

Die Schaffung von Vertrauen an finanziellen Märkten ist eine Kernaufgabe der Rechnungslegung. Durch Transparenz soll verhindert werden, was den Spätsommer 2007 geprägt hat: erhebliche Turbulenzen nicht wegen realwirtschaftlicher Probleme, sondern auf Grund von Unklarheiten über das Ausmass von in Bankbilanzen schlummern-den Risiken. Die Rechnungslegung ist mitverantwortlich und muss sich für das Geschehen an dynamischen, komplexen Finanzmärkten grundsätzlich neu aufstellen.

PETER LEIBFRIED

PROBLEME MIT DER RECHNUNGSLEGUNG VON FINANZINSTRUMENTEN [1]

Die aktuelle Krise an den Finanzmärkten ist auch eine Krise der Berichterstattung

1. RECHNUNGSLEGUNG UND VERTRAUEN

Das eigentliche Risiko liegt im Unerwarteten. In den letzten Wochen mussten die Finanzmärkte erkennen, dass auch eine so anerkannte Strategie wie die Diversifikation von Vermögenswerten an ihre Grenzen kommen kann. Wer möglichst breit gestreut investiert ist, so die Theorie, dem kann der Ausfall einzelner Positionen nur wenig anhaben. Voraussetzung hierfür ist allerdings, dass alle am Finanzsystem Beteiligten der Überzeugung sind, dass es sich bei den sinkenden Schiffen wirklich nur um einzelne Boote des Geleitzugs handeln wird und der grosse Rest seine Fahrt unbehelligt fortsetzen kann.

Gerade dieses Vertrauen in die grundsätzliche Unversehrtheit der Flotte war aber offensichtlich nicht (mehr) vorhanden. Vielmehr war über Wochen hinweg sogar weitgehend unklar, wer in welchem Umfang die todbringende Ladung an Bord genommen hat und welche anderen Schiffe als Folge einzelner Ausfälle möglicherweise dann auch noch in Seenot geraten. Die Konsequenz war ein erheblicher Vertrauensverlust zwischen Käufern und Verkäufern, der darin gipfelte, dass lediglich die von Amts wegen dem Glauben an die Stabilität des Finanzsystems verpflichteten Notenbanken dem Markt noch die dringend benötigte Liquidität zur Verfügung stellen konnten. Inwiefern es sich dabei um ein Löschen des lodernen Feuers mit Benzin gehandelt hat, muss abgewartet werden. In Zeiten steigender Preise die Zinsen zu senken entspricht aber nicht wirklich allgemein anerkannten Grundsätzen der Geldpolitik.

Wie immer setzt nach dem Zusammenbruch eines Gebäudes die Suche nach den Schuldigen ein. Die Politik stürzt sich

dabei publikumswirksam auf die (sicherlich nicht ganz unbeteiligten) Leveraged-Buyout-Finanziers, Hedge-Fonds und US-amerikanischen Hypothekenfinanzierer. Allerdings sollte man sich auch aus Sicht der betriebswirtschaftlichen Theorie ernsthaft fragen, ob nicht vielleicht schon im schlichten Handwerkszeug zur Abwicklung derartiger Geschäfte Verbesserungsbedarf besteht. Denn möglicherweise deutet die Krise an den Finanzmärkten wie auch schon in der Vergangenheit wieder einmal darauf hin, dass es auch um eine Krise der Finanzberichterstattung geht. Das Herstellen von Vertrauen zwischen den Akteuren gehört nämlich eigentlich schon vom Wortsinne her zu den Kernaufgaben der laufenden unternehmerischen Berichterstattung. «Rechnung zu legen», oder «to account for something»: Welche Risiken ist die Unternehmensleitung eingegangen? Wie gut ist man abgesichert? Wie ist der aktuelle Wert der Anlagen? Was kann passieren? Und auch aus einer gesamtwirtschaftlichen Perspektive: Wenn wir alle Positionen konsolidieren, müssen wir dann feststellen, dass am Schluss doch wieder alle Risiken bei wenigen (grossen) Gegenparteien liegen?

Die derzeit zu beobachtenden Risikozuschläge am Geldmarkt zwischen den grossen institutionellen Anlegern haben kaum damit zu tun, dass das allgemeine wirtschaftliche Risiko gestiegen wäre. Die allgemeine wirtschaftliche Lage wird weitüberwiegend als gut bis sehr gut bezeichnet. Vielmehr handelt es sich um einen aus der Informationsökonomie lange bekannten Risikozuschlag für fehlende Transparenz; *Abbildung 1* verdeutlicht den Zusammenhang.

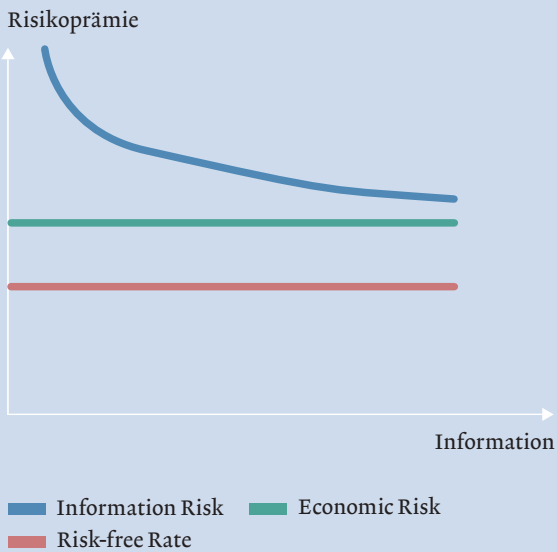
Nun ist die Rechnungslegung von Finanzinstrumenten (nach *International Financial Reporting Standards, IFRS*) mit insgesamt mehr als 500 Seiten Standards, Interpretationen, Anwendungshinweisen und Gesetzesbegründungen zwar bereits heute der mit Abstand umfangreichste Bereich der IFRS. Dennoch besteht offensichtlich grundsätzlicher Verbesserungsbedarf.

2. GRENZEN DER MARKTBEWERTUNG

In keinem anderen Bereich der Rechnungslegung wurde in den vergangenen Jahren das Prinzip der Marktbewertung so konsequent durchgesetzt wie bei den Finanzinstrumenten. Gerade bei homogenen, über standardisierte und weitgehend



PETER LEIBFRIED, PROF. DR. OEC., MBA, CPA, INHABER DES KPMG-LEHRSTUHL FÜR AUDIT UND ACCOUNTING, DIREKTOR DES INSTITUTS FÜR ACCOUNTING, CONTROLLING UND AUDITING, UNIVERSITÄT ST. GALLEN, ST. GALLEN

Abbildung 1: **ZUSAMMENHANG ZWISCHEN RISIKOPRÄMIE UND INFORMATION****Risikenreduktion durch «bessere» Information**

effiziente Märkte handelbaren Produkten ist dies auch durchaus angemessen. Nun wurden in den vergangenen Jahren jedoch immer innovativere Produkte entwickelt. Und gerade bei wenig standardisierten Finanzinstrumenten kommt die Marktbewertung an ihre Grenzen: So gibt es für viele der Bewertungsparameter gar keinen wirklichen Markt, auf dem diese beobachtet werden können. Im Ergebnis wird ein «Markt»wert ermittelt, der weitgehend theoretischer Natur ist und mit den tatsächlichen Zahlungen bei einer sofortigen Glättstellung der entsprechenden Positionen nur wenig zu tun hat. Darüber hinaus liegt gerade bei synthetischen Instrumenten eine derartige Vielzahl von wertbestimmenden Faktoren vor, dass deren vollständige Erfassung mit zutreffenden Eintrittswahrscheinlichkeiten und Auswirkungen auch unter Einsatz modernster Datenmodelle eine Utopie sein dürfte.

Die sich ergebenden Bandbreiten möglicher Werte sind erheblich. In praktisch allen Geschäftsberichten finden sich heute Angaben wie im in *Abbildung 2* dargestellten Auszug aus dem Konzernanhang der UBS für das Jahr 2006. Dabei soll dieses Beispiel ausdrücklich nicht darauf hinweisen, dass hier etwas nicht in Ordnung sei, ganz im Gegenteil: Wer den Abschlussleser auf derartige Schwankungsmöglichkeiten hinweist, zeigt, dass er die Grenzen der Bewertbarkeit von Finanzinstrumenten verstanden hat – und dies obwohl der Finanzbericht der UBS AG schon 266 Seiten umfasst. Die Frage ist nur, ob der Anleger dies überhaupt wissen möchte bzw. ob er damit angemessen umgehen kann.

Ein weiteres Problem liegt darin, dass auf Grund der Komplexität vieler Finanzinstrumente die Wertermittlung heute meist nicht mehr in den Buchhaltungsabteilungen stattfindet, sondern im bankinternen Risikocontrolling. Dort geniessen Fragen der Rechnungslegung nicht immer oberste Priorität. Die externe Berichterstattung ist vielmehr häufig ein Nebenprodukt der allgemeinen betriebswirtschaftlichen

Steuerung. Ob in allen Buchhaltungsabteilungen wirklich noch verstanden wird, warum bestimmte Vorgaben aus den Bewertungsabteilungen denn nun zu erfassen sind, darf bezweifelt werden.

Auch ist vermutlich gar nicht sicher, ob die Marktbewertung tatsächlich überall so konsequent durchgesetzt wird, wie moderne Standards dies fordern. Mit dem Hinweis auf die Unmöglichkeit der Ermittlung von Marktwerten ist nämlich bei einzelnen Finanzinstrumenten durchaus auch ein Rückgriff auf eine Bewertung zu historischen Anschaffungskosten denkbar, verbunden mit relativ weichen Vorgaben, wann eine ausserplanmässige Wertminderung (Impairment) vorzunehmen ist. So war es durchaus auffallend, als Josef Ackermann Anfang September seine Mitbewerber aufforderte, zur Wiederherstellung verlorengegangenen Vertrauens dem Beispiel der Deutschen Bank zu folgen und alle Positionen zum Marktwert anzusetzen [2]. Offensichtlich gibt es also genügend andere Häuser, in denen dies noch nicht der Fall ist.

3. ZEITNAHE BERICHTERSTATTUNG

Es ist ein altbekanntes Problem der bisherigen Rechnungslegung, dass sie praktisch ausschliesslich Informationen über die Vergangenheit transportiert. Da bekanntermassen niemand die Zukunft vorhersagen kann, wurde dies bislang als unausweichliche, systembedingte Einschränkung hingenommen. Die meisten Börsenplätze der Welt haben in der Vergangenheit hierauf reagiert, in dem sie die Fertigstellung der entsprechenden Berichte in immer kleineren Intervallen und in immer kürzeren Abständen zum Bilanzstichtag verlangten. Bei den berichtenden Unternehmen löst dies meist nur wenig Begeisterung aus, im regelmässigen Rhythmus aus Quartalsberichten, Jahresabschlüssen und Budgetverhandlungen befinden sich viele Finanzabteilungen mittlerweile in einem permanenten Abschlussprozess.

Die Schwankungen der vergangenen Wochen haben jedoch gezeigt, dass auch diese laufenden Anforderungen offensichtlich nicht ausreichend sind. Dies gilt natürlich insbesondere für solche Positionen, die raschen Veränderungen

Abbildung 2: **ANGABEN ZUR FAIR-VALUE-ERMITTLUNG VON FINANZINSTRUMENTEN**

«Werden den Bewertungsmethoden alternative realistische Annahmen zugrunde gelegt, so wirkt sich dies auf den Fair Value dieser Finanzinstrumente wie folgt aus: Zum 31. Dezember 2006 würde er bei ungünstigeren Annahmen um rund 1038 Millionen Franken sinken, bei vorteilhafteren Annahmen würde er um ungefähr 955 Millionen Franken steigen. Zum 31. Dezember 2005 betrug die Reduktion bei weniger günstigen Annahmen rund 1094 Millionen Franken, während vorteilhaftere Annahmen einen um etwa 1176 Millionen Franken höheren Fair Value zur Folge gehabt hätten.»

Quelle: Auszug aus dem Konzernanhang der UBS, 2006

unterliegen, wie gerade die Finanzinstrumente. So vergehen selbst bei quartalsweiser Berichterstattung jedes Mal 90 Tage, in denen der Anleger quasi einem Blindflug ausgesetzt ist. Der Berichterstattung bleibt dann häufig nur noch eine reine Dokumentationsfunktion, die für Anlageentscheidungen nur sehr eingeschränkt geeignet ist: Die im Juli und August dieses Jahres vorgelegten Zwischenberichte auf den 30. Juni 2007 dürften nur wenig dessen enthalten, was die Anleger in diesem Moment wirklich interessierte. Hieraus entstand Raum für Gerüchte und Spekulationen, die sich schnell zu selbst erfüllenden Prophezeiungen entwickeln können.

4. INFORMATIONSVERLUST DURCH AGGREGATION

Die für den Anleger beste Information über die vorhandenen Finanzrisiken wäre gegeben, wenn jedes Finanzinstrument mit allen seinen Eigenschaften einzeln berichtet würde. Die praktische Unmöglichkeit ist jedoch offensichtlich: Erstens würde der Umfang der Berichterstattung auf ein unerträgliches Mass anschwellen. Zweitens würden Informationen offengelegt, die zu einer Benachteiligung des Unternehmens im Wettbewerb führen könnten. Rechnungslegung bringt somit zwangsläufig immer auch die Verdichtung von Informationen mit sich. Dies führt jedoch zu einem Informationsverlust, vor allem deshalb, weil sich Risiken nicht so einfach addieren lassen wie zwei Kilo Kartoffeln: An sich hoch-

riskante Einzelpositionen können durch ihr gleichzeitiges Vorhandensein zu einem Risikoausgleich führen und insgesamt möglicherweise ganz problemlos sein.

Die wahren Risikostrukturen von Anlagen in Finanzinstrumenten sind somit nur sehr schwer oder gar nicht zu

«Ob in allen Buchhaltungsabteilungen wirklich noch verstanden wird, warum bestimmte Vorgaben aus den Bewertungsabteilungen zu erfassen sind, darf bezweifelt werden.»

erkennen. Die vom neuen IFRS 7 geforderte aggregierte Betrachtung z. B. im Rahmen von «Value-at-Risk»-Analysen stellt sicherlich einen Schritt in die richtige Richtung dar, allerdings steckt die externe Berichterstattung unter Einbeziehung derartiger Instrumente noch in den Kinderschuhen. Und ist damit wenig geeignet, Vertrauen zu schaffen.

5. ZUSAMMENFASSUNG UND SCHLUSSFOLGERUNGEN

Innovative, dynamische und hoch komplexe Finanzmärkte stellen die Rechnungslegung vor eine Vielzahl neuer Heraus-

forderungen. Das ist grundsätzlich keine Katastrophe, sondern einer die Realität spiegelnden Disziplin immanent. Fraglich ist jedoch, ob es wie bisher auch in Zukunft ausreichend ist, bestehende Standards anzupassen und immer wieder einmal ein paar neue Regelungen zu veröffentlichen. Das Ausmass des jetzt aufgetretenen Vertrauensverlustes deutet nämlich darauf hin, dass möglicherweise grundsätzliche Probleme vorliegen, die mit dem bestehenden technischen Instrumentarium überhaupt nicht mehr befriedigend gelöst werden können.

So müssen sich Unternehmen zunächst darüber im Klaren sein, dass die zunehmende Einbindung dynamischer Finanzmärkte in den Kernbereich ihrer Wertschöpfung auch zu einer entsprechend beschleunigten Berichterstattung führen muss: Man kann nicht «daily traden und quarterly reporten». Je höher die Geschwindigkeit im Regen, umso höher die notwendige Frequenz des Scheibenwischers, sonst droht Blindflug. Darüber hinaus müssen dem Markt mehr und detaillierte Informationen zur Bewertung zur Verfügung gestellt werden. Dabei wird die teilweise verzweifelte und stets für Gestaltungen anfällige Suche nach dem *einen* richtigen Fair Value zunehmend durch die Offenlegung von Szenarien und

Inputfaktoren für eine eigene Modellierung durch den Anleger ersetzt. Denn schliesslich kann berechtigt die Frage gestellt werden, inwiefern denn die Aufgabe der Bewertung des berichtenden Unternehmens im Zuge der Tendenz zu einer Full-Fair-Value-Berichterstattung immer mehr den rechnunglegenden Unternehmen selbst übertragen werden soll. Die Investoren werden damit nämlich zunehmend von einer ihrer Kernaufgaben enthoben, und man darf berechtigt fragen, wofür dann noch Überrenditen realisiert werden sollen. Und nicht zuletzt ist auch nach den Skandalen der New Economy wieder eine offene Auseinandersetzung mit Fragen der Reporting Governance (als Teil der Corporate Governance) gefragt, d. h., wie durch eine verbesserte Aufsicht und Berichtsethik sichergestellt werden kann, dass der Anleger wirklich «true and fair» über die wirtschaftliche Lage ins Bild gesetzt wird.

In jedem Fall besteht Handlungsbedarf. Die Entwicklungen im Spätsommer 2007 haben gezeigt, dass Vertrauen an Finanzmärkten mindestens genauso wichtig ist, wie eine solide wirtschaftliche Entwicklung. Und die Schaffung von Vertrauen liegt im Kernbereich dessen, was die Rechnungslegung als ihre Aufgabe verstehen sollte. ■

Anmerkungen: 1) Der Artikel ist die Fortentwicklung eines notabene kurze Zeit vor der aktuellen Finanzkrise verfassten Buchbeitrags und

Symposiums bei der UBS Zürich, siehe auch Brigitte Strebel-Aerni (Hrsg.): Internationale Kapitalmärkte zwischen Effizienz und Sicherheit, Schul-

thess-Verlag, 2007. 2) Financial Times Deutschland vom 5. September 2007.

RÉSUMÉ

Les problèmes liés à la présentation des comptes des instruments financiers

Des marchés financiers innovants, dynamiques et complexes placent la présentation des comptes face à un grand nombre de nouveaux défis. Ce n'est pas en soi une catastrophe mais une discipline reflétant la réalité inéluctable. On peut toutefois se demander s'il sera toujours suffisant à l'avenir d'adapter des normes existantes et de publier de temps à autre de nouvelles règles. L'ampleur de la perte de confiance actuelle indique clairement qu'il existe peut-être des problèmes sous-jacents qui ne peuvent plus être résolus de manière satisfaisante à l'aide des instruments actuellement disponibles.

Dans un premier temps, les entreprises doivent prendre conscience que l'intégration accrue de marchés financiers dynamiques dans le domaine clé de leur création de valeur doit se traduire par une accélération correspondante du re-

porting; il est impossible de négocier quotidiennement et de rapporter chaque trimestre. Plus vite on conduit sous la pluie, plus la cadence nécessaire des essuie-glaces est élevée, sinon la visibilité est réduite. De plus, des informations plus nombreuses et plus détaillées sur l'évaluation doivent être mises à la disposition du marché. La recherche parfois désespérée et toujours sujette à des modifications d'une seule et vraie «fair-value» est de plus en plus remplacée par la publication de scénarios et de facteurs «input» en vue d'une modélisation propre. On peut enfin se demander à juste titre dans quelle mesure, dans le cadre de la tendance à un rapport de «full-fair-value», la tâche de l'évaluation de l'entreprise qui établit son rapport doit toujours plus être transférée à l'entreprise présentant des comptes. Les investisseurs sont ainsi de plus en plus éloignés

de leurs métiers de base et il est justifié de se demander pourquoi l'on devrait encore réaliser des rendements excédentaires. Et enfin, après les scandales de la nouvelle économie, il est temps de s'interroger de nouveau sur la Reporting Governance (en tant que partie de la Corporate Governance), c'est-à-dire de savoir comment, en améliorant la surveillance et l'éthique du rapport, on peut s'assurer que l'investisseur est véritablement informé «true and fair» de la situation économique.

Il est certain qu'il faut agir. Les développements survenus à la fin de l'été 2007 ont montré que la confiance dans les marchés financiers est au moins aussi importante qu'un développement économique solide. Et la création de confiance est au cœur de ce que la présentation des comptes devrait considérer comme sa mission. PL/AFB