

# Die Subprime-Kreditkrise im Spiegel der Rechnungslegung

Ralph Brinkmann, Peter Leibfried und Marc Zimmermann



Dipl.-Kfm. **Ralph Brinkmann**, CPA/StB/MBL/MIBP, Vice President German CPA Society e.V., Partner FAS International Auditing & Assurance GmbH StBG und Bayern Treuhand International Auditing & Assurance GmbH WPG, München, Lehr-

beauftragter SRH Hochschule Calw und Akademie für Internationale Rechnungslegung. Email: ralph.brinkmann@fas-audit.com



Dipl.-Oec. Prof. Dr. **Peter Leibfried**, MBA/CPA, Geschäftsführender Direktor des Instituts für Accounting, Controlling und Auditing ACA-HSG der Universität St. Gallen. Email: peter.leibfried@unisg.ch



Dipl.-Kfm. **Marc Zimmermann**, MBA, wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Accounting, Controlling und Auditing, Universität St. Gallen. Email: marc-daniel.zimmermann@unisg.ch

Die Berichterstattung über Auslöser und Auswirkungen der Krise am Subprime-Markt in den USA (US-Immobilienkrise) bestimmt seit Monaten die Wirtschaftspresse. Milliarden schwere Abschreibungen insbesondere bei den Großbanken und illiquide Märkte bedrohen die Stabilität des globalen Finanzsystems und schüren Rezessionsängste. Im Rahmen der Jahres- und Konzernabschlussprüfung befassen sich Unternehmen und Wirtschaftsprüfer intensiv mit der Frage, wie die wirtschaftlichen Konsequenzen der Subprime-Krise in der Rechnungslegung sachgerecht abzubilden sind. Der Beitrag geht gezielt über die reinen Vorgaben der Standardsetter selbst hinaus, und es werden die wesentlichen Kernaussagen der Stellungnahmen des Rechnungslegungs Interpretations Committee (RIC), des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW), des Centers of Audit Quality (CAQ), des American Instituts of Certified Public Accountants (AICPA) und des Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) zusammengefasst dargestellt.<sup>1</sup> Im Mittelpunkt der Betrachtung steht die Fair Value-Ermittlung, die Abgrenzung von aktiven Märkten, die Ermittlung von Wertminderungen und die Konsolidierung von Commercial Paper Conduits.

## 1. Die Subprime-Krise im Überblick

Nachdem die Kreditausfälle im US-amerikanischen Subprime-Segment im Frühjahr 2007 ihren Höhepunkt erreichten, ergaben sich auf Grund der Finanzierungsstrukturen auf dem US-Immobilienmarkt zahlreiche Auswirkungen auf die globale Finanzwelt. Charakteristisch für diese Finanzierungsstrukturen war die Refinanzierung der Subprime-Kredite über strukturierte Anlageformen am Kapitalmarkt, bei denen die Ansprüche der Hypothekenbanken auf Tilgungs- und Zinszahlungen als Wertpapiere verbrieft wurden. Dies erfolgte u. a. mit *Asset-backed Securities* (ABS) bzw. *Asset-backed Commercial Papers* (ABCP, s. Abb. 1), welche vor allem an Versicherungen, Fonds und andere Banken verkauft wurden. Auch Hedgefonds investierten in erheblichem Maße in diese Wertpapiere und mussten wegen der hohen Verluste teilweise geschlossen und abgewickelt werden.

<sup>1</sup> Vgl. dazu:

Rechnungslegungs Interpretations Committee: Bewertung von Finanzinstrumenten – Questions and Answers (Q&A) – zur Vorgehensweise nach IAS 39 angesichts der sog. „Subprime-Krise“ unter besonderer Berücksichtigung der Kriterien für das Vorliegen eines „aktiven Marktes“. Veröffentlicht am 10.12.2007, verfügbar unter <http://www.standardsetter.de> (Stand: 15.05.2008). Im Folgenden zitiert als RIC (2007).

Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland: Positionspapier des IDW zu Bilanzierungs- und Bewertungsfragen im Zusammenhang mit der Subprime-Krise. Veröffentlicht am 10.12.2007, verfügbar unter <http://www.idw.de> (Stand: 15.05.2008). Im Folgenden zitiert als IDW (2007).

The Center of Audit Quality: Measurements of Fair Value in Illiquid (or Less Liquid) Markets, Consolidation of Commercial Paper Conduits, Accounting for Underwriting and Loan Commitments. Veröffentlicht am 03.10.2007, verfügbar unter <http://www.aicpa.org> (Stand: 15.05.2008). Im Folgenden zitiert als CAQ (2007).

Public Company Accounting Oversight Board: Audit Practice Alert No. 2: Matters Related to Auditing Fair Value Measurements of Financial Instruments and the Use of Specialist. Veröffentlicht am 10.12.2007, verfügbar unter <http://www.pcaob.org> (Stand: 15.05.2008). Im Folgenden zitiert als PCAOB (2007).

### Keywords:

- IAS 39
- SFAS 157
- Subprime-Krise (US-Kreditkrise)
- Forderungsbesicherte Wertpapiere (ABS)
- Verbriefung von Forderungen (ABCP)
- Bewertung und Wertminderung von Finanzinstrumenten
- Fair Value-Bewertung
- aktiver Markt
- Konsolidierung von Zweckgesellschaften

**Forderungsbesicherte Wertpapiere (ABS):**

- *Asset-backed Securities* (ABS) sind verzinsliche Wertpapiere, die Zahlungsansprüche gegen eine Zweckgesellschaft (*Special Purpose Entity* – SPE) repräsentieren. Die SPE dient ausschließlich der Transaktion der ABS.
- Durch einen Bestand an Forderungen (*Assets*) werden die Zahlungsansprüche gedeckt (*backed*). Die Forderungen werden auf die SPE übertragen und dienen den Investoren in Form von Wertpapieren (*Securities*) als Haftungsgrundlage.
- Als Verkäufer der Forderungen treten Banken auf, die im Wege derartiger Transaktionen ihre Kreditforderungen handelbar machen. Dabei werden illiquide, nicht handelbare Forderungsbestände in fungible (d.h. handelbare/austauschbare) Wertpapiere umgewandelt und auf einem Sekundärmarkt gehandelt.

**Verbriefung von Forderungen (ABCP):**

- *Asset-backed Commercial Papers* (ABCP) dienen der Verbriefung von Forderungen.
- Für den Verkauf eines Portfolios an Forderungen erhalten die Originatoren (Forderungsverkäufer) Liquidität.
- Käufer der Forderungen ist i.d.R. ein *Conduit* (Emissionsgesellschaft), der *Commercial Papers* (CPs) im Wege einer Daueremission emittiert, um den Forderungskaufpreis zu refinanzieren.
- Die durch Forderungen besicherten CPs sind i.d.R. nicht börsennotierte Schuldverschreibungen mit kurzen Laufzeiten (Fälligkeit max. 360 Tage, in der Praxis meist 30–90 Tage).
- Banken bzw. Bankenkonsortien betreuen die *Conduits* und stellen im Falle von Zahlungsschwierigkeiten Liquidität zur Erfüllung der Zahlungsverpflichtung im Wege einer speziellen Kreditlinie (*Liquidity- bzw. CP-backed-Facility*) zur Verfügung. **Zahlungsschwierigkeiten können z.B. resultieren, wenn neu aufgelegte CPs nicht in ausreichendem Umfang am Markt platziert werden können.** Damit fehlt die notwendige Liquidität zur Ablösung der fälligen CPs.

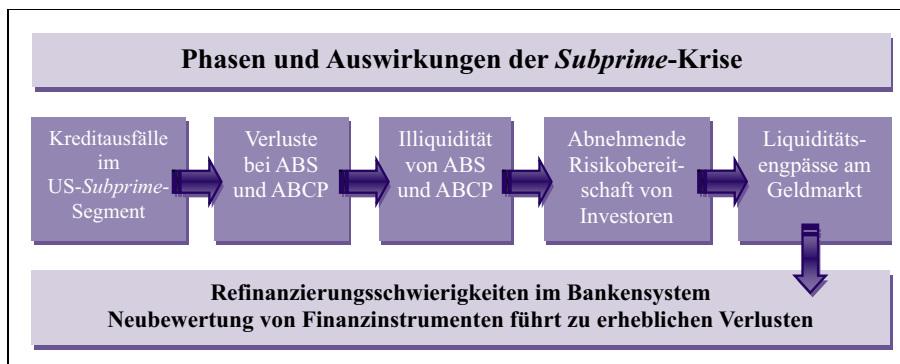
Abb. 1: *Asset-backed Securities* und *Asset-backed Commercial Papers*

Abb. 2: Subprime-Krise: Phasen und Auswirkungen

Mit der Schließung von Hedgefonds und den hohen Abschreibungen der Investmentbanken nahm die Risikobereitschaft institutioneller und privater Anleger schlagartig ab. In der Folgezeit wurde der Kapitalmarkt immer illiquider: Beträge wurden dem Kapitalmarkt entzogen, neue Investitionen blieben aus. Ausgelöst durch den krisenbedingten Liquiditätsbedarf stiegen am Geldmarkt die Zinsen, wodurch die Refinanzierung der *Conduits* und SPEs nicht mehr gewährleistet werden konnte. Potenzielle Investoren waren nicht mehr bereit, ABCPs zu erwerben.

Zur Ablösung der fälligen ABCPs benötigten die Banken so hohe Summen, dass auch die Liquiditätsbereitstellung zwischen den Banken zum Erliegen kam. Die Phasen und Auswirkungen der Subprime-Krise sind in Abb. 2 zusammengefasst.

## 2. Bilanzielle Auswirkungen der Subprime-Krise

Für Ersteller und Wirtschaftsprüfer werfen die Turbulenzen auf den Kreditmärkten zahlreiche Bilanzierungsfragen auf. Dies betrifft etwa die *Fair Value*-Ermitt-

lung und die damit verbundene Frage nach der Existenz von (noch) aktiven Märkten sowie die Bestimmung eventueller *Impairments*. Ebenfalls betroffen ist die Konsolidierung von *Commercial Paper Conduits* und anderer Zweckgesellschaften. Dabei berührt die Problematik nicht nur die involvierten Zweckgesellschaften, Banken, Fonds und Versicherungen. Auf Grund der hohen Zahl von Finanzinstrumenten, die durch begrenzte Liquidität und veränderte Bedingungen bei der Preisbildung gekennzeichnet sind, müssen auch Industrieunternehmen mit bilanzierten Finanzinstrumenten und deren Abschlussprüfer die aktuellen Fragestellungen berücksichtigen.

### 2.1. Die Bilanzierung von Finanzinstrumenten nach IAS 39 im Überblick

Finanzielle Vermögenswerte sind bei Zugang unter Berücksichtigung markt- und produktspezifischer Voraussetzungen in eine der vier Kategorien des IAS 39 einzuordnen (vgl. Abb. 3).

Sofern die betreffenden Finanzinstrumente hinsichtlich der Laufzeit befristet und durch bestimmbare Zahlungsströme gekennzeichnet sind, ist eine Zuordnung in die Kategorien *Held-to-Maturity* (HtM) und *Loans and Receivables* (LaR) zulässig (IAS 39.9). Diese Voraussetzungen sind bei Verbriefungstiteln in der Regel erfüllt.<sup>2</sup> Bei der Zuordnung zu diesen beiden Kategorien ist zudem die **Existenz eines aktiven Markts** entscheidend. Kann die Existenz bejaht werden, dürfen die Verbriefungstitel nicht als LaR kategorisiert werden. Voraussetzung für eine Kategorisierung als LaR ist zudem: Verluste dürfen lediglich aus einer Verschlechterung der Bonität des Schuldners resultieren (IAS 39.9). Eine Kategorisierung als *Fair Value Through Profit & Loss* (FVTPL) resultiert sowohl bei einer kurzfristigen Gewinnerzielungsabsicht als auch grundsätzlich für Derivate, die nicht in Sicherungsbeziehungen eingebunden sind. Die Kategorie *Available-for-Sale* (AfS) ist nach der Konzeption des IAS 39 die Sammelposition für Wertpapiere, die nicht vorrangig einer anderen Kategorie zuzuordnen sind.

Die **Zugangsbewertung** erfolgt nach den Vorschriften des IAS 39 grundsätzlich zum *Fair Value*. Die Behandlung

<sup>2</sup> Vgl. RIC (2007), S. 2, sowie IDW (2007), S. 3.

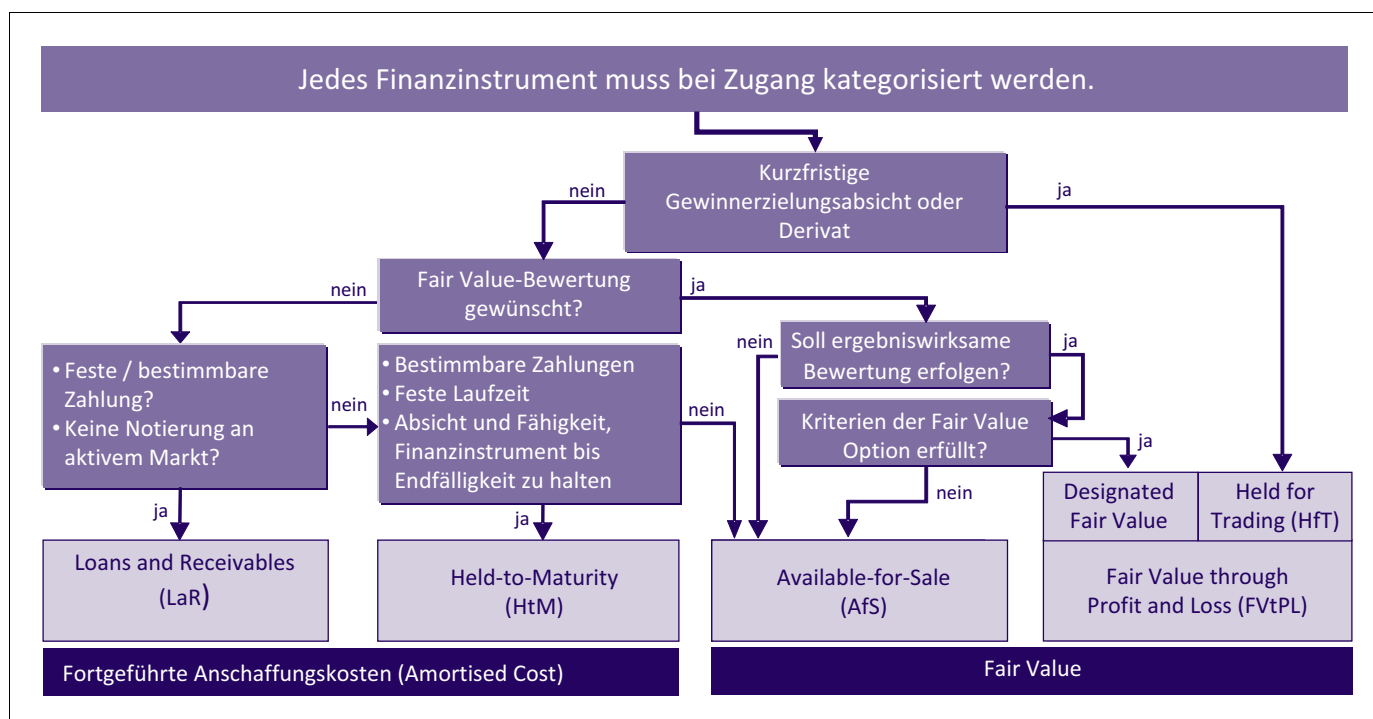


Abb. 3: Kategorisierung der Finanzinstrumente nach IAS 39

von Transaktionskosten ist in Abb. 4 dargestellt.

Die **Folgebewertung** von Finanzinstrumenten erfolgt nach den Vorgaben des IAS 39 für die jeweils einschlägige Kategorie. Finanzielle Vermögenswerte der Kategorien FVTPL und AfS werden zum *Fair Value* folgebewertet. Während Wertänderungen in der Kategorie *Fair Value through Profit & Loss* (FVTPL) ergebniswirksam zu erfassen sind (IAS 39.55(a)), erfolgt bei *Available for Sale* (AfS)-Beständen grundsätzlich eine erfolgsneutrale Verbuchung im Eigenkapital (IAS 39.55(b)). In den Kategorien HtM und LaR ist die Folgebewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten (*Amortised Cost*) unter Anwendung der Effektivzinsmethode durchzuführen (IAS 39.46, vgl. zudem Tab. 1).

**Gerade in der derzeitigen Marktsituation muss das bilanzierende Unternehmen intensiv prüfen, ob (noch) ein aktiver Markt vorhanden ist.**

In den Kategorien AfS, HtM und LaR muss zudem ein **Impairment-Test** nach den Vorschriften des IAS 39.58–70 durchgeführt werden. In der Kategorie FVTPL ist dies nicht notwendig, da auch

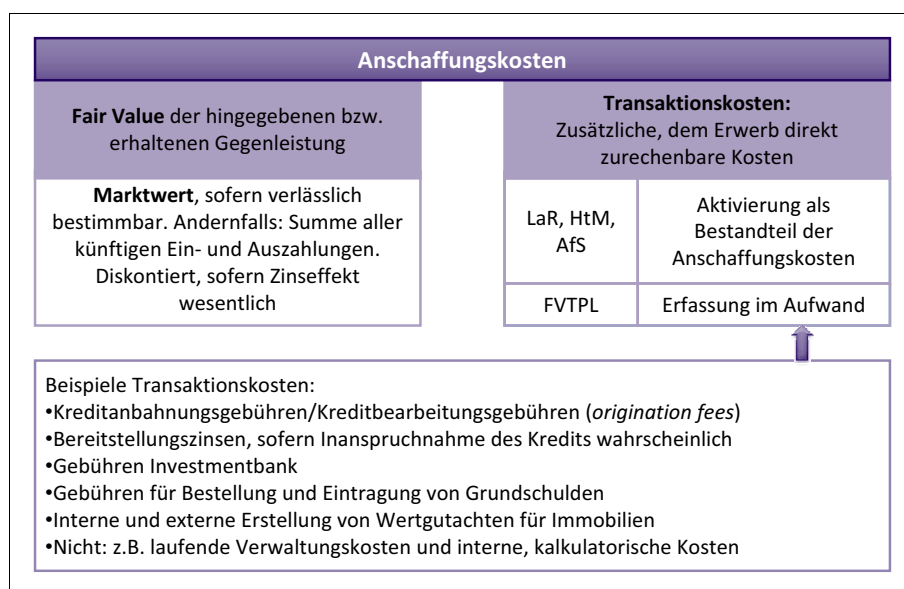


Abb. 4: Behandlung von Transaktionskosten

|                          | FVTPL          | AfS            | HtM            | LaR            |
|--------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Bewertungsmaßstab</b> | Fair Value*    | Fair Value*    | Amortised Cost | Amortised Cost |
| <b>Wertänderung</b>      | Erfolgswirksam | Erfolgsneutral | ./.            | ./.            |
| <b>Impairment-Test</b>   | Nein           | Ja             | Ja             | Ja             |

\* Ausnahme: Es existiert kein aktiver Markt und der *Fair Value* ist anderweitig nicht zuverlässig bestimmbar.

Tab. 1: Folgebewertung

| Fair Value-Hierarchie des IAS 39                                                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|----------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Existenz eines aktiven Marktes (IAS 39.AG71-73: Fair Value auf Basis notierter Preise) |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Stufe 1                                                                                | <ul style="list-style-type: none"><li>• <b>Preis am Abschlussstichtag</b></li><li>• Sofern anstelle eines Preises ein Zinssatz auf einem aktiven Markt notiert ist, wird dieser bei der Bewertungsmethode zur Bestimmung des Fair Value verwendet.</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| Stufe 2                                                                                | <ul style="list-style-type: none"><li>• <b>Preis kurz vor dem Abschlussstichtag</b></li><li>• Dieser Preis ist anzupassen, wenn sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen seit dem Transaktionszeitpunkt wesentlich verändert haben (z.B. Änderung des risikolosen Zinssatzes nach der jüngsten Notierung des Kurses einer Industrieanleihe).</li><li>• Wenn anstelle eines Preises ein Zinssatz einschlägig ist (s.o. Stufe 1) und dieser kein Ausfallrisiko oder andere Faktoren beinhaltet, die von den Marktteilnehmern bei der Bewertung des Instruments berücksichtigt werden würden, hat das bilanzierende Unternehmen den Zinssatz um diese Faktoren anzupassen.</li></ul> |
| Kein aktiver Markt (IAS 39.AG74-79: Fair Value-Ermittlung durch Bewertungsmethoden)    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Stufe 3                                                                                | <ul style="list-style-type: none"><li>• Verwendung der <b>jüngsten Geschäftsvorfälle</b> mit gleichartigen Finanzinstrumenten.</li><li>• Die Transaktionen mit gleichartigen Finanzinstrumenten müssen dabei zwischen sachverständigen, vertragswilligen und unabhängigen Geschäftspartnern durchgeführt worden sein.</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Stufe 4                                                                                | <ul style="list-style-type: none"><li>• Vergleich mit dem aktuellen Fair Value eines anderen, <b>im Wesentlichen identischen Finanzinstruments</b>.</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Stufe 5                                                                                | <ul style="list-style-type: none"><li>• Anwendung von <b>Bewertungsmodellen</b>.</li><li>• Z.B. Discounted Cash Flow-Verfahren, Optionspreismodelle oder andere von Marktteilnehmern für die Bewertung des betreffenden Finanzinstruments üblicherweise verwendete Bewertungsmethoden.</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |

Abb. 5: Fair Value-Ermittlung nach IAS 39

| Fair Value-Hierarchie des SFAS 157 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Ebene 1                            | <ul style="list-style-type: none"><li>• <b>In einem aktiven Markt notierte Preise</b> für identische Vermögenswerte oder Schulden stellen die <b>verlässlichste Grundlage</b> für die Bestimmung des Fair Value dar (z.B. an Börsen notierte Preise).</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Ebene 2                            | <ul style="list-style-type: none"><li>• Kann ein Marktpreis im Sinne von Ebene 1 nicht ermittelt werden, sind <b>notierte Preise in einem aktiven Markt für ähnliche Vermögenswerte oder Schulden</b> als Bewertungsmaßstab heranzuziehen. Dieser Wertmaßstab weist definitionsgemäß bereits eine geringere Verlässlichkeit als Ebene 1 auf.</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Ebene 3                            | <ul style="list-style-type: none"><li>• Sind zur Ermittlung des Zeitwertes bestimmter Vermögenswerte und Schulden keine „observable inputs“ im Sinne der Ebenen 1 und 2 verfügbar, müssen „unobservable inputs“ herangezogen werden.</li><li>• SFAS 157 stellt explizit klar: <b>Auch bei der Ermittlung der „unobservable inputs“ ist weiterhin auf Marktgrößen abzustellen.</b></li><li>• Dabei ist wie folgt vorzugehen: Bei der Bewertung sind diejenigen Annahmen zugrunde zu legen, die ein Marktteilnehmer nach Auffassung des Unternehmens verwenden würde, um einen Preis für den Vermögenswert bzw. die Schuld zu ermitteln.</li></ul> |

Abb. 6: Fair Value-Ermittlung nach SFAS 157

außerordentliche Wertminderungen automatisch ergebniswirksam erfasst werden. Sofern bei AfS-Beständen ein *Impairment*-Bedarf festgestellt wird, ist der direkt im Eigenkapital angesetzte kumulierte Verlust aus der Neubewertungsrücklage zu entfernen und ergebniswirksam zu erfassen (IAS 39.67, vgl. zum *Impairment*-Test Abschnitt 2.3).

2.2. Bestimmung des beizulegenden Zeitwerts

Der beizulegende Zeitwert (*Fair Value*) eines Finanzinstruments ist der Betrag, zu dem zwischen sachverständigen, voneinander unabhängigen und vertragswilligen Transaktionspartnern ein Vermögenswert getauscht oder eine Schuld beglichen werden könnte (IAS 39.9).

**Entscheidend** für die Ermittlung des beizulegenden Zeitwerts ist, ob von der **Existenz eines aktiven Markts** ausgegangen werden kann. Die *Fair Value*-Ermittlung erfolgt gemäß IAS 39.48 f. i.V.m. IAS 39.AG69-AG82 anhand der nebenstehenden **5-stufigen Hierarchie** in Abb. 5:<sup>3</sup>

2.2.1. Exkurs: Korrespondierende US-GAAP-Regelung

SFAS 157 *Fair Value Measurements* definiert den **Fair Value** als den Preis, der beim Verkauf eines Vermögenswerts erzielt werden kann oder als den Preis, der zu bezahlen ist, um eine Schuld zu begleichen oder zu übertragen. Dabei werden gewöhnliche Transaktionen zwischen Marktteilnehmern auf dem Markt unterstellt, in dem das rechnungslegende Unternehmen üblicherweise tätig ist.

Die *Fair-Value*-Hierarchie des SFAS 157 legt fest, dass die der Zeitwertermittlung zugrunde liegenden Inputparameter nach deren Verlässlichkeit auf Basis einer **3-stufigen Hierarchie** zu berücksichtigen sind (vgl. Abb. 6). Die Ausgangswerte der ersten beiden Hierarchieebenen beruhen auf beobachtbaren Inputdaten (*observable inputs*), wohingegen die Ausgangswerte auf der dritten Hierarchieebene aus nicht beobachtbaren Inputdaten (*unobservable inputs*) hervorgehen.

Das Center of Audit Quality (CAQ) kommt vor dem Hintergrund der US-Im-

<sup>3</sup> Darstellung entsprechend RIC (2007), S. 4 f.



mobiliienkrise zu folgenden Ergebnissen:<sup>4</sup>

1. Obwohl die *Subprime*-Krise zu einer wesentlich geringeren Zahl an Markttransaktionen geführt hat, sollten weiterhin – sofern verfügbar – die **notierten Marktpreise** zur Bestimmung des *Fair Value* verwendet werden, auch wenn das Transaktionsvolumen aktuell unter dem normalen, in der Vergangenheit beobachteten Niveau liegt.
2. Der *Fair Value*-Hierarchie des SFAS 157 folgend, müssen **andere verfügbare Marktdaten** zur Ermittlung der beizulegenden Zeitwerte verwendet werden, wenn keine notierten Marktpreise verfügbar sind. Z.B. können in diesem Zusammenhang auch Marktpreise von Geschäften mit vergleichbaren finanziellen Vermögenswerten oder auch mit Kreditindizes herangezogen werden.
3. Unternehmen müssen **Verluste aus Abschreibungen** auf die betroffenen Finanzinstrumente (z.B. ABS und ABCP) auch dann erfolgswirksam ausweisen, wenn das Management davon ausgeht, die Finanzinstrumente bis zur Beruhigung der Marktturbulenzen zu halten (z.B. *Impairment* bei HtM-Beständen).

### 2.2.2. Beurteilung der Existenz eines aktiven Markts

Um die 5-stufige Hierarchie des IAS 39 anwenden zu können, ist insbesondere während der *Subprime*-Krise die Fragestellung von Bedeutung, ob der Markt für das betroffene Finanzinstrument als (noch) aktiv qualifiziert werden kann. Von einem **aktiven Markt** ist generell auszugehen, sofern die folgenden Voraussetzungen **kumulativ erfüllt** sind:

- Homogenität der auf dem betreffenden Markt gehandelten Produkte.
- In der Regel jederzeitige Verfügbarkeit vertragswilliger Verkäufer und Käufer.
- Die auf dem Markt geltenden Preise stehen der Öffentlichkeit zur Verfügung.

Ergänzend zur allgemeinen Definition enthält IAS 39 darüber hinaus zusätzliche und **präzisierende Erfordernisse** für Finanzinstrumente. Der Markt für ein Finanzinstrument gilt dann als aktiv,

wenn notierte Preise leicht und regelmäßig (*readily and regularly*) von einer Börse, einem Händler oder Broker, einer Branchengruppe, einer Preis-Service-Agentur (z.B. Bloomberg oder Reuters) oder einer Aufsichtsbehörde verfügbar sind (IAS 39.AG71). Voraussetzung ist außerdem: Den Preisnotierungen liegen tatsächliche und regelmäßig auftretende (*actual and regularly*) Markttransaktionen auf „*arm's-length*“-Basis zu Grunde (IAS 39.AG71). Grundsätzlich ist bei allen Preisnotierungen auf organisierten Märkten (i.S.d. § 2 Abs. 5 WpHG) von einem aktiven Markt auszugehen, da Preise leicht und regelmäßig verfügbar sind und ihnen auch tatsächliche, sich im Normalfall regelmäßig ereignende Markttransaktionen zugrunde liegen.<sup>5</sup> Ob es sich im Einzelfall tatsächlich um einen leicht und regelmäßig verfügbaren Preis handelt, ist unter Berücksichtigung der Aktualität der zum jeweiligen Abschlussstichtag verfügbaren Preisnotierungen einzuschätzen.<sup>6</sup> Ein konkreter Zeithorizont für die Akzeptanz länger zurückliegender Preisnotierungen als Bewertungsmaßstab ist dabei nicht vorgegeben.<sup>7</sup>

#### Hinweis:

Eine Einzelfallbeurteilung ist insbesondere in der *Subprime*-Krise erforderlich, da das Handelsvolumen an den hier einschlägigen organisierten Märkten in der jüngeren Vergangenheit sehr niedrig war.

Verbindliche An- und Verkaufspreise werden beim Handel mit Finanzinstrumenten von sog. *Market Makern* gestellt. Die Tätigkeit von einem oder mehreren **Market Makern** in einem bestimmten Markt, kann als **Indikator** für die Aktivität des Marktes gewertet werden. **Gegen** die Existenz eines aktiven Marktes spricht allerdings die Situation, in der *Market Maker* sog. Abwehrpreise, zu denen die Durchführung von Transaktionen nicht ernsthaft beabsichtigt ist, veröffentlichten.<sup>8</sup> *Market Maker*-Preise im Sinne verbindlicher An- und Verkaufspreise müssen zudem von sog. indikativen Kursen abgegrenzt werden. Den z.B. von Preis-Service-Agenturen (wie z.B. Bloomberg und Reuters) bereitgestellten indikativen Kursen mangelt es einerseits an der notwendigen Verbindlichkeit, andererseits liegen ihnen keine Markttransaktionen zugrunde.<sup>9</sup>

#### Hinweis:

Sofern die Existenz eines aktiven Markts gegeben ist, haben die bilanzierenden Unternehmen keine Möglichkeit, von den notierten Preisen abzuweichen, etwa um den Betrag der Abschreibungen auf die von der *Subprime*-Krise betroffenen Finanzinstrumente durch die Anwendung von Bewertungsmodellen einzugrenzen.

Es gilt uneingeschränkt das **Primat der Marktbewertung** und zwar auch dann, wenn basierend auf einem Bewertungsverfahren ein abweichender *Fair Value* resultiert.<sup>10</sup> Dieser Grundsatz gilt auch für die Bewertung von Wertpapieren in der *Subprime*-Krise (z.B. ABS, ABCP), für die gegenwärtig nur sehr wenige

**Es entsteht der Eindruck, bei den aktuellen Marktturbulenzen handle es sich nicht nur um eine finanzielle Krise, sondern auch um eine Krise der Berichterstattung.**

Markttransaktionen beobachtbar sind. Die Möglichkeit zur Anwendung von Bewertungsverfahren besteht nur, wenn das bilanzierende Unternehmen nachweist, dass der betreffende Markt nicht mehr aktiv ist bzw. der letzte verfügbare Transaktionspreis nicht dem *Fair Value* im Sinne des IAS 39 entspricht. Dies kann der Fall sein, wenn der letzte Transaktionspreis nicht unter freien Marktbedingungen zustande gekommen ist, sondern lediglich den Betrag repräsentiert, den ein Unternehmen aufgrund von Notverkäufen, erzwungenen Geschäften oder zwangsweisen Liquidationen erzielen würde (IAS 39.AG72). In diesem Fall kann der beizulegende Zeitwert sachgerechter durch Bewertungsverfahren der 3.–5. Stufe der *Fair Value*-Hierarchie des IAS 39 ermittelt bzw. angepasst werden.

In zeitlicher Hinsicht ist für die Bewertung eines Finanzinstruments der notierte Preis auf einem aktiven Markt **am Abschlussstichtag** zu verwenden. Auf

<sup>4</sup> Vgl. zu Folgendem: CAQ (2007), Measurements of *Fair Value* in Illiquid (or Less Liquid) Markets, S. 2–7.

<sup>5</sup> Vgl. RIC (2007), S. 8.

<sup>6</sup> Vgl. RIC (2007), S. 8.

<sup>7</sup> Vgl. RIC (2007), S. 8.

<sup>8</sup> Vgl. hierzu RIC (2007), S. 8.

<sup>9</sup> Vgl. RIC (2007), S. 9.

<sup>10</sup> Vgl. RIC (2007), S. 10.

Märkten mit stark verminderter Handelsaktivität liegen häufig keine notierten Preise am oder kurz vor dem Abschlussstichtag vor. In welchem Umfang weiter in der Vergangenheit zurückliegende Transaktionen für die Zeitwertermittlung verwendet werden können, unterliegt ebenfalls einer Einzelfallbeurteilung. Wenn in den Märkten für *Subprime*-Papiere keine aktuellen Preisnotierungen verfügbar sind, gibt der **Preis der letzten durchgeführten Transaktion** (*the most recent transaction*) Hinweise auf den *Fair Value* am Abschlussstichtag (IAS 39.AG72). Dies gilt unter der **Voraussetzung**, dass sich die wirtschaftlichen Verhältnisse (*economic circumstances*) seit dem Zeitpunkt der letzten Transaktion nicht wesentlich verändert haben (IAS 39.AG72). Sofern dagegen von einer wesentlichen Veränderung der wirtschaftlichen Verhältnisse auszugehen ist, muss der verfügbare Transaktionspreis ebenfalls nach IAS 39.AG72 in sachgerechter Weise angepasst werden. Diese Anpassung kann z.B. durch Zu- bzw. Abschläge in Abhängigkeit von der Entwicklung eines Index erfolgen.

#### Hinweis:

Bei Verbriefungswertpapieren kann hierzu z.B. der ABX-Index unter Berücksichtigung des Zeitpunkts der originären Kreditgewährung (sog. *vin-tage*) und des Ratings der verbrieften Kredite verwendet werden.<sup>11</sup> Eine Preisanpassung aufgrund von Preisverzerrungen, die aus Übertreibungen oder Überreaktionen von Marktteilnehmern resultieren, kommt dagegen nicht in Betracht. Es bleibt in diesem Fall bei dem Grundsatz, dass Marktpreise den bestmöglichen objektiven Hinweis für die Höhe des *Fair Value* darstellen.<sup>12</sup>

Damit die Voraussetzungen für einen (ggf. „noch“) aktiven Markt nicht mehr als erfüllt gelten können, müssen sehr tiefgreifende Veränderungen eintreten. Dies ist z.B. der Fall, wenn sich Käufer und/oder Verkäufer vollständig und längerfristig aus dem Markt zurückziehen und eine Marktliquidität daher nicht mehr feststellbar ist.<sup>13</sup> Das Rechnungslegungs Interpretations Committee (RIC) nennt als **Beispiel** für eine derartige Situation den folgenden Fall: Der Handel kommt zum Erliegen, da ein *Market Maker* über einen längeren Zeitraum keine verbindlichen Kurse mehr stellt und auch keine Markttransaktionen zu beobachten sind.<sup>14</sup>

Gerade in der derzeitigen Marktsituation muss das bilanzierende Unternehmen **intensiv prüfen**, ob (noch) ein aktiver Markt vorhanden ist. Dies gilt vor allem für die Finanzinstrumente, für die in einem früheren Abschluss die Einschätzung getroffen wurde, dass ein aktiver Markt vorliegt. Erst wenn diese Prüfung abgeschlossen und nachvollziehbar dokumentiert ist, sind zur Ermittlung des *Fair Value* der betroffenen Verbriefungstitel die Bewertungsmethoden der Stufen 3–5 der *Fair Value*-Hierarchie des IAS 39 heranzuziehen.

#### 2.2.3. Fair Value-Ermittlung in nicht mehr aktiven Märkten

Sofern nicht mehr von der Existenz eines aktiven Marktes ausgegangen werden kann, darf und muss das bilanzierende Unternehmen den beizulegenden Zeitwert des betroffenen Finanzinstruments durch eine **Bewertungsmethode** ermitteln. Auf der 4. Stufe der Hierarchie des IAS 39 kommt hier ein Vergleich mit dem aktuellen *Fair Value* eines anderen, jedoch in den wesentlichen Punkten identischen Finanzinstruments zur Anwendung. Ist ein solcher Vergleich nicht möglich, ist der *Fair Value* auf der 5. Stufe im Wege eines DCF (*Discounted Cash-Flow*)-Verfahrens oder mittels Optionspreismodellen zu ermitteln (IAS 39.AG74).

#### Achtung:

Zu beachten ist in diesem Zusammenhang: Das „Verschwinden“ eines zuvor aktiven Markts hat keinen Einfluss auf die Zuordnung des Finanzinstruments in die Kategorien des IAS 39 (HtM, AfS, LaR, FVTPL). Umklassifizierungen sind nur in Übereinstimmung mit den engen Vorgaben in IAS 39.50–54 zulässig.<sup>15</sup>

Die *Fair Value*-Ermittlung mit Hilfe von Bewertungsmethoden hat gemäß IAS 39.48 f. und IAS 39.AG74 ff. auf der Grundlage marktnaher Inputfaktoren zu erfolgen. Dabei sind auch die Auswirkungen der verringerten Marktliquidität zu berücksichtigen. Bei der Diskontierung zukünftiger erwarteter Zahlungsströme wird empfohlen, der mangelnden Liquidität durch einen Aufschlag auf den fristenkongruenten risikolosen Zinssatz Rechnung zu tragen. Wenn sich auf Basis der beobachtbaren Marktlage jedoch ein höherer Zinssatz ergibt, ist dieser für die Diskontierung der erwarteten *Cash Flows* zwingend heranzuziehen.<sup>16</sup>

Aus Sicht der Abschlussprüfung ist in diesem Zusammenhang insbesondere der *Audit Practice Alert No. 2* des Public Company Accounting Oversight Boards (PCAOB) von Bedeutung. Das PCAOB stellt klar, dass nicht nur eine **Falschdarstellung** der „harten Zahlen“, sondern auch eine nicht angemessene Darstellung in den Notes zu einem „*misstatement of financial statements*“ führen kann.<sup>17</sup> Gerade in der aktuellen Marktsituation sind die Abschlussadressaten auf eine vollständige, angemessene und standardkonforme Offenlegung angewiesen. Aufgrund der z.T. hochkomplexen Bewertungsmodelle unterstreicht das PCAOB unter Verweis auf den einschlägigen US-Prüfungsstandard (AU sec. 328) die Notwendigkeit, Experten in die Abschlussprüfung einzubinden, wenn das verantwortliche Prüfungsteam selbst nicht über ausreichende Fachkenntnisse verfügt.<sup>18</sup> Im Rahmen der Prüfung von IFRS-Abschlüssen (z.B. nach *International Standards on Auditing* (ISA) oder IDW-Prüfungsstandards) gilt dies analog. Nutzt das rechnungslegende Unternehmen **externe Bewertungsdienstleister**, muss der Abschlussprüfer die Qualität der externen Dienstleister, deren Arbeitsergebnisse und die der Bewertung zugrunde liegenden Annahmen beurteilen. Gerade vor dem Hintergrund der Kreditmarktkrise **reicht es nicht aus**, sich auf die Bewertungsgutachten zu verlassen, ohne deren Qualität und Standardkonformität im Detail zu beurteilen.

#### 2.3. Behandlung einer ermittelten Wertminderung von Finanzinstrumenten nach IAS 39

Werden erworbene Wertpapiere einer der Kategorien HtM, LaR oder AfS zugeordnet, ist gem. IAS 39.58 ff. zu jedem Abschlussstichtag zu untersuchen, ob objektive Hinweise vorliegen, die auf eine **Wertminderung hindeuten** (*Impairment-Test*). Lediglich bei der Kategorie FVTPL ist diese Untersuchung nicht erforderlich, da ein mögliches *Impairment* automatisch ergebniswirksam erfasst wird.

<sup>11</sup> Vgl. RIC (2007), S. 11.

<sup>12</sup> Vgl. RIC (2007), S. 11.

<sup>13</sup> Vgl. RIC (2007), S. 12.

<sup>14</sup> Vgl. RIC (2007), S. 12.

<sup>15</sup> Vgl. RIC (2007), S. 13, sowie IDW (2007), S. 3 f.

<sup>16</sup> Vgl. RIC (2007), S. 13.

<sup>17</sup> Vgl. PCAOB (2007), S. 7.

<sup>18</sup> Vgl. PCAOB (2007), S. 7 f.

Der *Impairment*-Test erfolgt auf 2 Stufen:

- Zunächst muss der Bilanzierende zu jedem Bilanzstichtag prüfen, ob objektive Hinweise (*triggering events*) vorliegen, die auf verringerte Cash-Flows aus den finanziellen Vermögenswerten hindeuten (IAS 39.58).
- Erst wenn derartige Hinweise vorliegen, wird auf der zweiten Stufe überprüft, ob und in welcher Höhe eine Wertminderung zu erfassen ist.

#### Bitte beachten:

Das RIC weist in diesem Zusammenhang unter Verweis auf IAS 39.60 nochmals darauf hin: Die Beendigung eines aktiven Markts aufgrund der **Einstellung des öffentlichen Handels** ist isoliert betrachtet nicht als Hinweis auf ein *Impairment* zu werten.<sup>19</sup> Das Verschwinden eines aktiven Markts **infolge finanzieller Schwierigkeiten** ist dagegen als Hinweis auf ein *Impairment* zu werten (IAS 39.59(e)).

Objektive Hinweise für eine Wertminderung im Rahmen eines *Triggering Events* (auslösenden Ereignisses) sind gemäß IAS 39.59 u.a. gegeben, wenn

- erhebliche finanzielle Schwierigkeiten des Schuldners,
- eine hohe Wahrscheinlichkeit eines Insolvenzverfahrens oder
- Vertragsbruch vorliegen.

Bei **Verbriefungstiteln** wie ABS und ABCP gilt zudem die Besonderheit, dass zur Bestimmung einer Wertminderung die der Verbriefung zugrunde liegenden Basisgeschäfte herangezogen werden müssen. Als Informationsquelle bieten sich z.B. Treuhänderberichte (*trustee reports*) an.<sup>20</sup> Darüber hinaus reicht bei Verbriefungstiteln eine Gesamtbetrachtung des bilanzierten Portfolios nicht aus. Da Ausfälle meist nicht prozentual, sondern stufenweise den einzelnen ausgeordneten Tranchen der Verbriefungstitel zugeordnet werden, müssen diese **einzel**n untersucht werden.<sup>21</sup> Liegen bei Verbriefungstiteln der Kategorien HtM und LaR objektive Hinweise auf eine Wertminderung vor, muss die Differenz zwischen dem Buchwert und dem Barwert der erwarteten zukünftigen Zahlungsströme unter Berücksichtigung des ursprünglichen Effektivzinssatzes gem. IAS 39.63 erfolgswirksam abgeschrieben werden.

Durch diese Vorgehensweise bei der Bewertung werden bei den Kategorien HtM und LaR grundsätzlich nur die Adressenausfallrisiken erfasst. IAS 39.AG84 eröffnet jedoch die Möglichkeit, den Wertminderungsaufwand aus Praktikabilitäts-erwägungen auf Basis von beobachtbaren Marktpreisen zu ermitteln. Praktisch kommt diese Variante nur für HtM-Papiere in Betracht, da LaR-Papiere definitionsgemäß nicht an einem aktiven Markt notiert sind (IAS 39.9).

Neben der skizzierten Ermittlung einer Einzelwertberichtigung bzw. direkten Abschreibung von Verbriefungstiteln der Kategorien HtM und LaR muss auch geprüft werden, ob eine **Wertberichtigung des Portfolios** in Frage kommt.<sup>22</sup> Bei der Beurteilung ist es gemäß IAS 39.AG89 zulässig, historische Ausfalldaten zu berücksichtigen, wenn diese auf Basis aktueller Prognosen zu künftig erwarteten Ausfällen angepasst werden (IAS 39.AG89).<sup>23</sup>

#### Die Lösung dieses Problems kann nicht in noch mehr Bestimmungen und noch engeren Regeln liegen.

Wird bei einem AfS-Wertpapier ein *Impairment* festgestellt, muss der gesamte bisher erfolgsneutral in der Neubewertungsrücklage im Eigenkapital verbuchte kumulierte Verlust gemäß IAS 39.67 erfolgswirksam erfasst werden. Bei Verbriefungstiteln der AfS-Kategorie ist von einer erfolgswirksam zu erfassenden Wertminderung auszugehen, wenn der vollständige oder teilweise Ausfall einer Tranche wahrscheinlich ist (Adressenausfallrisiko).<sup>24</sup>

#### 2.4. Konsolidierung eines Commercial Paper Conduit (und anderen Zweckgesellschaften)

Im Zusammenhang mit Verbriefungstransaktionen ist auch die Notwendigkeit der Konsolidierung von Zweckgesellschaften zu beurteilen. Zentral ist in diesem Zusammenhang die Frage, ob Banken vor dem Hintergrund der aktuell hohen Inanspruchnahme der Liquiditätslinien (*Liquidity- bzw. CP-Backup-Facility*) verpflichtet sind, die betroffene Zweckgesellschaft entgegen der konzipierten *Off-Balance-Sheet*-Behandlung zu konsolidieren. Materielle **Auswirkungen auf den Konzernabschluss** ergeben sich durch die eventuell nicht mehr realisierbaren finanziellen Vermögenswerte in den Beständen

der Zweckgesellschaften. Ob eine Neu-urteilung hinsichtlich der Konsolidierung der Zweckgesellschaft vorzunehmen ist, wird in SIC-12 nicht explizit geregelt. Da es sich bei SIC-12 jedoch um eine Interpretation von IAS 27 handelt, ist eine Neu-urteilung bei Zweckgesellschaften unter Berücksichtigung allgemeiner Grundsätze erforderlich. IAS 27 schreibt eine Konsolidierung immer dann vor, wenn ein Unternehmen die Kontrolle über ein anderes Unternehmen ausüben kann.

Das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) führt in seinem Positionspapier in Bezug auf die Neu-urteilungspflicht folgende **Beispiele** an:

- Der Erwerb von Teilen der Junior Tranche<sup>25</sup> durch einen Veräußerer, der bislang trotz eines variablen Kaufpreisschlags nicht die Mehrheit der Risiken getragen hat, kann dazu führen, dass ihm nunmehr die Mehrheit der Risiken zuzurechnen ist.<sup>26</sup>
- Sollte dagegen im Zeitablauf eine ursprünglich erwartete Verteilung der Chancen und Risiken nicht eintreten, führt dies für sich genommen nicht zu einer neuen Beurteilung der Konsolidierungspflicht.<sup>27</sup>
- Da in der Praxis Kreditzusagen regelmäßig mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr gewährt werden, wird jährlich über deren Prolongation entschieden. Die Verlängerung einer Zusage löst in der aktuellen Situation eine Neu-urteilung der Konsolidierungspflicht auf Grundlage einer aktuellen Einschätzung zur Verteilung von Chancen und Risiken aus. In diesem Fall sind die Vertragsverhältnisse nur scheinbar unverändert.<sup>28</sup>

Im Ergebnis ist die Konsolidierungsent-scheidung immer dann einer Überprüfung zu unterziehen, wenn sich die Vertragsbedingungen zwischen den an der

<sup>19</sup> Vgl. RIC (2007), S. 13.

<sup>20</sup> Vgl. RIC (2007), S. 6.

<sup>21</sup> Vgl. RIC (2007), S. 6.

<sup>22</sup> Vgl. RIC (2007), S. 7.

<sup>23</sup> Vgl. ebenso IDW (2007), S. 9.

<sup>24</sup> Vgl. RIC (2007), S. 7.

<sup>25</sup> Nachrangige Tranche, die ein schlechteres Rating als die Senior-Tranche erhält und somit bei Verlusten zuerst ausfällt, vgl. IDW (2007), S. 10 f.

<sup>26</sup> Vgl. IDW (2007), S. 11, unter Verweis auf IDW RS HFA 9, Tz. 171.

<sup>27</sup> Vgl. IDW (2007), S. 11, unter Verweis auf IDW RS HFA 9, Tz. 172.

<sup>28</sup> Vgl. IDW (2007), S. 11.



Zweckgesellschaft beteiligten Parteien ändern oder eine der Vertragsparteien Maßnahmen ergreift, um ihre eigene Position zu stärken und dadurch ein größeres Maß an Kontrolle erlangt.

### 3. Schlussfolgerungen

Offensichtlich steht den Anwendern neben dem Kernbereich der Standards noch eine Vielzahl von Interpretationen und Hinweisen – wie oben erläutert etwa die Stellungnahmen von RIC, IDW, CAQ und PCAOB – zur Verfügung, um die aktuell aufgetretenen Probleme der Rechnungslegung zu lösen. Die dargestellten Regelungen scheinen auf den ersten Blick durchaus ausreichend zu sein, um die bilanziellen Auswirkungen der *Subprime*-Krise in all ihren Eventualitäten zu erfassen. Dennoch entsteht der Eindruck, bei den aktuellen Marktturbulenzen handele es sich nicht nur um eine finanzielle Krise, sondern auch um eine Krise der Berichterstattung. Die Schaffung von Vertrauen ist nämlich eine der Kernaufgaben der Rechnungslegung. Durch Transparenz soll genau das verhindert werden, was die letzten Monate geprägt hat: Turbulenzen wegen Unklarheiten und Misstrauen über das Ausmaß der in Bilanzen schlummernden Risiken. Wenn Banken sich in einzelnen Fällen nicht einmal mehr trauen, sich gegenseitig Geld zu leihen, und Gerüchte über bilanzielle Schieflagen binnen weniger Tage als selbsterfüllende Prophezeiung alt-

eingesessene Institute vom Markt fegen, ist die Finanzberichterstattung zumindest mit verantwortlich.

Gerade angesichts der Vielzahl bereits bestehender Regelungen wird deutlich: Die Lösung dieses Problems kann nicht in noch mehr Bestimmungen und noch engeren Regeln liegen. Die Realität ist zu komplex, um sie in Soll und Haben zu pressen. Das „Cookbook-Accounting“, die Rechnungslegung nach Rezept, stößt an ihre Grenzen. So muss die zunehmende Einbindung dynamischer Finanzmärkte in den Kernbereich unternehmerischer Wertschöpfung auch zu einer entsprechend beschleunigten Berichterstattung führen: Man kann nicht „daily trading and quarterly reporting“. Darüber hinaus müssen dem Markt mehr und detailliertere Informationen zur selbständigen Bewertung zur Verfügung gestellt werden. So wird die teilweise verzweifelte und stets für Fehler anfällige Suche nach dem *einen* richtigen „Fair Value“ zunehmend durch die Offenlegung von Szenarien und Input-Faktoren für eine eigene Modellierung durch den Anleger ersetzt. Denn wenn die Aufgabe der Bewertung des berichtenden Unternehmens immer mehr diesem selbst übertragen wird, werden die Investoren zunehmend ihrer Kernaufgabe enthoben. Man darf berechtigt fragen, wofür dann noch Überrenditen realisiert werden sollen. Nicht zuletzt ist eine offene Auseinandersetzung mit Fragen der *Reporting Governance* (als Teil der *Corporate*

*Governance*) gefragt, d.h. wie durch eine verbesserte Aufsicht und Berichtsethik sicher gestellt werden kann, dass der Anleger wirklich „true and fair“ über die wirtschaftliche Lage ins Bild gesetzt wird. Die *Subprime*-Krise hat also vielleicht auch etwas Gutes: sie macht deutlich, dass Handlungsbedarf besteht. Nun muss die Rechnungslegung zeigen, wo sie trotz vielfältiger Neuerungen in den letzten Jahren noch echtes Innovationspotential sieht. Ganz nach *Joseph Schumpeter*: „Der Erschöpfung der Möglichkeiten stehen wir heute nicht näher als zur Steinzeit.“<sup>29</sup>

<sup>29</sup> *Schumpeter, Joseph* (1911): Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung.



#### Ihre Meinung ist uns wichtig!

Wie beurteilen Sie den Beitrag von Brinkmann/Leibfried/Zimmermann in diesem Heft (IRZ 7-8/2008, S. 333 ff.)?

|                             |                          |                          |                          |                          |                          |                          |
|-----------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
|                             | 1                        | 2                        | 3                        | 4                        | 5                        | 6                        |
| <b>fachliche Fundierung</b> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| <b>Praxisbezug</b>          | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| <b>Sprache</b>              | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

(Entsprechend Schulnotensystem: 1 = sehr gut; 6 = ungenügend)

Senden Sie uns Ihre Meinung per  
**Fax: 089/38189-477** oder  
 Email an: [redaktion@irz-online.de](mailto:redaktion@irz-online.de)

# www.vahlen.de

Der einfache Weg zum aktuellen Wirtschaftswissen.



**VERLAG  
VAHLEN  
MÜNCHEN**

## Das bietet Ihnen Vahlen.de:

- Das komplette Verlagsprogramm tagesaktuell und mit vielen zusätzlichen Informationen, wie z. B. Inhaltsverzeichnissen, Rezensionen und Downloads
- Leseproben zu vielen aktuellen Werken
- Monatlicher Newsletter mit aktuellen Programminformationen
- Internet- und E-Mail-Adressen zu unseren Autoren
- Das Zeitschriftenportal u. a. mit den Inhaltsverzeichnissen und Editorials aus »Controlling«, »WiSt«, »Marketing« und »IRZ – Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung«
- E-Archiv mit ausgewählten vergriffenen Titeln als kostenloser pdf-Download