des Ersten Weltkriegs enorm ins Ausland expandiert, bis sie schließlich in über zwanzig Ländern niedergelassen war. Durch die unterschiedlichen Übernahmen gelang sie auch an einige „nicht oder nur mangelhaft

gedeckte Portefeuilles anderer Gesellschaften“ (Bauer 2006, S. 2). Das Geschäftskonzept war jedoch nicht nachhaltig, denn unter anderem waren die Prämien im Vergleich niedrig und die Zahlungen an die Versicherungsagenten relativ hoch. Dabei wurde auch viel Geld für Werbung und den eigenen Betrieb aufgewendet. Somit war die Gesellschaft in ständiger Liquiditätsnot. Der Fehlbetrag betrug schließlich im Jahr 1936 fünf Prozent des gesamtösterreichischen Einkommens. Die Phönix Lebensversicherung wurde in demselben Jahr insolvent (Bauer 2006).

Die USA mussten seit der Weltwirtschaftskrise großen Herausforderungen trotzen. Schließlich hat die Regierung den sogenannten „*Banking Act of 1933*“ erlassen, mit dem sie das Trennbankensystem, also die Trennung zwischen Investmentbanken und Geschäftsbanken, eingeführt hat. Die nationalen Banken wurden dann durch das Federal Reserve System reguliert. Außerdem wurde der US Amerikanische Einlagensicherungsfonds, also die Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), gegründet. Alle Banken des Federal Reserve Systems sind Träger des FDIC (Maues 2013). Die Mindestsicherung für die Bankeinlagen beläuft sich heute auf \$ 250.000 je versicherte Bank (FDIC). In Deutschland gibt es auch eine Einlagensicherung für Einlagen bei Banken, die eine Grenze von €100.000 nicht übersteigen. Dafür garantiert der Staat. Falls eine Bank in Schieflage geraten soll, werden sich die Gläubiger, sowie möglicherweise auch die Kunden, dessen Einlagen diese oben genannte Obergrenze übersteigen, an der Rettung des Finanzinstituts beteiligen. Diese Maßnahmen ist besser bekannt als die sogenannte „*Bail-in*“ Regel (Siedenbiedel 2016).

3 Fallstudie AIG

Die American International Group, Inc. (AIG) ist eine weltweit tätige Versicherungsgesellschaft. Die Holdinggesellschaft wurde in Delaware inkorporiert. Der Hauptsitz der Gesellschaft befindet sich in der Water Street in New York (AIG 2016). Die Geschäftstätigkeit richtet sich an Privat-, sowie an Geschäftskunden. Das Unternehmen bietet gemäß eigenen Angaben ein breites Spektrum an Schaden- und Unfallversicherung, sowie Lebensversicherung, verschiedene Vorsorgeprodukte, Hypothekenversicherung und andere Finanzdienstleistungen (AIG 2016). Zu der American International Group gehören unzählige Tochtergesellschaften, durch die das Versicherungsgeschäft betrieben wird (AIG 2007). Eine Liste der Tochtergesellschaften wurde im März 2016 auf der AIG corporate Website gesichtet (http://www.aigcorporate.com/AIG_All_Entities.pdf). Diese Gesellschaften gehören zu unterschiedlichen Geschäftseinheiten, wie bspw. „*Asset Management*“, oder „*Financial Services Division*“ (AIG corporate). Da diese Liste jedoch 96 Seiten umfasst, habe ich mich entschlossen, dem Anhang A nur eine verkürzte Liste mit 22 Tochtergesellschaften, die wesentlich für das Kerngeschäft der AIG sind, hinzuzufügen. Die Stammaktien des Versicherers werden an der New York und der Tokyo Stock Exchange gehandelt (AIG 2016).

Jahr	Rang
2006	9
2007	10
2008	13
2009	245
2010	16
2011	17
2012	33
2013	38
2014	40
2015	46

Tabelle 2: AIG Ranking in Fortune 500 (Quelle: eigene Darstellung gem. Fortune)

Im Jahr 2015 konnte sich das Unternehmen am Rang 46 in der berühmten Fortune 500 Liste platzieren. Diese Liste zeigt die 500 einkommensstärksten Unternehmen auf dem US Amerikanischen Markt. Im Jahr davor war das Unternehmen noch auf Platz 40. Historisch gesehen ist es aber eine enorme Verschlechterung, denn im Jahr 2007 war der Konzern auf Platz 10 und auch in dem Krisenjahr 2008 konnte er sich immerhin noch am Platz 13 halten (Fortune). In der Tabelle 2 ist das Ranking ab 2006 zusammengefasst. Den größten Verfall hat das Unternehmen im Jahr 2009 erlebt, als es auf Platz 245 abgesackt ist. Somit hat es der Konzern in diesem konkreten Jahr auf Platz 1 bei „*The Fortunes 500's biggest losers*“ geschafft (archive.fortune.com 2009).

Die Geschichte rund um den Fall und die anschließende Rettung des Konzerns AIG gilt als das Paradebeispiel für die TBTF-Problematik. Der Konzern geriet im Jahr 2008 in Zahlungsschwierigkeiten, nachdem sich die Lage auf den globalen Finanzmärkten, in Folge von der Finanzkrise, verschlechtert hatte.

Die Abbildungen 3 und 4 zeigen, wie sich der Kurs der AIG Stammaktie in den vergangenen Jahren entwickelt hat. Es ist ersichtlich, wie der Kurs Ende der 1990er Jahre rasant in die Höhe getrieben wurde, bis er sein Hoch im Jahr 2000 erreicht hat. Das Hoch aus dem Jahr 2000 konnte nie wieder beobachtet werden. Außerdem kann man anhand dieser Grafiken die Auswirkungen des Kollapses vom September 2008 auf die Firma sehr schön bildlich darstellen. Während beispielweise am 2. Januar 2008 der Kurs auf der NYSE bei 1.126,00 Punkten schloss, war der Kurs am 30. September 2008 bei 66,50 Punkten bei der Schließung. Im Jahr 2009 hat sich der Kursverfall weiter fortgesetzt. Im Juli bspw. ist die Aktie unter die Marke von 15 Punkten gefallen (finanzen.net 2016a). Die Liste der Kurse aus den Jahren 2008 und 2009 auf der NYSE wurde im Anhang B aufgenommen.

Die Abbildung 3 erfasst die Aktie der American International Group im Zeitraum vom 1. Januar 1999 bis 29. März 2016. Gemäß der Webseite finanzen.at liegt der Aktienkurs nach dem Kollaps und nach dem Bail-out sogar unter dem Niveau von Mitte der 1990er Jahre. Obwohl die tatsächlichen Kurse von relativ geringerer Bedeutung für diese Arbeit sind, kann man von den Entwicklungen an den Börsen gut ablesen, wie die Reaktion auf die Schwierigkeiten des weltweit tätigen Konzerns auf den Märkten war. Man kann auch gut aus Anhang B i.V.m. der Abbildung 3 erkennen, dass das gehandelte Volumen gerade zu den Zeitpunkten der extrem fallenden Kurse enorm gestiegen ist.

Anhand der Abbildung 4, welche die Entwicklung an der NYSE widerspiegelt, kann man erkennen, dass im historischen Rückblick die Aktie im Vergleich zu dem S&P-500 Index, in

dem sie gelistet ist, schneller und steiler gestiegen ist. In der Vergangenheit war eine gewisse Korrelation mit dem Index gegeben, die sich jedoch nach dem Kurseinbruch im dritten Quartal 2008 abrupt geändert hat. Man erkennt deutlich, dass sich der S&P-500 Index erholt hat, aber

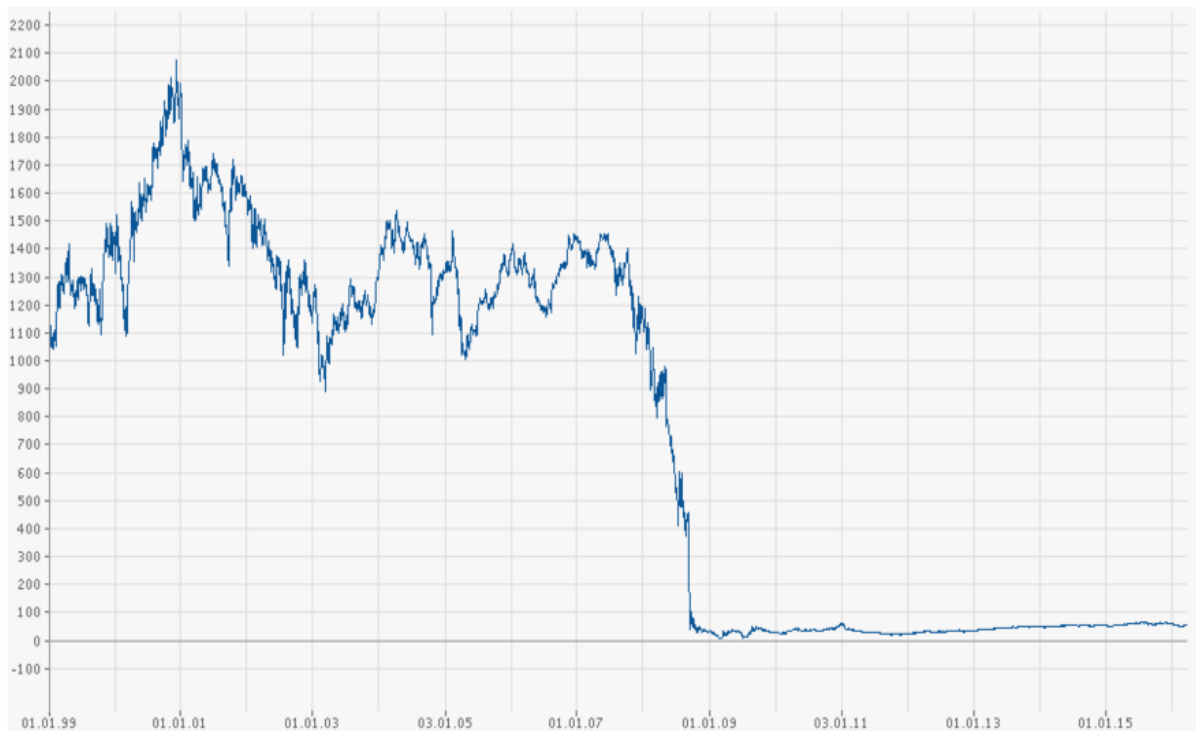


Abbildung 3: Historische Entwicklung der AIG Aktie an der NYSE; erfasst wurde der Zeitraum zwischen 1.1.1999 und 29.3.2016 (Quelle: finanzen.at 2016a)



Abbildung 4: Historische Entwicklung der AIG Aktie im Vergleich zum S&P-500 Index (Quelle: Nasdaq 2016)

die Aktien des Versicherungsriesen AIG nur wenig an Wert gewinnen konnten. Laut finanzen.at (2016b) beträgt das KBV der AIG Aktien 0.72 Zähler, was darauf hindeutet, dass das Unternehmen unter seinem Buchwert gehandelt wird.

3.1 Der Weg zum Kollaps

Im Jahr 2006, also noch bevor AIG in finanzielle Schwierigkeiten geriet, waren die konsolidierten Einnahmen (revenues) der wichtigsten Geschäftssparten wie in Tabelle 3, oder dann, prozentuell dargestellt wie in Abbildung 5, verteilt. Den wesentlichsten Teil machte das Versicherungsgeschäft aus, bestehend aus der Lebens-, sowie der Schaden- und Unfallversicherung, mit knapp 88 % der Einnahmen.

Zu der Geschäftssparte „*Financial Services*“ gehörten unter anderem auch „*AIG Financial Products Corp. [...] (AIGFP)*“, das Flugzeugleasing und die „*AIG Consumer Finance Group, Inc. (AIGCFG)*“ (AIG 2007, S. 3 und 11). Die AIGFP war eine Tochtergesellschaft mit Sitz in London (Harrington 2009a).

Für den Kollaps des Versicherungsriesen wird meist das CDS (Credit Default Swap) und CDO Portfolio des Unternehmens verantwortlich gemacht (Harrington 2009a und Sjostrom 2009). Zu AIG Financial Products und AIG Trading Group Inc. (alle diese Gesellschaften werden unter dem Begriff AIGFP weitergeführt) gehören gemäß Sjostrom (2009) und AIG (2009) noch weitere Tochtergesellschaften, die allesamt das CDS Geschäft betrieben haben. Im Gegensatz dazu schien die Versicherungssparte ausreichend mit Kapital ausgestattet zu sein. Auch das risikobasierte Kapital („*Risk Based Capital Ratio*“) war relativ hoch (Harrington 2009b und Schimek 2008, S. 8). Geschätzt wurde es auf 452 % (Schimek 2008).

Segment	Revenues in millions \$	Percentage (approximately)
General Insurance	49.206	43,47
Life Insurance & Retirement Services	50.163	44,32
Financial Services	8.010	7,08
Asset Management	5.814	5,14
Other	1	0,00088
Total	113.194	

Tabelle 3: Einnahmen der AIG aus den wichtigsten Segmenten für das Jahr 2006 (Quelle: eigene Darstellung nach AIG 2007, S. 29)

Im Grunde wird das risikobasierte Kapital in den USA zur Bestimmung der Mindestkapitalausstattung verwendet. Damit kann ein „Soll-Ist Vergleich zwischen vorhandenem Kapital [...] und dem [...] notwendigen Kapital“ ermöglicht werden (von Fürstenwerth und Weiss 2001, S. 540). Wenn diese Ratio unter 200 % liegt, was hier aber nicht der Fall ist, hätte es für den Versicherer aufsichtsrechtliche Folgen nach sich gezogen (Eling und Holzmüller 2008).

Der US-Amerikanische Versicherungsmarkt ist deshalb so wichtig, weil er der Größte ist. Im Jahr 2006 wurden hier ungefähr 31 Prozent der weltweiten Prämien generiert (Eling und Holzmüller 2008). Die Situation am Markt war während der Krise aber auch für andere große Lebensversicherer nicht leicht. Die Ausfälle bei den „subprime“ Hypotheken sind massiv gestiegen (Harrington 2009a). Die subprime Krise ist auch ein Mitverursacher (Li und Li 2012) der Finanzkrise von 2007 – 2009 (Harrington 2009a). Unter anderem wurde die Investmentbank Bear Stearns von der Federal Reserve gerettet, die Investmentbank Lehman Brothers musste dagegen Insolvenz anmelden. Die Ratingagenturen stuften viele Versicherer herab. Die AIG war jedoch eine Ausnahme unter den Versicherungsunternehmen, denn diese Branche, also die Versicherungsindustrie, machte nur einen geringfügigen Teil in dem Pool der Institutionen aus,

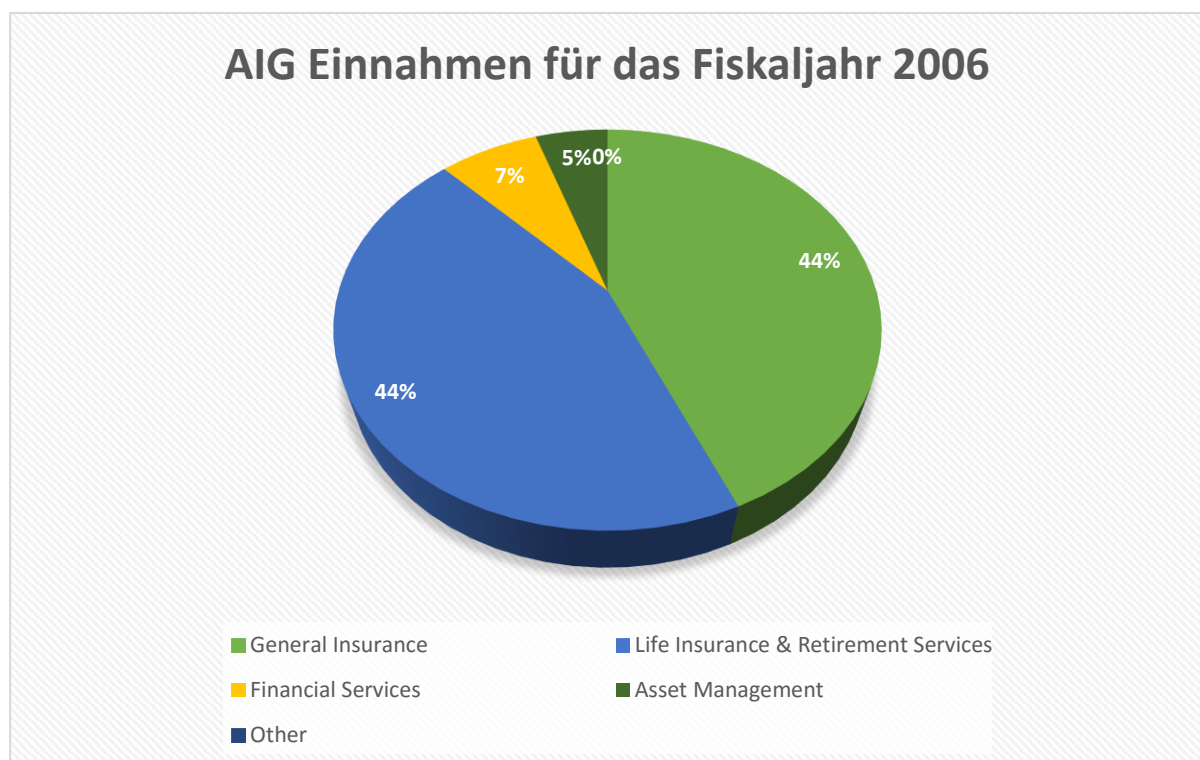


Abbildung 5: Einnahmen der AIG aus den wichtigsten Segmenten im Jahr 2006 (Quelle: eigene Darstellung nach AIG 2007 und Harrington 2009a, S. 789)

die eine staatliche Hilfe erhielten. Die folgenden zwei Versicherungsunternehmen, Hartford Financial und Lincoln Financial, bekamen rund \$ 3,4 Milliarden bzw. \$ 950 Millionen an Hilfeleistungen (Harrington 2009a).

3.1.1 CDS

In den letzten Jahren hat sich gezeigt, dass CDS enorm an Bedeutung gewonnen haben. Gegen Ende 2007 hat das Volumen der weltweit verkauften CDS 60 Trillionen erreicht (Davidson 2008).

Sjostrom (2009) zeigt anhand der Bilanz der AIG Gruppe, dass die Finanzdienstleistungssparte (Financial Services), zu der auch die Tochter AIGFP gehörte, bereits im Jahr 2007 und dann natürlich auch im Jahr 2008 einiges an Verlusten verzeichnen musste. Der Autor sieht den Hauptgrund für diese Verluste im Handel mit den CDS.

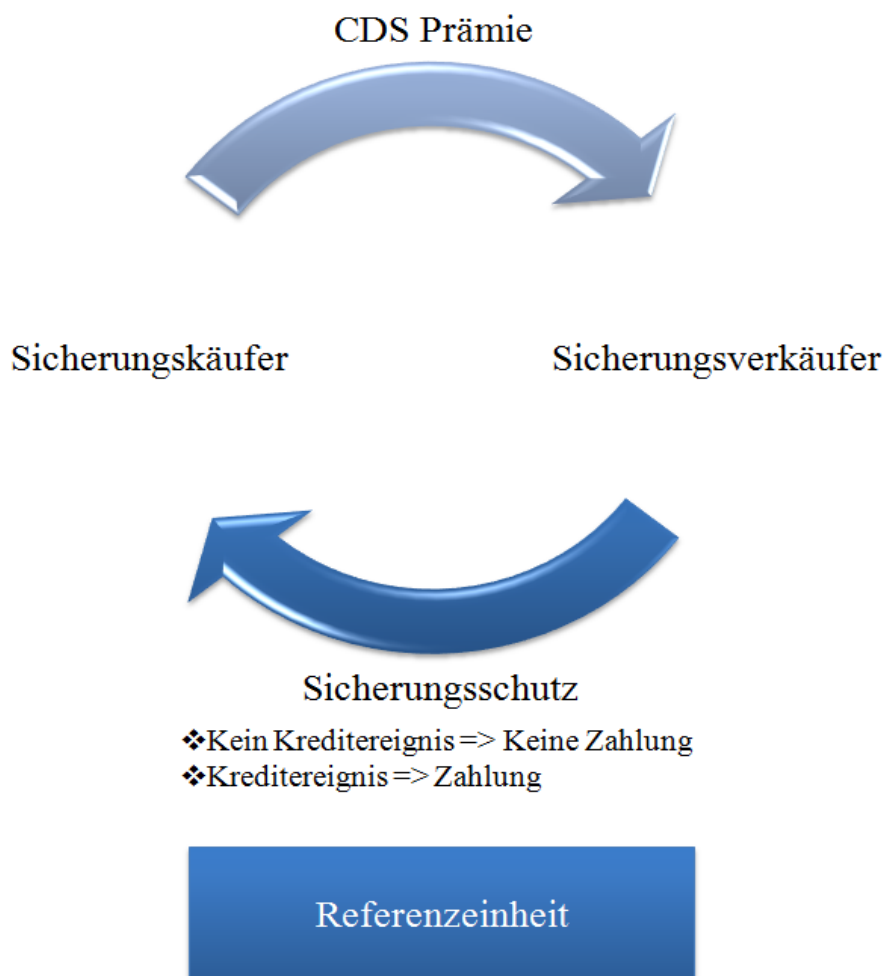


Abbildung 6: Funktionsweise eines CDS Kontrakts (Quelle: eigene Darstellung nach Weistroffer 2010, S. 4)

Es ist vorwegzunehmen, dass der Handel mit diesen oder ähnlichen Finanzprodukten nicht unter der Aufsicht der US-Amerikanischen Versicherungsaufsichtsbehörden stand. Die im Folgenden beschriebenen Finanzprodukte wurden von anderen Finanzinstitutionen weltweit gekauft, sodass diese Produkte schließlich ein systemisches Risiko darstellten (Dinallo 2009). Den Handel übernahm die AIG Tochter AIG Financial Products, bzw. ihre weiteren Tochter- und Schwestergesellschaften (Sjostrom 2009).

Credit Default Swap mit der gebräuchlichen Abkürzung CDS, sind Kreditausfallversicherungen. Es handelt sich hierbei um ein Kreditderivat, welches Over-the-counter (OTC), also außerbörslich gehandelt wird. Bei dieser Art von Verträgen stehen sich folglich Käufer und Verkäufer direkt gegenüber. Diese Struktur ermöglicht, dass immer wieder neue Abwandlungen entstehen und zudem macht sie die Erfassung der Kreditderivate relativ schwer. Bei den CDS handelt es sich um ein Instrument, dass zum Hedging, Arbitrage oder als Spekulation genutzt werden kann (Schönbucher 2003 und Sjostrom 2009).

Der Verkäufer einer Kreditausfallversicherung (oder auch der Sicherungsgeber) verpflichtet sich gegenüber dem Käufer (also dem Sicherungsnehmer), die Kosten von einem vorher bestimmten Ereignis („*credit event*“), wie bspw. der Zahlungsausfall eines Kredits, zu übernehmen. Im Gegenzug dazu erhält der Verkäufer eine Vergütung. Den CDS liegt eine bestimmte Referenzeinheit („*reference entity*“) und „*reference obligation*“ zugrunde (Sjostrom 2009, S. 947-948). Die *reference obligation* könnte man mit dem Wort „Referenzkreditgeschäft“ umschreiben (Weistroffer 2010, S. 4). CDS können sich dementsprechend nur auf ein, oder unter Umständen auch auf mehrere zugrundeliegende Wertpapiere beziehen (Harrington 2009a und Weistroffer 2010). Diese Geschäftsbeziehungen wurden auch in der Abbildung 6 graphisch dargestellt. Das Kreditereignis soll unbedingt bei Abschluss vertraglich genau definiert werden (Weistroffer 2010).

Hier folgt ein Beispiel, um die Funktionsweise der CDS zu verdeutlichen. Die Bank B besitzt Anleihen einer Firma F. Damit das Exposure dieser Bank B in Bezug auf die Forderung gegenüber F verringert wird, besichert sie die Anleihen durch die Kreditausfallversicherung bei der AIGFP (vgl. Sjostrom 2009). Für den Zweck des CDS Kontrakts ist die Anleihe der Firma F eine *reference obligation*, wobei die Firma F an sich demnach die Referenzeinheit wäre (Sjostrom 2009). Weistroffer (2010) bezeichnet die Firma F auch als den Referenzschuldner. Wenn F in der Lage ist ihre Verbindlichkeiten gegenüber B zu begleichen, läuft der CDS Vertrag nach Ablauf der festgelegten Zeit ab, ohne dass er erfüllt werden muss. AIGFP erhält für diesen Zeitraum ihre Vergütung. Gerät jedoch F in Zahlungsschwierigkeiten oder gar in die

Insolvenz, muss AIGFP diesen Kreditausfall bei der Bank B begleichen (vgl. Sjostrom 2009). Die Entschädigung durch die AIGFP erfolgt durch Barauszahlung, indem der Unterschied zwischen dem Marktwert und dem Nennwert der Anleihe bestimmt wird (Sjostrom 2009). Eine zweite Möglichkeit der Entschädigung ist Zahlung des Nominalwertes, wobei die AIGFP dafür im Gegenzug das zugrundeliegende Wertpapier erhalten würde (Harrington 2009a und Sjostrom 2009). Diese Transaktionsart nennt sich auch physische Lieferung (bspw. Weistroffer 2010, S. 4). Nach dieser Transaktion erlischt der CDS Vertrag. Zu betonen ist, dass die Laufzeit des CDS Kontrakts gleichzeitig mit der Fälligkeit der Forderung endet (Sjostrom 2009).

Die Vergütung, oder die Prämie für den Verkäufer wird auf Basis des Nominalbetrages berechnet und wird in Basispunkten gemessen. Ein Basispunkt sind 0,01 Prozent. Der Verkäufer einer Kreditausfallversicherung berechnet für die Laufzeit des Vertrages die Wahrscheinlichkeit des Zahlungsausfalls bei der zugrundeliegenden Anleihe oder des Kreditgeschäfts. Anhand dessen berechnet er dann die tatsächliche Höhe der Prämie (Sjostrom 2009). Aus heutiger Sicht besteht beispielsweise ein größeres Risiko, dass einige europäische Banken, aufgrund der Niedrigzinspolitik, in die Insolvenz geraten könnten. Eine höhere Zahlungsausfallwahrscheinlichkeit treibt die Preise für die CDS in die Höhe (Reuters 2016). Das Problem bei der AIGFP war, dass die Prämien für diese Kreditderivate viel zu niedrig berechnet wurden. Außerdem wurden die möglichen Wertverluste nicht ausreichend gehedged oder anderweitig besichert (Harrington 2009a).

Auch wenn es die deutsche Übersetzung des Begriffes, Credit Default Swap, also Kreditausfallversicherung, vermuten ließe, handelt es sich bei diesem Produkt tatsächlich nicht um eine klassische Versicherung (Harrington 2009a und Schmaltz und Thivaos 2014). In den USA ist es den Versicherungsunternehmen sogar verboten, CDS Kontrakte zu zeichnen (Harrington 2009a). Wirtschaftlich betrachtet, ist die Cashflow Struktur der CDS ähnlich der einer Versicherung. Außerdem wird das Risiko vom Käufer auf den Verkäufer übertragen. Rechtlich gesehen besitzt der Käufer der CDS kein versicherbares Risiko, dessen Verlust entschädigt werden könnte (Harrington 2009a). Schmaltz und Thivaos (2014) haben sogar herausgefunden, dass die Käufer überhaupt gar keinen Verlust erleiden müssten, um eine Entschädigung zu bekommen. Damit besteht die Möglichkeit einer potenziellen Überversicherung. Im österreichischen Versicherungsrecht, konkret im § 55 VersVG ist aber ein Bereicherungsverbot verankert, sodass es für Versicherungsnehmer unmöglich ist, einen höheren Schaden, als den tatsächlichen, entschädigt zu bekommen.

„§ 55. Der Versicherer ist, auch wenn die Versicherungssumme höher ist als der Versicherungswert zur Zeit des Eintrittes des Versicherungsfalles, nicht verpflichtet, dem Versicherungsnehmer mehr als den Betrag des Schadens zu ersetzen.“

Dieser Text gleicht dem Verbot einer Überversicherung. Somit ist auch bestätigt, dass ein CDS Vertrag mit dem österreichischen Schadensversicherungsrecht unvereinbar ist und damit keine Versicherung in diesem Sinne darstellen kann.

Darüber hinaus sind versicherbare Risiken grundsätzlich voneinander unabhängig. Das gilt aber nicht für Anleihen. Die Wahrscheinlichkeit, dass sich andere Bonds von dem Zahlungsausfall einer bestimmten Anleihe anstecken lassen, wächst mit steigender Anzahl der Ausfälle exponentiell (Davidson 2008).

Ein wesentlicher Punkt ist, dass diese Art von Kreditausfallversicherung ein systemisches Risiko darstellt, denn die Titel sind außerbörslich handelbar und die Käufer sind meist Banken oder andere Finanzinstitutionen (Schmaltz und Thivaos 2014). Das systemische Risiko kann vor allem dadurch entstehen, wenn sich die Situation am Markt verändert und größere Sicherheiten hinterlegt werden müssen, um das steigende Risiko auf der Sicherungsnehmer-, sowie auf der Sicherungsgeberseite zu kompensieren (Weistroffer 2010). Anhand der folgenden Auflistung wird deutlich, dass die meisten CDS auf Anleihen der Firmen aus der Finanzbranche ausgegeben werden. Nummer eins sind Anleihen von GE Capital, gefolgt von Deutsche Bank, Bank of America, J.P. Morgan und Goldman Sachs. Die Unternehmen sind nach dem „*ausstehendem Nettonominalwert*“ geordnet. Ein weiterer wesentlicher Punkt ist, dass CDS auch auf Staatsanleihen als Referenzkreditgeschäft ausgegeben werden (Weistroffer 2010, S. 15).

Das Problem bei der American International Group Tochter, AIG Financial Products Corp., war, dass sie Ende 2007 einen netto Nominalwert von \$ 533 Milliarden an CDS noch ausstehend hatte. Von diesem Wert waren 71 Prozent Kreditausfallversicherungen auf Unternehmensdarlehen und Wohnbaufinanzierungen, die an meist Europäische Banken verkauft wurden. Die Finanzinstitute aus der Europäischen Union konnten durch den Erwerb von CDS die Basel I Eigenkapitalvorschriften leicht umgehen. Das erforderliche Eigenkapital, welches für den Fall eines möglichen Verlusts der den CDS zugrundeliegenden Wertpapieren zur Verfügung stehen sollte, konnte so verringert werden (Harrington 2009a). Das ist eine Strategie um den Gewinn zu maximieren. Wenn also die AIG Tochter ihre Verbindlichkeiten aus den CDS Verträgen nicht mehr erfüllen könnte und in die Insolvenz ginge und zudem die

reference obligations geplatzt wären, gerieten die betroffenen Banken wahrscheinlich in eine kurzfristige Liquiditätsnot.

AIG musste noch einer anderen Schwierigkeit trotzen. Offenbar haben es andere CDS Emittenten geschafft, gleichzeitig auf der Käufer- und auf der Verkäuferseite der CDS Verträge zu stehen. So haben sie sich also gegen mögliche Zahlungsausfälle durch den Kauf von anderen CDS Kontrakten abgesichert. AIG hat dagegen diese derivativen Instrumente nur verkauft (Davidson 2008). Außerdem haben Finanzdienstleister, die CDS verkauften, gleichzeitig in die sogenannten Hypothekenbesicherten Wertpapiere (mortgage-backed securities, oder MBS) investiert. Diese sind sehr Anfällig für negative Veränderungen in den Immobilienpreisen (Harrington 2009a, S.791).

3.1.2 CDO

Collateralized Debt Obligations (CDOs) sind weitere Finanzinstrumente, die bei der AIG Krise eine signifikante Rolle spielten. Eine mögliche Definition dieser Instrumente hat Floßmann (2003) zusammengestellt.

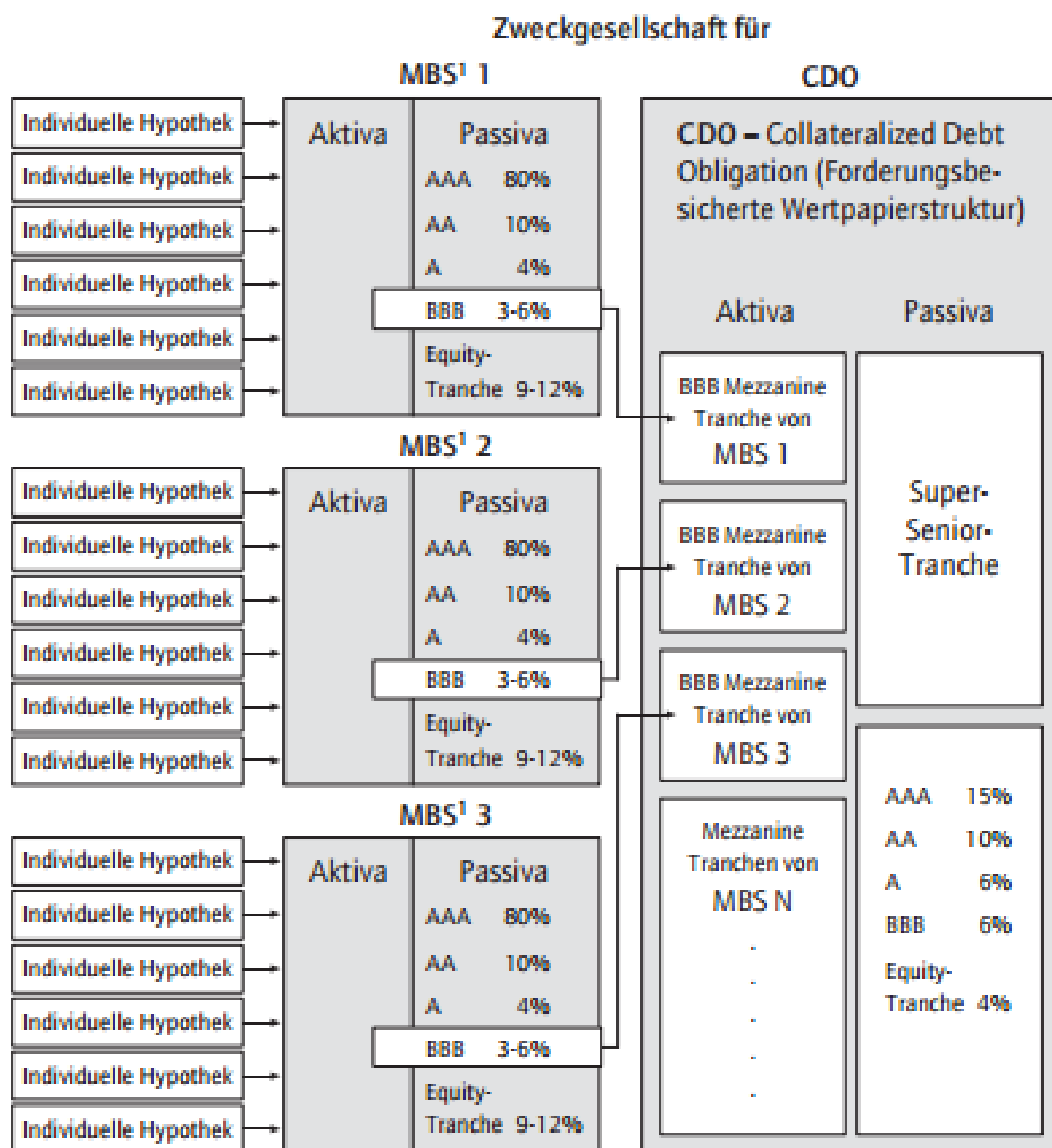
„Anleihen, die durch Unternehmensschuldverschreibungen oder Firmenkredite unterschiedlicher Bonitätsklassen unterlegt werden. [...] Ziel von strukturierten Forderungsverkäufen ist generell, anstelle von Einzelforderungen Kreditportfolien zu veräußern“.

CDOs gehören der Gruppe der asset-backed securities (ABS) an. Es sind daher forderungsbesicherte Wertpapiere. Durch die Veräußerung von Kreditportfolien gelangen auch die sonst nicht, oder nur schwer, vermittelbaren Wertpapiere zum Handel an den Kapitalmarkt. Ein anderer Vorteil liegt darin, dass das Kreditausfallrisiko eines Portfolios geringer ist als das einer einzelnen Forderung, vorausgesetzt das Portfolio ist ausreichend diversifiziert. Bei den synthetischen CDOs wird nur das Ausfallrisiko auf Grundlage eines CDS Kontrakts auf den Käufer übertragen. Die Forderung verbleibt bei dem Verkäufer (Floßmann 2003). Die von AIGFP verkauften Kreditausfallversicherungen (CDS) wurden zur Sicherung der privaten Hypothekenkredite und CDOs genutzt (Davidson 2008).

Noch deutlicher zeigt die Abbildung 7 jene komplizierte Struktur der CDOs, sowie auch der hypothekenbesicherten Wertpapiere. Die hypothekenbesicherten Wertpapiere (MBS) basieren auf unterschiedlichen, individuellen Hypotheken, von denen auch einige Kreditnehmern mit geringerer Bonität gehören (subprime loans). Diese individuellen Hypotheken wurden in den MBS zusammengefasst (Schäfer 2008).

„Die Hypothekenkredite wurden teilweise zu Paketen zusammengelegt, tranchiert, mit einem Rating versehen und schließlich als hypothekenbesicherte Wertpapiere [...] unterschiedlicher Bonität weltweit verkauft“ (Schäfer 2008, S. 808).

Béguelin (2010) vergleicht die Struktur der CDOs mit einem Fonds. Bei einer CDO werden jedoch die Anteile nach unterschiedlichen Kriterien, dem Rating entsprechend, aufgeteilt (tranchiert). Je niedriger das Rating, umso größer ist das Risiko eines Kreditausfalls und umso größer ist die Rendite.



¹ MBS: Hypothekenbesicherte Wertpapierstruktur (Mortgage-backed securities).

Abbildung 7: CDO Struktur (Quelle: Schäfer 2008, S. 810)

Die Unterschiedlichen Ratings sind auch in der Abbildung 7 deutlich zu erkennen. Die Tranchen mit den besten Noten, also AAA bis A nennt man Senior-Tranchen. Das sind die sichersten Tranchen, denn sie besitzen die niedrigste Kreditausfallwahrscheinlichkeit. Deutlich zu erkennen ist, dass die unterste, die Equity-Tranche, überhaupt kein Rating besitzt. Das liegt daran, dass diese Tranche hoch spekulativ ist. Die Ausfallwahrscheinlichkeit ist hier am höchsten. Für dieses Risiko wird jedoch eine hohe Rendite erwartet (Schäfer 2008 und Béguelin 2010). Beide Kategorien finden am Markt genügend Absatz. Schwieriger gestaltet sich die Suche nach einem Interessenten bei der mittleren (Béguelin 2010), mezzanine Tranche, mit dem Rating BBB. Diese mezzanine Tranchen wurden von einem Special Purpose Vehicle (SPV), hier in der Abbildung auf Deutsch Zweckgesellschaft genannt, in einer Collateralized Debt Obligation (CDO) aufsummiert. Diese CDO Tranchen mussten von den Ratingagenturen erneut bewertet werden. Wie man aus der Abbildung 7 erkennen kann, kam die Super-Senior-Tranche auf etwa bis zu 60 Prozent aller Anteile. Ein Kreditausfall trifft die Equity-Tranche zuerst, wobei die Senior-Tranchen am längsten von Verlusten verschont werden. Ein Default sollte demnach den Emittenten treffen (Schäfer 2008). Schäfer (2008, S. 810) betont, dass dieser „horizontaler Selbstbehalt“ auch weiterveräußert werden kann.

Diese detaillierten Beschreibungen der CDS und CDO Produkte sind nötig, um zu verstehen was AIG so hart getroffen hat. Wie bereits erwähnt, kann man CDS auch zur Arbitrage verwenden. Ende des Jahres 2007 wurde das CDS Arbitrage Portfolio der AIGFP in zwei Teile unterteilt. Erstens in Kreditausfallversicherungen, die zur Sicherung der sogenannten multi-sector CDOs verwendet wurden und zweitens in CDS die man zur Sicherung von Unternehmenskrediten und collateralized loan obligations verwendete (Harrington 2009a). Wie es der Name schon verrät, basieren die multi-sector CDOs an Werten aus unterschiedlichen Bereichen, wie private, sowie Unternehmenshypothekendarlehen, oder Autokrediten (Sjostrom 2009). Die Kreditausfallversicherungen gewährten Sicherheiten hauptsächlich für die Super-Senior-Tranchen (Harrington 2009a und Sjostrom 2009). Gemäß Sjostrom (2009) wurden sogar Sicherheiten auf die mezzanine Tranchen gewährt. Nachdem die Wohnungspreise in den Jahren 2007 und 2008 rasant fielen und die Ausfälle bei den Hypotheken mit geringerer Liquidität (subprime mortgages) sich gehäuft hatten, geriet AIGFP in finanzielle Schwierigkeiten, denn sie wurde genötigt mehr Sicherheiten für die Gläubiger zu hinterlegen, um diese zu befriedigen (Sjostrom 2009).

3.1.3 Wertpapierleihe

Wertpapierleihe (securities lending program) war gang und gäbe bei den Finanzinstitutionen (Harrington 2009a). Bei dieser Transaktion bekommt der Schuldner Wertpapiere, für die er aber Sicherheiten, also ein Pfand, wie etwa andere Wertpapiere, oder aber eher Barsicherheiten, hinterlegen muss. Dieses Geschäft weist gewisse Ähnlichkeiten mit dem Repo-Geschäft, einer Rückkaufvereinbarung, auf. Hier wird dem Schuldner ein kurzfristiger Kredit gewährt, in dem der Schuldner bestimmte Wertpapiere unter der Vereinbarung veräußert, dass er diese wieder zurückkaufen kann (Peirce 2014). Für die Wertpapierleihe muss der Schuldner Sicherheiten, etwa in Höhe von 102 bis 105 Prozent der geliehenen Wertpapiere hinterlegen (Harrington 2009a). Der Gläubiger muss dann sicherstellen, dass der Wert der zugrundeliegenden Wertpapiere erhalten bleibt, er investiert sie. Dafür bekommt er den Spread zwischen der Rendite der investierten Wertpapiere und der Rendite von den zugrundeliegenden Sicherheiten, wie in der Abbildung 8 dargestellt. Versicherungen treten bei diesen Transaktionen meist auf der Gläubigerseite auf (Harrington 2009a und Peirce 2014).

Die Abbildung 8 zeigt noch einmal deutlich, wie die als Sicherheiten hinterlegten Barmittel vom Darlehensgeber investiert werden. Die Hinterlegung von Sicherheiten hat eine signifikante Bedeutung. Es besteht das Risiko, dass der Entleiher die zur Verfügung gestellten Wertpapiere nicht mehr zurückgeben kann (BlackRock 2015). Die Wertpapierleihe wird oft zu Leerverkäufen seitens der Entleiher genutzt (Sjostrom 2009), denn das Eigentum an den Wertpapieren wird nicht an den Beliehenen übertragen (Dinallo 2009). Die Gebühren (rebates), die bei diesen Transaktionen fließen, hängen von den Wertpapieren ab, die beliehen werden (Peirce 2014). In der Abbildung 8 wären es die bei dem grünen Pfeil. Wenn es sich dabei um seltene, am Markt nur schwer zum Handel auffindbare Wertpapiere handelt, zahlt der Gläubiger, also der Wertpapierverleiher, eine kleinere Gebühr an den Entleiher, als wenn leicht erwerbbarere Papiere beliehen wären. Zusätzlich, da die Zinsen im Allgemeinen so niedrig sind, kann es sogar eine Negativgebühr in Richtung Gläubiger geben (Peirce 2014).

Bei der AIG wurden die Wertpapiere, die an andere Institutionen beliehen wurden, den Investmentportefeuilles der AIG Versicherungsgesellschaften entnommen. AIG hat dann weiter die hinterlegten Barsicherheiten in Schuldverschreibungen und auch in durch private Wohnimmobilien besicherte Wertpapiere (RMBS, residential mortgage backed securities), reinvestiert (Sjostrom 2009). Etwa sechzig Prozent der Barsicherheiten wurden in RMBS reinvestiert (Dinallo 2009) Nach den massiven Abschreibungen, die AIG in Bezug auf das CDS Portfolio vornehmen musste sowie den anderen Verpflichtungen, denen AIG in diesem

Zusammenhang nachzukommen war, zeigten sich einige Institutionen besorgt um ihre, an die AIG verpfändeten, Einlagen. Die Wertpapierschuldner haben also die entliehenen Wertpapiere der AIG zurückgegeben und haben dafür von der AIG ihr eingezahltes Pfand zurückgefordert (Sjostrom 2009). Da diese spezielle Situation einem Bank Run ähnelte, war AIG nicht mehr in der Lage, so viele liquide Mittel zur Verfügung zu stellen (Dinallo 2009). Durch die Investitionen der verpfändeten Gelder in RMBS, die schnell an Wert verloren haben und nicht mehr zu angemessenen Preisen wiederveräußert werden konnten (Harrington 2009a), musste sich AIG anderweitig liquide Mittel beschaffen. Ende August 2008 hat AIG somit \$ 3,3 Milliarden verschoben, um die Wertpapierschuldner auszuzahlen (Sjostrom 2009).

Eric Dinallo, Aufseher bei dem New York State Insurance Department, stellt klar, dass die Wertpapierleihgeschäfte der AIG nicht die Verursacher der Krise waren, sondern durch die Belastungen in Verbindung mit der AIGFP und dem CDS Portfolio in die Tiefe mitgerissen wurden (Dinallo 2009). Harrington (2009a) betont jedoch, dass die allgemeinen Veränderungen auf den Märkten sowie die fallenden Immobilienpreise und damit folglich auch die Subprime-Krise weitaus größere Auswirkungen auf die AIG hatten, als oft angenommen. Somit haben die enormen Investitionen der Barsicherheiten in RMBS, die Anfälligkeit der AIG auf die aktuellen Veränderungen nur verstärkt.

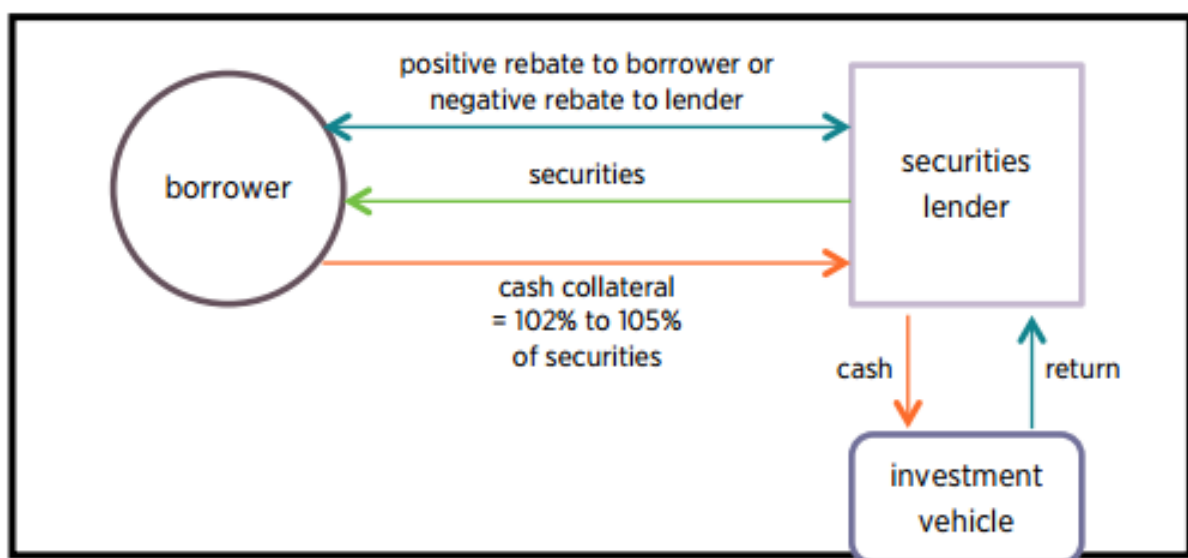


Abbildung 8: Wertpapierleihe (Quelle: Peirce 2014, S. 17)

3.1.4 Finanzschwierigkeiten

AIG hatte nicht genug Geld, um alle ihre Verbindlichkeiten zu decken (Davidson 2008). Zudem wurde das Rating der Agenturen Moody's, Fitch und S&P am 15. September 2008 herabgestuft. Das Rating wurde um „*mindestens zwei Stufen*“ deshalb herabgestuft, weil der AIG erst einmal die Hilfeleistungen seitens der Regierung nicht in Aussicht gestellt wurden (Kazim 2008). Das Rating betraf die Langzeitschulden der AIG (Sjostrom 2009). Der AIG war aber schon seit Wochen bekannt, dass Moody's das Rating herabstufen könnte und hat deswegen nach einem neuen potenziellen Investor gesucht (Dash und Sorkin 2008). Durch die Herabstufung war die Gesellschaft gezwungen noch mehr Sicherheiten zu hinterlegen, die Refinanzierung wurde also noch schwieriger. AIG hatte aber kein Geld mehr. Der einzige Ausweg schien das zu verkaufen, was sie noch hatten, wie beispielsweise eine Abteilung der Sparte „*aircraft-leasing*“. Als Folge dessen, ist die AIG Aktie auf den Börsen abgesackt (Davidson 2008).

Von den Banken konnte AIG auch kein Kredit in Not erwarten (Davidson 2008). Gespräche wurden etwa mit JP Morgan Chase geführt (Dash und Sorkin 2008). Denn wenn AIG nicht mehr in der Lage war ihre vertraglichen Pflichten aus den CDS Kontrakten zu erfüllen, mussten sich die Banken, die bekanntlich die besten Käufer dieser Kreditausfallversicherungen waren, anderweitig absichern. Die Kosten für neue Versicherungen waren dank des erhöhten Risikos gestiegen (Davidson 2008). Geld von anderen Finanzinstituten, wie etwa den Private-Equity Firmen (zu Deutsch Beteiligungsgesellschaften), bekam AIG auch nicht (Sjostrom 2009).

Klar ist, dass sich AIG unter solchen Umständen nur schwer frisches Kapital von den Finanzmärkten, oder einem privaten Investor beschaffen konnte. Der letzte, der noch helfen konnte war die US Amerikanische Regierung (Davidson 2008 und Sjostrom 2009).

3.2 Die Rettung

Am 16. September 2008 hat die Fed (2008) folgende Nachricht veröffentlicht.

„The Federal Reserve Board on Tuesday, with the full support of the Treasury Department, authorized the Federal Reserve Bank of New York to lend up to \$85 billion to the American International Group (AIG) [...]. The secured loan has terms and conditions designed to protect the interests of the U.S. government and taxpayers.“

Dieses Darlehen wurde auch unter dem Namen „*Fed Credit Facility*“ bekannt (bspw. Sjostrom S. 964). Die Begründung zu dieser Rettung und zu dem \$ 85 Milliarden hohen Kredits mit der Laufzeit von zwei Jahren war, dass der bereits zu diesem Zeitpunkt sehr angeschlagener Finanzmarkt die Insolvenz, also ein Versagen der AIG nicht verkraftet hätte, was ökonomische

Folgen für alle gehabt hätte. Der Kredit wurde durch die Aktiva der AIG besichert. Der Versicherer wurde quasi verstaatlicht, indem die Regierung eine Beteiligung von 79,9 Prozent an dem Unternehmen erhielt. Zudem wurden der US Amerikanischen Regierung weitere Handlungsprivilegien eingeräumt. Konkret darf die Regierung bei einer Dividendenausschüttung ein Vetorecht einlegen (Fed 2008). Die Beteiligung von 79,9 Prozent wurde deshalb gewählt, weil die Regierung damit immer noch unter der Grenze von 80 Prozent lag. Somit musste sie ihre Finanzdaten nicht mit denen der AIG konsolidieren (Sjostrom 2009).

Die Folgen für den Konzern waren weitreichend. Wie die FAZ (2008) berichtet, und sowie aus den Daten des Anhangs B ersichtlich, hat die Aktie der American International Group über 90 Prozent ihres Wertes verloren (gemessen vom Anfang 2008 bis Mitte September 2008). Gemäß der Zeitung war die AIG aufgrund der internationalen Verflochtenheit TBTF (FAZ 2008).

Fakt ist, dass zu dem damaligen Zeitpunkt niemand mit Sicherheit wusste, was passieren hätte können, wenn AIG tatsächlich in die Insolvenz getrieben wäre. Es haben sich Befürchtungen gehäuft, dass das Versagen der AIG, vor allem aufgrund deren komplizierter Verflechtungen in der Finanzwelt, globale Folgen nach sich gezogen hätte. Das wollte die Regierung der Vereinigten Staaten nicht verantworten. Sie musste schnell handeln und sich entweder für oder gegen die Rettung entscheiden und das trotz fehlender Informationen (Sjostrom 2009). In wenigen Tagen könnte AIG tatsächlich insolvent werden (Dash und Sorkin 2008). Zudem wollte AIG gerettet werden (und nicht Insolvenz anmelden müssen). Daher war es wahrscheinlich, dass sie die potentiellen Folgen weit aufgebläht hat (Sjostrom 2009).

Der Grund dafür, dass das Finanzministerium, an dessen Spitze Henry M. Paulson Jr. stand, zusammen mit der Notenbank Federal Reserve, mit dem Vorsitzenden Ben S. Bernanke, so schnell handeln mussten, war der Druck seitens AIG. Als die Investmentbank Lehman Brothers zu wackeln begann, wurde dem AIG Vorstandsvorsitzendem Robert B. Willumstad klar, dass auch seiner Firma das Geld in nur wenigen Tagen ausgehen könnte. Er bat die Versicherungsaufsichtsbehörde in New York, die von bereits erwähnten Eric Dinallo geführt wurde, um die Erlaubnis sich \$ 20 Milliarden von den eigenen Tochtergesellschaften zu leihen. Am Freitag, 12. September 2008 abends, wurde eine Krisensitzung von Timothy F. Geithner, dem Präsidenten der New Yorker Fed („*Federal Reserve Bank of New York*“) mit den wichtigsten Finanzinstituten organisiert. Jedoch wollte keine dieser Institutionen die Rettung des angeschlagenen Versicherers übernehmen. Die Last ist bei der Regierung hängen geblieben. Am Montag, 15. September 2008, da schließlich Lehman Brothers Insolvenz angemeldet hat und die Ratings von AIG endlich herabgestuft wurden, war klar, dass die Fed jetzt wirklich

einspringen muss. Der Kollaps des AIG Konzerns würde systemisches Risiko für die USA bedeuten, wie es auch aus den Begründungen der Rettung ersichtlich ist (Dash und Sorkin 2008 und Fed).

Ein weiterer Grund für die Rettung von AIG hätte sein können, dass die Aktien des Konzerns unter den meistgehaltenen Aktien in den amerikanischen „401(k) retirement plans“ waren. Die mögliche Folge wäre ein massiver Geldabzug aus den Investmentfonds (Dash und Sorkin 2008). Außerdem haben verschiedene Pensionsmodelle eine Versicherung bei der AIG erworben (Fed). Bei 401(k) handelt es sich um eine Art von betrieblicher Altersvorsorge. Eine Erklärung dazu ist beispielweise bei Fidelity NetBenefits auffindbar.

Sjostrom (2009) behauptet, dass die Rettung des Konzerns auf Grundlage des weitverflochtenen CDS Portfolios nicht unbedingt notwendig war. Denn seinen Informationen zufolge waren die Kontrahenten, also Gegenparteien der CDS Kontrakte, sehr wohl in der Lage, Kreditausfallversicherungen für die zugrundeliegenden Wertpapiere von anderen Finanzinstituten zu erwerben und das zu demselben Preis wie bei der AIG. Die Insolvenz der AIG hätte keine Auswirkungen auf die Kreditwürdigkeit der Unternehmen, dessen Zahlungsausfall versichert werden sollte. Allerdings, argumentiert Sjostrom (2009) weiter, dass der CDS Markt die plötzlich entstandene große Nachfrage nicht bewältigen könnte. Er kommt zu dem Schluss, dass die Regierung in einer anderen Weise eingreifen müsste, um den Wechsel zu neuen CDS Vertragspartnern zu erleichtern. Die Kreditausfallversicherungen, die auf die multi-sector CDOs ausgegeben wurden, waren wahrscheinlich von vielen Vertragspartnern dadurch besichert, dass sie sich für den Fall eines Zahlungsausfalls seitens AIG, bei dritten Finanzinstituten durch den Erwerb von CDS, versichert haben. Außerdem genießen CDS eine besondere Stellung im US Amerikanischen Insolvenzrecht. Demnach wären die Negativfolgen bei den Vertragspartnern gemildert, indem sie die von der AIG zur Verfügung gestellten Sicherheiten behalten dürften (Sjostrom 2009). Ein perfektes Beispiel dazu ist die Investmentbank Goldman Sachs. Es wurde berichtet, dass diese, als wichtigster Handelspartner AIGs, einen Verlust von USD 20 Milliarden erleiden würde. Goldman Sachs hat diese Gerüchte dementiert, da deren Exposure gegenüber AIG nicht von materieller Natur wäre (Stempel 2008).

„For the avoidance of doubt, our exposure to AIG is offset by collateral and hedges and is not material to Goldman Sachs in any way“ (Stempel 2008, zitiert Lucas van Praag, einen Sprecher von Goldman Sachs).

3.3 Rettungsmaßnahmen

Die Vereinbarungen zu den Maßnahmen des Bail-outs durch die US Amerikanische Regierung wurden mehrfach geändert (Harrington 2009a und Sjostrom 2009). Von anfangs lediglich \$ 85 Milliarden sind die zugesprochenen Hilfeleistungen auf über \$ 182 Milliarden angewachsen (Harrington 2009a). Davon kamen fast \$ 70 Milliarden vom Finanzministerium durch das TARP Programm und die restlichen ca. \$112 Milliarden flossen von der Federal Reserve Bank of New York (U.S. Department of the Treasury 2013). Das meiste Geld floss in Richtung Investmentbanken und anderer Finanzinstitute, die als Vertragspartner in CDS Kontrakten sowie in dem Wertpapierleihprogramm bei der AIG gelistet waren (Harrington 2009a).

Das Geld aus dem Kreditrahmen der Fed Credit Facility wurde zwischen dem 16. September und dem 31. Dezember 2008 dafür genutzt, um \$ 22,4 Milliarden im Rahmen des Kreditausfallsversicherungsportfolios der AIGFP an ihre Vertragsparteien in Form von Sicherheiten zu überbringen. Viele der CDS Verträge waren an subprime Hypotheken gekoppelt, bei denen sich bekanntlich in der Vergangenheit die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls (default) massiv erhöht hatte (Watson und Ashooh 2009). Die Zahlungsempfänger, sowie die Höhe der jeweiligen Zahlungen sind in Tabelle 3 gelistet.

Das Darlehen der Fed, also die Fed Credit Facility, hatte eine Laufzeit von zwei Jahren und Zinsen in Höhe vom 3-monats Libor plus 850 Basispunkte (wie bereits erwähnt, ein Basispunkt entspricht einem hundertstel Prozent), mit einem Mindestzins von 350 Basispunkten auf den 3-monats Libor. Dieser Kredit wurde unter anderem mit dem Vermögen der AIG besichert. Im Laufe der Zeit wurde jedoch auch dieses Darlehen modifiziert. Die Laufzeit verlängerte sich auf 5 Jahre, jedoch verringerte sich der maximale zur Verfügung stehende Betrag auf \$ 60 Milliarden mit einem Zins in Höhe vom 3-monats Libor plus 300 Basispunkte (Fed).

Um einer Täuschung vorzubeugen, dass lediglich private Finanzunternehmen aus der Rettung profitiert haben, soll hier gezeigt werden, dass auch Kommunen in verschiedenen Staaten insgesamt \$ 12,1 Milliarden von der AIGFP erhalten haben. Das meiste Geld erhielten Kalifornien, Virginia und Hawaii (Watson und Ashooh 2009).

Die AIG Financial Products hat insgesamt \$ 52 Milliarden gebraucht und genutzt, um allen Verpflichtungen nachzukommen (Watson und Ashooh 2009). Die Erbringung von Sicherheiten hat demnach den Löwenanteil von ca. 43 Prozent ausgemacht.

Noch vor dem offiziellen Bail-out wurde dem Konzern gewährt, sich \$ 20 Milliarden aus den Einlagen der eigenen Tochtergesellschaften zu leihen, um sich besser refinanzieren zu können

(Dash und Sorkin 2008 und Kazim 2008). Im Versicherungswesen der USA müssen die Gesellschaften über ein gewisses Kapitalpolster verfügen. Normalerweise wird es der Konzernmutter nicht erlaubt sein, die Einlagen der Tochtergesellschaften anzufassen (Dinallo 2009).

Finanzinstitut	Betrag (Milliarden)
Société Générale	\$4,1
Deutsche Bank	\$2,6
Goldman Sachs	\$2,5
Merrill Lynch	\$1,8
Calyon	\$1,1
Barclays	\$0,9
UBS	\$0,8
Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank (DZ Bank)	\$0,7
Wachovia	\$0,7
Rabobank	\$0,5
KFW	\$0,5
JPMorgan	\$0,4
Banco Santander	\$0,3
Danske	\$0,2
Reconstruction Finance Corp	\$0,2
HSBC Bank	\$0,2
Morgan Stanley	\$0,2
Bank of America	\$0,2
Bank of Montreal	\$0,2
Royal Bank of Scotland	\$0,2
Andere	\$4,1
Gesamt	\$22,4

Tabelle 4: Höhe der erneut hinterlegten Sicherheiten im Rahmen des CDS Programms der AIGFP nach der Auszahlung der Fed Credit Facility (Quelle: eigene Darstellung nach Watson und Ashooh 2009, S. 3)

Außerdem belief sich die Bilanzsumme der American International Group noch unmittelbar vor der Rettung, mehreren Quellen zufolge (bspw. Sjostrom 2009), auf über \$ 1 Billion. Offenbar hat sich die Regierung bei dem Bail-out erhofft, durch den Verkauf einiger Bestände des Anlagevermögens, mehr Liquidität zu erwirtschaften. Da jedoch das Ende der Krise auf den internationalen Finanzmärkten noch nicht in absehbarer Nähe zu sein schien, war es extrem schwierig, Interessenten oder sogar Käufer für die Tochtergesellschaften der AIG zu finden (Sjostrom 2009).

3.3.1 TARP Finanzierung

TARP (Troubled Asset Relief Program) ist ein Programm des US Amerikanischen Finanzministeriums (U.S. Department of the Treasury), welches im Oktober 2008 initiiert und unter dem „*Emergency Economic Stabilization Act of 2008 (EESA)*“ aufgestellt wurde, um Stabilität an den Finanzmärkten wiederherzustellen, sowie die Liquidität dort zu erhöhen (Ghosh und Mohamed 2010, S. 137 und U.S. Department of the Treasury 2016). Hinter diesen Namen verbergen sich mehrere Hilfsprogramme, die verschiedenen Industrien, unter anderem der Autoindustrie, die den Banken oder eben der Versicherungsgesellschaft AIG, zugutekommen sollten. Das Mandat der finanziellen Hilfen endete am 3. Oktober 2010. Ab diesem Zeitpunkt konnten keine neuen finanziellen Verpflichtungen im Rahmen von TARP eingegangen werden. Insgesamt durfte das Finanzministerium \$475 Milliarden an finanziellen Hilfen vergeben. Der American International Group wurden davon \$70 Milliarden zugesprochen. Am Ende des Jahres 2015 konnte das Ministerium unter dem Strich ein Plus von \$12 Milliarden verzeichnen, zusammengerechnet für alle Einnahmen aus dem TARP Programm. Diese setzten sich aus den unterschiedlichen Rückzahlungen und dem Verkauf von AIG Aktien zusammen (U.S. Department of the Treasury 2016).

Unter anderem war die ursprüngliche Idee, illiquide verbriefte Kreditforderungen sowie Hypothekenbesicherte Wertpapiere, also die sogenannten asset-backed securities (ABS) und mortgage-backed securities (MBS), zu kaufen. Außerdem sollte die Behörde in den Besitz der toxischen Vermögenswerte der angeschlagenen Institutionen gelangen, um deren Verluste zu mindern. Stattdessen wurde schließlich das Geld zum Erwerb von Vorzugsaktien der betroffenen Institutionen, AIG, genutzt. Dem Inhaber dieser bestimmten Aktien wurde in der Regel kein Stimmrecht eingeräumt (Ghosh und Mohamed 2010). Aus der TARP Finanzierung flossen \$40 Milliarden in diese neu emittierten Vorzugsaktien (Fed). Nicht zu verwechseln ist, dass außer den Vorzugsaktien auch Stammaktien des Konzerns erworben wurden.

Diese neuen kumulativen Vorzugsaktien der Serie D, oder auf Englisch „*AIG Series D Preferred Stock*“ genannt, hatten ein beschränktes Stimmrecht und einen Dividendenanspruch in Höhe von 10 Prozent pro Jahr. Die \$40 Milliarden von dem Finanzministerium wurden für die Rückzahlung der Fed Credit Facility an die New York Federal Reserve Bank eingesetzt. Außerdem hat die AIG einen Optionsschein ausgegeben, mit dem das Finanzministerium zwei Prozent von den AIG Stammaktien, für \$ 0,00001 pro Anteil, erwerben konnte (Sjostrom2009, S. 970).

Der ursprüngliche Regierungsanteil an dem Unternehmen von 79,9 Prozent musste demnach auf 77,9 Prozent reduziert werden, damit die neuen Stammaktien erworben werden konnten.

Gegenpartei	Betrag (\$ Milliarden)
Barclays	7,0
Deutsche Bank	6,4
BNP Paribas	4,9
Goldman Sachs	4,8
Bank of America	4,5
HSBC	3,3
Citigroup	2,3
Dresdner Kleinwort (DKIB)	2,2
Merrill Lynch	1,9
UBS	1,7
ING	1,5
Morgan Stanley	1,0
Société Générale	0,9
AIG International Inc.	0,6
Credit Suisse	0,4
Paloma Securities	0,2
Citadel	0,2
Gesamt	43,7

Tabelle 5: Hilfeleistungen an die Gegenparteien der AIG im Rahmen des Wertpapierleihprogramms (Quelle: eigene Darstellung nach Watson und Ashooh 2009, S. 6)

Gemäß Ghosh und Mohamed (2010) war es der größte Fehler, dass das Geld direkt in die Finanzinstitutionen investiert wurde. Denn durch den Erwerb der toxischen Vermögenswerte wären die Bilanzen bereinigt und man würde sich weiterhin auf das wesentliche konzentrieren, d.h. die Liquidität im System zu erhöhen, größere Kreditvergabe an Hausbesitzer sowie zwischen den Banken.

3.3.2 Maiden Lane II

Wenn man sich die Karte von Manhattan, New York anschaut, wird einem sofort bewusst, wofür der Name Maiden Lane steht. Es ist der Name der Straße, die an der Federal Reserve Bank of New York entlang geht (Buchter 2015). Der Haupteingang ist zwar auf der Liberty Street, aber die Angestellten kommen von der soeben erwähnten Maiden Lane ins Gebäude rein.

Maiden Lane Limited Liability Company (ML LLC) sind drei Gesellschaften, welche sich durch den Zusatz I, II, oder III voneinander unterscheiden, die von der New York Fed im Jahr 2008 errichtet wurden, um der turbulenten Situation am Markt entgegen zu wirken. Die New York Fed sollte sicherstellen, dass alle Darlehen, die so vergeben wurden, komplett zurückbezahlt werden und dass der Finanzmarkt nicht noch weiteren Erschütterungen ausgesetzt wird (New York Fed). Gemäß Harrington (2009a) handelte es sich um sogenannte Zweckgesellschaften (special purpose vehicle, SPV).

Maiden Lane I, oder auch nur ML LLC sollte den Zusammenschluss von JP Morgan Chase und Bear Stearns erleichtern und fördern. Es sollten Aktiva der Investmentbank Bear Stearns erworben werden (New York Fed).

Die Maiden Lane II LLC wurde speziell für den Kauf von verschiedenen privaten wohnimmobilienbesicherten Wertpapieren, den sogenannten RMBS aus dem Wertpapierleihportfolio einiger Tochtergesellschaften der AIG gegründet. Es handelte sich um Versicherungsgesellschaften mit Sitz in den Vereinigten Staaten. Die Gesellschaft ML II LLC bekam von der New York Fed ein Darlehen in Höhe von ca. \$ 19,5 Milliarden mit einer Laufzeit von sechs Jahren, welches sie dann für den Einkauf von RMBS nutzen und inklusive Zinsen zurückzahlen sollte. Die erworbenen Wertpapiere sollten dann weiterverkauft werden. Die Rückzahlung des Kredits an die Fed begann im Januar 2009. Ende Februar 2012 hat diese Zweckgesellschaft die restlichen, in ihrem Besitz befindlichen Wertpapiere verkauft. Aus den Nettoeinnahmen wurde der Kredit komplett zurückbezahlt und außerdem wurde ein Gewinn

von ca. \$ 2,8 Milliarden erwirtschaftet. Dieser Gewinn kommt der amerikanischen Öffentlichkeit zugute (New York Fed).

Die Gegenparteien der AIG haben im Rahmen des Wertpapierleihprogramms zwischen den 16. September und den 31. Dezember 2008 insgesamt \$ 43,7 Milliarden erhalten (Watson und Ashooh 2009). Dafür hätte das Geld der Maiden Lane II alleine nicht gereicht. Die Auflistung der einzelnen Beträge befindet sich in Tabelle 5. Wenn man die Tabellen 4, 5 und 6 vergleicht, dann sieht man, dass im Rahmen des Wertpapierleihprogramms das meiste Geld geflossen ist. Barclays und Deutsche Bank erhielten mit Abstand die höchsten Beträge, konkret waren es \$ 7 Milliarden, bzw. \$ 6,4 Milliarden.

3.3.3 Maiden Lane III

Die letzte Gesellschaft, Maiden Lane III LLC wurde zur Unterstützung der AIG Tochter, AIG Financial Products, errichtet. ML III LC hat von der Fed einen Kredit in Höhe von \$ 24,3 Milliarden bekommen. Zusätzliche \$ 5 Milliarden kamen von der AIG (New York Fed). Diese \$ 5 Milliarden kamen übrigens aus dem kurzfristigen Kredit der New York Fed in Gesamthöhe von \$ 85 Milliarden (Watson und Ashooh 2009 und Harrington 2009a). Die Aufgabe der Maiden Lane III war es, mit diesen insgesamt \$ 29,3 Milliarden die multi-sector CDO von den Vertragsparteien der AIGFP aufzukaufen. Damit war es der AIGFP möglich, die an die CDO gebundenen CDS Kontrakte, also die Kreditausfallversicherungen, zu kündigen. In den Sommermonaten 2012 gelang es schließlich der Maiden Lane III den Kredit an die Fed, inklusive Zinsen sowie den Eigenkapitalbeitrag, an die AIG zurückzuzahlen. Auch diese Gesellschaft konnte nach der Veräußerung der letzten Wertpapiere einen Nettogewinn von ca. \$ 6,6 Milliarden verzeichnen. Dieser Gewinn kam ebenfalls der Öffentlichkeit zugute (New York Fed). Die Aktiva der Maiden Lane Gesellschaften wurden mit Hilfe von „*BlackRock Solutions*“ verkauft (Priest und Gutt 2012).

In der folgenden Tabelle 6 ist der Geldfluss der Maiden Lane III dokumentiert. Der größte Anteil der \$ 27,2 Milliarden ging direkt an europäische Finanzinstitutionen, um deren Collateralized Debt Obligations aufzukaufen, damit die von der AIGFP darauf begebenen CDS gekündigt werden konnten. Wie Watson und Ashooh (2009) betonen, wurden die Namen der Kontrahenten, also der Vertragspartner veröffentlicht, um dem Verlangen nach Transparenz bei einer staatlichen Hilfeleistung nachzukommen, auch wenn diese Veröffentlichung möglicherweise einen Wettbewerbsnachteil für AIG oder oben die erwähnten Vertragsparteien verursachen könnte.

Im November 2014 wurden die Zweckgesellschaften Maiden Lane II und Maiden III aus dem Register gelöscht und somit ihre Existenz beendet, da alle Rückzahlungen erbracht wurden und man demnach die Dienste dieser Gesellschaften nicht mehr brauchte (New York Fed).

3.3.4 Weitere Finanzhilfen

Eine weitere Finanzhilfe, die von dem Finanzministerium und der New York Fed kam, war eine Zusage, dass das Finanzministerium im Rahmen der *“five-year standby equity capital facility“*

Finanzinstitut	ML III Leistung an Finanzinstitut (in Milliarden)	ML III Leistung an AIGFP (in Milliarden)
Société Générale	\$ 6,9	
Goldman Sachs	\$ 5,6	
Merrill Lynch	\$ 3,1	
Deutsche Bank	\$ 2,8	
UBS	\$ 2,5	
Calyon	\$ 1,2	
Deutsche Zentral- Genossenschaftsbank (DZ Bank)	\$ 1,0	
Bank of Montreal	\$ 0,9	
Wachovia	\$ 0,8	
Barclays	\$ 0,6	
Bank of America	\$ 0,5	
The Royal Bank of Scotland	\$ 0,5	
Dresdner Bank AG	\$ 0,4	
Rabobank	\$ 0,3	
Landesbank Baden- Württemberg	\$ 0,1	
HSBC Bank USA	~ \$ 0,0	
Gesamt	\$ 27,2	
Andere		\$ 2,5
Gesamt alle Zahlungen		\$ 29,7

Tabelle 6: Zahlungen der Maiden Lane III (Quelle: eigene Darstellung mit Daten von Watson und Ashooh 2009, S. 4)

die von der AIG ausgegebenen, nicht kumulativen Vorzugsaktien im Gesamtvolumen von bis circa \$ 30 Milliarden nach und nach aufkaufen wird (AIG 2009, S. 2). Diese, jetzt schon zweite Restrukturierungsmaßnahme fand im März 2009 statt. In diesem Rahmen wurde der maximal verfügbare Betrag aus dem Kredit der Fed, also der Fed Credit Facility, von \$ 60 Milliarden auf \$ 35 Milliarden reduziert. Zusätzlich wurde der floor von 300 Basispunkten zu dem 3-monats Libor gestrichen. Für dieses Entgegenkommen erhielt die New York Fed Anteile an den zwei ausländischen Lebensversicherern der AIG, die im nächsten Absatz näher beschrieben sind (Fed).

Die New York Fed hat also wiederum versprochen, den offenen Restbetrag um bis zu \$ 26 Milliarden zu reduzieren, wenn sie dafür die bevorzugten Anteile (preferred interests) an den Zweckgesellschaften ALICO Holdings LLC und AIA Aurora LLC erhält. Diese special purpose vehicles hielten die Stammaktien an den zwei wichtigen internationalen Versicherern, dem Lebensversicherer ALICO (American Life Insurance Company) und der AIA (American International Assurance Company Limited), (AIG 2009 und Fed). Am Ende hat diese Hilfe ein Volumen von \$ 25 Milliarden erreicht (U.S. Department of the Treasury 2013). Der Lebensversicherer ALICO wurde schließlich an einen dritten Interessenten veräußert. Die zweite Gesellschaft, AIA, wurde hingegen erfolgreich an die Börse gebracht. Das initial public offering (IPO) plus der Verkauf haben insgesamt mehr als \$ 26 Milliarden eingebracht (Fed). Somit wurde auch dieses Geld gewinnbringend angelegt.

3.4 Konsequenzen

Die Finanzkrise und die damit verbundenen Schwierigkeiten haben die US Amerikanische Regierung dazu bewegt, ein neues Gesetz zu erlassen und dieses von Präsident Obama zu unterzeichnen, um ein erneutes Versagen der Finanzinstitute zu verhindern und damit auch die Verwendung des Steuergeldes für die Rettung solcher Institute zu unterbinden. So eine Finanzkrise, (wie die in den Jahren 2007 bis 2009, Anm.), soll eben nicht noch einmal vorkommen (The White House und Dodd-Frank Act 2010). Das erwähnte Gesetz, der Dodd-Frank Act, wird im nachfolgenden Abschnitt präsentiert.

3.4.1 Dodd-Frank Act

Das neu erlassene Gesetz heißt mit dem offiziellen Kurznamen „*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*“. Das Ziel dieser Reform war es, unter anderem, die Finanzstabilität der USA zu verbessern. Außerdem sollte das Vertrauen in das Finanzsystem durch eine erhöhte Transparenz gesteigert werden und somit langsam der Weg zur Beendigung des TBTF Problems bereitet werden, damit man in Zukunft keiner Institution mehr aus der Not helfen muss (Dodd-Frank Act 2010, S. 1).

Um die Verpflichtung des Staates zur Rettung der in Schieflage geratenen TBTF Finanzinstitutionen zu minimieren, wollen die Gesetzgeber das Wachstum der größten Finanzinstitutionen beschränken. Des Weiteren sollen die ausgesprochen riskanten Handlungen am Finanzmarkt ebenso beschränkt werden. Falls dennoch ein Unternehmen scheitern sollte, soll die Regierung in der Lage sein, diese Unternehmen abzuwickeln, ohne weitere Panik auszulösen (The White House).

Das Gesetz umfasst insgesamt fünfzehn Titel. Der erste Titel beschäftigt sich mit der Finanzstabilität, in dem ein sogenannter „*Financial Stability Oversight Council*“ geschaffen wurde. Dieser Rat soll vor allem die Überwachung der Stabilität des US Amerikanischen Finanzmarktes übernehmen. Außerdem soll er potenzielle Bedrohungen eliminieren (Dodd-Frank Act 2010, S. 18).

Der zweite Titel lässt eine geordnete Liquidation bestimmter Finanzinstitute zu. Vor allem soll überprüft werden, inwieweit der Zahlungsausfall dieser Unternehmen die Stabilität des US Amerikanischen Finanzmarktes beeinflussen würde (Dodd-Frank Act 2010).

Der für diese Arbeit wesentliche Titel, ist der Titel fünf, welcher die Versicherungen betrifft. Im Gesetz verankert ist die Gründung der Federal Insurance Office (FIO), die innerhalb des Finanzministeriums errichtet wurde. Das Büro soll den Versicherungsmarkt beobachten um das Fehlerrisiko bei der Beaufsichtigung von Versicherungsunternehmen zu minimieren. Damit wollen die Aufseher einer systemischen Krise vorbeugen. Des Weiteren kann das Büro dem Financial Stability Oversight Council einen Vorschlag unterbreiten, dass ein Versicherer, samt seinen Schwestergesellschaften, als ein Finanzdienstleister ohne Bankenstatus von der „*Board of Governors pursuant to title I of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*“ beaufsichtigt werden soll (Dodd-Frank Act 2010, S. 206). Somit würde ein Versicherungsunternehmen von der Federal Reserve reguliert werden. Diese Änderung ist der erste Schritt von der bisherigen, individuell von den einzelnen Staaten durchgeführten Aufsicht,

hin zu einer gemeinsamen und allgemein gültigen bundesstaatlichen Aufsicht, zumindest in bestimmten Bereichen. Diese Bestimmung wurde in das Gesetz dank des AIG Vorfalls eingeführt (Morante und Sofge 2010).

Gemäß Morante und Sofge (2010) würden sogar die Versicherer aus den USA eine Aufsicht auf bundesstaatlicher Ebene begrüßen, denn es soll sehr umständlich sein, mit den vielen verschiedenen Behörden auf dem US Amerikanischen Territorium klarzukommen. Außerdem würde eine Bundesstaatliche Aufsicht die US Versicherer auf dem europäischen Markt wettbewerbsfähiger machen. Morante und Sofge (2010) meinen höchstwahrscheinlich damit die Vorschriften über die Gruppenaufsicht. Denn gemäß § 288 Absatz 1, erster Satz des deutschen Gesetzes über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen (VAG) gelten für Versicherer aus Drittstaaten die folgenden Vorschriften:

„Für ein Versicherungsunternehmen einer Gruppe, dessen Mutterunternehmen eine Versicherungs-Holdinggesellschaft, eine gemischte Finanzholding-Gesellschaft oder ein Versicherungsunternehmen mit Sitz in einem Drittstaat ist, muss festgestellt werden, ob es von der Aufsichtsbehörde des betreffenden Drittstaats in einer der Gruppenaufsicht in den Mitglied- oder Vertragsstaaten gleichwertigen Weise beaufsichtigt wird.“

Die Einzelbeaufsichtigung von den betroffenen Unternehmen bleibt von dieser Vorschrift unberührt, d.h. die Versicherungsunternehmen werden auch weiterhin, wie üblich, einzeln beaufsichtigt (§ 245 Absatz 1 VAG). Des Weiteren legt der § 245 Absatz 2 VAG fest, welche Unternehmen der Gruppenaufsicht unterliegen.

*„1. Versicherungsunternehmen, die bei mindestens einem Versicherungsunternehmen oder mindestens einem Versicherungsunternehmen eines Drittstaats beteiligte Unternehmen sind,
2. Versicherungsunternehmen, deren Mutterunternehmen
a) eine Versicherungs-Holdinggesellschaft oder
b) eine gemischte Finanzholding-Gesellschaft
mit Sitz in einem Mitglied- oder Vertragsstaat ist,
3. Versicherungsunternehmen, deren Mutterunternehmen
a) eine Versicherungs-Holdinggesellschaft oder
b) eine gemischte Finanzholding-Gesellschaft oder
c) ein Versicherungsunternehmen
mit Sitz in einem Drittstaat ist, und
4. Versicherungsunternehmen, deren Mutterunternehmen eine gemischte Versicherungs-Holdinggesellschaft ist.“*

In Deutschland hingegen teilt sich die Versicherungsaufsicht zwischen dem Bund und den Ländern auf. Die BaFin, also die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, beaufsichtigt alle privatbetriebenen Versicherer, die für die Wirtschaft von signifikanter Bedeutung sind. Die öffentlich-rechtlichen Versicherer, die länderübergreifend tätig sind, werden ebenfalls von der BaFin beaufsichtigt. Im Gegensatz dazu werden von den Ländern, bzw. von deren Aufsichtsbehörden nur solche Versicherer beaufsichtigt, die entweder privatbetrieben, aber von geringerer wirtschaftlicher Bedeutung sind, oder die Öffentlich-Rechtlichen, die aber nur auf der spezifischen Bundeslandebene arbeiten (BaFin 2016a). Gemäß dem Verband der öffentlichen Versicherer gibt es in Deutschland elf öffentliche Erstversicherungsgruppen, deren Marktanteil sich auf 10,9 Prozent im Jahr 2014 belief. Sie werden, unter anderem, meist von den regionalen Sparkassen und Landesbanken getragen. Durch die Verbundenheit können diese Körperschaften Synergieeffekte nutzen, um so Kosten zu senken (Verband öffentlicher Versicherer). Diese Vorteile zeigen sich in Anbetracht der heutigen Entwicklungen am Finanz- und Versicherungsmarkt von enormer Bedeutung.

Das FIO Büro beaufsichtigt alle Versicherungssparten bis auf die Krankenversicherung, Langzeitpflegeversicherung und Ernteversicherung (Dodd-Frank Act 2010). Gemäß Morante und Sofge (2010) hat die FIO eher eine beratende, als eine gesetzgebende, oder richtige aufsichtsrechtliche Funktion.

3.4.2 Federal charter

Gemäß Harrington (2009a) sowie Morante und Sofge (2010) wurden nach der AIG Krise einige Stimmen lauter, die sich nach einem sogenannten federal charter, einer Art Bundesaufsichtsbehörde, geseht haben. Die Gegenseite hat damit argumentiert, dass eine Aufsicht auf lediglich einzelstaatlicher Ebene völlig ausreichend wäre, vorausgesetzt die ausgesprochen geringe Anzahl an, in der Vergangenheit, insolventen Versicherer. Dagegen sind einige Banken unter der bundesstaatlichen Aufsicht in der Krise pleitegegangen (Morante und Sofge 2010). Meiner Meinung nach ist jedoch ein Vergleich zwischen Banken und der Assekuranz in diesem Zusammenhang unangebracht.

Die Idee, einen „optional federal charter“ zu errichten, also eine frei wählbare Versicherungsaufsichtsbehörde, entweder auf Bundes- oder auf Staatsebene, ist nicht neu. Bereits vor der Krise wurde von einem entsprechenden Vorschlag für die Lebensversicherer berichtet. Ein ähnliches Modell wird für die Regulierung von Banken verwendet (Hughes und Fimea 2003).

Die Befürworter einer einheitlichen Aufsicht heben meistens die Kostenreduktion hervor, die aufgrund von einheitlicher Regulierung, anstatt von Einhaltung der unterschiedlichen Regeln in den jeweiligen Staaten, enorm wäre. Außerdem könnten so neue und günstigere Produkte auf den Markt gebracht werden (Cooper 2010).

Gemäß mir zugänglichen Informationen ist es jedoch in Bezug auf den optional federal charter nur bei einem Vorschlag, ohne weitere Umsetzung geblieben.

3.4.3 Weitere Folgen

Die US Amerikanische Regierung hat am 18. September 2008 Herrn Edward M. Liddy mit der Führung der kriselnden AIG beauftragt. Damit wurde der früher erwähnte Vorstandsvorsitzende Robert B. Willumstad, nach einer nur 3 Monate dauernden Amtszeit, abgelöst. Willumstad hat wiederum im Sommer 2008 Martin J. Sullivan an der Spitze von AIG abgelöst (AIG 2009). Die Gesellschaft musste somit drei neue Führungskräfte an ihrer Spitze innerhalb eines Jahres verkraften.

Damit die AIG ihre Schulden und die dazugehörigen Zinsen bei der Regierung zurückzahlen konnte, musste sie einige ihrer führenden Betriebe verkaufen. Des Weiteren blieben auch die Managementvergütungen von der Krise nicht unberührt. Einige Bonuszahlungen (Boni) wurden gestrichen, gemeinsam mit den Gehaltserhöhungen der top Manager: Das Jahresgehalt des Vorstandsvorsitzenden betrug in den Jahren 2008 und 2009 lediglich \$ 1 (AIG 2009).

Aufgrund der schlechten Marktlage, sowie der Restrukturierung der American International Group musste der Konzern im vierten Quartal des Jahres 2008 einen Nettoverlust von \$ 61,7 Milliarden verzeichnen. Der Nettoverlust für das ganze Krisenjahr 2008 betrug \$ 99,3 Milliarden (AIG 2009). Darüber hinaus hat die AIG Aktie einen enormen Verlust erlitten, wie schon in Abschnitt 3 beschrieben.

Aber auch andere Marktteilnehmer blieben von der Krise nicht verschont. So haben Schwierigkeiten bei der AIG Tochtergesellschaft ILFC (International Lease Finance Corporation), welche im Flugzeugleasinggeschäft tätig ist, große Sorgen bei den Flugzeugherstellern Boeing und Airbus hervorgerufen. Denn die ILFC sollte deren größter Abnehmer sein (DiePresse.com 2009). Im Jahr 2011 musste die AIG bei der ILFC sogar eine Abschreibung in Höhe von \$ 1,5 Milliarden vornehmen (Reuters 2011). Schließlich wurde diese Flugzeugleasinggesellschaft 2014 von der AerCap akquiriert (AerCap 2016).

3.5 Von der Leine genommen

Durch die vielen Regulierungsmaßnahmen musste die American International Group an die Leine genommen werden. Am Ende der staatlichen Rettungsmaßnahmen konnten die Behörden insgesamt einen Gewinn aus diesem Bail-out verzeichnen. Das Finanzministerium hat die letzten Aktien der American International Group, die es noch besaß, am 11. Dezember 2012 veräußert. Die positive Rendite, die dem Finanzministerium sowie der Federal Reserve zugutekommt, beläuft sich auf \$ 22,7 Milliarden (U.S. Department of the Treasury 2012). Von diesem Betrag gehören \$ 5 Milliarden dem Finanzministerium. Den Restbetrag in Höhe von \$ 17,7 Milliarden bekam die Fed (U.S. Department of the Treasury 2013). Eine Übersicht über die gewährten Hilfeprogramme sowie deren Höhen findet sich in Tabelle 7. Außerdem wird die Rendite, welche diese Programme erwirtschaften konnten, noch einmal deutlich den unterschiedlichen Programmen des Finanzministeriums sowie der Fed zugeteilt.

Das Finanzministerium sieht den Erfolg auch darin, dass die Aktiva der American International Group um 46 Prozent zwischen September 2008 und September 2012, also in nur vier Jahren, gekürzt werden konnten. Im Jahr 2008 belief sich die Höhe der Aktiva auf ein wenig über \$ 1 Billion, konkret, in Abbildung 10, belief sich die Bilanzsumme auf \$ 1.022 Milliarden. Die Aktiva des Unternehmens waren im September 2012 nur \$ 551 Milliarden wert. Damit kann sich der Konzern besser auf das Versicherungsgeschäft konzentrieren. Vor allem die Tochter AIGFP wurde geschmälert (U.S. Department of the Treasury 2012 und 2013).

	Verpflichtungen	Renditen
Federal Reserve Bank of New York	\$ 112,5 Milliarden	\$ 17,7 Milliarden
Kredite der Fed an AIG	\$ 35 Milliarden (ursprünglich \$ 85 Milliarden)	\$ 6,8 Milliarden
AIA/ALICO SPV, bevorzugte Anteile	\$ 25 Milliarden	\$ 1,4 Milliarden
Maiden Lane II und III	\$ 52,5 Milliarden	\$ 9,5 Milliarden
Finanzministerium	\$ 69,8 Milliarden	\$ 5 Milliarden
Stammaktien	\$ 47,5 Milliarden	\$ 4,1 Milliarden
Vorzugsaktien	\$ 22,3 Milliarden	\$ 0,9 Milliarden
Gesamt	\$ 182,3 Milliarden	\$ 22,7 Milliarden

Tabelle 7: Übersicht der Verpflichtungen sowie der aus den Hilfeleistungen resultierenden Renditen der beteiligten Behörden (Quelle: eigene Darstellung nach U.S. Department of the Treasury 2013)

3.6 Zusammenfassung

Rüdel (2012) fasst das Bail-out der American International Group als die „mit Abstand größte Rettungsaktion der US-Regierung für ein einzelnes Unternehmen“, die für sehr viel Aufsehen gesorgt hat. Insgesamt hat sich das US Amerikanische Finanzministerium zusammen mit der Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) verpflichtet, Hilfeleistungen in Gesamthöhe von \$ 182,3 Milliarden zu erbringen. Wie aber diese Arbeit zeigt, hat sich die ganze Aktion für diese zwei Behörden sowie für den Staat und somit auch die Steuerzahler gelohnt. An unterschiedlichen Erlösen, Zinsen, sowie Gebühren konnten sie \$ 22,7 Milliarden mehr erwirtschaften, als sie investiert haben.

Die Entscheidung über die Rettung des angeschlagenen Konzerns AIG musste kurzfristig erfolgen. Die Herabstufung der Kreditwürdigkeit der AIG durch die Ratingagenturen hat es ihr schwieriger gemacht sich zu rekapitalisieren. Darüber hinaus musste AIG mehr Sicherheiten hinterlegen, denn ihre Gläubiger hätten ihr Kapital beanspruchen können. Somit geriete sie in akute Liquiditätsnot (SZ.de 2010). Außerdem haben sich Befürchtungen gehäuft, dass das Scheitern der AIG andere Finanzinstitute anstecken könnte und diese somit auch womöglich scheitern oder ggf. gerettet werden mussten. Viele Stimmen sehen den Versicherungsriesen AIG als Mitverursacher der Finanzkrise, bspw. Buchter (2009). Wichtig ist, dass die Schwierigkeiten, die die American International Group bewältigen musste vor allem auf der Geschäftsgrundlage der Tochter AIGFP entstanden sind. Die Versicherungsgesellschaften blieben von der Krise weitreichend unberührt. Dinallo (2009) hat während seiner Anhörung gesagt, dass die Rettung der American International Group nur dank des starken Versicherungsgeschäfts und der damit beschäftigten Tochtergesellschaften möglich ist.

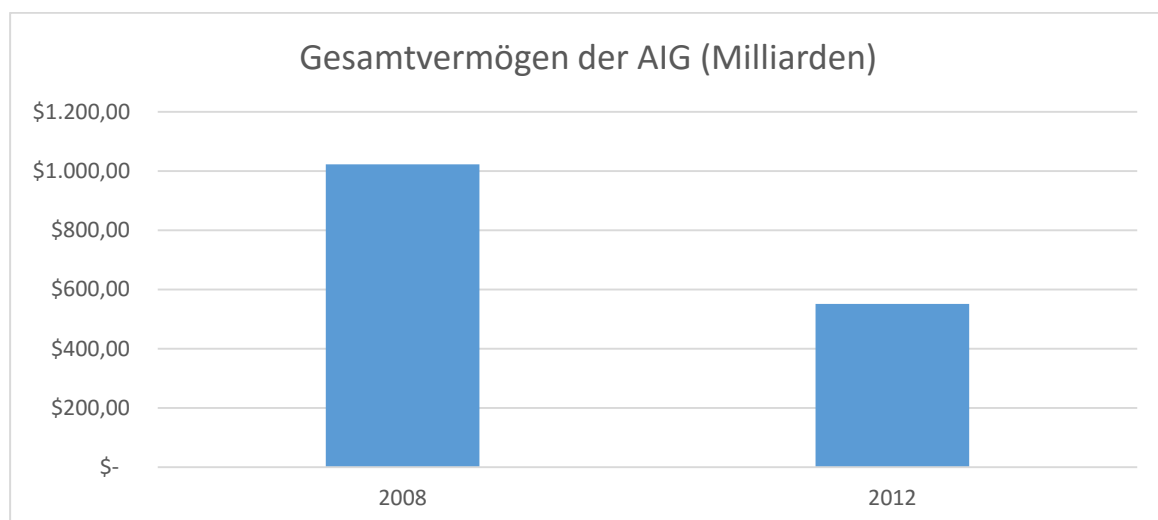


Abbildung 9: Entwicklung des Gesamtvermögen der AIG (Quelle: eigene Darstellung nach U.S. Department of the Treasury 2012)

Gegenpartei	Gesamtbetrag erhalten (\$ Milliarden)
Goldman Sachs	12,9
Société Générale	11,9
Deutsche Bank	11,8
Barclays	8,5
Merrill Lynch	6,8
Bank of America	5,2
UBS	5,0
BNP Paribas	4,9
HSBC	3,5
Dresdner Bank AG und DKIB	2,6
Calyon	2,3
Citigroup	2,3
Deutsche Z-G Bank	1,7
ING	1,5
Wachovia	1,5
Morgan Stanley	1,2
Bank of Montreal	1,1
Rabobank	0,8
Royal Bank of Scotland	0,7
AIG International	0,6
KFW	0,5
Credit Suisse	0,4
JPMorgan	0,4
Banco Santander	0,3
Citadel	0,2
Danske	0,2
Paloma Securities	0,2
Reconstruction Finance Corp	0,2
Landesbank B-W	0,1
Andere	4,1
Gesamt	93,3
Eigenkapitalanteil an ML III	5,0
Kommunen	12,1
Andere Verbindlichkeiten	12,1
Gesamt	122,9

Tabelle 8: Gesamtsummen der Leistungen der AIG an ihre Gegenparteien (Quelle: eigene Darstellung mit den Daten von Watson und Ashooh 2009 und nach Harrington 2009a, S. 797)

Dadurch, dass die AIG in der Finanzwelt enorm verflochten war, sind viele Rettungsgelder direkt zu ihren Geschäftspartnern, auf Grundlage der verschiedenen Kontrakte, wie den Kreditausfallversicherungen (CDS) und CDO, oder im Rahmen des Wertpapierleihprogramms, geflossen. Wenn man sich die Tabellen 4 und 6 anschaut, dann wird schnell klar, dass an die Geschäftspartner der AIGFP im Rahmen des CDS Erwerbs, mindestens \$ 49,6 Milliarden (22,4 + 27,2) geflossen sind. Die Tabelle 8 fasst alle Geschäftspartner der AIG zusammen, die im Rahmen der Rettungsaktion entschädigt wurden, bzw. zu welchen die Rettungsgelder direkt flossen. Diese Finanzinstitute erhielten insgesamt \$ 93,3 Milliarden. Gemäß dieser Tabelle scheint der wichtigste Partner Goldman Sachs gewesen zu sein. Diese Investmentbank erhielt insgesamt \$ 12,9 Milliarden. Dicht gefolgt wird sie von zwei weiteren Bankinstituten, Société Générale, welche \$ 11,9 Milliarden erhielt und Deutsche Bank mit einer Gesamtentschädigung von \$ 11,8 Milliarden. Wobei Entschädigung vielleicht nicht das richtige Wort ist, denn diese Banken erhielten lediglich das, worauf sie einen rechtlichen Anspruch gegenüber der AIG, bzw. ihren Tochtergesellschaften hatten. Weitere wichtige Vertragsparteien der AIG waren Barclays und Merrill Lynch.

4 Fallstudie Mannheimer Lebensversicherung AG

Das bedeutendste Ereignis auf dem deutschen Versicherungsmarkt im Hinblick auf die finanzielle Situation der Versicherer hat sich im Sommer 2003 (FAZ 2003) ereignet, als die Mannheimer Lebensversicherung AG in Folge von Missmanagement (Euromoney Institutional Investor PLC 2003), in Schwierigkeiten geriet.

Die Fallstudie über die Mannheimer Lebensversicherung AG wird in diese Arbeit aufgenommen, obwohl diese Gesellschaft nicht vom Staat gerettet wurde. Es hatte Gespräche über eine mögliche Übernahme durch die Mitbewerber am Versicherungsmarkt gegeben, diese sind jedoch gescheitert (Euromoney Institutional Investor PLC 2003 und FAZ 2003). Hätten die anderen Versicherer die Gesellschaft aber gerettet, hätten sie damit womöglich einen Präzedenzfall für zukünftige Bail-outs der Versicherungsunternehmen erschaffen (Euromoney Institutional Investor PLC 2003). Letztendlich wurde der Bestand der Mannheimer Lebensversicherung, nach der Aufforderung durch die Aufsichtsbehörde BaFin (JUVE 2003), auf die, von der Industrie zu diesem Zweck gegründete Auffanggesellschaft Protektor Lebensversicherungs-AG, übertragen (Protektor Lebensversicherungs-AG). Die Rettung war eine gute Möglichkeit das Image der Branche zu retten, weil die Verträge der Versicherten bis heute weitergeführt werden und nicht wie bei einer Insolvenz erloschen wären (JUVE 2003 und Himstedt 2004).

4.1 Die Gesellschaft

Die Mannheimer Lebensversicherung AG (Mannheimer Leben) gehörte zu der Gruppe der Mannheimer Versicherungen. Die Mannheimer Versicherungsgesellschaft wurde im Jahr 1879 in Mannheim gegründet und betrieb zunächst nur Transportversicherungen. 1923 übernahm das Unternehmen die, ein Jahr zuvor gegründete, Kronos Deutsche Lebensversicherungs-Bank AG, welche dann als die Mannheimer Lebensversicherungs-Gesellschaft AG weitergeführt wurde. Ende der neunziger Jahre kam es zu einer Umstrukturierung, weswegen die Mannheimer AG Holding (MAG) an die Konzernspitze gelangte. Des Weiteren wurde die mamax Lebensversicherung AG zum Betrieb des online Versicherungsgeschäfts gegründet (Mannheimer Versicherungen). Seit dem Jahr 2013 gehören die Mannheimer Versicherungen zu 100 % dem Continentale Versicherungsverbund an, einem Zusammenschluss von mehreren Versicherern, an dessen Spitze ein Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit ist (Mannheimer Versicherungen und Continentale Versicherungsverbund 2016).

Die bedeutendste Sparte im Konzern war die Lebensversicherungssparte (Public und Investor Relations 2004). Gemäß Baums (2003) gehörten grob gerechnet 83% der Kapitalanlagen der Lebensversicherung an. Dies war zum Stichtag 30. Juni 2003. Die bereits erwähnte mamax Lebensversicherung war Baums (2003, S. 3) zufolge von relativ geringer Bedeutung, denn ihre Kapitalanlagen betrugen „nur 0,2 %“ und auch ihre Beitragseinnahmen waren mit den Einnahmen der Mannheimer Leben nicht zu vergleichen. Im Versicherungswesen wird die Kapitalanlage genutzt um sicherzustellen, dass Forderungen aus den Versicherungsverträgen ständig befriedigt werden (BaFin 2016b).

Der Mannheimer Konzern schreibt im Jahresbericht für das Geschäftsjahr 2002, dass das Sorgenkind die Kapitalanlagen der Mannheimer Lebensversicherung sind. Die Schuld dafür sah das Unternehmen einerseits in der Situation an den Finanzmärkten und andererseits auch in der Struktur der eigenen Aktienportefeuilles, da diese „*Aktienportfolios vergleichsweise jung sind und nur geringere Bewertungsreserven enthielten*“ (Schreiber 2003, S. 1). Der Konzern spricht hier von dem Zeitpunkt, als die Kurse an den Aktienmärkten anfangen zu fallen. Aus diesen Gründen müsse der Konzern einige bedeutende Abschreibungen vornehmen, was die Aufwendungen für Kapitalanlagen enorm erhöhte (Public und Investor Relations 2003a).

Mit einigen Tochtergesellschaften, wie mit der Mannheimer Versicherung AG, oder der mamax Lebensversicherung AG, hat die Holdinggesellschaft Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge gem. § 291 AktG abgeschlossen. Das verpflichtet die Holding auch zur Übernahme und zum Ausgleich von Verlusten dieser Gesellschaften nach § 302 AktG (Baums 2003 und Public und Investor Relations 2004). Ein solcher Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag bestand auch mit der Mannheimer Leben (Public und Investor Relations 2003a).

Die Mannheimer Aktie mit der WKN 842800 und der ISIN: DE0008428004 war in dem Aktienindex SDAX gelistet. Kurzzeitig wagte sie sogar den Sprung in den MDAX bevor sie schließlich aus diesen Prime Standard Segments ausgeschieden ist und nur noch unter dem Standardsegment, dem General Standard Segment, aufgeführt war. Der SDAX, Small Cap Index, stellt ebenso das Premiumsegment dar und listet fünfzig kleinere und mittelständische Unternehmen auf (finanzen.net, Public und Investor Relations 2003a und 2004).

4.2 Vor der Krise

Die Mannheimer Leben war sehr stark von dem Kapitalmarkt abhängig (Baums 2003). Aus diesem Grund ist es enorm wichtig, die Situation an den Finanzmärkten unmittelbar vor der Mannheimer-Krise zu erörtern, denn anhand der Geschäftsentwicklung dieser Assekuranz bis Ende 2002, ließe sich keine Krise feststellen (Baums 2003). Zu den Problemen am Kapitalmarkt kam im ersten Halbjahr 2003 zusätzlich eine erhöhte Stornoquote in der Lebensversicherung hinzu, wodurch sich die Aufwendungen für Versicherungsleistungen erhöhten. Des Weiteren war ein Rückgang des Neugeschäfts *„bei den laufenden Beiträgen [...] von 38,9 Prozent“* zu beobachten, wobei gemäß den eigenen Angaben die Gesellschaft in der Lage gewesen wäre, diese Probleme zu bewältigen (Public und Investor Relations 2003b, S. 5).

Das Lebensversicherungsunternehmen ist in den letzten zehn Jahren des 20. Jahrhunderts enorm gewachsen. Seine Aktienquote stieg signifikant an von unter zehn Prozent in den neunziger Jahren bis hin zu einer überdurchschnittlich hohen Quote Anfang 2000er Jahre. Auch das Neugeschäft lief hervorragend. Deshalb verzeichnete das Unternehmen relativ hohe Kosten für die Verwaltung und den Vertrieb (Schradin et al. 2005).

Aufgrund der rasanten Technologieentwicklung in den 1990er Jahren, kam es ab der Mitte des Jahrzehnts zu einem Anstieg von Neugründungen und anschließendem Börsengang von Unternehmen in der Technologiebranche. Das Interesse an Aktien der Technologieunternehmen war enorm, vor allem dank der stetig steigenden Gewinne. Die steigenden Kurse haben neue Investoren an die Börse geführt, sodass die Kurse Ende der 1990er bis Anfang 2000er Jahre in die Höhe sprangen. Danach ist allmählich die dadurch entstandene Spekulationsblase geplatzt. Es kam zu vermehrten Insolvenzmeldungen aus der Technologiebranche. Die Unternehmen konnten die erwarteten Gewinne nicht erbringen, sodass es zu einem breitangelegten Kursverfall kam (Glebe 2008).

Zum Vergleich und um den Kursverfall deutlich zu machen, zeigt die Abbildung 10 die Kursbewegungen in den Jahren 1997 bis 2003 in dem deutschen Leitindex DAX. Man kann erkennen, wie die Kurse schnell in die Höhe schossen, bis sie im März 2000 gipfelten. Danach begann der Kursverfall, der bis 2003 nicht zu stoppen war. Zwischen März 2000 und März 2003 musste der DAX rund 75 Prozent einbüßen (Public und Investor Relations 2004). Alleine im Jahr 2002 verlor der Deutsche Aktienindex rund 44 Prozent (Baums 2003 und Himstedt 2004). Die Entwicklung des DAX wurde deshalb in diese Arbeit aufgenommen, weil sich auch der Mannheimer Konzern in seinem Geschäftsbericht für das Jahr 2003 darauf beruft. Natürlich könnte man auch die Entwicklungen im SDAX beobachten, wo das Unternehmen gelistet war,

oder NASDAQ, um auf die Entwicklungen in der Technologiebranche zurückzukommen. Da sich jedoch die Aktienindizes nicht unabhängig voneinander bewegen, ist meines Erachtens der Einblick in den DAX ausreichend. Des Weiteren musste auch der EURO STOXX 50 Indizes in dem Zeitraum von Mitte 1998 bis Ende 2003 einen Schlag nach dem anderen hinnehmen (Abbildung 11). Außerdem beruft sich auch Himstedt (2004) darauf, dass die Lebensversicherungsindustrie, welche als der größte institutionelle Investor gilt, stark von der Entwicklung des DAX beeinflusst wurde.

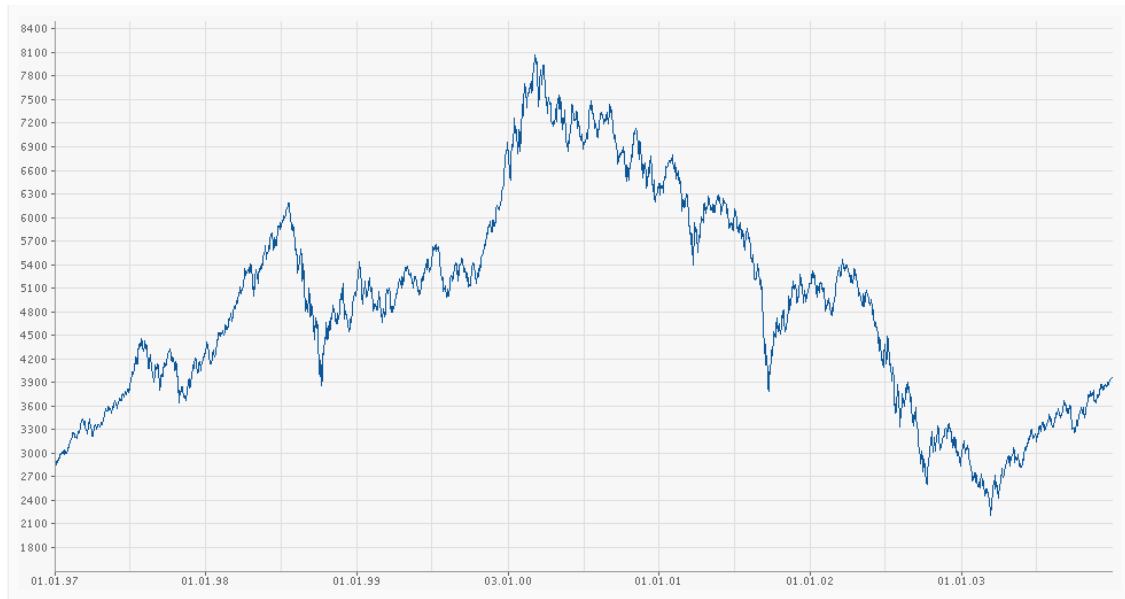


Abbildung 10: Kursentwicklung DAX (Quelle: finanzen.net 2016b)

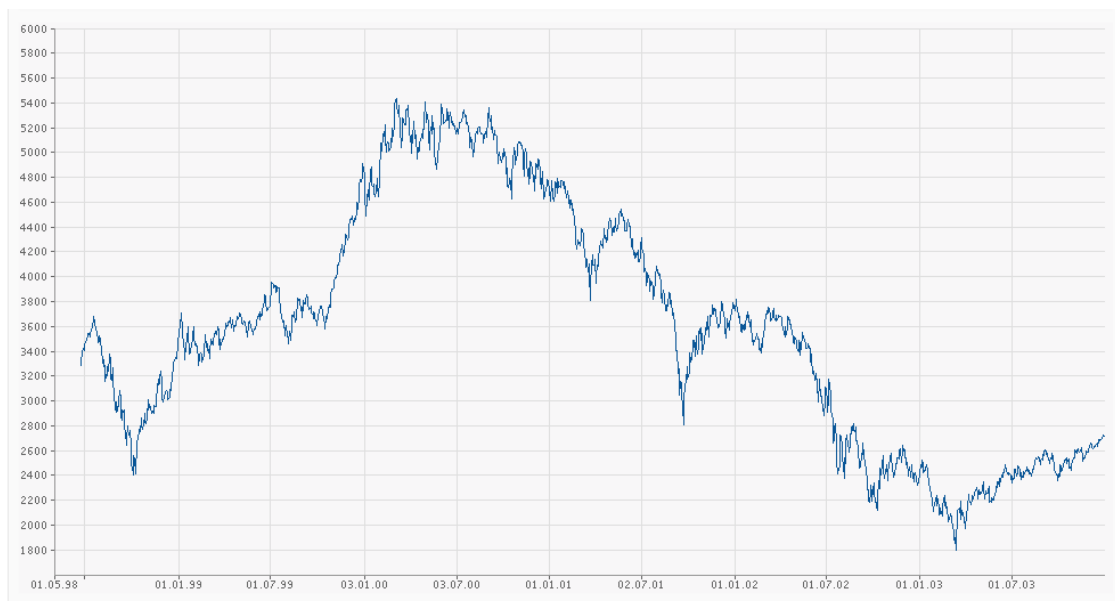


Abbildung 11: Chart EURO STOXX 50 (Quelle: finanzen.net 2016c)

Erst im Laufe des Jahres 2003 war eine langsame Erholung an den Aktienmärkten zu beobachten und die unterschiedlichen Indizes konnten wieder an Wert steigen.

Zudem machte dem Versicherungswesen das anhaltende Niedrigzinsniveau und die schwierige Konjunkturlage der deutschen Wirtschaft zu schaffen (Himstedt 2004). Gemäß einer Prognose von Nierhaus et al. (2003) sollte sich die deutsche Konjunktur erst im Jahr 2004 erholen.

4.3 Kapitalanlagen

Die Mannheimer Leben war, wie schon erwähnt, sehr stark von der Entwicklung an den Finanzmärkten abhängig. Die „*Aktien, Investmentzertifikate und andere nicht festverzinsliche Wertpapiere*“ machten Ende 2002 43,9 Prozent der Kapitalanlagen aus. Dabei wurde die Aktienquote, also der Anteil von Aktien an den Kapitalanlagen, im Vergleich zum Vorjahr deutlich verringert. Der Anteil ist von 20 auf 13,2 Prozent gesunken (Public und Investor Relations 2003a, S. 29). Die durchschnittliche Aktienquote in der Versicherungsindustrie betrug im Jahr 2002 jedoch nur 9,4 Prozent und 2003 9,1 Prozent (Schradin et al. 2005). In dem Geschäftsbericht für das Jahr 2002 weist der Konzern darauf hin, dass die Lage bereits in den vergangenen zwei Jahren sehr schlecht war und dass auch der Konzern selbst keine schnelle Verbesserung der Situation erwartet. Trotzdem hat sich die Gesellschaft weiterhin sehr „*konservativ auf europäische Dividendentitel*“ konzentriert (Public und Investor Relations 2003a, S. 48). Diese Strategie entspricht nicht einer ausreichenden Diversifikation eines Aktienportfolios, vor allem nicht in Zeiten fallender Kurse (vgl. auch Baums 2003). Gemäß Schradin et al. (2005) lag allerdings das Problem eher in der Gesetzgebung, denn der § 54 VAG schrieb den deutschen Versicherungsunternehmen vor, sich überproportional an dem heimischen und dem europäischen Markt zu beteiligen.

Die festverzinslichen Wertpapiere hingegen, gemeinsam mit den Inhaberschuldverschreibungen, haben 2002 vor allem durch Neuzugänge, signifikant an Wert gewonnen. Deren Anteil an den Kapitalanlagen betrug über 19 Prozent. Im Jahr davor waren es nur etwas mehr als zehn Prozent. Der Buchwert der sonstigen Ausleihungen hat im Laufe der Jahre abgenommen, dennoch war er nicht unbedeutend für das Unternehmen (Baums 2003).

Von relativ geringerer Bedeutung für die Kapitalanlagen der Mannheimer Leben waren die Grundstücke, sowie die Beteiligungen und Anlagen in verbundenen Unternehmen, die in den drei Berichtsjahren 2000 bis 2002 stets unter fünf Prozent waren (Baums 2003). Die genauen Werte sind in der Tabelle 9 ersichtlich. Die Summen der Kapitalanlagen ergeben bei der

Mannheimer Leben keine 100 Prozent. Die Angaben zu den fehlenden Anteilen konnten leider nicht ausfindig gemacht werden (Baums 2003).

Der hohe Stellenwert an nicht festverzinslichen Wertpapieren zeigt, wie gewagt das Unternehmen gehandelt hat, vor allem, weil die Leitung auch noch ein Jahr nach Beginn der Krise an den Aktienmärkten auf eine baldige Erholung hoffte. Baums (2003) stellt zusätzlich einen Vergleich zum Branchendurchschnitt der Versicherer in Deutschland dar, um das riskante Verhalten des Managements noch mehr zu verdeutlichen.

Die Versicherungsunternehmen in Deutschland haben also im Schnitt die meisten Kapitalanlagen in den nicht festverzinslichen Wertpapieren und den sonstigen Ausleihungen gehabt. Im Jahr 2003 hat die Versicherungsindustrie ihr Vermögen umgeschichtet und zusätzlich zu den sonstigen Ausleihungen vermehrt in festverzinsliche Wertpapiere investiert. Damit wurde die durchschnittliche Aktienquote noch weiter gesenkt. Die Mannheimer Leben konnte hingegen eine Erhöhung des Anteils an festverzinslichen Wertpapieren nur durch Verminderung der sonstigen Ausleihungen erreichen (Baums 2003).

	Mannheimer Leben			Branchendurchschnitt		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Grundstücke, grundstücksgleiche Rechte und Bauten	3,29%	0,14%	1,46%	2,9%	2,7%	2,6%
Kapitalanlagen in verbundenen Unternehmen und Beteiligungen	0,36%	0,86%	0,88%	4,5%	3,3%	3,6%
Nicht festverzinsliche Wertpapiere	42,53%	44,96%	43,93%	26,3%	26,9%	25,9%
Festverzinsliche Wertpapiere	6,85%	10,38%	19,43%	6,3%	6,4%	7,3%
Sonstige Ausleihungen	41,66%	38,79%	26,33%	58,6%	56,8%	56,9%
Andere Kapitalanlagen	1,45%	1,7%	3,26%	1,4%	3,9%	3,7%
Summe	96,14%	96,83%	95,29%	100%	100%	100%

Tabelle 9: Vergleich der Kapitalanlagen der Mannheimer Leben mit dem Branchendurchschnitt (Quelle: eigene Darstellung nach Baums 2003)

Eine Gesetzesänderung im Jahr 2001 ermögliche es den Versicherungsunternehmen Aktien, die dauerhaft dem Geschäftsbetrieb dienen, nach den Prinzipien des Anlagevermögens zu bewerten. Somit muss keine Abschreibung bei einer voraussichtlich nicht dauerhaften Wertminderung vorgenommen werden (§ 341b HGB und Baums 2003).

Des Weiteren hat das Unternehmen weiterhin in Aktien investiert, obwohl auch seitens der Mitarbeiter einer Tochtergesellschaft der Mannheimer Bedenken lauter wurden, dass solche Geschäfte nicht ausreichend gehedged waren. Die Unternehmensleitung sah jedoch die Situation an den Märkten nicht so kritisch und nicht von langer Dauer (Baums 2003).

Zusätzlich wies die Mannheimer Leben einen relativ hohen Betrag an stillen Lasten auf. Stille Lasten ergeben sich im Grunde daraus, wenn die Aktiva überbewertet, oder die Passiva unterbewertet werden. Sie sind also das Gegenstück zu stillen Reserven, die in der Konzernbilanz nicht ersichtlich sind (bspw. Tschakert 2004), weil sie bilanzmäßig zu dem Zeitpunkt nicht realisiert wurden (Albrecht 2003). Die stillen Lasten haben Ende 2002 eine Höhe von 6,6 Prozent der gesamten Kapitalanlagen erreicht, oder nominell € 215,97 Millionen. Bis Ende März sind die stillen Lasten noch weiter angestiegen. Im Jahr 2001 hingegen, betrugen die stillen Lasten 1,1 Prozent der Kapitalanlagen (Baums 2003 und Public und Investor Relations 2003).

Wie bereits erwähnt, hatte die Holdinggesellschaft mit der Mannheimer Leben einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abgeschlossen. Das bedeutet, dass sie auch die Verluste der Lebensversicherungssparte hätte ausgleichen müssen. Aufgrund der hohen stillen Lasten hätte die Holdinggesellschaft einige bedeutende Abschreibungen vornehmen müssen, wodurch sie belastet worden wäre. Außerdem ist der Verlust bei der Mannheimer Leben bis Ende Juni 2003 bis auf € 193,1 Millionen angewachsen. Ein Verlustausgleich gemäß § 302 AktG hätte auch bei der Holdinggesellschaft zu Liquiditätsproblemen geführt, vor allem auch wegen der allgemein schlechten Lage auf den Aktienmärkten (Baums 2003).

Im Jahresbericht für das Geschäftsjahr 2002 hat die Mannheimer Leben angegeben, dass sie jetzt hauptsächlich in festverzinsliche Wertpapiere, Immobilien, sowie Inhaberschuldverschreibungen investieren würde (Public und Investor Relations 2003a).

4.4 Die Krise

Neben den Schwierigkeiten am Kapitalmarkt hatte die Mannheimer Lebensversicherung den Versicherungsnehmern immer eine vergleichsweise gute Überschussbeteiligung gewährt, die des Öfteren über dem Branchendurchschnitt lag. Darüber hinaus war sie auch höher als die „*eigene Nettoverzinsung der Kapitalanlagen*“, sodass Baums (2003, S. 13) zu dem Schluss kommt, dass die Überschussbeteiligungen querfinanziert werden mussten, vor allem aus Teilen der stillen Reserven und den freien Rückstellungen für Beitragsrückerstattungen (RfB). Andersgesagt, sie konnten durch die laufenden Kapitalerträge nicht mehr finanziert werden. Zudem fiel das sonstige Dienstleistungsgeschäft im Vergleich mit dem Rest der Versicherungsbranche eher geringer aus (Baums 2003). Dem Unternehmen fehlten demnach die Einnahmen auch aus diesem Segment.

Im Jahresbericht zum Geschäftsjahr 2002 musste die Mannheimer Leben einen Jahresfehlbetrag ausweisen. Des Weiteren konnte sie nur noch den Garantiezins, ohne weitere zusätzliche Leistungen in Richtung Versicherungsnehmer, versprechen (Public und Investor Relations 2003).

Die Gesellschaft wollte weiter von der Aktienmarktabhängigkeit abkommen, deshalb konzentrierte sie sich vermehrt auf das Risikoversicherungsgeschäft, wie die Berufsunfähigkeitsversicherung oder die Todesfallversicherung. Die Gesellschaft gibt jedoch zu, dass die Verträge mit „*Einmalbeiträgen*“ stark abgenommen haben (Public und Investor Relations 2003, S. 27).

Zu Rekapitulation, alles im allem, hat die Mannheimer Lebensversicherung zu viel in Aktien und nicht festverzinsliche Wertpapiere investiert und sie hat den Versicherungsnehmern zu hohe Renditen versprochen. Der Lebensversicherer hat nicht gesetzeswidrig gehandelt, dennoch waren seine Kapitalanlagen viel zu riskant investiert. Als Folge dessen, ist die Anzahl der Neuverträge, sowie die Höhe der Beitragseinnahmen, zurückgegangen, die Gesellschaft musste einen Jahresfehlbetrag ausweisen und die Aufwendungen für Versicherungsleistungen sind aufgrund einiger bedeutender Stornierungen angestiegen (Baums 2003). Der Jahresfehlbetrag wurde aus den Kapitalrücklagen gedeckt (Public und Investor Relations 2003).

Die Mannheimer Lebensversicherung musste bereits im Jahr 2002 durch die Holdinggesellschaft mit einer Hilfeleistung von € 90 Millionen gestützt werden. Außerdem schlägt der Vorstand in dem Geschäftsbericht 2002 vor, dass keine Dividende auf die

Mannheimer Aktie gezahlt wird, obwohl noch im Juni 2002 ein Vorschlag von einer Dividende in Höhe von € 2 im Raum stand (Public und Investor Relations 2003).

Bevor wir uns weiter der Bewältigung der Krise widmen, wollen wir zunächst mal prüfen, ob die Aufsichtsbehörde BaFin bereits früher Anzeichen von Unregelmäßigkeiten bei der Mannheimer Leben entdecken konnte. Tatsache ist, dass die Mannheimer Leben einen Stresstest der BaFin Ende 2002, sowie einen Stresstest der Ratingagentur Fitch nicht bestanden hat. Des Weiteren fiel diese Lebensversicherung durch einen Stresstest Ende 2001. Das bedeutet, dass diese Stresstests auf mögliche Unregelmäßigkeiten bei der Mannheimer Leben hingewiesen haben, also dass das Unternehmen unter den getesteten Voraussetzungen überschuldet werden und seinen Verpflichtungen nicht mehr nachkommen könnte (Baums 2003). Eine Überschuldung stellt nach deutschem Recht einen Insolvenzgrund gemäß § 16 InsO i.V.m. § 19 Absatz 1 InsO dar.

§16 InsO: *„Die Eröffnung des Insolvenzverfahrens setzt voraus, daß ein Eröffnungsgrund gegeben ist.“*

§ 19 InsO: *„(1) Bei einer juristischen Person ist auch die Überschuldung ein Eröffnungsgrund.“*

Des Weiteren, gemäß § 312 Absatz 1 VAG, darf bei den Versicherern nur die Aufsichtsbehörde, in dem Fall der Mannheimer Leben wäre es die BaFin, beantragen, dass ein Insolvenzverfahren eröffnet wird.

Die Mannheimer Leben hat intern monatlich weitere Stresstests durchgeführt. Die Unternehmensleitung konnte trotzdem nicht dazu bewegt werden, das erhöhte Risiko, welches die nicht festverzinslichen Wertpapiere in den Kapitalanlagen darstellten, zu reduzieren. Da die BaFin die Stresstests erst mit Ende März 2003 bindend eingeführt hatte, konnte sie die Unregelmäßigkeiten bei der Mannheimer in den Jahren davor nur schwer feststellen. Hätte sie aber auch schon früher diese aufsichtsrechtliche Möglichkeit gehabt, hätte sie bereits im Jahr 2001 einschreiten müssen (Baums 2003).

Da die Mannheimer AG Holding gemeinsam mit der Mannheimer Lebensversicherung AG nicht dazu fähig waren, eine interne Lösung für die entstandenen Probleme herbeizuführen, haben sie versucht einen externen Kapitalgeber zu finden (Baums 2003). Auch die Möglichkeit einer Veräußerung des Unternehmens wurde erschöpft. Die Due Diligence Prüfungen brachten keinen Erfolg (Himstedt 2004). Der GDV (Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft) schlug vor, dass sich alle deutschen Lebensversicherer, die auch GDV Mitglieder waren, verpflichten, quotenmäßig Genussscheine zu zeichnen. Bereits am 25.

Juni 2003 war aber klar, dass auch diese Lösung scheitern würde, weil einige Mitglieder diese Strategie abgelehnt haben (Baums 2003).

Einen Tag später, am 26. Juni 2003, musste dann die BaFin einschreiten. Sie hat der Mannheimer Leben die Erlaubnis zum Versicherungsbetrieb entzogen. Es durften keine neuen Verträge mehr abgeschlossen werden. Eine Verlängerung oder sogar eine Erhöhung der älteren Verträge war unmöglich. Zum Schutz der Versicherungsnehmer hat die BaFin entschieden, die bestehenden Lebensversicherungsverträge auf die neugegründete Auffanggesellschaft Protektor Lebensversicherungs-AG zu übertragen (Baums 2003).

Das Neugeschäft der Mannheimer Lebensversicherung wurde also eingestellt. Die BaFin hat gemeinsam mit dem GDV beschlossen, dass die ca. 345.000 Verträge auf die neugegründete Lebensversicherungsgesellschaft Protektor übertragen werden. Durch die Übertragung sollen die Versicherungsnehmer geschützt und deren Verträge werden fortgeführt. Bei einer Insolvenz wären diese Verträge erloschen (Spiegel Online 2003 und Himstedt 2004). Die Mannheimer Leben hat bei der Übertragung des Bestandes mitgewirkt und kooperiert. Denn nur so war es ihr möglich der Entsendung der Sonderbeauftragten der BaFin in ihre Organe entgegenzuwirken und somit auch die dadurch unausweichliche Insolvenz der MAG zu verhindern. Zusätzlich übernahm die Protektor unter anderem die Kapitalanlagen. Der Mannheimer Lebensversicherung zustehende Anteil des Anspruchs auf den Verlustausgleich, gemäß § 302 AktG gegenüber der MAG, wurde an die Auffanggesellschaft abgetreten. Dies Maßnahmen sind am 11. Juli 2003 vereinbart worden (Baums 2003).

Der „Verlustausgleichsanspruch“ wurde seitens der Protektor in ein „nachrangiges verzinsliches Darlehen umgewandelt, das in Höhe von mehr als 60 Mio. € von den Gesellschaftern der Protektor Leben übernommen wurde.“ Bis die MAG dieses Darlehen zurückgezahlt hat, werden deren Aktionäre keine Ausschüttungen erhalten (Baums 2003, S 40).

Dem Vertrag von Mitte Juli 2003 lag eine Bilanz der Mannheimer Leben zugrunde, die eine Unterdeckung von € 203 Millionen auswies. Rechtlich wurde die Übertragung des Bestandes der Mannheimer Leben an die Protektor von der BaFin am 1. Oktober 2003 genehmigt. Diese Genehmigung gilt rückwirkend zum 1. Juli 2003. Der Bestand soll komplett saniert und zu einem späteren Zeitpunkt veräußert werden (Baums 2003).

Rechtlich betrachtet, wird der Bestand der angeschlagenen Mannheimer Lebensversicherung AG ab Oktober 2003 auf die Protektor Lebensversicherungs-AG übertragen, mit der Absicht die bestehenden Verträge weiterhin fortzuführen, um die Versicherten zu schützen und die den

Versicherungsnehmern beim Vertragsabschluss zugesprochene Leistungen weiterhin zu garantieren (Himstedt und Ferrer).

4.5 Folgen

Weil die Übernahmeverhandlungen mit den anderen Lebensversicherern gescheitert sind, war es für die Protektor von enormer Bedeutung die Insolvenz der Mannheimer Leben zu vermeiden. Auf der einen Seite sollte das Image der angeschlagenen Branche gewahrt werden, auf der anderen Seite galt es die Interessen der Versicherten zu wahren. Denn wäre es zu einer Insolvenz gekommen, wären die bestehenden Verträge erloschen und damit auch die Möglichkeit einer Bestandsübertragung. Protektor hat den Bestand der Mannheimer Leben auf Grundlage eines Asset Deals übernommen (JUVE 2003 und Himstedt 2004).

Der Erhalt der kapitalbildenden Lebensversicherungsverträge ist deshalb von Bedeutung, weil diese für die private Altersvorsorge genutzt werden. Sie sind somit ein Teil des deutschen Drei-Säulen Systems der Alterssicherung (Schradin et al. 2005).

Des Weiteren hat die Protektor Lebensversicherungs-AG die Unterdeckung in den Kapitalanlagen der Mannheimer Leben ausgeglichen, damit auch die Mannheimer AG Holding (MAG) nicht von einer Insolvenz bedroht wäre. Dafür hat sich die Protektor einen „*Verlustausgleichsanspruch gegen die MAG Holding [...] abtreten lassen*“. Denn die Protektor wollte eine schnelle und kostengünstige Bestandsübertragung durchführen und dafür waren die „*gesamten Datenverarbeitungsdienstleistungen im Inkasso sowie in der Bestandsverwaltung und -pflege*“ der Konzernmutter nötig (Himstedt 2004, S. 11). Den Verlustausgleichsanspruch gegen die MAG konnte Protektor aber nicht geltend machen, denn das würde wiederum Insolvenz der Holding bedeuten. Deshalb wurde dieser Anspruch in ein Nachrangdarlehen umgewandelt (Himstedt 2004).

Am Ende blieb bei der Mannheimer Leben ein Jahresfehlbetrag von € 14,8 Millionen, welcher aus der Kapitalrücklage beglichen wurde. Es kam zu einem Merger dieser Lebensversicherungsgesellschaft mit der Burg Vermögensverwaltung GmbH (Public und Investor Relations 2004).

Als die Lebensversicherungssparte des Mannheimer Konzerns wegfiel, hat der Konzern damit auf einem Schlag den wichtigsten Geschäftsbereich verloren. In Folge dessen gelang auch die Krankenversicherungssparte mehr in die Kritik bis diese schließlich mehrheitlich an die Continentale Holding AG veräußert wurde, um somit Kosten zu sparen und weitere Restrukturierungsmaßnahmen zu verhindern (Stöckbauer et al. 2004).

Die weitreichendste Folge für die gesamte Lebensversicherungsindustrie war womöglich der Fakt, dass sie nicht mehr allen Krisen trotzen konnte. Der Imageschaden war da (Baums 2003).

4.6 Die Auffanggesellschaft

Ende 2002 wurde die Protektor Lebensversicherungs-AG als Auffanggesellschaft, für die in Schieflage geratenen Lebensversicherer, gegründet. Das Grundkapital betrug bei der Gründung € 3,2 Millionen. Alle Lebensversicherungsunternehmen, die Mitglieder im Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (GDV) sind, beteiligen sich als Gesellschafter automatisch auch an der Protektor Lebensversicherungs-AG. Diese Gesellschaft wird also von den Lebensversicherern getragen. (Pohl 2003 und Protektor Lebensversicherungs-AG).

Die Gesellschaft wurde zwecks Wahrung des Images der deutschen Lebensversicherungswirtschaft ins Leben gerufen. Denn durch eine mögliche größere Anzahl an Insolvenzen würden die Versicherungsnehmer das Vertrauen in die Versicherer verlieren (Baums 2003). Bei der Protektor Lebensversicherungs-AG handelt es sich um eine „Sicherheitseinrichtung“, welche die „Sanierung des Bestandes“ der angeschlagenen Gesellschaften übernimmt. Es soll nicht die Lebensversicherungsgesellschaft saniert werden. Sobald die Sanierung abgeschlossen ist, soll der Bestand, also die übernommenen Verträge verkauft werden (Baums 2003 und Protektor Lebensversicherungs-AG 2015b). Im Falle der Mannheimer Lebensversicherung sollte die Protektor eine Insolvenz dieser Gesellschaft vermeiden. Ihre Rolle bestand nicht darin, einer möglichen Insolvenz vorzubeugen (Baums 2003).

Die Protektor Lebensversicherungs-AG ist zudem ab 2006 mit der Aufgabe des gesetzlichen Sicherungsfonds betraut worden. Sie dient als Sicherungsfonds für die Lebensversicherungsunternehmen (Protektor Lebensversicherungs-AG). Gemäß § 221 VAG müssen Versicherungsunternehmen, die eine Zulassung zum Betrieb einer Lebensversicherung besitzen, einem Sicherungsfonds beitreten, welcher zum Schutz der aus der Versicherung Begünstigten errichtet wurde. Wenn also ein Lebensversicherer nicht mehr solvent ist und der Vorstand diesen Zustand der Aufsichtsbehörde gem. § 311 Absatz 1 VAG anzeigt, oder wenn er dauerhaft nicht in der Lage ist seinen Pflichten nachzukommen, oder eine Herabsetzung von Leistungen beziehungsweise ein Zahlungsverbot gem. § 314 Absatz 1 und 2 VAG verhängt wurde und um die Versicherungsnehmer zu schützen, kann die Aufsichtsbehörde die Versicherungsverträge an den Sicherungsfonds übertragen (§ 222 Absatz 1 und 2).

§ 223 Absatz 2 VAG: „(2) Aufgabe der Sicherungsfonds ist der Schutz der Ansprüche der Versicherungsnehmer, der versicherten Personen, der Bezugsberechtigten und der sonstigen aus dem Versicherungsvertrag begünstigten Personen. Zu diesem Zweck sorgen die Sicherungsfonds für die Weiterführung der Verträge eines betroffenen Versicherungsunternehmens.“

Gemäß § 226 (1) VAG wird ein Sicherungsfonds aus den Beiträgen der Mitglieder finanziert.

Ende 2004 trat die Novelle des VAG in Kraft, in der die Vorschriften zu den Sicherungsfonds veröffentlicht wurden (Protektor Lebensversicherungs-AG). Diese Maßnahme kann ebenso als eine Konsequenz der Mannheimer Krise gewertet werden.

Ende 2015 meldete die Protektor, dass der Versicherungsbestand der Mannheimer Leben saniert ist, und dass die restlichen rund 116.000 Verträge (ca. ein Drittel des ursprünglichen Umfangs) veräußert werden (Protektor Lebensversicherungs-AG 2015b).

Zusätzlich darf die Protektor Lebensversicherungs-AG selbst das Versicherungsgeschäft in den folgenden Kategorien betreiben (Stand für das Geschäftsjahr 2014): Kapitalversicherung, Vermögensbildungsversicherung, Risikolebensversicherung, Rentenversicherung, Berufsunfähigkeits- und Erwerbsunfähigkeitsversicherung, Unfalltodversicherung und fondsgebundene Rentenversicherung (Protektor Lebensversicherungs-AG 2015a). Das Neugeschäft muss jedoch eine Verbindung zu dem übernommenen Bestand ausweisen (Protektor Lebensversicherungs-AG 2013).

4.6 Zusammenfassung

Die Mannheimer Lebensversicherung AG ist aufgrund von Missmanagement im Jahr 2003 gescheitert und musste schließlich von der neugegründeten Auffanggesellschaft Protektor Lebensversicherungs-AG gerettet werden. Anfang der 2000er Jahre, während der Krise auf den Finanzmärkten, hat der Vorstand der Mannheimer Lebensversicherung AG fälschlicherweise auf eine rasche Besserung der Kurse gesetzt (Albrecht 2003).

Gemäß Baums (2003) basierten die Probleme bei der Mannheimer Leben nicht an der Bestandsentwicklung der Gesellschaft. Einzig die Stornoquote lag etwas über dem Branchendurchschnitt. Jedoch macht Baums (2003) auch deutlich, dass das Neugeschäft im ersten Halbjahr 2003 deutlich zurückgegangen ist, bis es schließlich nach der Aufforderung durch die BaFin am 26. Juni 2003 eingestellt wurde.

Gemäß eigenen Angaben im Geschäftsbericht für das Jahr 2002 hat die Mannheimer Leben „das schlimmste Geschäftsjahr seit Kriegsende hinter sich“ (Public und Investor Relations 2003a, S. 27). Des Weiteren berichtet die Gesellschaft, dass die schlechte Lage an den Aktienmärkten ihr große Sorgen bereitet, sodass sie sogar einen Verlust verzeichnet hat. Den Grund dafür sieht die Gesellschaft darin, dass sie „überwiegend konservativ in europäische Standardwerte investiert“ hat und eben diese Aktien, die im Portfolio reichlich vertreten waren, verloren unverhältnismäßig mehr an Wert. Wortwörtlich heißt es:

„Obwohl wir Abschreibungen auf die Kapitalanlagen von 113,9 Mio € vornahmen, lasten zum Bilanzstichtag 216 Mio € negative Bewertungsreserven auf der Gesellschaft“ (Public und Investor Relations 2003a, S. 27).

Bei einem Teil der Abschreibungen in Höhe von € 0,9 Millionen handelt es sich um „planmäßige Abschreibungen auf Gebäude“. Ansonsten wurden Aktien, sowie Investmentanteile abgeschrieben, die signifikant an Wert im Berichtsjahr 2002 verloren haben (Public und Investor Relations 2003a, S. 30).

„Unter dem Strich muss die Mannheimer Lebensversicherung AG [...] einen Jahresfehlbetrag von 59,8 Mio € verbuchen, nachdem im Vorjahr noch ein Ergebnis von 1,7 Mio € an die Mannheimer AG Holding abgeführt worden war“ (Public und Investor Relations 2003a, S. 27).

Die Mannheimer Leben konnte diesen Fehlbetrag jedoch im vollen Umfang aus der Kapitalrücklage decken. Außerdem gab die Gesellschaft bekannt, dass sie nicht in der Lage war, die Überschussbeteiligungen zu zahlen. Die Versicherten hatten folglich nur Anspruch auf die garantierte Mindestverzinsung (Public und Investor Relations 2003a).

Im Jahresbericht 2002 hieß es, dass die Mannheimer Leben vorwiegend in Immobilien, Inhaberschuldverschreibungen und weiteren festverzinslichen Wertpapieren ihr Geld anlegt hat (Public und Investor Relations 2003).

Da die Mannheimer Leben zunehmend ins Rampenlicht geriet und um die Ansprüche der Versicherten zu schützen, hat der Aufsichtsrat der Protektor am 1. Juli 2003 deren Vorstand mit der Übernahme des Bestandes der Mannheimer Leben beauftragt (Himstedt 2004 und Protektor Lebensversicherungs-AG). Damit sollte einer Insolvenz der Mannheimer Leben, sowie möglichen Liquiditätsengpässen bei der MAG vorgebeugt werden. Außerdem sollte das Image der Lebensversicherungsbranche bewahrt werden, denn ab sofort war klar, dass Krisen auch an Versicherungsunternehmen nicht spurlos vorbeiziehen können (Baums 2003).

Die Auffanggesellschaft hat den Bestand der Mannheimer Leben übernommen, weitergeführt und saniert mit der Absicht, die Verträge in Zukunft wieder zu veräußern. Voraussetzung war, dass die Ansprüche der Versicherungsnehmer immer geschützt bleiben.

Um eine Insolvenz der börsennotierten MAG zu vermeiden, wurde ihr von der Protektor ein nachrangiges Darlehen gewährt. Im Gegenzug hat sich die Protektor den anteiligen Verlustausgleichsanspruch der Mannheimer gegenüber der MAG abtreten lassen. Außerdem musste die Holdinggesellschaft im Rahmen eines Dienstleistungsvertrages mit Protektor zusammenarbeiten (Public und Investor Relations 2004).

Am Ende wurde die Mannheimer Leben aufgelöst (Public und Investor Relations 2004).

5 Conclusio

Die vorliegende Arbeit vermittelt neue Einblicke auf die Too big to fail Thematik, indem sie zwei Fallstudien aufgreift. Die beiden Fallstudien erläutern die Ereignisse rund um den Fall und um die Rettung von zwei bedeutenden Versicherungsunternehmen aus den Vereinigten Staaten, bzw. aus Deutschland. Vor allem anhand des Beispiels des US Amerikanischen Versicherers AIG wird die TBTF Problematik deutlicher.

Die American International Group (AIG) ist ein weltweit tätiger Versicherungskonzern, dessen unzählige Tochtergesellschaften Versicherungs- sowie auch Versicherungsfremde Geschäfte betreiben. Der Konzern war aufgrund der Geschäfte mit den Derivaten, wie den CDS und CDO sowie der Wertpapierleihe, in der Finanzwelt mit anderen womöglich auch systemrelevanten Institutionen weit verflochten. Für diesen Fall kann man tatsächlich behaupten, der Konzern war TBTF. Die Subprime-Krise und das Downgrade der Kreditwürdigkeit haben die AIG vor ein akutes Liquiditätsproblem gestellt, da die CDS Kontrakte auf den hypothekenbasierten Krediten aufgebaut wurden. Im September 2008 bekam die Gesellschaft schließlich ein Darlehen von der US Amerikanischen Regierung in der Höhe von \$ 85 Milliarden. Der Kreditrahmen wurde insgesamt auf über \$ 182 Milliarden erhöht. Zudem wurde der Konzern teils verstaatlicht, d.h. der Staat erhielt knapp 80 Prozent der Anteile an dem Konzern. Der Kredit wurde vor allem dafür genutzt, die Gegenparteien der CDS Kontrakte zu entschädigen. Die größten Abnehmer waren Finanzinstitute wie Goldman Sachs, Société Générale und Deutsche Bank. Einige CDS Kontrakte wurden auch auf die Ausfälle der Zahlungen dieser Institute ausgegeben. Als Folge der Krise musste die AIG einige Geschäftsfelder aufgeben und einige Tochtergesellschaften veräußern. Der AIG ist es gelungen die Verbindlichkeiten komplett inklusive Zinsen zurückzubezahlen. Die Regierung konnte somit am Ende einen Gewinn von knapp \$ 23 Milliarden erwirtschaften. Konkret verzeichnete die New York Fed ein Plus von \$ 17,7 Milliarden und das Finanzministerium eine Rendite von \$ 5 Milliarden. Die Rettung hat sich demnach gelohnt.

Die detaillierte Studie des Verfalles des Versicherungsriesen kann helfen die Fehler der Vergangenheit zu verstehen um diese oder ähnliche in der Zukunft zu vermeiden. Die American International Group, Inc. wurde später als ein systemrelevantes Versicherungsunternehmen (G-SII) identifiziert. Das bedeutet, dass das Unternehmen der Größe, der Vernetzung, der Substituierbarkeit, der Ausübung globaler Aktivitäten nach sowie nach dem Betrieb versicherungsfremder Geschäfte im Falle des Scheiterns das Vertrauen in das globale

Finanzsystem negativ beeinflussen könnte. Das hätte weitreichende Folgen für die Realwirtschaft. Die systemrelevanten Finanzinstitutionen müssen bestimmte Auflagen erfüllen, die sehr kostenintensiv sind. Diese Anordnungen sollen eine nötige Rettung der Institutionen durch den Staat in Zukunft vermeiden. Die Kehrseite dieser Regelungen ist, dass sie das moralische Risiko, welches sie minimieren sollen, im Prinzip nur noch erhöhen. Außerdem ist es noch nicht bewiesen, dass diese kostenintensiven Regulierungsmaßnahmen das moralische Risiko auch wirklich bekämpfen können.

Die Antwort der Europäischen Union auf die Ereignisse in den Krisenjahren ab 2007, bzw. 2008, war die Einführung der Solvency II Richtlinie für das Versicherungswesen. Die Richtlinie legt den Versicherern auf, genügend Eigenmittel zu deponieren, um ihre Verbindlichkeiten innerhalb eines Jahres befriedigen zu können (European Union 2010).

Die deutsche Mannheimer Lebensversicherung AG war, gemessen an der Bilanzsumme, bei weitem nicht so groß wie die AIG. Der eigentliche Grund für die Rettung dieser, auch auf dem deutschen Markt relativ kleinen, Versicherung war die Wahrung des Images der deutschen Lebensversicherungsbranche. Es ist auch nicht die Gesellschaft an sich gerettet worden, denn diese wurde letztendlich auf die Burg Vermögensverwaltung GmbH verschmolzen. Die Intention war die Lebensversicherungsverträge, welche den dritten Pfeiler in dem deutschen Altersvorsorgesystem darstellen können, zu sanieren und sie auch weiterzuführen. Missmanagement und falsche Einschätzung der Situation an den Aktienmärkten und das Platzen der Spekulationsblase Anfang der 2000er Jahre waren die Hauptursachen für die Solvenzschwierigkeiten. Als die Aktienpreise fielen, konnte die Gesellschaft kein ausreichendes Polster ausweisen, da ihre Aktienanschaffungen relativ jung waren. Der Bestand der Mannheimer Leben wurde auf die neugegründete Auffanggesellschaft Protektor Lebensversicherungs-AG übertragen. Diese verwaltet den Bestand bis heute mit der Absicht, die restlichen Verträge zu veräußern. Ab 2006 agiert Protektor als ein gesetzlicher Sicherungsfonds für die Lebensversicherungsbranche.

Diese beiden Fallbeispiele haben deutlich gezeigt, dass es auch in der Versicherungswirtschaft durchaus zu einem Versagen der Unternehmen kommen kann, obwohl dies im Vergleich zum Bankwesen nicht so oft passiert. Durch den Rückblick in die Vergangenheit können gewisse Parallelen bei den einzelnen Versicherungen ermittelt werden. So hat beispielsweise die Frankfurter Allgemeine Versicherungs AG ebenso wie die AIG außerhalb des Versicherungskerngeschäfts riskante Transaktionen praktiziert, die für den Misserfolg verantwortlich waren. In beiden Fällen blieb die Versicherungstätigkeit von den

Schwierigkeiten verschont. Das soll zeigen, dass nicht jedes Risiko eliminiert werden kann, aber man muss fähig sein aus den Fehlern der Vergangenheit zu lernen.

Jede Versicherung ist unterschiedlich. Auch die Umstände rund um das Versagen bestimmter Versicherer sind unterschiedlich. Eine allgemeingültige Anleitung, um das zukünftige Versagen der Finanzinstitute zu vermeiden, gibt es nicht. Für die Zukunft könnte jedoch untersucht werden, ob die aktuellen Konsequenzen und die neu eingeführten Regelungen Erfolg gebracht haben und ob sie sinnvoll eingesetzt wurden. Möglicherweise könnte auch der finanzielle Aufwand, der durch die Einstufung als ein G-SII einem Versicherer entsteht, ermittelt und bewertet werden. Das würde die Frage beantworten, ob die Kosten gerechtfertigt sind.

Wie auch in der Einleitung erwähnt, die TBTF Finanzinstitutionen sind für die Regulierungsbehörden problematisch. Too big to fail wurde so unerwünscht, dass man versucht, es auf jeden Fall zu beenden (bspw. Federal Reserve Bank of Minneapolis 2016).

Meines Erachtens nach ist der TBTF Ansatz gewissermaßen falsch. Jenem wird zugrunde gelegt, dass die betroffenen Institutionen zu groß und zu verflochten sind, um sie in der Krise scheitern zu lassen. Vor allem in der breiten Öffentlichkeit wird der Begriff verpönt, denn die Steuerzahler wollen die Kosten für die riskanten Handlungen der Geldhäuser nicht übernehmen. Diese Haltung ist auch nachvollziehbar, denn jeder soll für seine Handlungen selber Verantwortung übernehmen. Jedoch werden Versicherungsunternehmen sowie Banken, durch die Einstufung systemrelevant zu sein, gezwungen mehr Sicherheiten zu hinterlegen. Das sind sehr kostspielige Maßnahmen, die letztendlich auch der Wirtschaft schaden könnten. Denn liquide Finanzmittel im Umlauf sowie Investitionen erhöhen die Konjunktur. Die Bankenabgabe, die zur Refinanzierung der Branche dienen soll, wurde kürzlich erhöht (bspw. Freiburger 2016). Aufgrund der anhaltenden Niedrigzinspolitik wird es für die Banken zunehmend schwer sein, gewinnbringend zu wirtschaften. Entweder werden sie auf lange Sicht gezwungen die Kosten für die Dienstleistungen, wie bspw. die Kontoführung zu erhöhen, oder die Verwaltungskosten zu senken. Das könnte durch den Zusammenschluss mit anderen Banken erreicht werden, um Synergieeffekte zu nutzen. Das führt wiederum nur zum weiteren Wachstum der Konzerne, die irgendwann TBTF werden könnten. Zusätzlich führt die erhöhte Regulierung in dem Bankensektor dazu, dass sich die Geschäfte in Richtung weniger regulierter Schattenbanken verlagern (vgl. Buchter 2015), auch wenn dieser Begriff nicht ganz zutreffend sein mag.

Ebenso wie die Banken, müssen auch die Versicherungsunternehmen Kosten einsparen und effizienter arbeiten. Das führt dazu, dass bspw. im Back-Office Bereich der Zukunft nur noch Roboter, in Form von Verarbeitungsalgorithmen die Unterlagen der Kunden vorsortieren, arbeiten. Zumindest wenn es nach Accenture ginge (bspw. Ott 2015).

Anhang A: Liste der AIG Tochtergesellschaften

Die untenstehende Tabelle listet zweiundzwanzig Tochtergesellschaften der American International Group auf, welche wesentlich für das Kerngeschäft sind (AIG 2014, S. 3).

Material Entity	Short Name	Country of Domicile	Type
American International Group, Inc.	AIG, Inc.	U.S.	Holding Company
AIG Asset Management (U.S.), LLC	AMG US	U.S.	Asset Management Advisor
AIG Global Services, Inc.	AIGGS	U.S.	Service Company
AIG Markets, Inc.	AIG Markets	U.S.	Derivatives Intermediary
AIG Financial Products Corp.	AIG FP	U.S.	Non-Insurance Company
AIG Life Holdings, Inc.	AIG Life Holdings	U.S.	Holding Company
American General Life Insurance Company	AGL	U.S.	Insurance Company
AGC Life Insurance Company	AGC Life	U.S.	Insurance Company
The United States Life Insurance Company in the City of New York	U.S. Life	U.S.	Insurance Company
The Variable Annuity Life Insurance Company	VALIC	U.S.	Insurance Company
United Guaranty Residential Insurance Company	UGRIC	U.S.	Insurance Company
AIG Property Casualty, Inc.	AIG PC Inc.	U.S.	Holding Company
AIG Global Claims Services, Inc.	AIG Global Claims	U.S.	Service Company
AIG Claims, Inc.	AIG Claims	U.S.	Service Company
AIG PC Global Services, Inc.	AIG PC GS	U.S.	Service Company
Lexington Insurance Company	Lexington	U.S.	Insurance Company
American Home Assurance Company	American Home	U.S.	Insurance Company
National Union Fire Insurance Company of Pittsburgh, PA	NUFIC	U.S.	Insurance Company
AIG Asia Pacific Insurance Pte. Ltd.	AAPI	Singapore	Insurance Company
AIG Europe Limited	AEL	U.K.	Insurance Company
AIU Insurance Company, Ltd.	AIU	Japan	Insurance Company
The Fuji Fire and Marine Insurance Company, Limited	Fuji	Japan	Insurance Company

Anhang B: Liste der historischen Kurse der AIG Stammaktie, gelistet auf der NYSE

Die folgende Liste zeigt die historischen Kurse der American International Group Aktie (AIG, ISIN: US0268747849; WKN: A0X88Z) für die NYSE. Alle Daten wurden der Webseite finanzen.net (2016a) entnommen. Die Liste wird rückwärts geführt, das bedeutet, man startet bei 31. Dezember und geht dann in der Zeit bis Anfang Januar zurück.

Datum	Eröffnung	Schluss	Tageshoch	Tagestief	Volumen
31.12.2009	30,70	29,98	31,09	29,97	543.200
30.12.2009	31,17	30,60	31,51	30,47	539.900
29.12.2009	32,13	31,66	32,25	31,13	738.600
28.12.2009	30,90	31,50	32,80	30,76	1.830.500
24.12.2009	29,60	30,12	30,72	29,50	496.100
23.12.2009	30,60	29,41	30,87	29,18	1.142.700
22.12.2009	28,01	31,05	31,91	28,01	3.167.100
21.12.2009	28,14	28,06	28,38	27,96	551.000
18.12.2009	28,27	28,19	28,35	27,87	1.047.300
17.12.2009	28,39	28,21	28,97	28,00	945.100
16.12.2009	29,24	28,95	29,38	28,56	644.300
15.12.2009	28,44	28,93	29,68	28,31	912.100
14.12.2009	28,13	29,08	29,98	27,51	1.160.100
11.12.2009	28,94	28,37	29,07	27,40	1.262.700
10.12.2009	29,75	28,93	30,29	28,75	756.700
09.12.2009	29,97	29,66	30,00	29,42	652.600
08.12.2009	29,56	29,99	30,14	29,40	946.400
07.12.2009	30,00	30,17	31,46	29,92	941.600
04.12.2009	30,90	30,12	31,20	29,60	1.009.400
03.12.2009	31,25	29,89	31,40	29,58	1.263.200
02.12.2009	31,20	31,19	31,67	30,30	1.594.000
01.12.2009	29,60	30,84	31,97	28,83	5.992.200
30.11.2009	32,62	28,40	33,37	28,04	5.776.700
27.11.2009	33,10	33,30	33,97	33,00	778.500
25.11.2009	35,06	34,68	35,15	34,42	412.500
24.11.2009	35,07	35,00	35,20	34,27	772.000
23.11.2009	35,69	35,28	35,71	35,06	683.800
20.11.2009	35,53	35,10	35,76	35,03	931.900
19.11.2009	36,02	35,66	36,69	35,50	969.500

18.11.2009	36,18	36,16	36,70	36,01	720.400
17.11.2009	35,85	36,10	36,43	35,48	1.019.800
16.11.2009	36,90	35,75	36,94	35,61	1.193.000
13.11.2009	36,30	36,39	36,94	36,25	958.900
12.11.2009	36,96	36,26	37,43	36,07	1.304.800
11.11.2009	36,75	36,75	37,99	36,02	3.294.800
10.11.2009	38,85	37,59	39,35	37,08	3.900.000
09.11.2009	36,25	36,18	36,61	35,88	1.755.800
06.11.2009	35,70	35,48	37,00	35,05	4.555.200
05.11.2009	37,44	39,28	39,95	36,90	3.590.000
04.11.2009	38,34	36,20	39,65	35,90	3.875.900
03.11.2009	34,19	39,22	40,09	33,50	4.988.800
02.11.2009	34,90	34,31	36,47	33,25	2.714.100
30.10.2009	36,00	33,62	36,09	33,02	1.890.700
29.10.2009	37,00	36,25	37,13	35,67	1.825.200
28.10.2009	33,19	35,33	36,68	33,13	3.790.400
27.10.2009	35,83	34,01	36,23	34,00	2.562.800
26.10.2009	39,20	36,25	39,58	35,52	2.760.600
23.10.2009	40,68	38,90	41,44	38,66	1.977.500
22.10.2009	39,10	41,49	41,95	37,76	3.159.000
21.10.2009	39,79	39,03	41,15	38,87	1.956.400
20.10.2009	40,76	40,43	42,19	39,60	2.541.900
19.10.2009	43,59	41,17	43,60	40,63	3.311.700
16.10.2009	44,01	43,20	44,60	42,60	2.879.300
15.10.2009	44,74	44,61	46,55	44,10	3.240.500
14.10.2009	45,15	44,41	45,22	43,75	2.120.200
13.10.2009	44,53	44,53	45,67	43,80	2.148.400
12.10.2009	44,62	44,40	45,15	43,40	1.692.200
09.10.2009	44,15	44,22	44,74	43,38	1.690.500
08.10.2009	46,50	43,75	47,41	43,40	3.943.900
07.10.2009	44,20	45,90	46,82	43,80	2.598.400
06.10.2009	43,92	44,83	46,50	43,07	4.084.200
05.10.2009	43,80	42,75	43,81	41,57	3.136.200
02.10.2009	39,40	43,08	43,32	36,86	5.114.100
01.10.2009	43,11	40,90	43,67	40,16	3.310.000
30.09.2009	45,89	44,11	46,00	43,18	3.265.500
29.09.2009	46,72	45,22	47,49	45,02	3.208.200
28.09.2009	45,40	46,14	47,05	44,46	3.525.600
25.09.2009	45,00	44,60	45,93	42,91	3.895.700

24.09.2009	48,00	45,00	49,11	44,10	5.604.500
23.09.2009	47,00	46,71	49,39	46,12	6.616.200
22.09.2009	52,50	45,80	54,39	45,55	11.782.800
21.09.2009	39,50	48,40	49,94	39,25	12.930.500
18.09.2009	40,20	39,91	40,80	39,12	2.645.500
17.09.2009	40,45	39,43	40,95	39,00	2.667.000
16.09.2009	40,23	40,32	41,29	39,60	3.711.400
15.09.2009	42,43	38,80	43,05	38,08	5.046.900
14.09.2009	36,75	41,11	41,30	36,52	5.626.800
11.09.2009	37,50	37,55	38,67	36,64	4.205.400
10.09.2009	37,86	37,85	40,75	36,80	5.172.500
09.09.2009	36,02	38,89	39,86	35,55	6.380.100
08.09.2009	38,70	35,85	38,81	35,68	4.601.300
04.09.2009	43,24	40,05	43,73	39,45	5.484.200
03.09.2009	41,69	41,75	42,00	39,50	5.768.400
02.09.2009	34,12	37,95	39,92	32,66	10.605.000
01.09.2009	41,00	36,00	43,14	35,65	10.440.300
31.08.2009	45,04	45,33	47,67	42,80	9.989.800
28.08.2009	53,05	50,23	55,90	45,55	11.910.200
27.08.2009	40,10	47,84	50,04	39,25	16.064.800
26.08.2009	34,06	37,69	38,00	33,28	3.215.400
25.08.2009	34,61	33,97	34,75	33,61	1.589.300
24.08.2009	35,00	33,85	35,45	33,65	2.985.900
21.08.2009	34,79	32,85	35,00	32,53	4.525.400
20.08.2009	27,50	32,30	35,00	27,10	10.557.800
19.08.2009	24,00	26,64	27,50	23,90	2.964.100
18.08.2009	23,97	24,55	24,68	23,83	893.800
17.08.2009	22,80	23,42	24,00	22,50	1.319.800
14.08.2009	24,77	24,37	24,80	23,52	1.466.800
13.08.2009	25,85	25,02	26,00	24,90	801.100
12.08.2009	25,19	25,33	26,46	25,07	1.974.600
11.08.2009	28,01	24,92	28,19	24,33	4.041.500
10.08.2009	28,37	28,70	29,88	27,90	5.011.400
07.08.2009	27,35	27,14	28,99	24,00	8.939.100
06.08.2009	26,88	22,53	29,38	21,31	10.502.700
05.08.2009	13,70	22,00	23,00	13,50	15.146.200
04.08.2009	13,41	13,52	13,67	13,12	1.180.700
03.08.2009	13,27	13,60	13,75	12,98	1.448.800
31.07.2009	13,00	13,14	13,19	12,88	679.400

30.07.2009	13,38	13,13	13,41	13,05	693.500
29.07.2009	13,50	13,05	13,78	13,00	775.000
28.07.2009	12,95	13,35	13,80	12,88	1.259.900
27.07.2009	12,53	13,00	13,10	12,32	1.194.200
24.07.2009	12,60	12,46	12,99	12,01	1.465.800
23.07.2009	13,17	12,66	13,24	12,55	1.056.200
22.07.2009	13,11	13,12	13,29	13,03	800.100
21.07.2009	13,45	13,32	13,94	13,05	771.800
20.07.2009	13,85	13,46	13,90	13,15	908.600
17.07.2009	12,61	13,52	14,43	12,44	2.739.400
16.07.2009	13,94	12,75	13,94	12,54	3.059.200
15.07.2009	14,63	14,22	14,65	13,80	3.080.800
14.07.2009	15,84	14,32	16,20	13,65	7.968.400
13.07.2009	12,54	14,57	14,76	12,48	6.575.800
10.07.2009	8,79	11,74	12,44	8,22	9.561.500
09.07.2009	12,05	9,48	12,40	9,13	7.433.700
08.07.2009	13,30	13,10	14,07	12,47	3.070.500
07.07.2009	15,94	13,75	15,94	13,55	3.400.400
06.07.2009	18,25	16,19	18,31	15,79	2.845.000
02.07.2009	17,78	18,25	19,57	17,67	1.655.800
01.07.2009	19,70	18,08	22,96	17,54	6.673.900
30.06.2009	26,40	23,20	26,60	21,60	2.793.080
29.06.2009	29,00	26,60	29,00	25,60	756.950
26.06.2009	29,20	29,20	29,40	28,60	801.625
25.06.2009	29,20	29,20	29,40	28,40	344.035
24.06.2009	28,80	28,40	29,00	28,20	182.035
23.06.2009	28,40	28,20	29,00	28,00	282.410
22.06.2009	29,80	27,80	29,80	27,80	523.145
19.06.2009	30,40	30,60	30,80	29,60	810.540
18.06.2009	28,00	29,40	29,80	28,00	546.030
17.06.2009	30,00	28,00	30,00	28,00	728.145
16.06.2009	31,00	29,60	31,40	29,60	558.205
15.06.2009	31,40	30,60	31,60	30,20	500.030
12.06.2009	32,20	32,20	32,20	31,00	282.075
11.06.2009	32,40	32,20	32,80	32,00	252.760
10.06.2009	33,20	32,00	33,40	32,00	416.305
09.06.2009	33,40	33,00	33,60	32,60	274.505
08.06.2009	33,80	33,20	33,80	32,60	383.780
05.06.2009	33,80	34,20	34,80	33,00	660.915

04.06.2009	29,80	32,80	32,80	29,80	512.530
03.06.2009	31,00	29,40	31,00	29,00	903.705
02.06.2009	32,80	31,20	33,00	31,20	605.210
01.06.2009	34,00	33,20	34,00	33,00	446.555
29.05.2009	34,00	33,80	34,00	33,00	544.285
28.05.2009	33,40	33,40	33,80	32,60	476.930
27.05.2009	34,00	33,20	34,20	33,20	373.310
26.05.2009	32,80	34,00	34,20	32,40	657.780
22.05.2009	34,20	34,00	34,40	32,20	911.030
21.05.2009	35,20	36,00	36,60	34,60	550.285
20.05.2009	36,80	35,60	37,60	35,40	642.515
19.05.2009	37,40	36,20	37,80	36,00	589.405
18.05.2009	36,20	36,60	37,00	35,20	899.670
15.05.2009	37,40	34,40	38,40	33,20	1.125.225
14.05.2009	32,40	36,80	36,80	32,40	1.110.100
13.05.2009	35,00	32,00	35,20	32,00	1.081.520
12.05.2009	38,80	36,20	39,40	36,00	1.187.075
11.05.2009	39,20	38,00	39,80	37,00	1.230.525
08.05.2009	42,00	40,20	42,00	39,40	1.629.500
07.05.2009	41,60	39,00	43,80	37,20	2.855.855
06.05.2009	35,20	36,80	38,80	35,00	2.561.465
05.05.2009	32,00	34,60	35,00	31,20	1.990.340
04.05.2009	28,40	29,20	30,20	28,20	933.645
01.05.2009	27,60	27,60	28,20	27,60	313.475
30.04.2009	29,00	27,60	29,20	27,20	741.105
29.04.2009	27,80	28,20	28,40	27,40	609.830
28.04.2009	27,00	26,80	28,00	26,60	497.670
27.04.2009	27,80	28,00	28,80	27,20	651.825
24.04.2009	30,60	29,20	30,60	28,60	858.015
23.04.2009	30,00	30,00	30,60	29,20	737.995
22.04.2009	29,80	28,60	31,40	28,00	1.165.160
21.04.2009	24,80	29,20	29,80	23,40	1.887.605
20.04.2009	30,40	25,80	30,60	25,80	1.783.180
17.04.2009	34,40	32,40	34,40	30,60	1.583.565
16.04.2009	34,80	33,80	34,80	33,00	1.437.325
15.04.2009	32,40	32,00	32,80	31,00	1.385.515
14.04.2009	30,40	30,40	35,60	30,00	3.279.275
13.04.2009	23,60	28,40	28,60	23,40	1.891.695
09.04.2009	23,00	23,20	23,20	22,20	999.330

08.04.2009	21,60	21,60	22,40	21,20	491.505
07.04.2009	21,60	21,00	21,60	21,00	464.955
06.04.2009	22,20	22,00	22,20	21,60	641.670
03.04.2009	23,00	22,80	23,00	21,40	851.385
02.04.2009	24,00	22,80	24,20	22,00	1.468.275
01.04.2009	19,80	21,40	21,40	19,40	812.620
31.03.2009	20,00	20,00	20,60	19,20	1.351.255
30.03.2009	19,20	19,00	21,00	18,60	1.345.020
27.03.2009	20,20	20,40	21,60	18,40	2.475.105
26.03.2009	25,00	22,00	25,60	22,00	2.013.485
25.03.2009	28,60	24,00	29,20	23,00	2.857.285
24.03.2009	29,00	27,40	30,80	26,40	1.994.855
23.03.2009	30,40	29,60	30,80	28,00	2.314.770
20.03.2009	29,00	25,20	29,00	21,20	3.851.570
19.03.2009	39,40	32,40	39,80	27,80	4.708.055
18.03.2009	20,00	27,60	29,00	19,60	4.599.015
17.03.2009	18,80	19,20	20,00	16,60	1.440.395
16.03.2009	12,00	16,60	19,80	11,40	2.448.695
13.03.2009	8,60	10,00	10,20	8,40	844.235
12.03.2009	8,00	8,20	8,20	7,40	855.570
11.03.2009	8,60	8,20	8,60	7,80	645.240
10.03.2009	7,40	8,40	8,40	7,00	789.865
09.03.2009	7,20	7,00	7,60	6,60	545.335
06.03.2009	7,40	7,00	7,40	6,60	861.225
05.03.2009	8,60	7,00	8,60	7,00	839.195
04.03.2009	9,60	8,60	9,60	8,20	794.365
03.03.2009	10,00	8,60	10,00	8,60	831.100
02.03.2009	10,20	8,40	10,40	8,40	972.830
27.02.2009	9,80	8,40	9,80	8,20	1.190.050
26.02.2009	10,60	10,40	11,60	9,60	1.076.510
25.02.2009	8,60	9,20	9,40	8,20	960.105
24.02.2009	9,20	8,20	9,20	7,60	1.323.640
23.02.2009	12,20	10,60	12,60	9,00	1.095.210
20.02.2009	11,60	10,80	11,80	9,80	1.070.200
19.02.2009	14,00	11,80	14,40	11,00	787.295
18.02.2009	15,80	14,60	16,00	14,20	372.825
17.02.2009	16,00	15,60	16,20	15,00	648.925
13.02.2009	18,00	17,00	18,20	17,00	267.070
12.02.2009	18,60	18,00	18,60	17,00	546.435

11.02.2009	19,40	19,20	19,40	17,80	478.180
10.02.2009	21,40	18,40	21,40	18,40	786.230
09.02.2009	21,20	20,80	21,40	20,60	352.385
06.02.2009	20,00	20,80	20,80	18,00	774.315
05.02.2009	20,60	20,00	20,80	19,80	558.530
04.02.2009	22,00	20,60	22,00	20,40	383.790
03.02.2009	24,60	21,60	24,80	20,20	689.540
02.02.2009	25,40	24,60	25,40	24,00	340.710
30.01.2009	26,00	25,60	26,80	25,40	482.445
29.01.2009	27,20	25,80	27,20	25,80	341.080
28.01.2009	28,20	28,20	28,20	27,20	472.405
27.01.2009	25,80	27,00	27,00	25,20	214.845
26.01.2009	26,80	25,20	27,60	25,20	311.980
23.01.2009	26,00	27,40	27,40	25,00	382.690
22.01.2009	28,60	26,20	28,60	26,20	404.310
21.01.2009	28,60	29,00	29,20	27,00	562.605
20.01.2009	28,40	27,40	29,80	27,40	785.160
16.01.2009	29,80	28,40	30,00	28,00	521.030
15.01.2009	30,00	28,20	30,40	27,80	559.515
14.01.2009	31,00	29,80	31,00	29,80	354.090
13.01.2009	31,20	31,60	31,80	30,60	353.605
12.01.2009	33,00	30,80	33,00	30,60	394.225
09.01.2009	33,20	32,40	33,40	32,40	250.405
08.01.2009	32,60	33,00	33,20	32,40	304.285
07.01.2009	34,00	32,80	34,20	32,80	320.840
06.01.2009	34,00	34,80	34,80	33,60	322.805
05.01.2009	34,00	33,20	35,00	33,20	417.715
02.01.2009	31,60	33,80	33,80	31,20	379.640
31.12.2008	30,40	31,40	31,40	30,40	355.010
30.12.2008	31,00	31,20	31,40	30,40	262.785
29.12.2008	32,00	31,00	32,40	30,60	275.720
26.12.2008	31,60	31,40	31,80	30,40	180.500
24.12.2008	31,00	31,20	31,40	30,40	147.755
23.12.2008	32,40	31,00	33,00	30,40	346.905
22.12.2008	33,00	32,20	33,80	32,20	387.400
19.12.2008	33,40	32,00	33,80	32,00	970.840
18.12.2008	35,00	33,40	35,20	33,40	384.715
17.12.2008	35,00	35,00	35,40	34,20	340.745
16.12.2008	35,40	36,00	36,00	34,40	536.890

15.12.2008	36,00	34,80	36,40	33,80	349.775
12.12.2008	34,00	36,00	36,00	33,20	485.365
11.12.2008	35,60	34,60	36,20	34,60	496.040
10.12.2008	37,40	35,00	37,60	34,00	576.195
09.12.2008	38,20	38,60	39,40	37,20	450.255
08.12.2008	40,40	38,60	41,40	38,40	562.660
05.12.2008	36,20	38,80	39,00	35,00	545.890
04.12.2008	37,40	36,80	40,20	36,20	485.305
03.12.2008	36,40	40,20	42,40	36,40	859.565
02.12.2008	35,00	37,40	37,40	34,40	441.800
01.12.2008	39,40	33,00	39,40	33,00	590.175
28.11.2008	40,00	40,20	40,60	38,40	345.900
26.11.2008	35,00	39,00	39,20	34,20	534.940
25.11.2008	35,20	35,40	35,40	33,40	567.655
24.11.2008	33,60	35,40	35,40	32,20	617.510
21.11.2008	33,00	32,00	33,80	30,00	889.175
20.11.2008	31,80	28,80	33,80	28,80	901.070
19.11.2008	37,00	31,20	37,20	31,20	619.410
18.11.2008	38,40	39,00	39,40	36,00	504.195
17.11.2008	41,20	38,20	41,80	38,20	478.355
14.11.2008	42,40	41,60	44,00	41,40	449.885
13.11.2008	42,20	41,20	44,60	39,40	890.380
12.11.2008	42,80	40,60	45,60	40,60	590.865
11.11.2008	43,40	45,20	47,00	40,60	775.195
10.11.2008	54,80	45,60	55,00	45,00	1.408.310
07.11.2008	42,60	42,20	44,60	41,00	554.130
06.11.2008	39,20	37,40	40,00	36,40	574.280
05.11.2008	47,40	41,20	47,60	40,80	633.120
04.11.2008	47,20	48,20	49,80	46,20	987.895
03.11.2008	40,00	42,80	44,00	38,60	791.725
31.10.2008	32,60	38,20	39,20	31,60	925.995
30.10.2008	34,20	32,60	34,40	31,80	816.270
29.10.2008	36,40	31,00	36,40	30,00	706.370
28.10.2008	32,20	36,60	36,60	28,60	1.061.795
27.10.2008	33,80	27,00	34,00	27,00	818.745
24.10.2008	37,80	34,00	38,60	34,00	1.115.870
23.10.2008	43,20	42,00	44,20	40,60	625.480
22.10.2008	43,60	42,20	45,40	42,20	652.070
21.10.2008	45,00	44,20	47,00	43,60	481.455

20.10.2008	46,40	46,20	46,60	43,20	790.930
17.10.2008	43,60	42,00	46,00	42,00	935.890
16.10.2008	50,40	48,60	50,60	43,60	762.610
15.10.2008	54,00	48,60	54,00	48,40	660.415
14.10.2008	57,00	56,00	57,40	50,20	768.205
13.10.2008	59,40	51,40	59,60	45,60	1.343.040
10.10.2008	42,00	46,60	48,00	38,00	2.039.510
09.10.2008	67,00	47,80	67,20	47,80	2.087.015
08.10.2008	67,80	63,80	76,00	63,80	656.820
07.10.2008	84,00	70,20	84,40	70,20	835.015
06.10.2008	70,00	77,40	79,80	65,00	858.100
03.10.2008	89,60	77,20	99,20	74,40	1.103.065
02.10.2008	87,80	80,00	87,80	75,00	654.575
01.10.2008	76,00	79,00	80,00	70,20	674.965
30.09.2008	64,00	66,60	71,20	58,80	841.910
29.09.2008	70,00	50,00	70,40	50,00	1.215.860
26.09.2008	56,00	63,00	65,60	55,00	1.004.385
25.09.2008	78,00	60,40	87,20	55,00	1.907.730
24.09.2008	106,60	66,20	107,80	66,20	1.717.975
23.09.2008	109,80	100,00	114,00	96,20	1.351.275
22.09.2008	92,60	94,40	110,40	86,40	2.287.425
19.09.2008	84,00	77,00	89,00	50,20	4.526.990
18.09.2008	51,00	53,80	53,80	42,20	2.219.740
17.09.2008	54,00	40,60	56,00	39,80	3.540.900
16.09.2008	35,00	75,00	102,00	25,00	5.654.090
15.09.2008	134,00	95,20	153,40	70,00	4.043.625
12.09.2008	306,80	242,80	307,00	229,80	1.816.720
11.09.2008	311,40	351,00	355,00	276,40	1.205.995
10.09.2008	384,00	350,00	389,00	344,60	733.950
09.09.2008	445,00	367,40	447,60	365,60	736.160
08.09.2008	490,00	455,20	493,60	430,40	542.870
05.09.2008	409,20	446,80	448,60	405,80	336.600
04.09.2008	442,00	424,40	445,80	418,80	416.600
03.09.2008	437,40	451,60	452,00	426,00	225.110
02.09.2008	455,80	439,20	456,20	427,80	299.330
29.08.2008	422,40	429,80	433,20	420,00	276.035
28.08.2008	404,20	430,20	430,20	403,20	405.055
27.08.2008	394,40	400,00	405,40	390,00	303.700
26.08.2008	377,80	392,80	395,20	376,20	346.515

25.08.2008	383,20	375,60	385,20	372,80	375.535
22.08.2008	405,00	397,40	408,40	390,00	343.310
21.08.2008	402,40	395,60	411,40	389,80	274.020
20.08.2008	409,00	416,00	424,80	395,80	271.610
19.08.2008	410,00	406,40	422,40	395,00	468.440
18.08.2008	457,20	432,00	457,80	431,00	262.140
15.08.2008	460,00	459,80	465,20	454,80	332.030
14.08.2008	438,60	456,40	460,80	431,20	304.950
13.08.2008	451,80	441,00	451,80	426,80	446.570
12.08.2008	477,60	457,00	480,00	451,80	362.115
11.08.2008	496,00	489,40	503,00	478,40	327.310
08.08.2008	476,60	497,40	503,20	467,00	501.225
07.08.2008	510,00	476,80	514,40	470,60	933.720
06.08.2008	578,00	581,80	589,40	561,80	307.020
05.08.2008	563,60	597,80	598,00	556,80	444.810
04.08.2008	533,00	533,80	544,20	518,80	197.110
01.08.2008	533,00	535,80	540,60	510,00	260.825
31.07.2008	523,60	521,00	546,00	517,00	305.240
30.07.2008	534,00	535,20	551,40	509,80	443.040
29.07.2008	467,00	517,00	517,00	443,00	573.410
28.07.2008	540,60	479,20	555,00	476,20	495.605
25.07.2008	568,00	544,80	569,40	536,00	353.155
24.07.2008	600,00	548,60	605,00	542,20	461.390
23.07.2008	570,00	602,00	621,80	566,20	598.085
22.07.2008	514,40	562,80	567,60	502,00	421.640
21.07.2008	534,00	530,60	563,80	528,00	520.160
18.07.2008	498,00	501,40	503,40	477,80	527.165
17.07.2008	472,00	498,40	498,60	462,60	652.220
16.07.2008	415,00	465,60	465,60	414,00	547.115
15.07.2008	423,00	412,80	441,60	394,60	612.155
14.07.2008	483,00	451,00	489,60	449,80	319.840
11.07.2008	465,00	461,60	478,00	435,00	565.240
10.07.2008	517,20	479,80	524,40	475,20	496.390
09.07.2008	550,40	522,80	554,40	520,00	314.995
08.07.2008	514,60	548,00	550,40	510,60	386.125
07.07.2008	526,00	518,80	535,00	506,20	255.040
03.07.2008	535,00	524,80	540,00	515,40	197.360
02.07.2008	532,80	535,00	546,60	531,20	310.330
01.07.2008	520,00	534,60	540,60	514,00	377.165

30.06.2008	551,00	529,20	559,00	527,40	483.100
27.06.2008	559,40	555,00	565,20	548,20	425.445
26.06.2008	578,20	561,80	585,40	560,20	392.380
25.06.2008	601,00	594,80	612,60	591,60	255.800
24.06.2008	602,80	596,60	614,00	593,00	329.345
23.06.2008	642,40	606,00	645,00	602,60	378.415
20.06.2008	654,60	642,00	655,00	637,00	504.925
19.06.2008	647,00	661,40	666,20	639,40	345.745
18.06.2008	637,00	630,40	643,80	621,00	328.650
17.06.2008	687,80	645,60	690,00	642,40	296.720
16.06.2008	665,00	680,20	695,80	663,00	347.790
13.06.2008	678,00	683,60	688,40	665,60	229.690
12.06.2008	671,40	673,60	690,00	663,00	244.200
11.06.2008	680,40	665,20	686,80	656,40	454.290
10.06.2008	665,60	685,60	692,40	665,00	309.950
09.06.2008	679,00	669,80	683,60	657,40	307.545
06.06.2008	704,00	678,60	708,00	673,00	460.355
05.06.2008	714,40	728,20	730,00	710,00	215.500
04.06.2008	717,80	714,40	735,40	713,80	280.230
03.06.2008	726,80	720,20	734,20	715,00	269.115
02.06.2008	717,00	717,40	723,60	708,40	225.890
30.05.2008	734,00	720,00	739,60	718,00	337.200
29.05.2008	698,00	706,80	712,20	690,80	369.230
28.05.2008	735,60	698,20	737,00	691,20	562.345
27.05.2008	736,60	732,40	744,40	730,60	316.350
23.05.2008	741,00	739,00	748,20	735,00	367.305
22.05.2008	737,40	756,20	757,00	734,00	318.020
21.05.2008	764,00	739,20	770,00	735,00	418.665
20.05.2008	768,00	762,40	769,00	755,20	604.665
19.05.2008	784,20	779,00	792,00	773,40	289.440
16.05.2008	788,80	786,80	791,40	780,80	362.525
15.05.2008	787,20	791,40	792,40	777,40	345.180
14.05.2008	788,00	788,80	793,80	780,60	493.495
13.05.2008	764,40	783,20	783,60	764,00	2.108.520
12.05.2008	800,00	767,40	820,00	767,40	1.019.960
09.05.2008	839,80	805,60	842,40	802,00	768.445
08.05.2008	905,00	883,00	907,20	877,00	267.010
07.05.2008	963,40	901,60	969,00	899,40	322.185
06.05.2008	938,80	968,00	973,00	928,80	210.115

05.05.2008	970,00	947,80	977,00	943,60	241.280
02.05.2008	980,00	980,80	990,00	960,40	235.250
01.05.2008	922,60	963,00	967,20	919,60	254.665
30.04.2008	935,80	924,00	945,40	920,00	180.240
29.04.2008	940,40	940,00	955,00	930,40	146.545
28.04.2008	938,00	940,80	950,80	928,00	183.975
25.04.2008	950,40	950,60	956,40	924,60	206.285
24.04.2008	883,00	939,40	955,00	882,00	463.020
23.04.2008	898,40	877,20	901,60	867,20	307.275
22.04.2008	927,80	905,40	928,60	899,20	261.615
21.04.2008	951,40	930,80	961,00	930,40	197.930
18.04.2008	955,00	964,60	983,60	954,40	371.885
17.04.2008	902,00	923,40	930,40	897,20	222.435
16.04.2008	893,00	909,40	910,00	892,00	282.245
15.04.2008	874,20	882,20	888,00	863,00	185.190
14.04.2008	879,40	865,80	881,00	861,40	233.325
11.04.2008	898,80	881,00	906,60	877,80	260.745
10.04.2008	907,20	911,20	928,60	904,40	163.380
09.04.2008	942,80	911,20	950,00	907,60	238.150
08.04.2008	950,40	935,00	963,60	934,00	221.540
07.04.2008	956,80	960,80	971,60	950,00	188.030
04.04.2008	938,80	946,00	953,60	931,80	211.420
03.04.2008	928,40	939,80	949,40	921,00	212.340
02.04.2008	948,80	937,40	958,60	927,00	279.935
01.04.2008	898,80	940,00	943,20	895,00	448.275
31.03.2008	852,80	865,00	879,00	842,80	345.265
28.03.2008	875,00	856,00	887,00	855,40	228.490
27.03.2008	895,00	869,20	900,00	869,20	291.180
26.03.2008	905,20	882,00	913,60	879,60	308.780
25.03.2008	927,00	916,20	931,40	904,20	375.380
24.03.2008	905,00	923,20	952,60	904,80	521.345
20.03.2008	852,00	900,00	901,20	849,80	559.555
19.03.2008	904,00	843,60	912,00	840,80	470.115
18.03.2008	828,00	873,40	873,40	821,80	546.965
17.03.2008	795,00	796,00	807,20	770,00	621.630
14.03.2008	854,00	823,60	859,80	816,20	436.325
13.03.2008	830,00	849,60	857,20	802,60	525.020
12.03.2008	895,00	873,00	909,00	870,80	381.735
11.03.2008	874,00	880,00	895,00	854,80	503.750

10.03.2008	866,00	839,00	878,00	836,40	371.690
07.03.2008	844,20	857,60	890,00	842,80	389.740
06.03.2008	883,40	857,60	888,00	856,60	477.235
05.03.2008	916,40	892,20	932,00	887,20	425.425
04.03.2008	917,20	916,60	923,60	888,80	475.425
03.03.2008	932,20	933,80	936,40	909,00	371.170
29.02.2008	940,00	937,20	954,00	925,00	771.145
28.02.2008	1.025,00	1.003,00	1.026,40	993,80	403.965
27.02.2008	1.017,20	1.045,00	1.045,00	1.011,80	357.130
26.02.2008	1.002,40	1.028,40	1.032,40	1.002,20	371.100
25.02.2008	972,00	1.007,60	1.011,40	962,60	421.295
22.02.2008	955,40	977,60	978,20	938,00	384.320
21.02.2008	960,60	951,80	977,60	945,60	322.955
20.02.2008	935,00	958,00	964,80	934,00	375.300
19.02.2008	965,00	940,60	968,00	937,40	461.520
15.02.2008	907,00	922,20	924,00	895,00	392.160
14.02.2008	914,40	910,00	926,60	895,00	431.955
13.02.2008	934,00	910,40	935,40	907,40	452.410
12.02.2008	904,00	922,80	937,20	884,20	735.175
11.02.2008	978,00	894,80	980,00	890,00	1.216.890
08.02.2008	1.023,00	1.013,60	1.029,60	997,80	306.060
07.02.2008	1.036,00	1.033,00	1.048,20	1.019,00	338.210
06.02.2008	1.065,00	1.042,00	1.071,60	1.038,80	353.160
05.02.2008	1.090,00	1.058,60	1.092,00	1.053,40	417.430
04.02.2008	1.114,00	1.108,60	1.119,20	1.100,40	168.660
01.02.2008	1.105,60	1.114,60	1.132,00	1.094,00	315.235
31.01.2008	1.063,00	1.103,20	1.114,00	1.059,00	517.680
30.01.2008	1.131,00	1.087,40	1.140,00	1.080,00	467.545
29.01.2008	1.113,00	1.134,60	1.136,80	1.093,80	335.855
28.01.2008	1.070,00	1.092,40	1.098,20	1.052,80	314.250
25.01.2008	1.111,00	1.064,40	1.118,20	1.060,00	351.895
24.01.2008	1.102,20	1.100,80	1.132,00	1.091,00	349.040
23.01.2008	1.002,00	1.099,40	1.108,00	998,00	506.780
22.01.2008	996,20	1.048,20	1.076,00	988,20	585.750
18.01.2008	1.089,00	1.041,00	1.110,00	1.011,40	759.310
17.01.2008	1.157,80	1.085,40	1.170,00	1.079,20	622.885
16.01.2008	1.154,00	1.159,20	1.180,40	1.144,40	322.235
15.01.2008	1.167,80	1.157,20	1.177,80	1.143,40	325.950
14.01.2008	1.160,80	1.186,40	1.188,40	1.150,80	260.980

11.01.2008	1.147,60	1.153,60	1.185,00	1.134,20	359.685
10.01.2008	1.124,00	1.156,20	1.178,40	1.113,80	464.270
09.01.2008	1.102,60	1.129,60	1.131,80	1.085,20	443.690
08.01.2008	1.130,00	1.112,20	1.145,00	1.108,40	380.890
07.01.2008	1.110,00	1.126,00	1.135,80	1.104,00	316.850
04.01.2008	1.121,60	1.106,00	1.133,40	1.104,00	276.595
03.01.2008	1.136,20	1.129,00	1.147,20	1.123,40	210.795
02.01.2008	1.161,20	1.126,00	1.181,40	1.124,00	295.055

Anhang C: Abstract

Das Ziel der vorliegenden Masterarbeit ist es die Too big to fail Thematik in der Versicherungswirtschaft zu erläutern. Dafür wurden zwei in Schieflage geratenen Versicherungsgesellschaften theoretisch untersucht und die Ergebnisse wurden in den Fallstudien zusammengefasst. Die American International Group, Inc. (AIG) geriet nach den turbulenten Entwicklungen an dem US Amerikanischen Immobilienmarkt im Jahr 2008 in akute Liquiditätsnot. Viele der Credit Default Swap (CDS) Kontrakte die von den Tochtergesellschaften gezeichnet wurden basierten auf geplatzten subprime Hypotheken. Die Assekuranz wurde von der amerikanischen Regierung gerettet, weil sie zu groß und zu vernetzt war, um zu scheitern. Der Bestand der deutschen Mannheimer Lebensversicherung AG wurde hingegen auf die neugegründete Auffanggesellschaft Protektor Lebensversicherungs-AG übertragen, um das Image der deutschen Lebensversicherungsbranche, krisenresistent zu sein, zu bewahren. Die zweite Intention dahinter war die Versicherungsnehmer und deren Ansprüche zu schützen.

Schlagwörter: American International Group, AIG, Versicherung, Too big to fail, systemrelevante Finanzinstitutionen, Mannheimer Lebensversicherung

Anhang D: Abstract in Englisch

The aim of this paper is to deal with the “too big to fail issue” in the insurance industry. Two insurance companies in precarious situations have been examined and the results were summarized in the present case studies. The American International Group, Inc. (AIG) suffered from liquidity squeeze on a short term basis after some turbulent developments on the U.S. real estate market in 2008. Certain AIG affiliates were writing Credit Default Swaps (CDS) contracts which were often built on subprime mortgages. Many of those mortgages defaulted, though. The American International Group was bailed out by the federal government because the corporation was too big and too interconnected to fail. The insurance portfolio of the German Mannheimer Lebensversicherung AG was transferred to the newly established Protektor Lebensversicherungs-AG in order to preserve the image of the German life insurance industry to be crisis resistant. Moreover, another focus was on the protection of the policy holders and their claims

Keywords: American International Group, AIG, Insurance, Too big to fail, systemically important financial institutions, Mannheimer Lebensversicherung

Anhang E: Lebenslauf

Curriculum Vitae

Angaben zur Person

Name: Soňa Ryll, BSc BSc
Geburtsdatum: 4. September 1986, Brno (CZ)
Familienstand: Verheiratet, 1 Kind

Ausbildung

WS 2014 - dato	Universität Wien: Masterstudium Internationale Betriebswirtschaft
	Spezialisierung: Finanzdienstleistungen
WS 2009 – SS 2013	Universität Wien: Bachelorstudium Internationale Betriebswirtschaft
	Spezialisierung: Finanz- und Umweltmanagement, Business History
WS 2007 – SS 2013	Universität Wien: Bachelorstudium Betriebswirtschaft
	Spezialisierung: Wirtschaftsrecht, Organisation und Personalmanagement, Rechnungslegung
09/2003 – 08/2007	Matura, Gymnázium Matyáše Lercha. Brno

Beruflicher Werdegang (Studium begleitend)

03/2012 – 12/2012	FMA Österreichische Finanzmarktaufsicht
	Praktikum als Assistentin in der Abteilung Behördliche Aufsicht über Versicherungen und Pensionskassen
09/2009 – 07/2011	euroGYM, Einzelfirma Walther Stöckl
	Rezeptionistin
06/2008 – 09/2009	McDonald's Franchise GmbH
	Thekenkraft

Sprachen

Tschechisch	Muttersprache
Deutsch	Fließend
Englisch	Verhandlungssicher
Italienisch	Fortgeschritten
Russisch	Grundkenntnisse

Literaturverzeichnis

Aegon, (2015). At a glance. Aegon N.V. Verfügbar unter: <http://www.aegon.com/Home/About/At-a-glance/> [Zugriff am 24. April 2016].

AerCap, (2016). Timeline. Verfügbar unter: <http://www.aercap.com/about/timeline> [Zugriff am 22. April 2016].

AIG, (2007). Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of The Securities Exchange Act of 1934, For the fiscal year ended December 31, 2006. Verfügbar unter: http://www.aig.com/Chartis/internet/US/en/2006-10k_tcm3171-440889.pdf [Zugriff am 30. März 2016].

AIG, (2009). American International Group, Inc. 2008 Annual Report. Verfügbar unter: <http://www.aig.com/content/dam/aig/america-canada/us/documents/investor-relations/2008-annual-report.pdf> [Zugriff am 19. April 2016].

AIG, (2014). Resolution Plan, Section 1: Public Section, July 1, 2014. American International Group, Inc. Verfügbar unter: <https://www.federalreserve.gov/bankinfo/resolution-plans/aig-1g-20140701.pdf> [Zugriff am 22. April 2016].

AIG, (2016). Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of The Securities Exchange Act of 1934, For the fiscal year ended December 31, 2015. Verfügbar unter: http://www.aig.com/Chartis/internet/US/en/December_31_2015_10K_tcm3171-715885.pdf [Zugriff am 25. März 2016].

AIG corporate. AIG Complete List of Affiliates. (AIG Entities Completed Signatures 10.7.11.xlsx) Verfügbar unter: http://www.aigcorporate.com/AIG_All_Entities.pdf [Zugriff am 29. März 2016].

Albrecht, P., (2003). Der Fall der Mannheimer Lebensversicherung: Auch ein Problem der Finanzaufsicht?. Versicherungswirtschaft. Heft 14/2003: 1085. Verfügbar unter: http://insurance.bwl.uni-mannheim.de/fileadmin/files/albrecht/extern/presse/presse_der%20Fall%20Mannheimer.pdf [Zugriff am 8. Mai 2016].

archive.fortune.com, (2009). The Fortune 500's biggest losers. Verfügbar unter: http://archive.fortune.com/galleries/2009/fortune/0904/gallery.f500_biggestlosers.fortune/ [Zugriff am 30. März 2016].

BaFin, (2013). G 20 sehen Fortschritte bei nationalen und internationalen Lösungsansätzen zum „Too Big to Fail“-Problem. BaFin Journal. Oktober 2013: 30-32. Verfügbar unter: http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinJournal/2013/bj_1310.pdf?__blob=publicationFile&v=6 [Zugriff am 1. März 2016].

BaFin, (2016a). Versicherungsaufsicht. Verfügbar unter: http://www.bafin.de/DE/DieBaFin/AufgabenGeschichte/Versicherungsaufsicht/versicherungsaufsicht_node.html [Zugriff am 19. April 2016].

BaFin, (2016b). Kapitalanlagen. Verfügbar unter: http://www.bafin.de/DE/Aufsicht/VersichererPensionsfonds/Kapitalanlagen/kapitalanlagen_node.html [Zugriff am 26. April 2016].

Bauer, K., (2006). Diskrete Gebarung. Die Presse – Spectrum, 06.05.2006. Verfügbar unter: http://www.kurt-bauer-geschichte.at/PDF_Texte%20&%20Themen/Phoenix-Skandal_1936.pdf [Zugriff am 22. April 2016].

Baums, W., (2003). Die Rolle der Protektor Lebensversicherungs-AG und der BaFin im Zusammenhang mit der Zahlungsunfähigkeit der Mannheimer Lebensversicherung AG – Eine Fallstudie. Diplomarbeit. Universität Mannheim.

Béguelin, P., (2010). Tranchiert und verschachtelt. Finanz und Wirtschaft. Verfügbar unter: <http://www.fuw.ch/article/tranchiert-und-verschachtelt/> [Zugriff am 5. April 2016].

BlackRock (2015). Wertpapierleihe: Das ganze Potenzial des Portfolios erschließen. Verfügbar unter: <https://www.blackrock.com/de/finanzberater-und-banken/literature/brochure/broschuere-blackrock-wertpapierleihe-vertriebspartner-de.pdf> [Zugriff am 6. April 2016].

Buchter, H., (2009). Das schwarze Loch: Der Versicherungskonzern AIG trieb Amerika tief in die Finanzkrise – und kostet das Land jetzt mehr als jede Bank. Die Zeit Online, Nr. 8, 12.02.2009. Verfügbar unter: <http://www.zeit.de/2009/08/AIG/komplettansicht> 7 [Zugriff am 20. April 2016].

Buchter, H., (2015). BlackRock: Eine heimliche Weltmacht greift nach unserem Geld. (Hörbuch), Campus.

Cooper, R. W. (2010). Banking Regulation and Proposed Reforms: Implications for Insurance Regulatory Reform that Includes an Optional Federal Charter. Journal of Insurance Regulation. 29: 73-104.

Continentale Versicherungsverbund, (2016). Sicherheit ist etwas Persönliches. Continentale Versicherungsverbund. Dortmund. Verfügbar unter: <https://www.continentale.de/versicherungsverbund> [Zugriff am 20. März 2016].

Dash, E. und Sorkin, A. R., (2008). Throwing a Lifeline to a Troubled Giant. The New York Times, 17.09.2008. Verfügbar unter: http://www.nytimes.com/2008/09/18/business/18insure.html?_r=0 [Zugriff am 8. April 2016].

Davidson, A., (2008). The Big Money: How AIG fell apart. Reuters, 19.09.2016. Verfügbar unter: <http://www.reuters.com/article/us-how-aig-fell-apart-idUSMAR85972720080919> [Zugriff am 1. April 2016].

DiePresse.com, (2009). AIG-Krise bedroht Flugzeugbauer Airbus und Boeing. DiePresse.com, 08.04.2009. Verfügbar unter: <http://diepresse.com/home/wirtschaft/finanzkrise/468556/AIGKrise-bedroht-Flugzeugbauer-Airbus-und-Boeing> [Zugriff am 22. April 2016].

Dinallo, E., (2009). Hearing on “American International Group: Examining What Went Wrong, Government Intervention, and Implications for Future Regulation”. Testimony to the United States Senate, Committee on Banking, Housing and Urban Affairs. Verfügbar unter: http://www.banking.senate.gov/public/_cache/files/8ee655c8-2aed-4d4b-b36f-0ae0ae5e5863/33A699FF535D59925B69836A6E068FD0.dinallotestimonyaig3509.pdf [Zugriff am 6. April 2016].

Dodd-Frank Act, (2010). Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Public Law 111-203. U.S. Government Publishing Office. Verfügbar unter: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf> [Zugriff am 17. April 2016].

Eling, M. und Holzmüller, I., (2008). An Overview and Comparison of Risk-Based Capital Standards. National Association of Insurance Commissioners. Journal of Insurance Regulation. 26 (4): 31-60.

Euromoney Institutional Investor PLC, (2003). A one-off collapse. In: Reactions. Euromoney Institutional Investor PLC. London. Verfügbar unter: http://www.proquest.com/products-services/abi_inform_global.html [Zugriff am 20. März 2016].

European Union, (2010). Sicherungssysteme für Versicherungen (Weißbuch). European Union, <http://eur-lex.europa.eu>, 1998-2016. Verfügbar unter: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=URISERV%3Aami0055> [Zugriff am 26. Mai 2016].

FAZ, 2003. Mannheimer Leben muß aufgeben. FAZ.NET, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 27.06.2003. Nr. 146 / Seite 1. Verfügbar unter: <http://www.faz.net/frankfurter-allgemeine-zeitung/mannheimer-leben-muss-aufgeben-1104940.html> [Zugriff am 20. März 2016].

FAZ, 2004. Vor 75 Jahren fiel die Frankfurter Allgemeine Versicherung an die Allianz. FAZ.NET, Frankfurter Allgemeine, Rhein-Main, 27.08.2004. Verfügbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/rhein-main/wirtschaft/versicherungen-vor-75-jahren-fiel-die-frankfurter-allgemeine-versicherung-an-die-allianz-1173673.html> [Zugriff am 22. April 2016].

FAZ, 2008. Staat rettet den Versicherungsriesen AIG. FAZ.NET, Frankfurter Allgemeine, Wirtschaft, 17.09.2008. Verfügbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/finanzkrise-staat-rettet-den-versicherungsriesen-aig-1279438.html> [Zugriff am 31. März 2016].

FDIC. What’s Covered. Verfügbar unter: <https://www.fdic.gov/deposit/covered/> [Zugriff am 22. April 2016].

Fed. American International Group (AIG), Maiden Lane II and III. Board of Governors of the Federal Reserve System. Verfügbar unter: http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_aig.htm [Zugriff am 13. April 2016].

Fed, (2008). Press Release: For release at 9:00 p.m. EDT. Board of Governors of the Federal Reserve System. Verfügbar unter: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/other/20080916a.htm> [Zugriff am 6. April 2016].

Federal Reserve Bank of Minneapolis, (2016). Ending Too Big to Fail – First Symposium Summary. Verfügbar unter: <https://minneapolisfed.org/publications/special-studies/endingtbt/symposiums/april-4-ending-too-big-to-fail-symposium-summary> [Zugriff am 26. Mai 2016].

Fidelity NetBenefits. Getting Started: What is a 401(k), anyway?. Verfügbar unter: <https://nb.fidelity.com/public/nb/401k/home/get-started> [Zugriff am 8. April 2016].

finanzen.at, (2016a). American International Group (AIG) Inc. Verfügbar unter: http://www.finanzen.at/chart/American_International_Group [Zugriff am 29. März 2016].

finanzen.at, (2016b). American International Group (AIG) Kennzahlen. Verfügbar unter: http://www.finanzen.at/aktien/American_International_Group-Aktie [Zugriff am 29. März 2016].

finanzen.net. Mannheimer Aktie. Verfügbar unter: <http://www.finanzen.net/aktien/Mannheimer-Aktie> [Zugriff am 5. Mai 2016].

finanzen.net, (2016a). Historische Kursdaten für American International Group. Verfügbar unter: http://www.finanzen.net/historische-kurse/American_International_Group [Zugriff am 29. März 2016].

finanzen.net, (2016b). DAX 30 Chart. Verfügbar unter: <http://www.finanzen.net/index/DAX/Charttool> [Zugriff am 5. Mai 2016].

finanzen.net, (2016c). EURO STOXX 50 Chart. Verfügbar unter: http://www.finanzen.net/index/Euro_Stoxx_50/Charttool [Zugriff am 5. Mai 2016].

Floßmann, M., (2003). Collateralised Debt Obligations (CDO). GENIOS Verlag (Hrsg.) GENIOS WirtschaftsWissen 01/2003.

Fortune. Fortune 500, 2015. Verfügbar unter: <http://fortune.com/fortune500/> [Zugriff am 30. März 2016].

Freiberger, H., (2016). Banken wollen nicht für künftige Finanzkrisen zahlen. Süddeutsche Zeitung, sz.de, 04.04.2016. Verfügbar unter: <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/beitrag-fuer-krisenfall-aufstand-der-banken-1.2933689> [Zugriff am 26. Mai 2016].

FSB, (2013). Global systemically important insurers (G-SIIs) and the policy measures that will apply to them. FSB – Financial Stability Board. Verfügbar unter: http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130718.pdf [Zugriff am 9. März 2016].

FSB, (2015). 2015 update of list of global systematically important insurers (G-SIIs). FSB – Financial Stability Board. Verfügbar unter: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/FSB-communication-G-SIIs-Final-version.pdf> [Zugriff am 8. März 2016].

Generali. Legal Information: Company's References. Assicurazioni Generali S.p.A. Verfügbar unter: <http://www.generali.com/info/legal-information.html> [Zugriff am 24. April 2016].

Ghosh, S., und Mohamed, S., (2010). The Troubled Asset Relief Program (TARP) and its limitations: an analysis. International Journal of Law and Management. 52 (2): 124-143.

Glebe, D., (2008). Börse verstehen: Die globale Finanzkrise: Alles über die Finanzkrisen dieser Welt. spinbooks. Norderstedt: Books on Demand. Verfügbar unter: https://books.google.de/books?id=BQSd2UAxh2EC&pg=PA104&dq=dotcom+blase&hl=de&sa=X&redir_esc=y#v=onepage&q=dotcom%20blase&f=false [Zugriff am 5. Mai 2016].

Greene, E. F., McIlwain, K. L., und Scott, J. T., (2010). A closer look at ‘too big to fail’: national and international approaches to addressing the risks of large, interconnected financial institutions. Capital Markets Law Journal. 5 (2): 117-140.

Grothkopf, M. R., (2009). Die Finanzkrise und ihre Auswirkungen auf die deutsche Versicherungswirtschaft: Theoretisches Modell und empirische Erkenntnisse. Leipziger Masterarbeiten, Fred Wagner (Hrsg.). Karlsruhe: VVW. Verfügbar unter: <https://books.google.at/books?id=s-NHLxoF--wC&printsec=frontcover&hl=de#v=onepage&q&f=false> [Zugriff am 31. März 2016].

Harrington, S. E., (2009a). The Financial Crisis, Systemic Risk and the Future of Insurance Regulation. The Journal of Risk and Insurance. 76 (4): 785-819.

Harrington, S. E., (2009b). The Financial Crisis, Systemic Risk and the Future of Insurance Regulation. NAMIC Issue Analysis Public Policy Papers. Verfügbar unter: http://www.naic.org/documents/topics_white_paper_namic.pdf [Zugriff am 24. März 2016].

HGB, (1897). Handelsgesetzbuch. BGBl. I S. 518. Verfügbar unter: <https://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/hgb/gesamt.pdf> [Zugriff am 5. Mai 2016].

Himstedt, G., (2004). Protektor Lebensversicherungs-AG: Erfahrungen im Fall Mannheimer. Band 35 von Frankfurter Vorträge zum Versicherungswesen. Karlsruhe: VVW. Verfügbar unter: <https://books.google.at/books?id=JocnPIcC1vEC&printsec=frontcover&hl=de#v=onepage&q&f=false> [Zugriff am 21. März 2016].

Himstedt, G. und Ferrer, J.. Kundeninformation. Protektor Lebensversicherungs-AG. Verfügbar unter: <http://sandbox.protektor-ag.de/de/wp-content/uploads/sites/2/2015/07/kundenanschreiben.pdf> [Zugriff am 15. Mai 2016].

Hughes, G. und Fimea, V. E., (2003). The Optional Federal Charter is the Future of Insurance Regulation in the United States. Journal of Insurance Regulation. 22 (1): 3-25.

IAIS, (2013). Global Systemically Important Insurers: Policy Measures, 18 July 2013. International Association of Insurance Supervisors. Verfügbar unter: <https://www.lloyds.com/~media/files/the%20market/operating%20at%20lloyds/regulation/gpa/finalgsiispolicymeasures18july2013.pdf> [Zugriff am 21. April 2016].

InsO, (1994). Insolvenzordnung (InsO). BGBl. I S. 2866. Verfügbar unter: <https://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/inso/gesamt.pdf> [Zugriff am 7. Mai 2016].

JUVE, (2003). Mannheimer Lebensversicherung: Insolvenz abgewendet. JUVE. Verfügbar unter: <http://juve.de/nachrichten/deals/2003/10/mannheimer-lebensversicherung-insolvenz-abgewendet> [Zugriff am 20. März 2016].

Kazim, H., (2008). US-Krise: Finanzwelt bangt um Versicherungsgigant AIG. Spiegel Online, Wirtschaft, 16.09.2008. Verfügbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/us-krise-finanzwelt-bangt-um-versicherungsgigant-aig-a-578501.html> [Zugriff am 11. April 2016].

Li, R. Y M., und Li, J., (2012). The Impact of Subprime Financial Crisis on Canada and United States Housing Market and Economy. International Proceedings of Economics Development and Research. 57 (9): 49-54.

Mannheimer Versicherungen. Historie. Mannheimer Versicherung AG. Mannheim. Verfügbar unter: <http://www.mannheimer.de/unternehmen/mannheimer/konzern/historie/> [Zugriff am 20. März 2016].

Maues, J., (2013). Banking Act of 1933, commonly called Glass-Steagall, June 16, 1933. FederalReserveHistory.org. Verfügbar unter: <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/25> [Zugriff am 22. April 2016].

Morante, T. F. und Sofge, D. P., (2010). The Dodd-Frank Act: A Step Closer to the Federal Regulation of Insurance?. LIMRA's MarketFacts Quarterly 29 (4): 44-49. Verfügbar unter: http://www.proquest.com/products-services/abi_inform_complete.html [Zugriff am 17. April 2016].

Mundy, C., (2004). The nature of risk: The nature of systemic risk – trying to achieve a definition. Balance Sheet. 12 (5): 29-31.

Nasdaq, (2016). American International Group, Inc. Interaktiver Aktien-Chart. Verfügbar unter: <http://www.nasdaq.com/de/symbol/aig/interactive-chart> [Zugriff am 29. März 2016].

New York Fed. Maiden Lane Transactions. Federal Reserve Bank of New York. Verfügbar unter: <https://www.newyorkfed.org/markets/maidenlane.html> [Zugriff am 12. April 2016].

Nierhaus, W., Hahn, E., Kuntze, O.-E., Langmantel, E., Meister, W. und Meurers, M., (2003): ifo Konjunkturprognose 2003/2004: Erholung erst im nächsten Jahr. 56. Jahrgang – ifo Schnelldienst. 13/2003: 13-38.

Ott, M., (2015). Robotics in der Versicherungswirtschaft: Wenn der digitale Kollege den Effizienzhebel ansetzt. accenture. Verfügbar unter: <http://insuranceblog.accenture.com/deutsch/robotics-versicherungswirtschaft> [Zugriff am 26. Mai 2016].

Peirce, H., (2014). Securities Lending and the Untold Story in the Collapse of AIG: Working Paper No. 14-12. Mercatus Center, George Mason University. Verfügbar unter: http://mercatus.org/sites/default/files/Peirce_SecuritiesLendingAIG_v2.pdf [Zugriff am 5. April 2016].

Pohl, D., (2003). Protektor zieht nach Berlin um. VersicherungsJournal.de. Ausgabe vom 1.4.2003. Verfügbar unter: <http://www.versicherungsjournal.de/> [Zugriff am 9. März 2016].

Priest, A. und Gutt, J., (2012). New York Fed Announces Full Repayment of its Loans to Maiden Lane LLC and Maiden Lane III LLC. Press Release, 14.06.2012. Federal Reserve Bank of New York. Verfügbar unter: <https://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2012/an120614.html> [Zugriff am 13. April 2016].

Protektor Lebensversicherungs-AG. Historie. Berlin: Protektor Lebensversicherungs-AG. Verfügbar unter: <http://www.protektor-ag.de/de/wir-ueber-uns/historie#0> [Zugriff am 9. März 2016].

Protektor Lebensversicherungs-AG, (2013). Satzung der Protektor Lebensversicherungs-AG, Fassung vom 09.07.2013. Berlin: Protektor Lebensversicherungs-AG. Verfügbar unter: <http://www.protektor-ag.de/de/wp-content/uploads/sites/2/2015/07/Satzung.pdf> [Zugriff am 24. Mai 2016].

Protektor Lebensversicherungs-AG, (2015a). Geschäftsbericht 2014. Berlin: Protektor Lebensversicherungs-AG. Verfügbar unter: http://www.protektor-ag.de/de/wp-content/uploads/sites/2/2015/03/protektor_geschaeftsbericht_2014.pdf [Zugriff am 15. Mai 2016].

Protektor Lebensversicherungs-AG, (2015b). Protektor führt Gespräche über eine Übertragung ihres Versicherungsbestandes. Berlin: Protektor Lebensversicherungs-AG. Verfügbar unter: <http://www.protektor-ag.de/de/protektor-fuehrt-gespraech-ueber-eine-uebertragung-ihres-versicherungsbestandes-867> [Zugriff am 7. Mai 2016].

Public und Investor Relations, (2003a). Geschäftsbericht 2002: Mannheimer Konzern – Mannheimer AG Holding. Mannheimer AG Holding.

Public und Investor Relations (2003b). Zwischenbericht zum 30. Juni 2003: Mannheimer Konzern – Mannheimer AG Holding. Mannheimer AG Holding. Verfügbar unter: <http://globaldocuments.morningstar.com/documentlibrary/document/5aee27da1cbc2862.msdoc/original> [Zugriff am 26. April 2016].

Public und Investor Relations, (2004). Geschäftsbericht 2003: Mannheimer Konzern – Mannheimer AG Holding. Mannheimer AG Holding. Princeton und Oxford: Princeton University Press.

Reinhart, C. M. und Rogoff, K. S., (2009). This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly.

Reuters, (2011). AIG verkraftet Sturmschäden – Nicht aber Abschreibungen. Reuters, 04.11.2011. Verfügbar unter: <http://de.reuters.com/article/usa-aig-idDEBEE7A300D20111104> [Zugriff am 22. April 2016].

Reuters, (2016). Kreditausfallversicherungen - CDS auf höchstem Stand seit zweieinhalb Jahren. Handelsblatt 08.02.2016. Verfügbar unter: <http://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/anleihen/kreditausfallversicherungen-cds-auf-hoechstem-stand-seit-zweieinhalb-jahren/12935544.html> [Zugriff am 31. März 2016].

Rüdel, N., (2012). Versicherer AIG: Die „gefährlichste Firma der Welt“ ist entschärft. Handelsblatt, 11.12.2012. Verfügbar unter: <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/banken-versicherungen/versicherer-aig-die-gefaehrlichste-firma-der-welt-ist-entschaerft/7506318.html> [Zugriff am 20. April 2016].

Saucer, C., (2016). BestWeek Ranks UnitedHealth Group and AXA as the World's Largest Insurers. Press Release, 04.01.2016. A.M. Best Company, Inc. Verfügbar unter: <http://www3.ambest.com/ambv/bestnews/presscontent.aspx?altsrc=14&refnum=23496> [Zugriff am 21. April 2016].

Schäfer, D., (2008). Agenda für eine neue Finanzmarktarchitektur. Wochenbericht des DIW Berlin. Nr. 51-52: 808-817. Verfügbar unter: http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.92719.de/08-51-1.pdf [Zugriff am 5. April 2016].

Schich, S., (2009). Insurance Companies and the Financial Crisis. OECD Journal: Financial Market Trends. Pre-publication version for Vol. 2009/2: 1-31. Verfügbar unter: <https://www.oecd.org/finance/financial-markets/44260382.pdf> [Zugriff am 22. Mai 2016].

Schimek, R., (2008). AIG and AIG Commercial Insurance: Overview and Financial Update. AIG Property Casualty Group. Verfügbar unter: http://www.aig.com/aigweb/internet/en/files/RSSPres111308b_tcm20-132858.pdf [Zugriff am 31. März 2016].

Schmaltz, C., und Thivaos, P., (2014). Are Credit Default Swaps Credit Default Insurance?. The Journal of Applied Business Research. 30 (6): 1819-1830.

Schönbucher, P. J., (2003). Credit derivatives pricing models: Models, Pricing and Implementation. Chichester, West Sussex, England: John Wiley & Sons. Verfügbar unter: https://books.google.at/books?id=YDeJ_Kv8QZwC&printsec=frontcover&hl=de#v=onepage&q&f=false [Zugriff am 31. März 2016].

Schradin, H. R., Pohl, B. und Koch, O., (2005). Herausforderungen für die Lebensversicherung in Deutschland. Development schemes for Korean life insurance in the age of low interest rates: positioning to a long-term financial service industry with global standard. Vol. II, Seoul 2005: Anh. S. 1-85.

Schreiber, H., (2003). In: Public und Investor Relations, (2003a). Geschäftsbericht 2002: Mannheimer Konzern – Mannheimer AG Holding. Mannheimer AG Holding.

Siedenbiedel, C., (2016). Regeln zur Einlagensicherung: Post von der Bank verunsichert viele Kunden. FAZ.NET. Frankfurter Allgemeine, Meine Finanzen, 12.01.2016. Verfügbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/meine-finanzen/sparen-und-geld-anlegen/neue-regeln-zur-einlagensicherung-viele-kunden-verunsichert-14008897.html> [Zugriff am 24. April 2016].

Sjostrom, W. K., Jr., (2009). The AIG Bailout. Washington and Lee Law Review. 66 (3): 943-991.

Sjostrom, W. K., Jr., (2015). Afterword to the AIG Bailout. Washington and Lee Law Review. 72 (2): 795-827.

Spiegel Online, (2003). Mannheimer: Erster Fall für den Protektor. Spiegel Online, Wirtschaft, 26.06.2003. Verfügbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/mannheimer-erster-fall-fuer-den-protektor-a-254769.html> [Zugriff am 8. Mai 2016].

Stempel, J., (2008). Goldman Sachs faults NY Times story on AIG risk. Bavdek, M., (ed.). Reuters, 28.09.2008. Verfügbar unter: <http://www.reuters.com/article/us-aig-goldmansachs-nytimes-idUSTRE48R3HQ20080928> [Zugriff am 11. April 2016].

Stöckbauer, L., Bohn, K. und Warg, M., (2004). In: Public und Investor Relations, (2004). Geschäftsbericht 2003: Mannheimer Konzern – Mannheimer AG Holding. Mannheimer AG Holding.

Swiss Re, (2003). Reinsurance – a systemic risk?. Sigma. 5: 1-34. Verfügbar unter: <http://down.cenet.org.cn/upfile/181/200552862421142.pdf> [Zugriff am 7. März 2016].

SZ.de, (2010). Krise trifft US-Versicherer AIG - “Nur noch 48 Stunden zu leben”. Süddeutsche Zeitung, 17.05.2010. Verfügbar unter: <http://www.sueddeutsche.de/geld/krise-trifft-us-versicherer-aig-nur-noch-stunden-zu-leben-1.704269> [Zugriff am 20. April 2016].

The White House. Wall Street Reform: The Dodd-Frank Act. Verfügbar unter: <https://www.whitehouse.gov/economy/middle-class/dodd-frank-wall-street-reform> [Zugriff am 17. April 2016].

Tschakert, N., (2004). Stille Lasten im Jahresabschluss nach IAS, IFRS. Berlin: Erich Schmidt Verlag. Verfügbar unter: https://books.google.de/books?id=8eUz9el3ScgC&pg=PA9&dq=stille+lasten&hl=de&sa=X&redir_esc=y#v=onepage&q=stille%20lasten&f=false [Zugriff am 6. Mai 2016].

U.S. Department of the Treasury, (2012). AIG by the Numbers. Verfügbar unter: https://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/aig/Documents/20121212_AIGByTheNumbers_v3.jpg [Zugriff am 12. April 2016].

U.S. Department of the Treasury, (2013). Investment in AIG: Program Status. Verfügbar unter: <https://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/aig/Pages/status.aspx> [Zugriff am 12. April 2016].

U.S. Department of the Treasury, (2016). TARP Programs. Verfügbar unter: <https://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/Pages/default.aspx#> [Zugriff am 11. April 2016].

Umlauft, T., (2014). Unheilige Dualität: Das Zusammenspiel freier Märkte und staatlicher Interventionen als Ursache der Finanzkrise 2007-2009. Dissertation. Universität Wien.

VAG, (2016). Gesetz über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen (Versicherungsaufsichtsgesetz – VAG). BGBl. I S. 434. Verfügbar unter: https://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/vag_2016/gesamt.pdf [Zugriff am 19. April 2016].

Verband öffentlicher Versicherer. Die öffentlichen Versicherer Deutschlands. Verfügbar unter: http://www.voev.de/web/html/start/gruppe/oeffentliche_versicherer/ [Zugriff am 19. April 2016].

VersVG, (1959). § 55. BGBl. Nr. 2/1959. Verfügbar unter: <https://www.ris.bka.gv.at/> [Zugriff am 1. April 2016].

von Fürstenwerth, F., und Weiss, A., (2001). VersicherungsAlphabet (VA): Begriffserläuterungen der Versicherung aus Theorie und Praxis. (10. Aufl.). Karlsruhe: VVW. Verfügbar unter: https://books.google.at/books?id=oKNE_W44NkMC&printsec=frontcover&hl=de#v=onepage&q&f=false [Zugriff am 31. März 2016].

Wagner, F., (2000). Risk Management im Erstversicherungsunternehmen: Modelle – Strategien – Ziele – Mittel. Karlsruhe: VVW. Verfügbar unter: <https://books.google.at/books?id=mam9GsfMy04C&printsec=frontcover&hl=de#v=onepage&q&f=false> [Zugriff am 21. März 2016].

Wallenborn, I. und Brisbois, E., (2014). Abwicklung: Zusätzliche Kapitalanforderungen für global systemrelevante Institute. Grenzüberschreitende Anerkennung von Anforderungen. BaFin Journal Dezember 2014. Verfügbar unter: http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinJournal/2014/bj_1412.pdf?__blob=publicationFile&v=6 [Zugriff am 22. Mai 2016].

Watson, T. und Ashooh, N., (2009). AIG Discloses Counterparties to CDS, GIA and Securities Lending Transactions. American International Group, Inc. Verfügbar unter: <http://documents.nytimes.com/aig-bailout-disclosed-counterparties> [Zugriff am 12. April 2016].

Weistroffer, C., (2010). Credit Default Swaps: Auf dem Weg zu einem robusteren System.. Deutsche Bank Research. Verfügbar unter: https://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000254634/Credit_Default_Swaps%3A_Auf_dem_Weg_zu_einem_robuste.pdf [Zugriff am 4. April 2016].

Weistroffer, C., (2011). Systemisch relevante Finanzinstitute (SIFIs), Wie misst man systemische Relevanz?. Deutsche Bank Research. Verfügbar unter: [https://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000280282/Systemisch_relevante_Finanzinstitute_\(SIFIs\)%3A_Wie_.PDF](https://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000280282/Systemisch_relevante_Finanzinstitute_(SIFIs)%3A_Wie_.PDF) [Zugriff am 5. März 2016].

Wiebe, F., (2016). „TOO BIG TO FAIL“: US-Finanzfirmen wollen nicht mehr systemrelevant sein. Handelsblatt, 31.03.2016. Verfügbar unter: <http://www.handelsblatt.com/finanzen/steuern-recht/recht/too-big-to-fail-us-finanzfirmen-wollen-nicht-mehr-systemrelevant-sein/13388010.html> [Zugriff am 22. April 2016].