

Die österreichische Versicherungswirtschaft aus Sicht der Finanzmarktstabilität: eine Analyse der Jahre 2002 bis 2008

Gernot Ebner
und Eva Ubl¹

Diese Studie, die im Rahmen des erweiterten Finanzmarktstabilitätsauftrags der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) entstand, liefert die Motivation für eine integrierte Stabilitätsanalyse; sie nimmt eine Bestandsaufnahme des österreichischen Versicherungssektors vor und gibt eine Einschätzung des Versicherungssektors für die Finanzmarktstabilität.

Die Studie basiert auf von der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) zur Verfügung gestellten Daten, die die OeNB im Rahmen ihres erweiterten Finanzmarktstabilitätsauftrags regelmäßig analysiert. Um längerfristige Entwicklungen und Trends beobachten zu können, erstreckt sich der Untersuchungszeitraum von 2002 bis 2008. Es wurde festgestellt, dass die Konzentration auf dem österreichischen Versicherungsmarkt zugenommen hat, der Wettbewerb sich weiter verschärfte und Anstrengungen im Kosten- und Schadenmanagement vonseiten der Versicherungen unternommen wurden. Im europäischen Vergleich weist der Lebensversicherungsmarkt in Österreich noch Wachstumspotenzial auf. Die österreichischen Versicherer haben ihr durchaus beachtliches Rentenwertpapierportfolio zunehmend international diversifiziert. Die Profitabilität ging nach Ausbruch der US-Subprime-Krise stark zurück, nachdem sie zuvor stetig angestiegen war. Die Gründe lagen im positiven Umfeld auf den Finanzmärkten, im positiven Schadenverlauf sowie in der Expansion nach Zentral-, Ost- und Südosteuropa. Die finanziellen Verflechtungen mit dem Bankensektor sind insgesamt gestiegen, blieben aber überschaubar.

Im Rahmen der Finanzmarktaufsichtsreform 2008 wurde im § 44b Nationalbankgesetz 1984 der Finanzmarktstabilitätsauftrag der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) explizit geregelt. Insbesondere hat die OeNB „im öffentlichen Interesse das Vorliegen aller jener Umstände zu beobachten, die für die Sicherung der Finanzmarktstabilität in Österreich von Bedeutung sind.“ Zu diesem Zweck bekam die OeNB auch Zugang zu Daten von Nichtbanken-Finanzintermediären. Diese Daten werden zu umfangreichen Stabilitätsanalysen herangezogen, die alle relevanten Komponenten und Segmente des österreichischen Finanzsystems umfassen. Für Versicherungen erhält die OeNB regelmäßig von der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) Daten zur Geschäfts-, Ertrags- und Vermögenslage sowie zu den Kapitalanlagen auf Ebene der Sparten Lebens-, Schaden- und Unfall- sowie Krankenversicherung. Die

Aufsicht der Versicherungsunternehmen obliegt unverändert der FMA.

Eine integrierte Finanzmarktanalyse, die alle relevanten Komponenten und Segmente des Finanzmarktes umfasst, ist für eine fundierte Stabilitätsanalyse unabdingbar. Versicherungen sind nicht zuletzt aufgrund ihrer Bedeutung als Risikonehmer und Investoren auf dem Finanzmarkt relevant. Die Bilanzsumme österreichischer Versicherungen betrug Ende 2008 annähernd 92 Mrd EUR. Mögliche Ansteckungseffekte innerhalb des Finanzsystems kann es direkt aufgrund von Kreditverpflichtungen, indirekt aufgrund ähnlicher Risikopositionen sowie beispielsweise durch den Risikotransfer geben. Aber auch Kooperationsvereinbarungen, wie es sie zwischen Banken und Versicherungen gibt, sowie Eigentumsverschränkungen, wie beispielsweise bei Finanzkonglomeraten, können Schocks übertra-

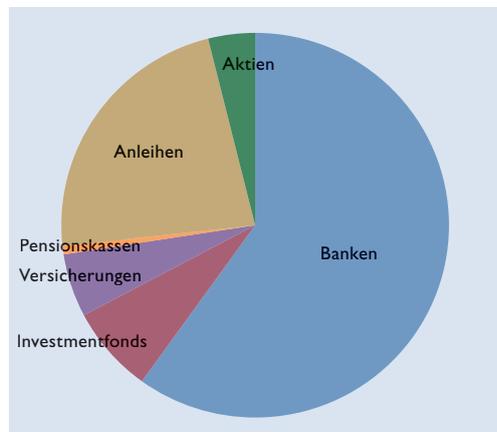
Wissenschaftliche
Begutachtung:
Oskar Ulreich,
Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA)

¹ Oesterreichische Nationalbank, Abteilung für Finanzmarktanalyse, gernot.ebner@oenb.at; eva.ubl@oenb.at.

gen. Nicht zuletzt hat die anhaltende Finanzkrise gezeigt, dass Vertrauen auf den Finanzmärkten das wichtigste Gut ist und dass das Vertrauen von Finanzmarktteilnehmern in die finanzielle Solidität etwa einer Versicherung geschmälert werden kann, selbst wenn diese nicht direkt betroffen war. Aus diesem Grund sind Versicherungsunternehmen auf ihre Reputation bedacht. Zudem nimmt aufgrund der wachsenden Bedeutung der privaten Altersvorsorge und eines geänderten Anlageverhaltens von privaten Haushalten die Rolle der Versicherung für die Finanzmarktstabilität weiter zu.

Grafik 1

Bedeutung¹ der jeweiligen Komponenten für das österreichische Finanzsystem



¹ Gemessen an der Bilanzsumme/Umlaufvermögen/investiertes Vermögen bzw. Marktkapitalisierung per Juni 2009.

Quelle: OeNB.

Die vorliegende Studie gibt einen Überblick über die Entwicklung der Versicherungswirtschaft in Österreich von 2002 bis 2008 und untersucht die Relevanz des Versicherungssektors für die Finanzmarktstabilität. In diesem Zusammenhang wird auch die Expansion nach Zentral-, Ost- und Südost-

europa (CESEE) sowie die Entwicklung der österreichischen Versicherungswirtschaft im Zuge der Wirtschafts- und Finanzkrise beleuchtet. Die verfügbaren Daten reichen meist bis zum Jahr 2002 zurück, weshalb in dieser Studie der Zeitraum von 2002 bis 2008 gewählt wurde. Entwicklungen des ersten Halbjahres 2009 und die aktuellste Einschätzung zur Stabilität der Versicherungen finden sich im Berichtsteil des vorliegenden Hefts. Da insbesondere das Ansteckungsrisiko zwischen Versicherungen und Banken untersucht wird, spielen die Verbindlichkeiten (vor allem versicherungstechnische Rückstellungen) in der Analyse nur eine untergeordnete Rolle.

1 Entwicklung der österreichischen Versicherungsbranche von 2002 bis 2008

1.1 Struktur des österreichischen Versicherungsmarktes²

Die Konzentration auf dem österreichischen Versicherungsmarkt stieg in den letzten Jahren an, was auf den verschärften Wettbewerb zurückgeführt werden kann. Der österreichische Versicherungssektor verfügt im internationalen Vergleich über ein Wachstumspotenzial insbesondere in Österreich (Lebensversicherung) und in CESEE (sowohl in der Lebens- als auch Nicht-Lebensparte).

Ende 2008 waren 105 österreichische Versicherungsunternehmen tätig (11 weniger als 2002). Die meisten Unternehmen waren Aktiengesellschaften (44) oder kleine Versicherungsvereine (55). Die Anzahl der Versicherungsvereine auf Gegenseitigkeit stieg im Beobachtungszeitraum von 2002 bis 2008 von 5 auf 6 Unternehmen, während sie bei den Aktiengesellschaften von 48 auf 44 sank bzw. bei

² Quelle: Jahresberichte der FMA.

den kleinen Versicherungsvereinen von 63 auf 55 fiel. Wirtschaftlich betrachtet und für die Finanzmarktstabilitätsanalyse besonders relevant sind Versicherungen, die als Aktiengesellschaften firmieren.

In Österreich überwiegen traditionell Kompositversicherer, das sind Versicherungsgesellschaften, die in mehr als einer Versicherungssparte (Lebens-, Kranken-, Schaden- und Unfallversicherung) tätig sind. Zahlreiche Versicherungsunternehmen, die in Österreich mehrere Sparten nebeneinander betreiben, wurden vom Spartenrennungsgebot insoweit nicht betroffen, als sie bereits vor Unterzeichnung des EWR-Abkommens (1992) als Kompositversicherer tätig waren und somit den Betrieb uneingeschränkt fortsetzen

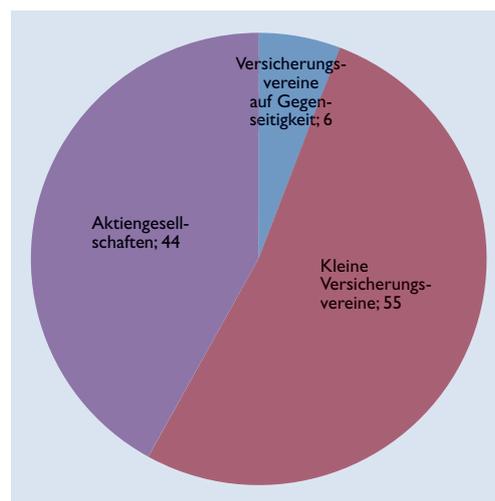
können. Ohne Berücksichtigung der kleinen Versicherungsvereine waren im Jahr 2008 von den 50 Unternehmen 47 in der Schaden- und Unfall-, 31 in der Lebens- und 9 in der Krankenversicherung aktiv.

Die Konzentration auf dem österreichischen Versicherungsmarkt hat in den letzten Jahren leicht zugenommen. Im Jahr 2004³, hielten die fünf größten Unternehmen 50% an der aggregierten Bilanzsumme, im Jahr 2008 waren es 51,5% (Leben: 57%, Schaden/Unfall: 68,2%). Analog dazu stieg der Herfindahl-Index⁴ in diesem Zeitraum von 6,5% auf 7%.

Die Kennzahlen Versicherungsdichte und Versicherungsdurchdringung geben den Entwicklungsstand der Versicherungswirtschaft eines Landes

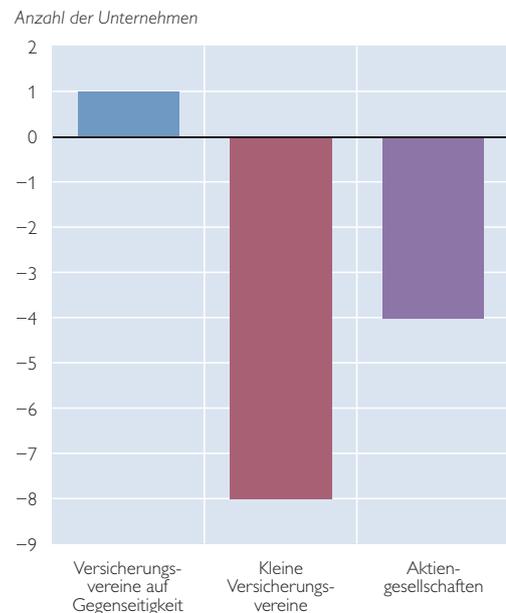
Grafik 2

Anzahl der österreichischen Versicherungen nach ihrer Rechtsform im Jahr 2008



Quelle: FMA.

Veränderung der Anzahl der Versicherungen seit 2002



³ Einzelabschlüsse auf Versicherungsbasis waren für die Studie erst seit dem Jahr 2004 verfügbar.

⁴ Der Herfindahl-Index ist ein Maß für Marktkonzentration, dessen Berechnung hier auf unkonsolidierten Zahlen basiert.

an. Die Versicherungsdichte wird ausgedrückt durch das Pro-Kopf-Prämienaufkommen und ist in Österreich im Vergleich zum Jahr 2002 um rund 22 % gestiegen (Leben: +28 %, Schaden/Unfall: +18 %).

Die Versicherungsdurchdringung wird als Verhältnis der Versicherungsprämien zum BIP definiert. Sie betrug in Österreich im Jahr 2008 6,4 % und lag somit knapp unter dem Vorjahreswert von 6,6 %. Die Versicherungsdurchdringung fiel laut Swiss Re (2009) in Westeuropa im Jahr 2008 auf 8,3 %, zurück, liegt aber dennoch um 2 Prozentpunkte über dem österreichischen Wert. Dieser Vergleich zeigt die hohe Bedeutung des staatlichen Altersvorsorgesystems in Österreich und das Wachstumspotenzial der österreichischen Versicherungsunternehmen auf dem Heimatmarkt.

1.2 Vermögens- und Kapitalanlagestruktur der österreichischen Versicherungsunternehmen

Die Versicherungsunternehmen halten Vermögenswerte zur Deckung bzw. Bedeckung der Ansprüche von Versicherungsnehmern. Daraus ergibt sich, dass die Aktivseite der Bilanz des Versicherungssektors stark von Finanzvermögen, das heißt insbesondere von Wertpapieren, dominiert wird. Von 2002 bis 2008 haben Schuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere stark an Bedeutung gewonnen. Insbesondere wurden Beteiligungen im Jahr 2008 stärker gewichtet. Die Zusammensetzung deutet darauf hin, dass Kredit- und Marktrisiken eine hohe Bedeutung haben und demnach Schocks auf den Finanzmärkten rasch auf Versicherungsunternehmen übertragen werden können.

Die Gesamtbilanzsumme⁵ des österreichischen Versicherungssektors ist im Zeitraum von 2002 bis 2008 von 60,1 Mrd EUR auf 92,3 Mrd EUR angestiegen, was einer Zunahme von etwas mehr als 50 % entspricht.

Knapp 40 % des von Versicherungen investierten Vermögens entfiel Ende 2008 auf Rentenwertpapiere, was grundsätzlich auf eine insgesamt relativ konservative Veranlagungsstrategie hinweist. Verglichen mit Ende 2002 ergab sich sogar eine Steigerung des Anteils um etwas mehr als 7 Prozentpunkte. Primär ist die Zunahme auf die höhere Gewichtung von ausländischen Rentenwertpapieren zurückzuführen. Ende 2008 betrug ihr Anteil an der aggregierten Bilanzsumme etwas mehr als ein Viertel. Hingegen hielt sich der Anteil der inländischen Rentenwertpapiere stabil bei rund 13 %. Die Versicherungen haben die Positionen in inländischen Rentenwertpapieren des Staates reduziert und dafür Emissionen inländischer Kreditinstitute (Anteil 2008: 10,6 %) und anderer inländischer Emittenten (Unternehmensanleihen; Anteil 2008: 1,1 %) gekauft.

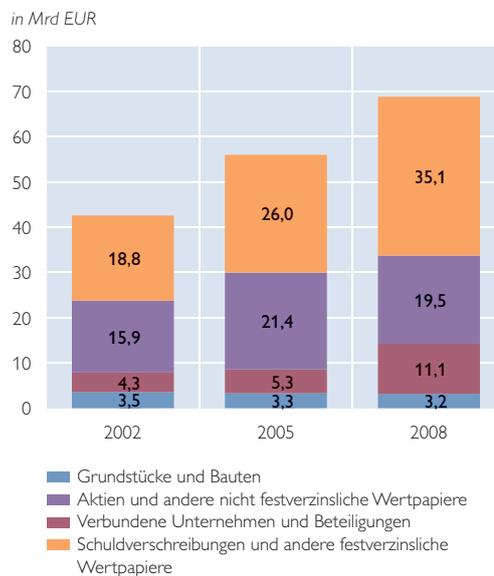
Der zweite große Aktivposten bei Versicherungen waren im Jahr 2008 Anteilswertpapiere und Beteiligungen, die zusammen im Jahr 2002 noch die bedeutendste Vermögenskategorie darstellten. Im Beobachtungszeitraum bis Ende 2008 nahm auch ihr Anteil auf 36,7 % zu, getrieben insbesondere durch die inländischen Beteiligungen (2008: +3,1 Prozentpunkte auf 8,6 %) und die stärkere internationale Diversifikation bei Anteilswertpapieren (2008: +1,4 Prozentpunkte auf 5 %). Inländische Anteilswertpapiere blieben mit einem Anteil von knapp einem Viertel weiterhin eine bedeutende Investment-

⁵ Quelle: OeNB-Versicherungsstatistik.

kategorie, verloren aber seit 2002 etwas (-2 Prozentpunkte); gefolgt von Guthaben bei inländischen Kreditinstituten (Anteil 2008: 4%), die im Zuge der Finanzkrise erhöht wurden, und Darlehen, die insbesondere durch Tilgungen des Staates zurückgingen (2008: -9 Prozentpunkte auf 4%). Knapp 9% der Kapitalanlagen wurden über Investmentfonds indirekt veranlagt.

Ende 2008 hielten die Versicherungsunternehmen⁶ Kapitalanlagen in der Höhe von 76,8 Mrd EUR. Davon entfielen 54,8 Mrd EUR auf die Lebensversicherung, 22,9 Mrd EUR auf die Schaden- und Unfallversicherung sowie 4,5 Mrd EUR auf die Krankenversicherung. Die Kapitalanlagen wuchsen aggregiert über alle Sparten seit dem Jahr 2002 um über 40% (Leben: +38%, Schaden/Unfall: +57%, Kranken: +44%). Zwischen den einzelnen Versicherungssparten gab es deutliche Unterschiede in der Veranlagungsstrategie. So machten in der Lebensversicherung die fix verzinslichen Wertpapiere mehr als die Hälfte der Kapitalanlagen aus, gefolgt von Kapitalanlagefonds, Aktien und Immobilien. Die Schaden- und Unfallversicherung hatte ihren Anlageschwerpunkt hingegen bei teilweise nicht notierten Anteilswerten. Hierbei spielen das Liquiditätsrisiko und die höhere Exponierung gegenüber dem Konjunkturzyklus eine größere Rolle. Daraus abgeleitet können sich in dem derzeitigen unsicheren makroökonomischen Umfeld höhere Risiken ergeben. Hedgefonds und Derivate spielten bei der Veranlagung insgesamt nur eine unbedeutende Rolle.

Entwicklung der Investmentkategorien österreichischer Versicherungen



Quelle: FMA-Versicherungsstatistik (Website).

1.3 Geschäfts- und Ertragsentwicklung der österreichischen Versicherungsunternehmen

Die Bruttoprämien der österreichischen Versicherungsunternehmen betrugen im Jahr 2008 18 Mrd EUR. Sie sind von 2002 bis 2008 um etwa 4 Mrd EUR gestiegen und setzten sich zu mehr als der Hälfte aus dem Bereich der Schaden- und Unfallversicherung, zu rund 40% aus dem Bereich der Lebensversicherung und zu fast einem Zehntel aus der Krankenversicherung zusammen. Im Zeitverlauf hat sich das Verhältnis über die Jahre von 2002 bis 2008 leicht zur Lebensversicherung hin verschoben (48% im Jahr 2002).

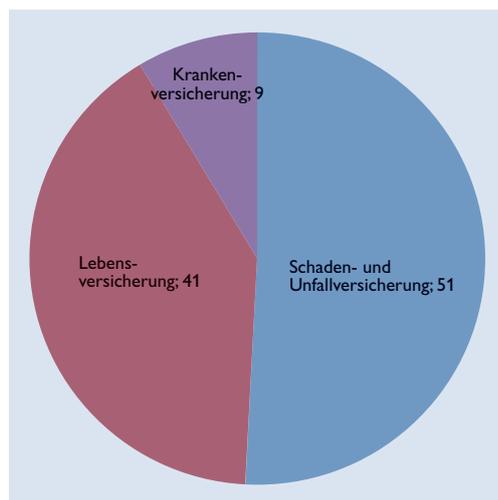
Die Bruttoprämien der Lebensversicherung konnten im Zeitraum von 2002 bis 2008 mit über 33% am stärksten wachsen, die der Schaden- und Unfall- sowie der Krankenversicherung

⁶ Quelle: Versicherungsstatistik der FMA (abzurufen auf der Website www.fma.gv.at).

Stand und Entwicklung der Bruttoprämien 2002 bis 2008

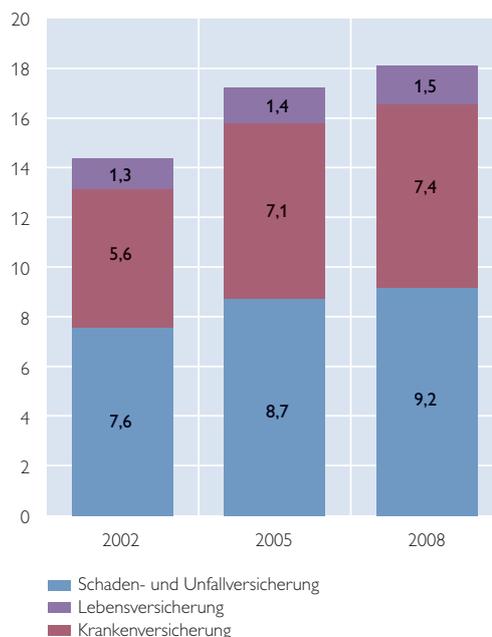
Bruttoprämien im Jahr 2008 (insgesamt 18 Mrd EUR)

Anteil in %



Entwicklung der Bruttoprämien 2002 bis 2008

in Mrd EUR



Quelle: FMA-Versicherungsstatistik (Website).

stiegen um etwa 22%. Das stärkere Wachstum in der Lebensversicherung kann auf die zunehmende Bedeutung der privaten Altersvorsorge sowie die staatlich forcierte und steuerbegünstigte private Pensionsvorsorge zurückgeführt werden.

Die Profitabilität einer Versicherung hängt maßgeblich vom versicherungstechnischen Geschäft und vom Kapitalanlageergebnis ab. Der Erwartungswert des versicherungstechnischen Ergebnisses ist im Idealfall für die Versicherung kalkulierbar. In der Realität können sich jedoch Eintrittswahrscheinlichkeiten von Schadenergebnissen ändern. In der Lebensversicherung kann beispielsweise der demografische Wandel ein Risikopotenzial darstellen.

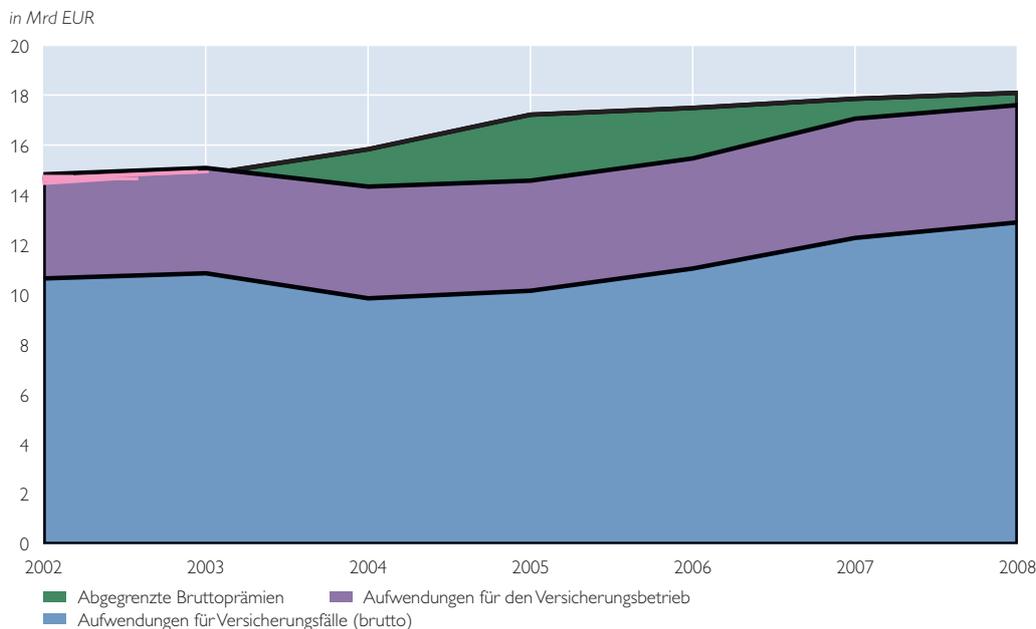
Zur Messung der Profitabilität des Sektors werden die Aufwendungen (für Versicherungsleistungen und -betrieb)

den Bruttoprämien gegenübergestellt. Grafik 5 zeigt, dass die Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb, die vom Management gesteuert werden können, über die Jahre eher konstant geblieben sind, während die Versicherungsleistungen stärkeren Schwankungen unterliegen. Die Differenz der Bruttoprämien und der Aufwendungen (Versicherungsbetrieb und Versicherungsfälle) ist in den letzten beiden Jahren zurückgegangen, bedingt durch das verhaltene Wachstum der Bruttoprämien bei gleichzeitiger Zunahme der Zahlungen für Versicherungsleistungen.

Die Combined Ratio (Schadenkostenquote), die für die Schaden- und Unfallversicherung als Indikator zur Messung der Profitabilität des versicherungstechnischen Geschäfts international üblich ist, gibt den Anteil der Aufwendungen des Versicherungsbetriebs und der -leistungen in Prozent der

Grafik 5

Entwicklung der Bruttoprämien und Aufwendungen für Versicherungen



Bruttoprämien an. Diese Kennzahl kann durch hohe Schadenfälle nach oben getrieben werden. Ein Wert über 100 entspricht einem Verlust im versicherungstechnischen Geschäft, der durch positive Kapitalanlageergebnisse ausgeglichen werden und damit zu einem verbesserten Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit (EGT) führen kann.

Seit dem Jahr 2002 konnten für die Schaden- und Unfallversicherung nur Werte über 100 beobachtet werden. Bis zum Jahr 2007 konnte das jedoch durch ein entsprechend positives Kapitalanlageergebnis ausgeglichen werden. In einem Umfeld höherer Volatilität und ungünstiger Finanzmarktentwicklungen kann das Kapitalanlageergebnis

Tabelle 1

Kennzahlen zur Profitabilität nach Versicherungsbereichen

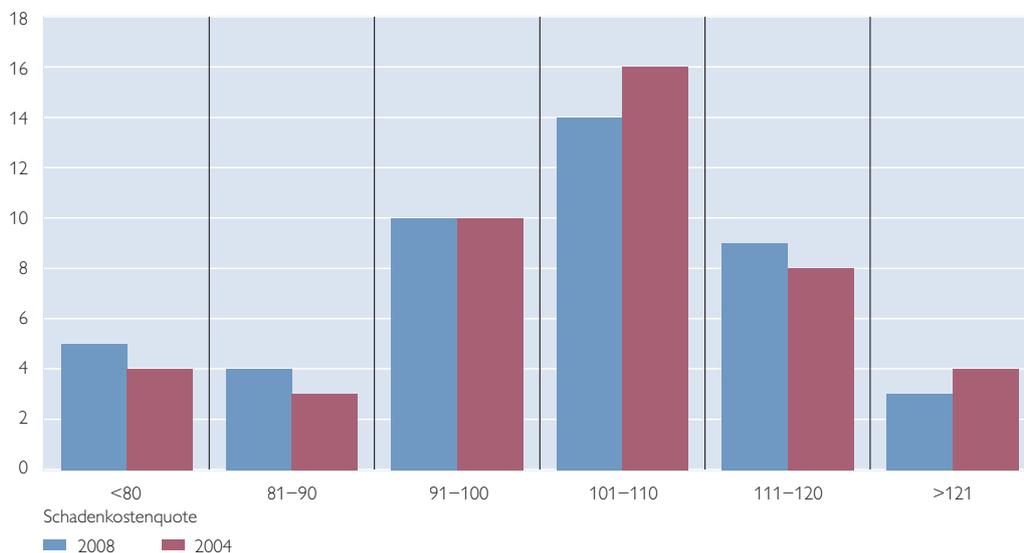
	Schadenkostenquote	Abschlusskostenquote			Kostenquote			Schadenleistungsquote		
		Schaden/Unfall	Leben	Kranken	Leben	Schaden/Unfall	Kranken	Leben	Schaden/Unfall	Kranken
2002	119,3	12,5	24,1	9,6	17,7	39,8	14,6	65,7	79,5	76,6
2003	106,8	14,6	19,1	9,5	19,9	37,0	14,6	77,4	69,8	76,1
2004	104,4	12,9	19,1	9,6	17,9	38,1	14,7	53,9	66,3	74,9
2005	100,1	12,0	19,1	9,5	15,8	35,4	14,3	49,0	64,7	74,0
2006	101,9	12,3	18,8	9,5	16,1	34,4	14,3	56,0	67,5	72,1
2007	105,5	11,7	22,8	9,4	15,5	37,7	14,1	69,3	67,8	71,6
2008	105,5	11,2	22,4	8,9	14,9	36,7	14,5	74,4	68,9	71,0

Quelle: FMA-Versicherungsstatistik (Website).

Grafik 6

Verteilung der Combined Ratio für die Schaden- und Unfallversicherung

Anzahl der Unternehmen



Quelle: FMA-Versicherungsstatistik (Website), OeNB-Berechnungen.

naturgemäß einen geringeren Beitrag zur Profitabilität in der Schaden- und Unfallversicherung leisten. Dieser Herausforderung, die mit einer Reduktion der Kostenquote verbunden sein wird, muss sich insbesondere die Schaden- und Unfallversicherung in den nächsten Jahren stellen.

Aus dem Histogramm in Grafik 6 lässt sich ablesen, dass die relative Mehrheit der österreichischen Schaden- und Unfallversicherer eine Combined Ratio zwischen 101 und 110 aufweisen und die Verteilung nach links gewandert ist. Es ist positiv anzumerken, dass in den Jahren von 2004 und 2008 die Anzahl der Versicherungen mit schlechter, das heißt hoher Combined Ratio abgenommen hat und sich gleichzeitig die Anzahl der Unternehmen mit profitablen versicherungstechnischem Geschäft erhöht hat.

Die Kostenquote setzt die Ausgaben für den Versicherungsbetrieb (Verwaltungskostenquote und Abschlusskosten) zu den Prämieinnahmen ins Verhältnis. Daraus lässt sich ablesen,

wie effizient der Versicherungsbetrieb gestaltet ist. Wie bereits erwähnt ist die Kostenquote in der Schaden- und Unfallversicherung mehr als doppelt so hoch wie in der Lebens- bzw. der Krankenversicherung. Ursachen dafür dürften knapp kalkulierte Prämien, höhere Abschlusskosten und die vielen kleinen Policen mit kürzeren Laufzeiten, die einen höheren Verwaltungsaufwand implizieren, sein.

Die Schadenleistungsquote stellt die Versicherungsleistungen zu den Prämien ins Verhältnis und misst über den Versicherungszyklus die Disziplin und Fähigkeit des Versicherers, Risiken nur zu einem adäquaten Preis zu übernehmen. Diese Quote ist in der Lebensversicherung besonders volatil, da Auszahlungen nicht nur stochastische Elemente aufweisen, sondern auch durch steuerpolitische und makroökonomische Bedingungen beeinflusst werden können.

Die Profitabilität einer Versicherung hängt neben dem versicherungstechnischen Geschäft auch vom Kapi-

talanlageergebnis ab. Letzteres wird von den Entwicklungen auf den Finanzmärkten, den jeweiligen Anlagestrategien, der Risikofreudigkeit und vom Risikomanagement beeinflusst. Die Kapitalanlageergebnisse der österreichischen Versicherungsunternehmen stiegen im Einklang mit den günstigen Finanzmarktentwicklungen bis zum Jahr 2006 kontinuierlich an. Besonders positiv entwickelten sich die Ergebnisse in der Lebensversicherung. War der Rückgang im Jahr 2007 noch eher gering, schlug die Finanzkrise im Jahr 2008 deutlich durch; das Kapitalanlageergebnis ging um 32 % auf 2,3 Mrd EUR zurück. Diese Entwicklung ist hauptsächlich auf die Ausweitung der Kreditrisikoprämien und auf die Aktienkursrückgänge zurückzuführen. Die Ergebnisse des Jahres 2008 lagen jedoch nominell noch über jenen aus dem Jahr 2002. Gemessen am Return

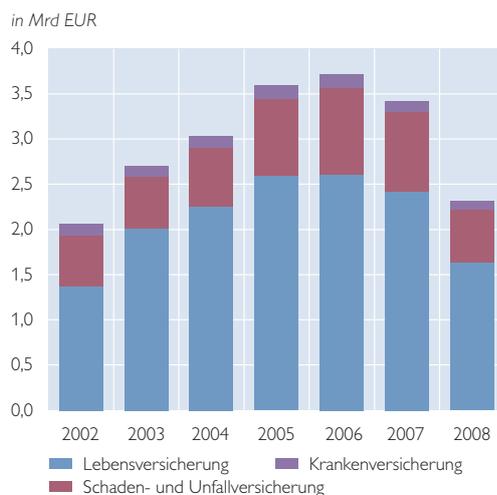
on Investment (ROI), der das Kapitalanlageergebnis zu den Kapitalanlagen ins Verhältnis setzt, ging in der Lebensversicherung bereits im Jahr 2006 die Verzinsung der Kapitalanlagen zurück, da die Anlagen stärker stiegen als das Ergebnis. Im Jahr 2007 wurde das Finanzmarktumfeld rauer und die erzielte Rendite sank deutlich. Auch im Jahr 2008 setzte sich dieser Trend fort, was dazu führte, dass sich die Kapitalanlagen um 1 % niedriger verzinsten als noch im Jahr 2002. Es ist jedoch positiv zu vermerken, dass der ROI der Lebensversicherung im Beobachtungszeitraum nicht unter den von der FMA festgelegten Höchstgaranziezinssatz⁷ für Lebensversicherungen fiel und somit die Versicherungen insgesamt eine höhere Rendite erzielten, als der von ihnen garantierte Zinssatz.

Die Ergebnisse aus dem versicherungstechnische Geschäft und der Ka-

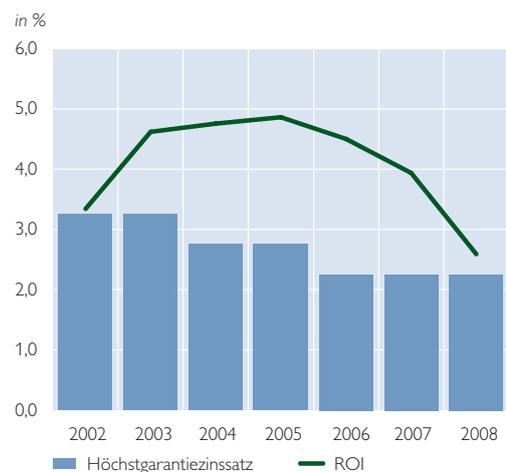
Grafik 7

Kapitalanlageergebnisse und -renditen bei österreichischen Lebensversicherungen

Nettoergebnisse der Kapitalanlagen (gesamter Sektor)



ROI und Höchstgaranziezinssatz

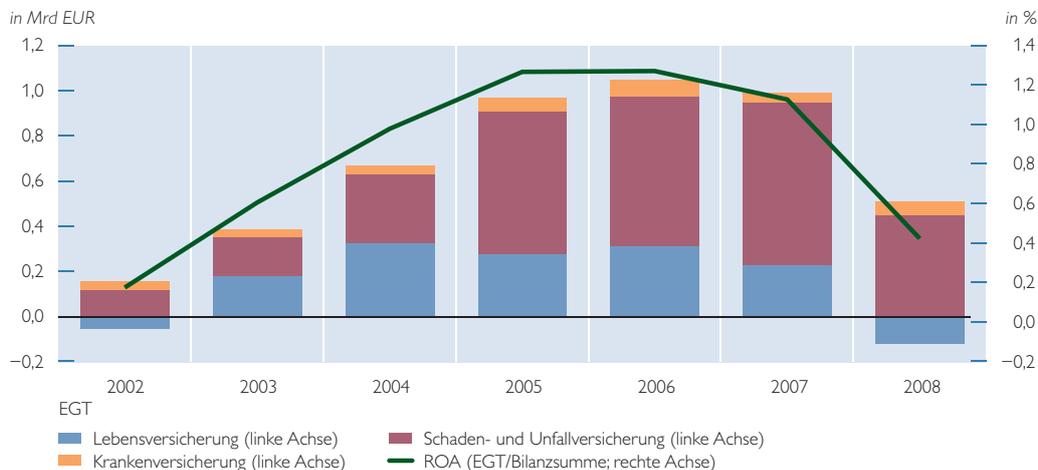


Quelle: FMA-Versicherungsstatistik (Website), OeNB-Berechnungen.

⁷ Ein per Verordnung festgelegter Höchstzinssatz, der sich am langfristigen Zinsniveau orientiert und der es Lebensversicherungsunternehmen untersagt, den Versicherungsnehmern einen höheren als diesen Zinssatz zu garantieren.

Grafik 8

Profitabilität des österreichischen Versicherungssektors



Quelle: FMA-Versicherungsstatistik (Website), OeNB-Berechnungen.

pitalanlage bilden zusammen das EGT. In der Beobachtungsperiode wies es einen ähnlichen Verlauf wie das Kapitalanlageergebnis auf. Auf Ebene der einzelnen Versicherungssparten zeigt sich, dass das Kapitalanlageergebnis für die Schaden- und Unfallversicherung eine vergleichsweise wichtige Rolle spielt. Insbesondere in einem günstigen Finanzmarktumfeld gewinnt das Kapitalanlageergebnis stärker an Bedeutung. Das Gegenteil gilt selbstverständlich bei negativen Finanzmarktentwicklungen wie seit dem Ausbruch der US-Subprime-Krise im Sommer 2007. Im Jahr 2008 reduzierte sich das EGT, getrieben durch das niedrigere Kapitalanlageergebnis, im Vergleich zum Vorjahr um 60% auf 0,4 Mrd EUR. Bis auf die Lebensversicherung sind die EGTs trotz starker Rückgänge jedoch durchwegs positiv. Das EGT der Lebensversicherung war im Jahr 2002 und im Jahr 2008 negativ, vor allem aufgrund eines in diesen Jahren negativen versicherungstechnischen Ergebnisses. Das Jahr 2002 war aufgrund der Nachwe-

hen des Platzens der Dotcom-Blase ein für die internationale Versicherungswirtschaft insgesamt schwieriges Jahr. Die österreichische Versicherungswirtschaft war aufgrund des geringen Anteils an reinen Aktieninvestments weniger stark betroffen als beispielsweise manches deutsche Versicherungsunternehmen und konnte im System ein EGT von 0,1 Mrd EUR erwirtschaften.

Die Gesamtkapitalverzinsung (Return on Assets – ROA) setzt das EGT in Relation zur Bilanzsumme des österreichischen Versicherungssektors und zeigt an, wie hoch das Vermögen verzinst wird. Nach dem Höchststand von knapp 1,3% in den Jahren 2005 und 2006 sank sie bis zu Jahr 2008 deutlich auf 0,4%, liegt damit aber noch höher als die 0,2% des Jahres 2002.⁸

1.4 Eigenmittelausstattung der österreichischen Versicherungsunternehmen

Die Eigenmittelausstattung gibt Auskunft über die Risikotragfähigkeit der Versicherungsunternehmen. Die Solva-

⁸ Der ROI misst die Verzinsung des veranlagten Kapitals, während der ROA zusätzlich das versicherungstechnische Ergebnis beinhaltet und sich auf die Bilanzsumme bezieht.

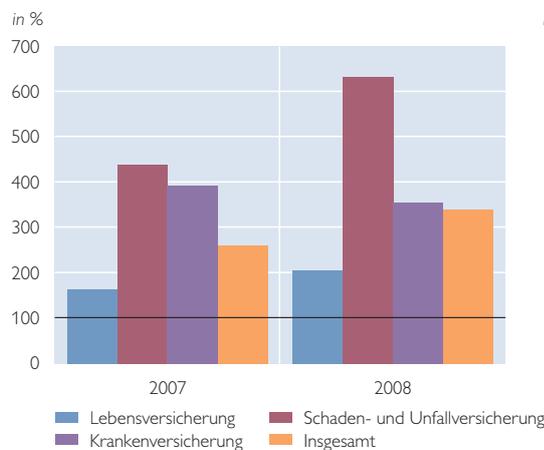
bilitätsquote, die die vorhandenen Eigenmittel auf das regulatorische Eigenmittelerfordernis bezieht, muss also größer als 100% sein, um aus regulatorischer Sicht solvent zu sein. Die Solvabilitätsquote konnte im Jahr 2008 trotz anhaltender schlechter Bedingungen bis auf die Krankenversicherung erhöht werden. Besonders stark ist die Zunahme in der Schaden- und Unfallversicherung um etwa 200 Prozentpunkte ausgefallen, was durch zum Teil beträchtliche Kapitalmaßnahmen einiger Unternehmen im Jahr 2008 zustande gekommen ist. Der österreichische Versicherungssektor verfügt insgesamt über eine solide Kapitalisierung, da die vorhandenen Eigenmittel das Erfordernis teilweise um ein Vielfaches überschreiten. Im europäischen Vergleich lagen die österreichischen Versicherungen hinsichtlich der Solvabilitätsquote in der Lebensversicherung nahe am Durchschnitt und in der Nicht-Lebenssparte deutlich über dem Mittelwert (CEIOPS, 2009).

Die stillen Reserven, die als Differenz zwischen dem in der Bilanz ste-

henden Buchwert und einem über dem Buchwert liegenden Marktwert verstanden werden, stellen insbesondere bei aktiv gehandelten Wertpapieren den Puffer für allfällige negative Marktentwicklungen dar. In der Vergangenheit war es immer wieder üblich mit der Auflösung von stillen Reserven, das heißt mit dem Verkauf von Vermögenswerten, die Profitabilität zu verbessern bzw. die Höhe der Ausschüttung an Polizzeninhaber positiv zu beeinflussen. Seit Beginn der Krise im Jahr 2007 wurden jedoch die stillen Reserven in der Lebens- und Krankenversicherung halbiert, nachdem die Marktwerte deutlich gefallen waren. Einige Unternehmen haben bereits stille Lasten aufgebaut. Der bei der Schaden- und Unfallversicherung im Vergleich zu den anderen Sparten geringe Rückgang bei den stillen Reserven kann auf die hohe Bedeutung der nicht notierten Anteilswerte zurückgeführt werden. In diesem Zusammenhang ist auch zu beachten, dass durch eine Änderung des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG)⁹ im Herbst 2008 Abschreibungen auf vor-

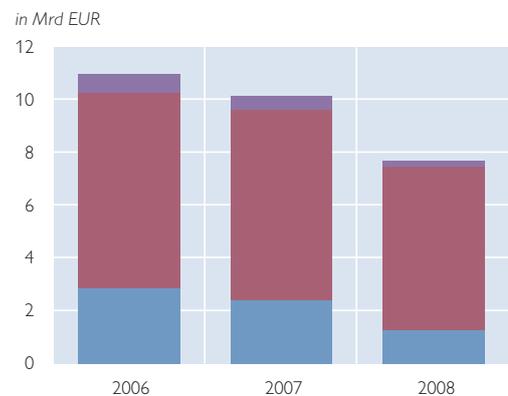
Grafik 9

Solvabilitätsquote



Quelle: FMA.

Stille Reserven



⁹ BGBl. I Nr. 138/2008.

aussichtlich nicht dauernde Wertminderungen für eine gewisse Zeit unterbleiben können, sofern der Gesamtbeitrag 100% der Nettoreserven nicht übersteigt. Für den aggregierten österreichischen Versicherungssektor betragen die stillen Reserven rund 10% der Kapitalanlagen.

1.5 Österreichische Versicherungsunternehmen und ihre Aktivitäten in CESEE

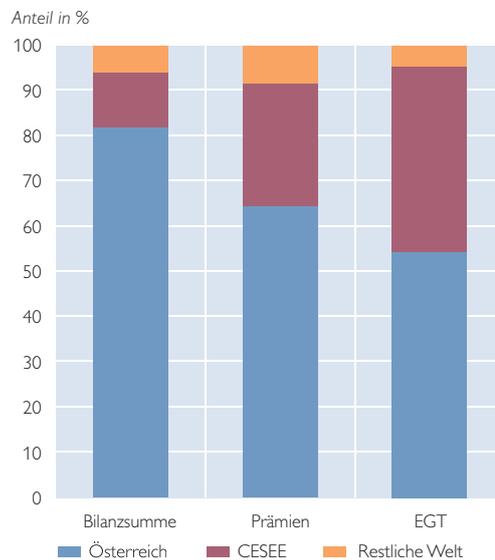
Auch für die österreichischen Versicherungsunternehmen war in den letzten Jahren der CESEE-Raum der wesentliche Wachstumsmarkt. Sie haben damit ihre Geschäftsaktivitäten auf eine breitere Basis gestellt und konnten sich durch ihre vergleichsweise frühe Expansion eine gute Ausgangsbasis für Investments legen.

Im Jahr 2008 waren vier österreichische Versicherungskonzerne (Vienna Insurance Group, UNIQA Group Austria, GRAWE Group, Wüstenrot Gruppe) in 21 CESEE-Ländern tätig. Die Tochterunternehmen verfügten über eine aggregierte Bilanzsumme von 10,6 Mrd EUR, im Vergleich zum Vorjahr entspricht das einer Wachstumsrate von 20%. Im Jahr 2008 konnten die österreichischen Tochterunternehmen in der Region Prämien von 5,6 Mrd EUR einnehmen und ein EGT von 241 Mio EUR erwirtschaften. Das CESEE-Geschäft machte Ende 2008 rund 12% der gesamten Bilanzsumme, 30% der Prämieinnahmen und 41% des EGT der vier Konzerne aus.

Das Auslandsgeschäft der österreichischen Versicherungen ist stark im CESEE-Raum konzentriert. Die Bedeutung des CESEE-Geschäfts hat im Jahr 2008 sogar überproportional zugelegt, da im vergleichsweise etablierten Österreichgeschäft das EGT um 40% sank, während es in CESEE um 13% zulegte. Der Anteil des CESEE-

Grafik 10

Bedeutung des CESEE-Geschäfts im Jahr 2008



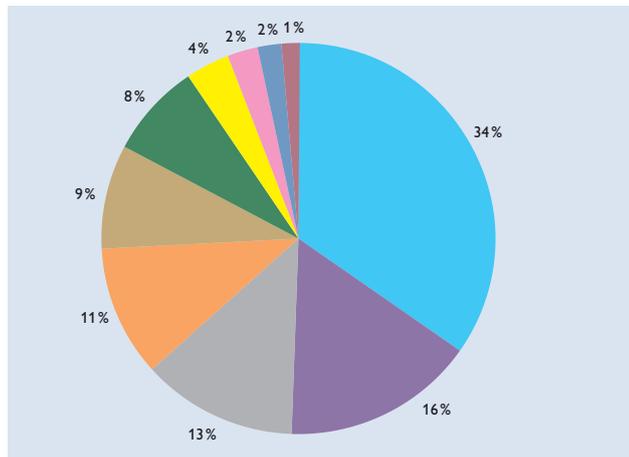
EGT am Gesamt-EGT der vier Versicherungsgruppen hat sich binnen eines Jahres auf rund 41% fast verdoppelt. Die sowohl wert- als auch marktanteilmäßig größten Exposures lagen durchwegs in Märkten mit Länderratings von A (laut Standard & Poor's).

Der größte Teil der aggregierten CESEE-Bilanzsumme der vier in CESEE tätigen Versicherungen entfiel mit 35% auf die Tschechische Republik, gefolgt von der Slowakei mit 16% und Polen mit 13%. Das Portfolio verfügte über Schwerpunkte in vergleichsweise stabilen Volkswirtschaften.

Aufgrund ihres teilweise frühen Markteintritts und des vergleichsweise hohen Wachstums in der Vergangenheit, auch durch Akquisitionen, verfügten die österreichischen Versicherungsunternehmen über einen durchaus beträchtlichen Marktanteil in den lokalen Märkten. In der Slowakei betrug der Marktanteil Ende 2008 etwa 36%. In der Tschechischen Republik hielten österreichische Unternehmen rund 30% des Marktanteils. In Bulgarien lag der

Marktanteile der österreichischen Tochterunternehmen und Aufteilung des CESEE-Exposures

Anteil an der Gesamtbilanzsumme österreichischer Versicherungsunternehmen in CESEE in %

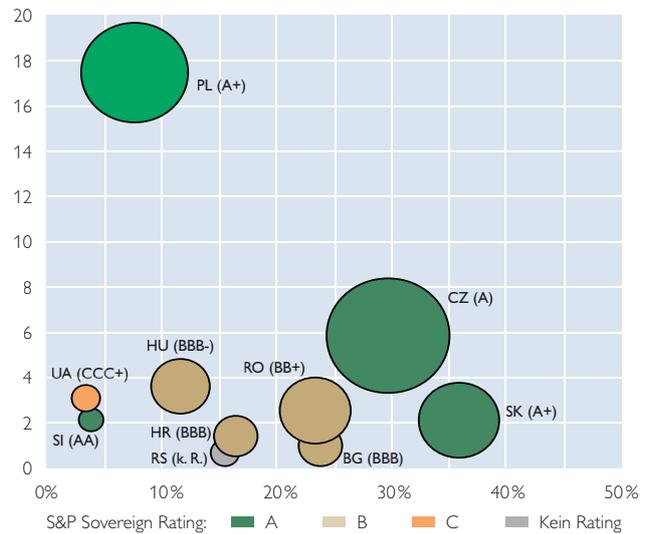


Tschechische Republik; 3,541	Ungarn; 0,796
Slowakei; 1,631	Slowenien; 0,378
Polen; 1,308	Bulgarien; 0,243
Kroatien; 1,097	Serbien; 0,206
Rumänien; 0,896	Ukraine; 0,137

Quelle: FMA, Swiss Re, S&P, OeNB-Berechnungen.

Anmerkung: In der Legende ist die Bilanzsumme österreichischer Versicherungsunternehmen im angegebenen Land ausgewiesen (in Mrd EUR).

Aggregiertes nationales Prämienvolumen in Mrd EUR



Anmerkung: Die einzelnen Länder sind gemäß dem Marktanteil der österreichischen Tochterunternehmen (x-Achse) und dem aggregierten Prämienvolumen des lokalen Marktes (y-Achse) eingezeichnet. Die Größe der Kreise entspricht dem Prämienvolumen österreichischer Unternehmen in dem jeweiligen Land. Die Kreise sind nach dem Länderrating von Standard & Poor's eingefärbt.

österreichische Anteil bei rund 24% und in Rumänien bei etwa 23%. Nominell betrachtet waren die Prämieinnahmen in der Tschechischen Republik mit einem Prämienvolumen von 1,7 Mrd EUR am höchsten, gefolgt von Polen mit 1,3 Mrd EUR und der Slowakei mit 755 Mio EUR.

Im Allgemeinen hat sich das Wachstum der Versicherungswirtschaft in CESEE nach zweistelligen inflationsbereinigten Wachstumsraten in den Jahren 2006 (12%) und 2007 (13%) auf 9% im Jahr 2008 abgeschwächt. Wachstumstreiber war in CESEE im Jahr 2008 die Lebensversicherungssparte, die nominell um 19% wuchs.¹⁰ Das Wachstum wurde jedoch stark

durch Polen, den größten Lebensversicherungsmarkt der Region, getrieben und die deutliche Abschwächung einiger Versicherungsmärkte im Zuge der sich verschärfenden internationalen Finanzkrise etwas verschleiert. Polen, die Slowakei und Rumänien konnten auch im schwierigen Jahr 2008 noch zweistellige Wachstumsraten verzeichnen. In den übrigen Ländern der Region führte der sinkende Absatz von hauptsächlich fondsgebundenen Lebensversicherungen zu einem Rückgang der Prämieinnahmen. Die Nicht-Lebensversicherung verzeichnete in fast allen Ländern nur ein schwaches Wachstum. In der Tschechischen Republik und in Ungarn kam es sogar zu einem realen

¹⁰ Quelle Swiss Re (2009).

Rückgang. Polen konnte auch in diesem Sektor noch ein Wachstum von 8,1% vorweisen.

Durch das rasche Übergreifen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft und durch die zum Teil stark steigenden Arbeitslosenzahlen sowie das damit verbundene sinkende Vermögen privater Haushalte wird sich das Prämienwachstum auf absehbare Zeit auch in CESEE deutlich verlangsamt darstellen. In diesem Zusammenhang erwarten Marktbeobachter, dass es zu einer Konsolidierung der in den letzten Jahren stark gewachsenen Versicherungssparte kommt. Die Wettbewerbssituation dürfte sich aber nicht wesentlich entspannen. Die österreichischen Versicherungskonzerne haben aus heutiger Sicht in relativ stabile Länder investiert und zeigten auch im von der Finanzmarktkrise überschatteten Jahr 2008 eine vergleichsweise gute Performance. Die zu erwartenden Abschwächungen im CESEE-Geschäft werden aber ebenso von den Versicherungskonzernen deutlich zu spüren sein, da auch für das Österreichgeschäft im Jahr 2009 ein negatives Prämienwachstum, das nicht zu kompensieren sein wird, erwartet wird. Langfristig gesehen bleibt das Aufholpotenzial trotz der derzeitigen Krise bestehen, das Tempo des Prozesses wird sich aber verlangsamen.

1.6 Ansteckungspotenziale aus Sicht der Finanzmarktstabilität

Die Identifikation von Ansteckungspotenzialen ist ein wesentlicher Teil einer integrierten Finanzmarktanalyse in der OeNB. Im Folgenden werden die Potenziale kurz diskutiert und quantifiziert.

Zur Messung des Ansteckungspotenzials zwischen dem Banken- und dem Versicherungssektor wird das Gesamtexposure der österreichischen Versicherungen gegenüber den inländischen Kreditinstituten betrachtet.¹¹ Dieses betrug Ende 2008 17,4 Mrd EUR und erhöhte sich im Laufe der Finanzkrise, was darauf hindeutet, dass die Versicherungen verstärkt zur Refinanzierung österreichischer Banken beitragen. Das Exposure betrug 18,4% der gesamten Bilanzsumme des Versicherungssektors. Die nicht täglich fälligen Guthaben haben sich im Jahr 2008 zugunsten der täglich fälligen Guthaben verschoben, was auf eine höhere Liquiditätspräferenz der Versicherungsunternehmen hindeutet. Dies kann auch darauf zurückzuführen sein, dass Wertpapiere zunehmend illiquider wurden und somit die liquiden Mittel stärker auf täglich fällige Guthaben bei Banken konzentriert wurden. Die stärkere Rolle der Versicherungen bei der (teilweise längerfristigen) Refinanzierung der Banken zeigt sich an der wachsenden Bedeutung von Rentenwertpapieren und Darlehen an inländische Kreditinstitute.

Auf Basis der Kapitalanlagen wird eine nähere Analyse des Konzentrations- und Adressenausfallrisikos bei österreichischen Versicherungen durchgeführt. Hierzu wurde eine Auswertung der 30 größten Einzelinvestments¹² der österreichischen Versicherer erstellt. Diese Investments machten Ende 2008 in Summe 22,8 Mrd EUR (Aktien und Schuldverschreibungen) aus und waren für ein Drittel der Kapitalanlagen verantwortlich. Ein großer Teil (8,1 Mrd EUR) war in inländische Ban-

¹¹ Das Exposure der Banken gegenüber den Versicherungen ist aufgrund fehlender Daten nicht quantifizierbar. Grundsätzlich handelt es sich vor allem um Investments in Versicherungsaktien und Schuldverschreibungen sowie um das Exposure aus Krediten und außerbörslichen Geschäften. Zudem können Banken auch Versicherungsnehmer sein.

¹² Hierbei werden Aktien, Schuldverschreibungen und Kapitalanlagefonds (durchgerechnet) berücksichtigt.

ken investiert, etwas mehr als 7 Mrd EUR in Staatsanleihen und 6,6 Mrd EUR in ausländische Banken, wobei deutsche Banken eine prominente Rolle einnehmen. Seit Ausbruch der US-Subprime-Krise fällt auf, dass Versicherungen die Positionen in Rentenwertpapieren inländischer Kreditinstitute ausgebaut haben und auf diese Weise auch zur Refinanzierung der Banken betrogen.

Die genannten Investments in Staatsanleihen waren alle innerhalb des Euroraums und zum Großteil auf AAA-Schuldner gerichtet.

Finanzkonglomerate¹³ sind im Zuge der Finanzkrise unter Druck geraten, wie beispielsweise Fortis oder die Allianz mit der Dresdner Bank. Die Verflechtungen von Banken und Versicherungen in Finanzkonglomeraten bergen zusätzliche Risiken. Die wesentlichen Risiken für Finanzkonglomerate sind

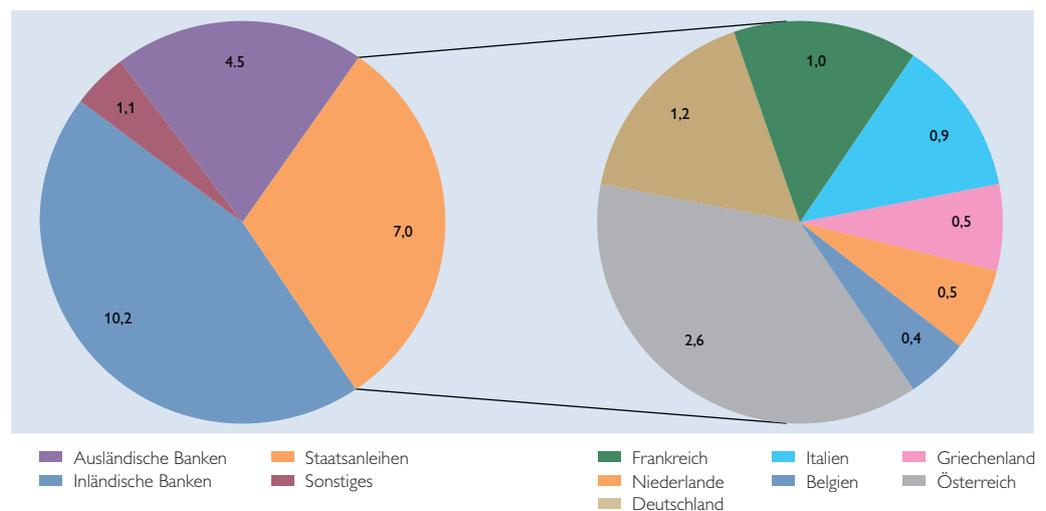
das Konzentrations- und das Ansteckungsrisiko. Andere Risiken wären z.B. das Umgehen der sektoralen Vorschriften (Aufsichtsarbitrage), Interessenkonflikte innerhalb des Konglomerats oder das Fehlen eines Gesamtüberblicks über das Unternehmen bzw. Probleme in der Risikoaggregation der einzelnen Sektoren. Zur Vermeidung ist ein integriertes Risikomanagement unabdingbar. Unternehmen in diesem Bereich unterliegen dem Finanzkonglomeratengesetz und damit einer besonderen Beaufsichtigung durch die FMA.

In Österreich wurde Ende des dritten Quartals 2008 mit dem Verkauf der S-Versicherung durch die Erste Bank das größte Finanzkonglomerat aufgelöst und so die Eigentumsverschränkungen von Banken und Versicherungen zurückgefahren.

Grafik 12

Bedeutende Investmentpositionen österreichischer Versicherer im vierten Quartal 2008

in Mrd EUR



Quelle: OeNB.

¹³ Das sind Unternehmensgruppen, in denen mindestens ein Unternehmen in der Versicherungsbranche und mindestens eines in der Banken- und Wertpapierdienstleistungsbranche tätig ist.

Besonders in der Lebensversicherung gibt es jedoch eine enge Zusammenarbeit von Banken und Versicherungen. Der Vertrieb von Lebensversicherungen läuft zu 60 % über Banken.¹⁴ Einerseits kann so von den Versicherungen das Filialennetz der Banken zum Vertrieb genutzt werden, andererseits können die Banken Provisionserträge lukrieren. Auch die dynamische Entwicklung endfälliger Kredite, meist in fremder Währung, haben zu einer stetigen Nachfrage an Lebensversicherungen (als Tilgungsträger) geführt. In diesem Zusammenhang ist zu beachten, dass zu einem gewissen Ausmaß der Absatz von Ab- und Erlebensversicherungen vom Kreditzyklus abhängig ist.

Das Ansteckungspotenzial zwischen Banken und Versicherungen ist in den letzten Jahren etwas gestiegen und insgesamt als überschaubar zu bewerten.

1.7 Auswirkungen der Finanzkrise auf österreichische Versicherungen

Die im Frühjahr 2007 einsetzende US-Subprime-Krise führte zuerst zu Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten und wirkte sich in der Folge negativ auf die Realwirtschaft aus, insbesondere nach der Insolvenz von Lehman Brothers im September 2008.

Die österreichischen Versicherungsunternehmen waren durch die Krise hauptsächlich auf der Aktivseite durch den Wertverlust bei Kapitalanlagen und durch Reputationseffekte aufgrund ihres Exposures gegenüber CESEE betroffen. Die erste Welle der durch die Turbulenzen bedingten Wertberichtigungen auf strukturierte US-Subprime-Wertpapiere erreichte die österrei-

chischen Versicherungsunternehmen nur leicht, da das Exposure insgesamt begrenzt war. Die weiteren Wellen und die in der Folge starke Ausweitung der Kreditrisikoprämien und die markanten Kursrückgänge auf den Aktienmärkten und die Abwertung der CESEE-Währungen führten auch bei österreichischen Versicherungen zu sichtbaren Auswirkungen. Die Folgen zeigten sich in stark gesunkenen Kapitalanlageergebnissen, einem deutlichen Rückgang beim EGT und niedrigeren stillen Reserven.

Die österreichischen Versicherungen waren auch aufgrund ihres Exposures gegenüber CESEE, das im Jahr 2008 noch positive Wachstumsraten hatte, und aufgrund einer Konzentration auf das klassische Versicherungsgeschäft weniger stark betroffen als einige internationale Unternehmen (insbesondere die in der USA tätigen Unternehmen). Die ungünstige wirtschaftliche Situation wirkte sich mit etwas Verzögerung auch auf den Versicherungsmarkt in Osteuropa aus und führte im ersten Halbjahr 2009 zu einer deutlichen Verlangsamung des Prämienwachstums, nachdem die Wachstumsraten auf einigen Märkten im Jahr 2008 zweistellig gewesen waren. Der Rückgang steht in engem Zusammenhang mit der gesamtwirtschaftlichen Situation, die sich Ende 2008/Anfang 2009 deutlich verschlechterte und zu einer Rezession auf nahezu allen CESEE-Märkten führte.

Die Finanzmarktkrise hat zu keinen sichtbaren größeren Veränderungen in der Geschäfts- und Anlagestrategie geführt. Die in CESEE tätigen österreichischen Versicherungsunternehmen haben ihr Commitment gegenüber der Region bestätigt und so auch zu einer Stabilisierung der Lage beigetragen.

¹⁴ Quelle: The Boston Consulting Group (2008, Exhibit 15).

Verlauf der Aktienkurse von UNIQA Group Austria und Vienna Insurance Group sowie des DJ EURO STOXX Insurance

Aktienkurse normiert auf 100 am 1. Jänner 2007



Quelle: Bloomberg.

Mit dem derzeitigen insgesamt schwierigen Marktumfeld, den gesunkenen stillen Reserven und einem weiterhin unsicheren Ausblick haben die Versicherungen die Verbesserung der Kostenbasis ins Auge genommen. Auch dürfte verstärkt der Fokus auf das Schreiben von „profitablen“ Polizzen gelegt werden. Das bilanzielle Risiko bei diesen Auslandsbeteiligungen scheint aufgrund der äußerst niedrigen Buchwerte der Tochterunternehmen begrenzt zu sein.

Auch die Aktienkurse von Versicherungen zeigen die Intensivierung der Finanzmarkturbulenzen bis zum Ausbruch der Finanzmarktkrise im September 2008 und die tiefe Rezession im ersten Quartal 2009. Die UNIQA Group Austria hat die Finanzmarktbebewegungen nur zu einem gewissen Teil mitgemacht. Die Aktie der Vienna Insurance Group (VIG) entwickelte sich beim ersten Einbruch des Versicherungsindex im März 2008 sogar konträr und stieg. Die stark verschlechterten Konjunkturaussichten in CESEE belasteten Ende 2008/Anfang 2009 den Aktienkurs der VIG deutlich. Positiv ist zu vermerken, dass die seit März

2009 stattfindende Kurserholung stärker ausfällt als für die Benchmark.

2 Zusammenfassung und Ausblick

Der österreichische Versicherungssektor konnte vom Jahr 2002 bis zum Ausbruch der US-Subprime-Krise im Sommer 2007 von einem günstigen makrofinanziellen Umfeld profitieren. Das Wachstum kam in Österreich vor allem von der Lebensversicherung. Die Profitabilität der Unternehmen stieg in erster Linie aufgrund der gestiegenen Kapitalanlagergebnisse an. Das versicherungstechnische Geschäft gestaltete sich durch den hohen Wettbewerb als schwierig.

Risiken in der Schaden- und Unfallversicherung sind Änderungen der Schadeneintrittswahrscheinlichkeiten von Großschadenerscheinungen. Zudem wirkt die relativ ungünstige Kosten-Prämien-Relation in Zeiten schlechter Marktbedingungen belastend. In der Lebensversicherung könnte eine lang andauernde Phase von Niedrigzinsen gekoppelt mit einer steigenden Lebenserwartung für garantierte Produkte problematisch werden.

Die Expansion nach CESEE hat zu höherem Wachstum und zu Steigerungen in der Profitabilität geführt. Das Aufholpotenzial dieser Märkte ist trotz hoher Wachstumsraten weiterhin vorhanden, wenngleich der Anpassungsprozess durch die Krise gebremst wurde.

Die Finanzkrise hat auch die österreichische Versicherungswirtschaft betroffen: So sind die Kapitalanlageergebnisse stark gefallen und die stillen Reserven zurückgegangen. Die vergleichs-

weise konservative Investmentstrategie und die Konzentration auf das Kerngeschäft haben dazu beigetragen, dass die Auswirkungen überschaubar geblieben sind.

Der weiterhin unsichere wirtschaftliche Ausblick, das niedrige Zinsniveau und die gesunkenen stillen Reserven sowie der starke Wettbewerb zeigen, dass die Herausforderungen für die Versicherungen in absehbarer Zeit groß bleiben.

Literaturverzeichnis

Impavido, G und I. Tower. 2009. How the Financial Crisis Affects Pensions and Insurance and Why the Impacts Matter. IMF Working Paper 151.

Swiss Re. 2009. sigma Nr. 3/2009. Assekuranz Global 2008: Sinkende Prämien in den Industrieländern, starkes Wachstum in den Schwellenländern.
http://www.swissre.com/resources/4babbe004f0e0a64a67bfea7701fb964-sigma3_2009_d_rev4.pdf (abgerufen am 6. Oktober 2009).

Boston Consulting Group. 2008. Creating Competitive Advantage: The European Insurance Landscape.
http://www.bcg.com/impact_expertise/publications/files/Creating_Competitive_Advantage_Jan_2008.pdf (abgerufen am 6. Oktober 2009).

Österreichische Finanzmarktaufsicht. 2003 bis 2009. Jahresberichte 2002 bis 2008.

CEIOPS – Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors. 2009. Spring Financial Stability Report 2009. Juni.