

Bewertungsprobleme und Performancemessung illiquider Wertpapiere und Derivate

Dr. Michael Pietrzak,
Karl-Heinz Bächstädt

Strukturierte Finanzprodukte haben in Folge der Subprime-Krise und der internationalen Überschuldung zu einem enormen Abschreibungsbedarf auf Portfolioinvestitionen bei Banken und Versicherungen geführt. Aufgrund ihrer Komplexität und ihres außerbörslichen Charakters ist eine erhebliche Bewertungsproblematik für derartige Finanzinstrumente entstanden, die auch durch das IFRS-Regelwerk nur bedingt gelöst werden kann. Das erschwert eine valide Performancemessung und Bilanzierung entsprechender Positionen. Derartig strukturierte Finanzprodukte lassen sich unterteilen in originäre Instrumente, die bereits als Ausgangs-/Basisprodukt maßgeschneidert und somit strukturiert sind sowie in derivative Produkte, die als eine Form des Overlay aus Basisprodukten abgeleitet wurden wie zum Beispiel Collateral Debt Obligations (CDOs) aus den diesen zugrunde liegenden Wertpapieren. Als besondere Probleme haben sich die mangelnde Liquidität und das Fehlen eines funktionsfähigen Sekundärmarktes erwiesen. Das Liquiditätsproblem ist strukturierten Produkten per se zum einen systemimmanent aufgrund ihrer individuellen Gestaltung, zum anderen kollabieren Kapitalmärkte in der Regel dann, wenn Produkte oder deren Emittenten insolvent zu gehen drohen. Die Autoren zeigen die aktuelle Situation hierzu am Kapitalmarkt auf und geben Orientierungshilfen für eine adäquate Problemlösung.

BEWERTUNG VON FINANZINSTRUMENTEN NACH IFRS.

Ansatz und Bewertung von Finanzinstrumenten nach den International Financial Reporting Standards (IFRS), zuvor International Accounting Standards (IAS), erfolgt derzeit nach IAS 39 «Finanzinstrumente: Ansatz und Bewertung». Dieser Standard soll bis Ende 2010 durch den neuen Standard IFRS 9 «Finanzinstrumente» ersetzt werden und am 1. Januar 2013 in Kraft treten. Eine vorzeitige Anwendung ist zwar ab 2009 möglich. Allerdings hat die EU-Kommission die sofortige Umsetzung der neuen Regeln in europäisches Bilanzrecht abgelehnt,¹ sodass Unternehmen in Europa sie noch nicht anwenden können. Der erste von drei Teilen (Phasen) der IFRS 9 über die Klassifizierung und Bewertung von Finanzinstrumenten wurde vom International Accounting Standards Board (IASB) am 12. November 2009 veröffentlicht. Teil zwei wird die Bewertung von Finanzinstrumenten zu fortgeführten Anschaffungskosten und zu ihrer Wertminderung, Teil drei die Bilanzierung von Sicherungsbeziehungen (Hedge Accounting) behandeln.

Nach den derzeit geltenden IAS 39 sind Finanzinstrumente beim erstmaligen Ansatz (Erstbewertung) als erfolgswirksam zum beizulegenden Zeitwert einzustufen (IAS 39.43). «Der beizulegende Zeitwert ist der Betrag, zu dem zwischen sachverständigen, vertragswilligen und voneinander unabhängigen Ge-

schäftspartnern ein Vermögenswert getauscht oder eine Schuld beglichen werden könnte.» (IAS 39.9). Das sind regelmäßig die Anschaffungskosten.

Die Bewertungen an den späteren Bilanzstichtagen (Folgebewertungen) hängen von der Zuordnung des Wertpapiers zu einer der vorgegebenen Kategorien ab (IAS 39.45 ff.):

- Bis zur Endfälligkeit gehaltene Wertpapiere (held to maturity)
- Für Handelszwecke gehaltene Wertpapiere (held for trading)
- Zur Veräußerung verfügbare Wertpapiere (available for sale)

Am einfachsten ist die Folgebewertung bei den Wertpapieren, die die Bank (voraussichtlich) bis zum Ende der Laufzeit halten will und kann (held to maturity). Die Bewertung erfolgt grundsätzlich zu den fortgeführten Anschaffungskosten (IAS 39.46). Das ist der Betrag, mit dem ein Wertpapier beim erstmaligen Ansatz bewertet wurde, abzüglich der Tilgungen, zuzüglich oder abzüglich der kumulierten Amortisation einer etwaigen Differenz zwischen dem ursprünglichen Betrag und dem bei Endfälligkeit rückzahlbaren Betrag unter Anwendung der Effektivzinsmethode sowie gegebenenfalls abzüglich Wertminderungen. Außerplanmäßige Abschreibungen sind nur bei dauerhaften Wertminderungen vorzunehmen; sie sind erfolgswirksam zu verbuchen (Differenz zwischen Buchwert und Barwert zu-

künftiger cash flows) (IAS 39.63). Vorübergehende Wertminderungen bleiben unberücksichtigt.

Wertpapiere der beiden anderen Kategorien sind dagegen mit dem beizulegenden Zeitwert zu bewerten. Bei den für Handelszwecke gehaltenen Wertpapieren (held for trading) sind die Abweichungen vom bisherigen Buchwert in der Gewinn- und Verlustrechnung zu erfassen, also erfolgswirksam. Das gilt sowohl für unrealisierte Gewinne als auch für unrealisierte Verluste.² Dagegen werden Abweichungen vom bisherigen Buchwert bei den zur Veräußerung verfügbaren Wertpapieren (available for sale) direkt im Eigenkapital erfasst, also ergebnisneutral. Außerdem führen bei diesen Wertpapieren Wertminderungen zur Ausbuchung der bisher ergebnisneutral verrechneten Verluste aus dem Eigenkapital und zur Erfassung in der Gewinn- und Verlustrechnung (IAS 39.67).

Derivate zählen zu der Kategorie «für Handelszwecke gehalten» (held for trading), soweit sie nicht zur Absicherung gehalten werden (IAS 39.9). Während die Bewertung zu (fortgeführten) Anschaffungskosten relativ leicht durchzuführen ist, wirft die Bewertung mit dem beizulegenden Zeitwert in der Praxis erhebliche Probleme auf.

Zwar gibt IAS 39 Hinweise über die Vorgehensweise und eine Hierarchie vor (IAS 39.A69-A82. Deren Anwendung verlangt IAS 39.48.), doch wenn sich auf den Märkten keine Preise bilden oder diese verzerrt sind, ist auf Bewertungsverfahren zurückzugreifen.

Existieren aktive Märkte mit notierten Preisen (Marktpreisen), sind diese als Ausgangsgrößen zu verwenden und gegebenenfalls um Risikoaspekte zu adjustieren (IAS 39.A71-73).

Wesentlich schwieriger gestaltet sich die Bewertung, wenn keine aktiven Märkte existieren und daher ein Bewertungsverfahren heranzuziehen ist. Dieses soll auf die jüngsten Geschäftsvorfälle zwischen sachverständigen, vertragswilligen und unabhängigen Geschäftspartnern, den Vergleich mit dem aktuellen beizulegenden Zeitwert eines anderen, im Wesentlichen identischen Finanzinstruments, Discounted Cash Flow-Verfahren sowie Optionspreismodelle zurückgreifen. Es soll sich zudem im größtmöglichen Umfang auf Marktdaten und so wenig wie möglich auf unternehmensspezifische Daten stützen. Von einer realistischen Schätzung des beizulegenden Zeitwertes ist auszugehen, wenn das Bewertungsverfahren angemessen die voraussichtliche Bewertung des Finanzinstruments durch den Markt widerspiegeln könnte und die verwendeten Daten angemessen Markterwartungen und Berechnungen der Risiko-Rentabilitätsfaktoren darstellen. Ein Bewertungsverfahren berücksichtigt daher sowohl alle Faktoren, die Marktteilnehmer bei einer Preisfestlegung beachten würden und ist mit den anerkannten wirtschaftlichen Methoden für die Preisfindung von Finanzinstrumenten konsistent (IAS 39.A74-79).

Mit dem Übergang von IAS 39 zu IFRS 9 sind keine grundlegenden Änderungen in der Bewertung der finanziellen Vermögenswerte zu erkennen: Grundsätzlich sind bei der erstmaligen Bewertung weiterhin der beizulegende Zeitwert (zuzüglich Transaktionskosten, wenn der finanzielle Vermögenswert nicht erfolgswirksam zum beizulegenden Zeitwert bewertet wird), bei der Folgebewertung die fortgeführten Anschaffungskosten oder der beizulegende Zeitwert anzusetzen. Eigenkapitalinstrumente, zum Beispiel Aktien und Derivate (außer den Derivaten, die als Sicherungsinstrumente eingesetzt werden), sind mit dem

beizulegenden Zeitwert auszuweisen. Wertveränderungen sind erfolgswirksam zu verbuchen. Wertpapiere mit regelmäßigen Erträgen, zum Beispiel Anleihen, die bis zur Endfälligkeit gehalten werden, sollen zu fortgeführten Anschaffungskosten bewertet werden.

Vor diesem Hintergrund wird deutlich, welche Bedeutung die Frage nach der Bewertung von Wertpapieren, insbesondere von strukturierten Wertpapieren und Derivaten, gewinnt, bei denen ein Marktpreis nicht zu beobachten ist.

FOLGEN DER SUBPRIMEKRISE UND PORTFOLIOINVESTITIONEN VON BANKEN UND VERSICHERUNGEN.

Stetig steigende Immobilienpreise für Privatimmobilien insbesondere in den USA in den Jahren nach der Jahrtausendwende führten zu einer Blase mit einer massiven Überbewertung von Immobilienbesitz. Damit einher ging ein sehr hoher Verschuldungsgrad der Immobilieneigentümer bei einem Beleihungswert von bis zu 100 Prozent durch Kauf ohne Eigenkapital. Nach US-amerikanischem Insolvenzrecht haftet der private Hauseigentümer aber nur mit der Immobilie selber, nicht jedoch privat mit seinem sonstigen Vermögen. Er konnte also einfach die Hausschlüssel abgeben und die finanzierenden US-Banken blieben bei der Zwangsversteigerung der Immobilien zu reduzierten Marktpreisen auf den Restschulden sitzen, mussten sie abschreiben und gingen so selber in Insolvenz. Durch diese Unterbesicherung fehlten den Immobilienkrediten die Nachhaltigkeit und Substanz. Die Immobilienkredite, insbesondere im Subprime-Segment, wurden in Pakete und strukturierte Produkte gebündelt und so als Asset Backed Securities (ABS) oder besser Mortgage Backed Securities (MBS) in unterschiedlicher Form direkt oder auch indirekt über Derivate am internationalen Bankenmarkt platziert und weiterverkauft.

Durch Handel von Derivaten wie Credit Default Swaps (CDS) auf diese strukturierten Wertpapiere versuchten sich einige Marktteilnehmer gegen diesbezügliche Kursrückgänge abzusichern. Nur jedem Käufer stand eben auch ein Verkäufer von Credit Default Swaps gegenüber, so dass sich die Risiken letztlich nur auf andere Banken und Versicherungen, wie zum Beispiel AIG, verlagerten. Zudem multiplizierten sich die Risiken zum Teil auch dadurch, weil es am Ende mehr CDS als dem zugrunde liegende Wertpapiere beziehungsweise Forderungen (Underlying Issues) gab und sich die Verkäufer der CDS ihrerseits nicht hedgen konnten und somit letztendlich selber short (= Besitzer einer Leerverkaufsposition) waren.

Zahlreiche Banken behielten die Risiken auch einfach in ihrem Portfolio, so zum Beispiel einige private Groß- wie auch Landesbanken in Deutschland, die hierfür eigens gegründete Gesellschaften hatten, so genannte Special Purpose Vehicles (SPVs). Diese Situation führte letztendlich zu einem internationalen Schneeballeffekt und einer Quasi-Insolvenz des internationalen Bankensystems, die nur durch eine konzertierte Aktion der Regierungen und Notenbanken verhindert wurde. Zurück bleiben auch heute noch hohe Bestände an illiquiden strukturierten Subprime-Immobilienkrediten, die nur schwer zu bewerten sind, da es dafür keinen Sekundärmarkt gibt und eine Verwertung der Engagements durch Zugriff auf die diesen zugrunde liegenden Vermögenswerte nur sehr schwer oder gar nicht möglich ist. Im Grundsatz bleibt nur bis zur Fälligkeit der Forderungstranchen

und Produkte abzuwarten, um dann die volle oder teilweise Rückzahlung zu erhalten oder aber bei Nicht-Erfüllung die Insolvenz des Vertragspartners zu beantragen und das Workout des gesamten Immobiliensicherungsbestandes zu veranlassen.

PRODUKTARTEN UND DEREN CHARAKTERISTIKA. Bei den am Markt platzierten Verbriefungsinstrumenten handelt es sich insbesondere um Asset Backed Securities (ABS), Mortgage Backed Securities (MBS) und Collateralized Debt Obligations (CDOs). Hierbei werden Anleihen oder Schuldverschreibungen mit unterschiedlichen Laufzeiten emittiert, die ihrerseits besichert sind mit den ihrem Verwendungszweck verbundenen Sicherheiten wie Leasinggegenständen, Kreditkartenforderungen, Immobilien oder Dritthypothesen. Je nach Laufzeit kann man kurzfristige Notes, Medium Term Notes und längerfristige (5 bis 15 Jahre laufende) Anleihen/Bonds oder Obligationen unterscheiden. Allen drei ist gemeinsam, dass über eine Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle, SPV) forderungsbesicherte strukturierte Wertpapiere platziert und refinanziert werden. Je nach Ausgestaltung werden diese Produkte neben der Besicherung durch die ihnen zugrunde liegenden Immobilien, Darlehen oder Vermögenswerte mit zusätzlichen Kreditverbesserungen (Credit Enhancements) ausgestattet, die ihre Bonität, ihr Rating und ihren Preis beeinflussen. Zu diesen Credit Enhancements gehören unter anderem eine Überbesicherung des zugrunde liegenden Forderungsbestandes, die Aufteilung der Wertpapiere in vor- wie auch nachrangige Tranchen, die Hinterlegung eines Reservekontos, auf dem zwischenzeitliche Liquiditätsüberschüsse angespart werden sowie der Abschluss zusätzlicher Garantien und Kreditversicherungen wie auch der bereits angesprochenen Credit Default Swaps (CDS).

GRUNDLAGEN DER PERFORMANCEMESSUNG. Die Wertermittlung und Performancemessung von Wertpapieren, Fonds und Derivaten orientiert sich einerseits an internationalen Standards wie den Global Investment Performance Standards GIPS, dem Practical Portfolio Performance Measurement Standard des Investment Performance Council und in Deutschland dem DVFA-PPS Performance Presentation Standard der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management³ sowie andererseits an Accounting Grundlagen insbesondere in Europa der IFRS beziehungsweise IAS, ergänzend des US-GAAP, der Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung (GoB) und des deutschen HGB (einschließlich BilMoG). Bei der Performancemessung kommt insbesondere der einheitlichen Zusammenfassung und Bewertung von Basis- und zugehörigen Hedgegeschäften besondere Bedeutung zu. Dies wird als Hedge Accounting bezeichnet.

Veränderungen gegenüber der früheren Rechnungslegung nach HGB a.F. (vor BilMoG) ergeben sich insbesondere bei der Bildung von Bewertungseinheiten aus miteinander verbundenen Finanzinstrumenten sowie die Bewertung entgeltlich erworbener Handelsinstrumente mit ihrem beizulegenden Wert. Eine Bewertungseinheit ist im Handelsbereich produktunabhängig immer dann gegeben, wenn ein Grundgeschäft mit einem damit in unmittelbarem Zusammenhang stehenden gleichartigen Sicherungsgeschäft neutralisiert werden kann. Die Gleichartigkeit muss auch Counterparty-, Währungs-, Settlement- und Abwicklungsrisiken mit berücksichtigen. Nicht realisierte Verluste kön-

nen dabei mit unrealisierten Gewinnen einer Bewertungseinheit aufgerechnet werden. Bezüglich eines dabei entstehenden Gewinnüberschusses erfolgt jedoch eine Ausschüttungssperre. Hinsichtlich der Position muss eine Halteabsicht bestehen, um dieser Form des Makro Hedges Gültigkeit zu verleihen. Die Bewertung sowohl gekoppelter Positionen wie auch einzelner Finanzinstrumente, die an einem aktiven, geregelten Markt gehandelt werden, lehnt sich am sogenannten beizulegenden Zeitwert (fair value) an. Dabei ist eine Bewertungseinheit durch die Kombination eines Grundgeschäftes mit einem dazu gehörigen Hedge Geschäft gekennzeichnet. Wenn auch all diese Regelwerke eine Vielzahl von Bewertungsfragen abdecken, so bleibt es bislang weitestgehend ungelöst, Positionen und Produkte marktgerecht zu bewerten, für die es eben temporär keinen Marktpreis und keinen Primär- oder Sekundärmarkt gibt.⁴

CASH FLOW-MODELLE SOWIE EINSATZ VON CREDIT DEFAULT SWAP RATES. Das Pricing und die Bewertung strukturierter Produkte sowie die damit verbundene Risikoeinschätzung derartiger Instrumente kann durch eine Betrachtung von Cash Flow- Modellen und den Sätzen für darauf gehandelte Credit Default Swaps erfolgen. Cash Flow-Modelle betrachten die aus einem Investment resultierenden Zahlungsströme hinsichtlich Zinsen, Dividenden und Tilgungen in der Zukunft und zinsen diese mit dem laufzeitkongruenten Kapitalmarktzins ab, ergänzt um eine risikoadjustierende Bonitäts-/Insolvenzkomponente, die die Eintrittswahrscheinlichkeit dieser zukünftigen Zahlungsströme und somit die Bonität der vertraglich Verpflichteten schätzt. Diese orientiert sich unter anderem an den Bonitätseinstufungen internationaler Ratingagenturen wie S&P, Moody's oder Fitch und den Spread-Sätzen der dazu gehandelten Credit Default Swaps, die durch additive oder auch multiplikative lineare wie nicht-lineare Einbindung im Rahmen von Faktormodellen Berücksichtigung finden können. Auf diese Art und Weise kann für jedes Produkt ein Barwert beziehungsweise Present Value errechnet werden, der im Rahmen einer Szenarioanalyse und unter Value-at-Risk (VaR) Gesichtspunkten zu einer Verteilung(sfunktion) der zu erwartenden, zukünftigen Renditen, Cash Flows als auch Barwerte selber verdichtet werden kann. Neben den klassischen, eine Normalverteilung unterstellenden Verfahren kommen dabei auch neuere Ansätze in Betracht, die eine Schiefe-Verteilung, eine hyperbolische Verteilung oder eine Risikoverdichtung durch Beschränkung auf Verlustquantile im Sinne eines Conditional Value-at-Risk anwenden.⁵

Die Anwendung derartiger moderner Verfahren wird von den Fachgremien im Rahmen der IAS 39-Rechnungslegung gegenwärtig noch diskutiert, da die damit verbundenen modellinhärenten Annahmen zu einer immer noch zu hohen Quote von systematischen Fehlern führen können und noch zu wenige Erfahrungen damit bestehen. Die jeweiligen Sätze für Credit Default Swaps können relativ zuverlässig aus dem Interbankenmarkt und von Informationsanbietern bezogen werden. Soweit dennoch nicht vorhanden, lassen sie sich aus Vergleichswerten entsprechender Branchen, Länder oder Größenkategorien ableiten. Schwieriger ist hingegen die Bestimmung oder auch Schätzung der Cash Flows, denn die Fähigkeit des Vertragspartners zukünftige Zahlungsverbindlichkeiten zu erfüllen, ist sehr ungewiss. Dies gilt insbesondere bei langfristigen Verträgen, der Ver-

einbarung von Sonderkündigungs- oder auch Sondertilgungsrechten oder Konstruktionen mit variablen, benchmark-orientierten Payments. Hier bleibt nur eine heuristische Szenarioanalyse übrig, die auf die im folgenden Abschnitt erörterten Einflüsse von Rating- und Peer Group-Ansätzen Bezug nimmt.

BEWERTUNG AUF BASIS VON RATING- UND PEER GROUP-ANSÄTZEN. Die Risikobemessung und damit die Bewertung von Produkten und Portfolios auch aus Subprime-Tranchen kann aus dem Rating der Emittenten (Issuer) oder Emissionen (Issues) internationaler Ratingagenturen abgeleitet werden. Dabei kann aus diesen Ratingnoten ein konkreter Credit Score mittels differenzierter statistischer Verfahren errechnet werden, aus dem Barwerte für die Produkte bestimmt werden, soweit kein Markt dafür vorhanden ist und sich auch keine Market Maker Preise (Quotes) dafür finden lassen. Marktschätzungen allein sind a priori erfahrungsgemäß ungeeignet, weil sie sich als nicht aussagekräftig, da nicht handelbar und somit nicht valide, erwiesen haben.

Soweit ein Rating hierzu vorliegt, wird der Ansatz verfolgt, ein Rating für entsprechende Emittenten beziehungsweise Emissionen zu schätzen, indem man diese Tranchen oder Emittenten anhand von betriebswirtschaftlichen Fundamentaldaten wie zum Beispiel Verschuldungs- und Liquiditätsgrade, Buchwerte, Anlagenintensitäten und anderen Bilanzrelationen mit den Wertpapieren oder Emittenten unmittelbarer Wettbewerber vergleicht, für die ein Rating wie auch ein liquider Markt vorhanden sind und so zu einem «Ersatz»-Rating gelangt. Dabei sollen Credit Enhancements wie zum Beispiel Over-Collateralization, Bardepot, Versicherungen oder bevorrechtigte Gläubiger-Rangquoten der jeweiligen Tranchen dieser strukturierten Produkte in die Gesamtbewertung und ihr Pricing mit einbezogen werden. Erfahrungswerte dazu können gegebenenfalls aus den Arbeiten unter anderem der Fair Isaac Inc.⁶ abgeleitet werden, die Erfahrungen im institutionellen Credit Scoring gesammelt hat. Markt- und Bewertungsdaten werden nicht nur von generellen Informations Providern wie Bloomberg⁷ oder Reuters⁸ zur Verfügung gestellt. Unternehmen wie Markit⁹ oder ValuePrice AG¹⁰ liefern darüber hinaus detaillierte Parameterwerte für die Bewertung auch komplexer, illiquider Finanzinstrumente. Dabei kommen unterschiedliche komplexe statistische Verfahren zur Anwendung. Speziell werden Instrumente der Cluster-/Gruppenanalyse eingesetzt, mit denen individuelle Tranchen oder Emittenten zu Bonitätsgruppen als auch Branchen und Regionen oder Kaufkraftzonen und Immobilienpreisindizes zugeordnet werden können.

Des Weiteren werden auch unterschiedliche Optionspreisverfahren für deren bilanzielle Bewertung zugrunde gelegt wie zum Beispiel das Binominalmodell oder das Black-Scholes Verfahren. So kann retrograd aus quotierten oder gehandelten Optionspreisen, auch aus OTC-Transaktionen oder kombinierten Produkten (Compound Produkten), auf den Wert des dem zugrunde liegenden Underlyings (hier Finanzinstrumentes) zurück geschlossen werden, wenn man Modellparameter wie zum Beispiel Volatilität und Zinsstrukturkurse verfügbar hat. Das ist für zahlreiche Markt- oder Produktsegmente in der Praxis durchaus der Fall. Dabei gilt es aber zu berücksichtigen, dass diese letzten quotierten oder gehandelten (Options-)Preise auch repräsentativ sind. Dies ist dann der Fall, wenn das dahinter ste-

hende gehandelte oder handelbare Umsatzvolumen in Relation zum gesamten ausstehenden Emissionsvolumen, dem sogenannten «Open Interest» der gesamten Tranche und/oder des Marktsegmentes einen Anteil von erfahrungsgemäß 5 bis 10 Prozent nicht unterschreitet. Pricing-«Ausreißer» und unrealistische, marktferne Kurse («Mondkurse») sind a priori durch einen Plausibilitätsvergleich herauszufiltern und zu eliminieren. So gelangt man letztendlich zu einem kombinierten, stufenweisen Lösungsansatz für die Bewertung illiquider Positionen.

PORTFOLIO-WORKOUT DURCH ZUGRIFF AUF COLLATERALS UND BASISINSTRUMENTE. Mortgage Backed Securities (MBS) oder Credit Debt Obligations (CDOs) sind in der Regel mit Forderungen aus Hypothekendarlehen und Immobilien besichert. Hier ist im Einzelfall zu prüfen, was konkret diese Sicherungsinstrumente sind und ob vertraglich, und gegebenenfalls unter welchen Bedingungen, ein Zugriff auf dieses Underlying Collateral und somit dessen Verwertung möglich ist. Gegebenenfalls ist – soweit möglich – ein Insolvenzantrag zu diesen Emittenten oder Darlehensschuldern zu stellen, um durch Einleitung des Insolvenzverfahrens eine Zwangsversteigerung auszulösen, aus der heraus ein Objektverkauf mit einem entsprechenden Cash Flow erfolgt oder man tritt selbst als Käufer und Verwerter der Sicherheit (zum Beispiel Immobilie) auf, um diese dann möglichst mit Gewinn in der Folgezeit weiter zu verkaufen. Bis das geschehen ist, legt man zwischenzeitlich regionale Vergleichsobjekte und deren Marktpreise beziehungsweise geschätzten Verwertungserlöse zugrunde, um so einen Bewertungsmaßstab für die Bilanzierung entsprechender Tranchen zu erhalten. Soweit es sich dabei in erster Linie um Bonds handelt, wird der Einsatz eines eigens dafür zu konstruierenden Bondsindex angeregt, der von renommierten Börsenbetreibern wie unter anderem der Gruppe Deutsche Börse mit ihren iboxx Indizes erstellt wird und so zu einem einheitlichen und vergleichbaren Bewertungsmaßstab führen kann.¹¹ Dennoch bleibt das Problem, dass der Zugriff auf Sicherheiten und Vermögenswerte juristisch schwierig und vor allem sehr langwierig sein kann. Zudem gibt es auch zahlreiche Konstruktionen von Financial Subprime Instrumenten, bei denen ein unmittelbarer Vermögenszugriff entweder juristisch gar nicht möglich oder praktisch nicht umsetzbar ist, wie zum Beispiel bei komplexen Pyramiden- oder «Wasserfall»strukturen. In diesen Fällen bleibt letztendlich nur das Bemühen, einen funktionsfähigen Zweitmarkt für diese Instrumente zu schaffen. Darauf wird im folgenden Abschnitt eingegangen.

MÖGLICHKEITEN ZUR SCHAFFUNG EINES SEKUNDÄRMARKTES. Kern der Bewertungsproblematik ist die Situation, dass es zurzeit für viele dieser risikobehafteten Instrumente wie Subprime-Titel keinen oder zumindest keinen funktionsfähigen Sekundärmarkt gibt. Ziel muss es somit sein, eben einen solchen «Markt» zu schaffen, ob als Börse oder als außerbörsliche Handelsplattform. Möglichkeiten, hierzu Marktteilnehmer oder Market Maker zu finden, können durch ein Incentive oder Sponsor-Modell sowohl für Market Maker als auch für Investoren verbessert werden, in dem man diesen Vergütungskomponenten und Rücknahmegarantien gewährt, wenn sie entsprechende Titel kaufen, quotieren oder weiter platzieren. Dabei kann das Sponsoring an Bedingungen wie zum Beispiel Halte-

fristen gebunden werden. Über ein Wertpapierleihe-Konzept können diese auch entsprechende Papiere leer verkaufen, sofern sich dafür Käufer finden. Die Käuferseite zu finden ist natürlich das Hauptproblem in dieser Zeit. Das kann gelöst werden, indem man insbesondere auch den Käufern Rücknahmegarantien beziehungsweise -optionen für entsprechende Papiere gibt. Diese lassen sich gegebenenfalls an gewisse Umstände, Ereignisse und Rahmenbedingungen wie Leitzinsen oder Inflationsraten koppeln. Das ist dann zwar zunächst kein «True Sale» (echter Verkauf), denn die Titel könnten in der Zukunft wieder an den Verkäufer zurückfließen. Es besteht aber auch kein zusätzliches Risiko, denn alternativ – ceteris paribus – hätte man ja die entsprechenden strukturierten Papiere gar nicht erst weiter verkaufen können und gewinnt mit dieser Möglichkeit einen Liquiditätsvorteil. Ein derartiges Geschäftsmodell kann durch eine bestehende Börse, einen Informationsanbieter, eine Institutsgruppe, einen Maklerverbund oder auch eine Non-Profit Organisation in die Wege geleitet werden. Der Gestaltungsspielraum für rechtliche wie gesellschaftliche Konstruktionen dazu ist facettenreich. Zu der rechtlichen Absicherung und der Ausgestaltung der Details wären – schon aus Akzeptanzgründen – Kapitalmarkt- und Bankenaufsicht der jeweils involvierten Staaten einzubeziehen.

ZUSAMMENFASSUNG. Um die Finanzinstitute zu stabilisieren und die Finanzmärkte zu beruhigen, insbesondere weitere hohe Abschreibungen auf illiquide strukturierte Wertpapiere und Derivate möglichst zu vermeiden, wurden von Regierungen, aber auch der Finanzbranche Druck auf die Standardsetter ausgeübt und Ansatz- und Bewertungsvorschriften gelockert, insbesondere für illiquide Wertpapiere und Derivate. Überzeugende Lösungen hatte man aber nicht gefunden, ebenso wenig nachhaltige. Stattdessen hat man mit den ad hoc-Maßnahmen die intertemporale Vergleichbarkeit der Jahresabschlüsse stark beeinträchtigt. Außerdem wurden aufgrund der unterschiedlichen Geschwindigkeit bei der Lockerung der einschlägigen Rechnungslegungsvorschriften in den beiden großen internationalen Rechtskreisen sowie einer ungleich ausgeprägten prag-

matischen Vorgehensweise Wettbewerbsnachteile europäischer Banken in Kauf genommen. Die aufgezeigten Orientierungshilfen präsentieren das breite Spektrum von einzelfallbezogenen Ansätzen, um die Bewertungsprobleme illiquider strukturierter Wertpapiere und Derivate zu reduzieren sowie eine Performancemessung zu ermöglichen. Aber auch sie liefern ausreichend Diskussionsstoff für Banken, Wirtschaftsprüfer und Aufsichtsbehörden, schon allein aufgrund der unterschiedlichen Interessenlagen.

Fussnoten

- 1 Vgl. zum Beispiel Fromme, Herbert, Hönighaus, Reinhard, Brüssel stoppt neue Bilanzregeln. Tiefe Spaltung von Banken und Versicherungen führt zur Blockade in der EU – Neuer IFRS-Standard kommt frühestens 2010, in: Financial Times Deutschland, 13. November 2009, S. 17; o.V., Schadensbegrenzung im Bilanzstreit, in: Handelsblatt, 16. November 2009, S. 40-41.
- 2 Zu der Berücksichtigung von Gewinnen und Verlusten, die aus der Bewertung zum Zeitwert resultieren siehe IAS 39.55.
- 3 Zu den Standards siehe zum Beispiel DPG Deutsche Performancemessungs-Gesellschaft für Wertpapierportfolios mbH, Frankfurt am Main, <http://www.dpg.de>, Deutsches Aktieninstitut (DAI), Frankfurt am Main, <http://www.dai.de>, sowie DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V., Dreieich, <http://www.dvfa.de>, jeweils Geschäftsbericht 2009.
- 4 Vgl. hierzu auch Schmielewski, Ernst, Quantitative Messung der Liquiditätsrisiken, in: Risiko-Manager, Heft 21/2008, S. 1-6.
- 5 Vgl. Eberlein, Ernst, Levy Prozesse, Arbeitspapier, Universität Freiburg i.B., Freiburg 2008.
- 6 <http://www.fico.com>
- 7 <http://www.bloomberg.com>
- 8 <http://www.reuters.com>
- 9 <http://www.markit.com>
- 10 <http://www.valueprice.eu>
- 11 Vgl. Gruppe Deutsche Börse AG, Geschäftsbericht 2009, Frankfurt am Main 2010 und <http://deutsche-boerse.com>

AUTOREN

Diplom-Kaufmann Dr. Michael Pietrzak, Diplom-Kaufmann und Certified Rating Advisor Karl-Heinz Bächstädt, beide Unternehmensberater bei der Rating & Risk Consulting GmbH, www.ratingrisk.de

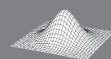
ÜBERRASCHUNGEN...

...gerne zum Geburtstag, nicht im Kreditportfolio.

Wir entwickeln individuelle Frühwarnsysteme und Verhaltens-Scorings für Ihre Kreditportfolios.

Als Spezialberater im Bereich Risikomanagement unterstützen wir Sie auch bei der Konzeption, Entwicklung und Implementierung von Lösungen weiterer Herausforderungen im Risikomanagement.

Herausforderung Risikomanagement
Fokussiert. Erfahren. Individuell Entwickelt.



Risk Research
www.risk-research.de