

Finanzkrise: Die Rolle der Rechnungslegung

von Joachim Gassen

Zusammenfassung: Eine der wesentlichen Gründe für das Entstehen und den Verlauf der Finanzkrise dürfte in der Intransparenz moderner Kapitalmärkte liegen. Diese Intransparenz begünstigt einerseits das Entstehen von spekulativen Blasen. Andererseits ist die mangelnde Transparenz wohl wesentlich für die vielfach konstatierte Vertrauenskrise innerhalb des Finanzsektors und zwischen Banken und Nicht-Banken. Intransparenz resultiert aus Informationsasymmetrien und die Reduktion von Informationsasymmetrien ist die Aufgabe der Rechnungslegung. Dementsprechend soll in dem vorliegenden Beitrag die Rolle der Rechnungslegung im Rahmen der Finanzmarktkrise diskutiert werden.

Hierfür wird im ersten Abschnitt zunächst die Aufgabe der Rechnungslegung definiert und präzisiert. Anschließend wird der institutionelle Rahmen der Rechnungslegung insbesondere in Bezug auf die Bewertung von Finanzinstrumenten in der gebotenen Kürze dargestellt. Im zweiten Abschnitt wird diskutiert, inwiefern die Bewertungs- und/oder die Koordinationsfunktion der Rechnungslegung mit dem Verlauf der Finanzkrise in Verbindung gebracht werden können. Der dritte Abschnitt dient der kritischen Diskussion der aktuellen regulatorischen Reformbestrebungen vor dem Hintergrund des aufgespannten theoretischen Rahmens. Der letzte Abschnitt fasst die Ergebnisse der Analyse zusammen und wagt einen regulatorisch-normativen Ausblick.

Summary: This paper analyzes the role of financial accounting and reporting in the current financial crisis. Starting outlining the objectives of financial accounting and giving a brief overview over the relevant accounting standards for financial instruments, it highlights the potentially pro-cyclical dynamics of regulations or private contracts which are statically linked to financial accounting outcomes. Also, it surveys the current analytical literature which investigates the relation between market-based accounting standards and real investment activity. In closing, it discusses current regulatory changes in the realm of financial accounting and proposes further steps of regulatory action.

1 Institutioneller Rahmen

1.1 Aufgaben der Rechnungslegung

Rechnungslegung ist definiert als die Erstellung und öffentliche Bereitstellung von Informationen über Unternehmen mittels periodischer Rechenwerke (ähnlich Schneider 1997: 5, Coenenberg 2005: 9–12 und Pellens et al. 2008: 2). Diese Rechenwerke umfassen im Regelfall zumindest eine Bilanz, eine Gewinn- und Verlustrechnung sowie einen

JEL Classifications: G28, M41, M48.

Keywords: Financial accounting, fair value, financial crisis, regulation.

Anhang, der zur Interpretation der eigentlichen Rechenwerke weiterführende Informationen bereithält. Von kapitalmarktorientierten Unternehmen beziehungsweise Konzernen werden regelmäßig – freiwillig oder aufgrund von gesetzlichen Vorschriften – zusätzlich weitere Rechenwerke wie etwa Kapitalflussrechnungen, Segmentberichterstattungen, oder Eigenkapitalveränderungsrechnungen bereitgestellt.

Zusammengenommen haben diese Rechenwerke und damit die Rechnungslegung insgesamt die Aufgabe, den Vertragspartnern von Unternehmern entscheidungsrelevante Informationen zur Verfügung zu stellen, indem sie die „tatsächliche“ Vermögens-, Finanz- und Ertragslage von Unternehmen darstellen. Aus ökonomischer Sicht impliziert dies, dass die Aufgabe der Rechnungslegung in der Verringerung von Informationsasymmetrien besteht (Pellens et al. 2008: 3): Der rechnungslegende Manager (der Rechnungsleger) produziert Rechnungslegungsinformationen, die von aktuellen und potentiellen Vertragspartnern (den (potentiellen) Stakeholdern als Rechnungslegungsadressaten) genutzt werden.

Im Zentrum der Rechnungslegung steht die Aufgabe des Rechnungslegers, die Vermögenswerte und Schulden der rechnungslegenden Einheit (also des rechtlich selbständigen Unternehmens beziehungsweise des Konzerns) einzeln zu bewerten. Da diese Bewertung notwendigerweise die Schätzung künftiger Ereignisse bedingt, erscheint unmittelbar einsichtig, dass es letztlich keine „tatsächliche“ Bewertung und damit keine „tatsächliche“ Rechnungslegung geben kann. In die Rechnungslegung fließen immer Erwartungen ein und damit ist sie kein faktischer Messprozess (wie häufig in der öffentlichen Wahrnehmung fälschlich angenommen wird) sondern ein letztlich subjektiver Bewertungsprozess.

Entscheidend für die Ausgestaltung und Zweckkonformität dieser Rechnungslegung ist es nun, zwischen unterschiedlichen Arten der Nutzung von Rechnungslegungsinformationen zu differenzieren. In der theoretischen Literatur zur Rechnungslegung (Christensen et al 2003, Wagenhofer et al. 2007) werden zwei Nutzungsarten beziehungsweise Funktionen identifiziert: Die Bewertungsfunktion und die Koordinationsfunktion. Aus Sicht der Bewertungsfunktion werden Rechnungslegungsinformationen genutzt, um den Wert von Vertragsansprüchen zu bewerten. Die Koordinationsfunktion impliziert, dass Rechnungslegungsinformationen genutzt werden, um die Verträge der Stakeholder mit dem Unternehmen effizienter zu koordinieren.

Aus praktischer und empirischer Sicht sind beide Funktionen realiter evident und differenzierbar (Gassen 2008). Bedeutend ist, dass für sie nicht notwendigerweise die gleiche Art von Rechnungslegung zweckdienlich ist (Gjesdal 1981). So erscheinen aus Sicht der Bewertungsfunktion regelmäßig Rechnungslegungssysteme vorteilhaft, die den Einfluss sämtlicher (auch unternehmensexterner) Faktoren auf den Wert des Unternehmens widerspiegeln. Aus Sicht der Koordinationsfunktionen sind indes tendenziell Rechnungslegungssysteme vorteilhaft, die Rückschlüsse auf das Verhalten von Vertragsteilnehmern zulassen, die ohne Rechnungslegung die Möglichkeit zu verdecktem Handeln (*hidden action*) besäßen.

Rechnungslegung ist weltweit ein regulierter Bereich. Das heißt, dass Rechnungslegung grundsätzlich gesetzlich erzwungen wird und dass Regeln zur Erstellung von Rechnungslegungsinformation von privatrechtlichen oder öffentlich-rechtlichen Standardsetzern entwickelt werden. In vielen Jurisdiktionen schließt sich hieran noch eine privatrechtliche beziehungsweise öffentlich-rechtliche Durchsetzung der Regeln an. In diesem Zusam-

menhang machen die Überlegungen aus dem Vorabsatz deutlich, dass die regulierenden Institutionen die Aufgabe haben, im Rahmen ihrer Regelsetzung die unterschiedlichen Funktionen der Rechnungslegung gegeneinander abzuwägen. Die Möglichkeiten der ökonomischen Beratung sind in diesem Zusammenhang beschränkt, da eine Gewichtung der Funktionen eine Gewichtung von unterschiedlichen Nutzergruppen und damit letztlich Verteilungswirkungen bedingt. Die institutionelle Normenentwicklung im Bereich der Rechnungslegung ist somit ein politischer Prozess, der ganz wesentlich von den soziokulturellen Rahmenbedingungen und den relevanten Interessengruppen geprägt wird. Dies sollte auch im nächsten Abschnitt deutlich werden, in dem die institutionellen Rahmenbedingungen in Europa und insbesondere in Deutschland in der gebotenen Kürze kurz vorgestellt werden sollen.

1.2 HGB, IFRS und rechnungslegungs-basierte Rechtsfolgen

In Deutschland ist die Rechnungslegung basierend auf der vierten und siebten EG-Richtlinie primär gesellschaftsrechtlich im Handelsgesetzbuch (HGB) reguliert. Im Zentrum der gesellschaftsrechtlichen Betrachtung steht der Interessenausgleich der unterschiedlichen Gesellschaftsmitglieder. So erstaunt es wenig, dass in der traditionellen handelsrechtlichen Rechnungslegung die Rechenschaft der Unternehmensführung gegenüber den Eigenkapital- und insbesondere den Fremdkapitalgebern eine zentrale Rolle einnimmt (Baetge et al 2005: 95–98). Des Weiteren werden an die handelsrechtliche Rechnungslegung direkte Rechtsfolgen gebunden: Sie stellt die Grundlage für die steuerliche Gewinnermittlung und für die Gewinnverwendung dar. So werden auf Basis des handelsrechtlichen Einzelabschlusses sowohl Mindest- als auch Höchstausschüttungsgrenzen festgesetzt. Zusammenfassend wird deutlich, dass der Koordinationsfunktion im Rahmen der handelsrechtlichen Rechnungslegung in Deutschland eine zentrale Bedeutung zukommt.

Für kapitalmarktorientierte Unternehmen im europäischen Wirtschaftsraum sind ab 2005 (in einigen Sonderfällen ab 2007) die International Financial Reporting Standards (IFRS) des International Accounting Standards Board (IASB) für die Erstellung des Konzernabschlusses verbindlich. Das IASB ist ein in London ansässiger privater Standardsetzer, dessen Rechnungslegungsregeln mittlerweile von einer Vielzahl von internationalen Jurisdiktionen ganz oder in Teilen akzeptiert werden (Deloitte 2008). Das IASB hat sich zum Ziel gesetzt, einen „single set of high quality, global accounting standards“ (IASB 2008a: 3) zu entwickeln. Naturgemäß muss es bei dieser Aufgabe von länderspezifischen institutionellen Rahmenbedingungen weitgehend abstrahieren. Diese beeinflussen primär die rechtliche Infrastruktur, die Unternehmensverfassung und somit die Ausgestaltung von Verträgen und folglich die Koordinationsfunktion der Rechnungslegung. Daher erscheint es rational, dass sich das IASB im Rahmen seiner Standardsetzung primär an der Bewertungsfunktion orientiert: Bewertungsprozesse sind aufgrund international integrierter Märkte inhärent international vergleichbar, Verträge sind hingegen spezifisch und von nationalen Rahmenbedingungen abhängig.

Diese unterschiedliche Gewichtung der Rechnungslegungsfunktionen zwischen HGB und IFRS erklärt auch fundamentale Unterschiede in den Bewertungsprinzipien der beiden Rechnungslegungssysteme. Das HGB ist primär transaktionsorientiert; der zentrale Wertansatz für Vermögenswerte sind die historischen Kosten des Erstellungs- beziehungsweise Anschaffungsvorgangs. Für Schulden ist der zentrale Wertansatz der Erfüllungs- beziehungsweise

hungsweise Rückzahlungsbetrag. Diese Orientierung an weitgehend faktischen Wertansätzen erscheint aus Sicht der Koordinationsfunktion positiv, da sie am Managementverhalten ansetzt und dessen Manipulationsmöglichkeiten einschränkt. Die IFRS hingegen befürworten tendenziell eher die Verwendung von marktobjektivierten oder marktnahen beizulegenden Zeitwerten (sogenannte *fair values*). Bei der Ermittlung dieser beizulegenden Zeitwerte ist eine Abgangsmarkt-Orientierung einzunehmen, es ist also ein Wert zu ermitteln, wie er sich im Rahmen einer ungezwungenen Verkaufstransaktion mit einem unabhängigen Marktteilnehmer realisieren ließe. Je nach Verfügbarkeit können solche beizulegenden Zeitwerte auf liquiden und transparenten Märkten direkt ermittelt werden (*mark-to-market*). Falls solche sogenannten aktiven Märkte nicht vorhanden sind, so sind entweder die beizulegenden Zeitwerte durch Synthetisierung und Bewertung der Wertkomponenten auf den für sie einschlägigen liquiden Märkten zu ermitteln oder auf Basis von Modellrechnungen durch das Management unter Zuhilfenahme von subjektiven Erwartungen zu schätzen (*mark-to-model*).

Abgesehen von der eigentlichen Bewertung sind sowohl das HGB als auch die IFRS von einem fundamentalen Rechnungslegungsprinzip geprägt: der bilanziellen Vorsicht (Watts 2003a, Fülbier et al. 2008). Das Prinzip der vorsichtigen Bewertung findet sich, in unterschiedlich prägnanter Form, in praktisch allen bedeutenden Rechnungslegungssystemen der Welt (Watts 2003b) und impliziert letztlich eine imparitätische Bewertung von Vermögenswerten und Schulden. Negative Unternehmensentwicklungen werden schneller in der Bewertung und damit im Periodenergebnis antizipiert als positive Unternehmensentwicklungen. Dies führt in der handelsrechtlichen Diktion zum sogenannten Niederstwertprinzip für Vermögensgegenstände und zum Höchstwertprinzip für Schulden. Somit sind Vermögensgegenstände nach HGB grundsätzlich zum niedrigeren Wert von historischen Kosten und beizulegendem Wert zu bewerten. Nach IFRS findet sich das Vorsichtprinzip in etwas abgeschwächter Form in dem sogenannten Werthaltigkeitstest: Falls objektive Hinweise auf eine Wertminderung eines Vermögenswerts vorliegen, so ist dieser ergebniswirksam auf diesen niedrigeren Wert abzuschreiben. Der resultierende Wertminderungsaufwand mindert wiederum das Periodenergebnis.

Im Rahmen der Finanzkrise kommt der Bewertung von Finanzinstrumenten besondere Bedeutung zu. Deswegen sollen an dieser Stelle die Grundprinzipien der IFRS-Bewertung von Finanzinstrumenten kurz verdeutlicht werden (Pellens et al. 2008: 533–577). Sämtliche finanziellen Vermögenswerte werden leicht vereinfacht in eine von vier Kategorien eingeordnet:

- (1) Handelsbestand,
- (2) Forderungen,
- (3) zur Veräußerung verfügbar und
- (4) bis zur Endfälligkeit zu halten.

Die Unternehmen haben die Möglichkeit, finanzielle Vermögenswerte wahlweise in (1) oder (3) zu klassifizieren; der Handelsbestand des Unternehmens muss in (1) klassifiziert werden. Eine Klassifikation in (2) ist nur möglich, wenn es sich um Forderungen handelt, mit denen kein Handel betrieben wird. Eine Klassifikation in (4) ist nur möglich, wenn die entsprechenden Finanzinstrumente tatsächlich eine begrenzte Laufzeit aufweisen und das Unternehmen auch beabsichtigt und fähig ist, die Papiere bis zum Ende der Laufzeit zu halten. Hinsichtlich der Bewertung unterscheiden sich (2) und (4) wesentlich von (1)

Tabelle 1

Bewertung von Finanzinstrumenten nach IAS 39

| Kategorie | Folgebewertung | Wertminderung | Wertaufholung |
|---|--|--|--|
| Handelsbestand, Derivate, die nicht Teil von Sicherungsbeziehungen sind und at Fair Value through Profit or Loss klassifizierte Finanzinstrumente | Ergebniswirksam zum beizulegenden Zeitwert | n/a | n/a |
| Verbindlichkeiten (nicht im Handelsbestand und nicht freiwillig zum Fair Value bilanziert) | Fortgeführte Anschaffungskosten (Effektivzinsmethode) | n/a | n/a |
| Ausleihungen, Forderungen und Held to Maturity Investments (bis zur Endfälligkeit zu haltende finanzielle Vermögenswerte) | Siehe oben | Ergebniswirksame Abschreibung | Pflicht zur ergebniswirksamen Wertaufholung bis zu den dann geltenden fortgeführten Anschaffungskosten |
| Available-for-Sale (Finanzinstrumente, die zur Veräußerung verfügbar sind) | Ergebnisneutral zum beizulegenden Zeitwert, gegebenenfalls unter ergebniswirksamer Anwendung der Effektivzinsmethode | Ergebniswirksame Abschreibung und ergebniswirksame Auflösung vorhandener negativer Rücklagen | FK Titel: Pflicht zur ergebniswirksamen Wertaufholung EK Titel: nicht möglich |
| EK Titel ohne verlässlich bestimmbaren Fair Value und Derivate auf solche Titel | Anschaffungskosten | Ergebniswirksame Abschreibung | Nicht zulässig |

und (3). Finanzinstrumente der Kategorie (2) und (4) sind zu (fortgeführten) historischen Kosten, also ohne Berücksichtigung von Marktpreisänderungen folge zu bewerten. Finanzinstrumente der Kategorien (1) und (3) sind demgegenüber zum beizulegenden Zeitwert, also zu Marktpreisen folge zu bewerten. Hierbei werden Wertänderungen der Kategorie (1) sofort ergebniswirksam, beeinflussen also sofort das Periodenergebnis (den Gewinn). Die Wertänderungen der Kategorie (3) hingegen werden zunächst nicht im Periodenergebnis, sondern „lediglich“ im Eigenkapital des bilanzierenden Unternehmens erfasst. Sie werden erst ergebniswirksam, wenn das betreffende Wertpapier als dauerhaft im Wert gemindert angesehen wird, verkauft wurde oder ausgelaufen ist. Sämtliche finanzielle Vermögenswerte, die nicht in die Kategorie (1) fallen, werden dementsprechend noch einem Wertminderungstest unterzogen. Tabelle 1 gibt diese komplexen Bewertungsregeln nochmals im Überblick wieder.

Neben den bereits erwähnten Rechtsfolgen der handelsrechtlichen Rechnungslegung (Grundlage für die steuerliche Gewinnermittlung und für die Ausschüttungsregulierung) tritt eine weitere Rechtsfolge, die für Kredit- und Versicherungsunternehmen und damit für die Rolle der Rechnungslegung im Rahmen der Finanzkrise zentrale Bedeutung besitzt: Die für die Kreditvergabe relevanten Eigenmittel der Banken und Versicherungsunternehmen bemessen sich auf Basis der Rechnungslegung. Gemäß der Solvenzverordnung (SolvV), die §§ 10-10d Kreditwesengesetz (KWG) und damit die Eigenkapitalvorschriften des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht umsetzt, müssen Kreditinstitute und Versicherungsunternehmen ihre Ausleihungen risikogewichtet mit Eigenmitteln besichern. Dementsprechend hat die Höhe des bilanziellen Eigenkapitals Auswirkungen auf die maximale Höhe des für Ausleihungen zur Verfügung stehenden Kapitals. Mit der Neufassung von

Tabelle 2

Außerbilanzielle Derivatverbindlichkeiten Lehman Brothers Inc. 2005–2007

| Off-Balance Sheet Derivate in Mill. US-Dollar | November 2005 | November 2006 | November 2007 |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|
| Nominal | 486874 | 534585 | 737937 |
| Zeitwert | 8200 | 9300 | 36800 |

Quelle: Lehman Brothers Geschäftsbericht (2006: 54) und 10-K Report 2007.

§ 10a Abs. 7 KWG haben Kreditinstitute und Versicherungsunternehmen die Möglichkeit, sich für die Bestimmung der Eigenmittel auf die konsolidierten Abschlüsse nach HGB beziehungsweise IFRS zu beziehen. Ab 2016 soll die Verwendung des IFRS-Konzernabschlusses als Basis der Eigenmittelbestimmung die Regel sein (Auerbach et al. 2008).

Diese Rechtsfolge verleiht den Rechnungslegungsinformationen eine weitere ökonomische Bedeutung. Es ist im Regelfall davon auszugehen, dass sich zum Beispiel im Zuge einer negativen Marktentwicklung ergebene Wertminderungen nach IFRS im Rahmen der marktorientierten Bewertung direkt negativ auf die Eigenmittel der Bank und damit auf deren Kreditvergabemöglichkeiten auswirken. Auch wenn die bankenaufsichtsrechtlichen Institutionen die Möglichkeit der Einführung sogenannter *prudential filters* haben, um die Ergebnisse der Rechnungslegung für bankenaufsichtsrechtliche Zwecke anzupassen, so sind diese Korrekturverfahren im vorliegenden Fall nicht zielführend, da diese im Wortsinne eher eine vorsichtiger und damit eigenmittelmindernde Funktion erfüllen sollen. Im Folgenden ist nun zu analysieren, wie sich die in diesem Abschnitt diskutierten institutionellen Rahmenbedingungen im Rahmen der Finanzkrise ausgewirkt haben.

2 Rolle der Rechnungslegung im Rahmen der Finanzkrise

2.1 Bewertungsfunktion: Rechnungslegung als Krisenindikator

Da insbesondere die internationale kapitalmarktorientierte Rechnungslegung die Marktteilnehmer mit bewertungsrelevanten Informationen versorgen soll, erscheint zunächst fraglich, inwiefern sie dieser Aufgabe nachgekommen ist. Auch wenn eine schließende Antwort auf diese Frage nicht möglich erscheint, soll hier ein Beispiel für rechnungslegungsinduzierte Unternehmenspublizität gegeben werden, die durchaus als Krisenindikator interpretiert werden kann und anhand dessen sich auch wesentliche Probleme der rechnungslegungs-basierten Unternehmenskommunikation andiskutieren lassen.

Tabelle 2 gibt die Entwicklung der Nominalwerte und Marktwerte der außerbilanziellen Derivatverbindlichkeiten der Investmentbank Lehman Brothers über den Zeitraum 2005 bis 2007 wieder. Die Informationen zu dieser Tabelle entstammen den Geschäftsberichten 2006 und 2007. Der Geschäftsbericht 2007 wurde Ende Januar 2008, also etwa acht Monate vor dem Zusammenbruch der Bank, veröffentlicht. Bei den Derivatverbindlichkeiten handelt es sich im Wesentlichen um Kreditzusagen, die Lehman Brothers über sogenannte

Zweckgesellschaften abgab. Diese Zweckgesellschaften sind unter bestimmten Bedingungen nicht zu konsolidieren, sodass die aus ihnen resultierenden Verbindlichkeiten keinen Eingang in die Bilanz finden. Um die ökonomische Bedeutung der Verbindlichkeiten beurteilen zu können, ist es hilfreich sich zu verdeutlichen, dass die Bilanzsumme der Lehman Brothers Ende 2006 etwa 500 Milliarden US-Dollar und das bilanzielle Eigenkapital etwa 19 Milliarden US-Dollar betrug. Vor diesem Hintergrund erscheint die nominale Belastung aber auch der Anstieg des Marktwerts der derivativen Verbindlichkeiten zum Ende 2007 als äußerst dramatisch.

Auch wenn dieses Einzelbeispiel nicht zur Verallgemeinerung taugt, so ist durchaus plausibel, dass die Rechnungslegung rechtzeitig Warnsignale emittiert hat. Warum haben die Marktteilnehmer auf solche Warnsignale nicht zeitnah reagiert? Neben den „traditionellen“ Begründungen wie Kosten der Informationsauswertung und Transaktionskosten für Arbitrageaktivitäten sind hierbei im Zusammenhang mit Rechnungslegungsinformation zwei weitere Phänomene interessant: Die bewusste regelkonforme „Verschleierung“ von Rechnungslegungsinformationen durch das bilanzierende Management und die mangelnde Nutzung von Rechnungslegung durch Privatanleger aber auch durch institutionelle Investoren.

Wie auch im oben gegebenen Beispiel verdeutlicht wird, besteht seitens des Managements ein Anreiz, ökonomische Transaktionen bewusst so zu gestalten, dass ihre bilanziellen Konsequenzen intransparent sind. Auch wenn regulierende Institutionen sich diesem Bilanzierungsverhalten entgegenstellen, so ist doch intransparentes Bilanzierungsverhalten regelmäßig zu beobachten (Levitt 1998). Eng mit diesem Problem verbunden ist die geringe Nutzungsintensität der Rechnungslegungsinformationen durch Privatanleger und institutionelle Investoren. Insbesondere die Anhangsinformationen, aus denen auch die in Tabelle 2 wiedergegebenen Informationen stammen, werden anscheinend häufig nur cursorisch genutzt (Ernst et al. 2005).

Zusammenfassend lassen sich Anhaltspunkte dafür finden, dass die Bewertungsfunktion der Rechnungslegung im Zuge der Finanzkrise wohl nur eingeschränkt funktioniert hat. Dies ist weniger der mangelnden Informationsmenge zuzuschreiben, als vielmehr (intendiert) intransparentem Bilanzierungsverhalten, der hohen Komplexität der resultierenden Rechnungslegungsinformationen und der mangelnden Informationsverarbeitung durch die Marktteilnehmer. Im nachfolgenden Abschnitt soll nun diskutiert werden, inwiefern sich die Koordinationsfunktion der Rechnungslegung auf die Finanzkrise ausgewirkt hat.

2.2 Koordinationsfunktion: Marktorientierte Bilanzbewertung und Rechtsfolgen

In der Wirtschaftspresse (zum Beispiel Forkenbrock 2008) aber auch von Fach- (Bieg et al. 2008, Kütting 2008) sowie Interessenvertretern (zum Beispiel Hughes 2008) wird wiederholt behauptet aber nicht letztendlich belegt, dass die Bewertung von Finanzinstrumenten zum beizulegenden Zeitwert insbesondere im Rahmen der Finanzkrise prozyklisch gewirkt habe. Demgegenüber unterstützt eine jüngst vom International Monetary Fund herausgegebene Studie (IMF 2008: 109–134) die grundsätzliche Eignung der marktorientierten Bilanzbewertung.

Vor dem Hintergrund der Koordinationsfunktion der Rechnungslegung erscheint grundsätzlich vorstellbar, dass marktorientierte Rechnungslegungsinformationen prozyklisches Verhalten von Managern oder systematische Fehlbewertungen am Kapitalmarkt induzieren. Die bisherigen theoretischen Arbeiten, die die Wechselwirkungen zwischen marktorientierter Bilanzierung und Kapitalmarktpreisbildung analysieren, fokussieren primär auf rechnungslegungsinduziertes prozyklisches Verhalten seitens des Managements. So unterstellen Plantin et al. (2008), dass Nachfrage- beziehungsweise Angebotsschocks die Preise für Wertpapiere temporär von ihrem Gleichgewicht entfernen. Sie entwickeln ein Modell, das zeigt, dass die Anwendung von historischen Kosten verfrühte Gewinnrealisation durch Veräußerung von unterbewerteten Vermögenswerten verursacht, während marktorientierte Bewertung bei kurzfristigen Planungshorizonten und illiquiden Märkten zu verfrühten Verkäufen und damit zur Intensivierung der Illiquidität führt. Diese verfrühten Verkäufe induzieren „künstliche“ Volatilität beim Vorliegen von schlechten Umweltlagen. Wichtig erscheint zu betonen, dass die Ergebnisse von Plantin et al. davon abhängen, dass das Management der bilanzierenden Unternehmen nach der Maximierung des Periodenergebnisses strebt, zum Beispiel weil es in Abhängigkeit davon entlohnt wird.

Alan et al. (2008) analysieren die „Ansteckungsgefahr“, die von einer in finanzielle Schwierigkeiten geratenen Branche auf den Bankensektor ausgeht. Hierfür unterstellen sie, dass Liquidität bepreist wird. Sie zeigen beispielhaft, dass eine Krise im Versicherungssektor dazu führen kann, dass Versicherungen ihre langfristigen Vermögenswerte veräußern müssen. Dieses Überangebot verursacht liquiditätsinduziert niedrigere Preise. Dieser Preisverfall wiederum erhöht die Insolvenzgefahr für Banken aufgrund der marktorientierten Bewertung ihrer Vermögenswerte. Für dieses Ergebnis wiederum scheint von zentraler Bedeutung, dass die Solvenz beziehungsweise Kreditvergabemöglichkeiten der Banken an die bilanzielle Bewertung ihres Eigenkapitals gebunden sind.

Entscheidend ist nun, ob die Annahmen dieser theoretischen Modelle als realistisch anzusehen sind. Ein Zusammenhang zwischen Liquidität und Kapitalmarktpreisen darf als empirisch gesichert angesehen werden (O’Hara 2003 und Amihud et al. 2005 für einen Einstieg und einen Überblick über die Literatur). Des Weiteren ist die Orientierung von Eigenkapitalvorschriften und Solvenzregeln am bilanziellen Eigenkapital, wie im Vorabschnitt gezeigt, grundsätzlich evident. Somit erscheint plausibel, dass die Eigenkapitalvorschriften für Finanzinstitute in Verbindung mit liquiditätsinduzierten Preisabschlägen und marktorientierter Bewertung prozyklisch wirken. Fraglich ist, ob dem Management von Finanzinstituten ein Anreiz zur Gewinnmaximierung unterstellt werden kann, insbesondere vor dem Hintergrund, dass eine bilanzielle Gewinnmaximierung nicht notwendigerweise den Wert des Unternehmens beziehungsweise des Eigenkapitals maximiert.

Neben dem direkten koordinationsbasierten prozyklischen Verhalten seitens des Managements erscheint auch vorstellbar, dass Marktteilnehmer auf Rechnungslegungsinformationen im Rahmen der Kapitalpreisbildung reagieren und dass diese Kapitalpreisbildung wiederum realwirtschaftliche Entscheidungen induziert. So zeigen Burkhardt et al. (2006), dass die unterstellte Reduktion der Informationsasymmetrie durch die Veröffentlichung von beizulegenden Zeitwerten nicht notwendigerweise die Wohlfahrt steigert. In ihrem Modell ermöglicht die durch Offenlegung von beizulegenden Zeitwerten effizienter gewordene Preisbildung es eigentümerorientierten Banken, in riskantere Projekte zu investieren und hierdurch die Vermögensposition der Eigentümer auf Kosten der Vermögensposition der Anleger zu steigern. Unter bestimmten Rahmenbedingungen ist der Verlust

der Anleger schwerwiegender als der Gewinn der Eigentümer. Die Ergebnisse von Burkhardt et al. basieren auf der Annahme, dass marktorientierte Bewertung tatsächlich Informationsasymmetrien reduziert.

Vor dem Hintergrund der umfangreichen Anhangsangaben, die insbesondere die IFRS von Finanzinstituten verlangen, ist grundsätzlich zweifelhaft, dass die Wahl des Bewertungssystems tatsächlich die Informationsversorgung des Kapitalmarkts beeinflusst. Somit ist die direkte Kapitalmarktpreiswirkung von marktorientierten Rechnungslegungsinformationen zumindest unklar. Allerdings erscheint plausibel, dass die Wahl des Bilanzierungssystems die Prominenz der Signale beeinflusst. Dies spricht für eine eher verhaltenswissenschaftliche Argumentation. Eine marktorientierte Bewertung rückt unrealisierte Gewinne beziehungsweise Verluste in das Aufmerksamkeitszentrum der Marktteilnehmer. Wenn diese die dementsprechenden Signale missinterpretieren beziehungsweise überbewerten, dann führt dies wiederum zu fallenden Kursen und dementsprechend zu einer Verstärkung der Finanzkrise.

Zusammengefasst wird deutlich, dass die realwirtschaftlichen Konsequenzen der marktorientierten Bilanzierung auf Basis der Koordinationsfunktion eine stärkere Rolle zu spielen scheinen, als ihre Informationswirkung hinsichtlich der Bewertungsfunktion. Hängt die Solvenz von Finanzinstituten von ihrem bilanziellen Eigenkapital ab, so führen marktbeurteilungsbedingte Abschreibungen zur Kreditverknappung und zu zunehmenden Insolvenzen im Finanzierungssektor. Dies wirkt insbesondere dann prozyklisch verstärkend, wenn die Kursverluste zu einem wesentlichen Teil liquiditätsinduziert sind, also nicht aus Änderungen über die Erwartungen über den künftigen *Cashflow*-Strom der Wertpapiere resultieren. Haben die Manager von Finanzinstitutionen zudem einen Anreiz, das Periodenergebnis ihrer Unternehmen möglichst positiv zu gestalten, und werden Preise von Liquiditätsschocks beeinflusst, so kann die Marktbewertung dazu führen, dass rationales *Herding*-Verhalten seitens der Manager gestärkt wird. Ein weiterer, bislang wenig erforschter Erklärungsansatz für den Zusammenhang von marktorientierter Bilanzierung und Fehlentwicklungen an Kapitalmärkten ist die Wechselwirkung von Rechnungslegungsinformationen und irrationalen Marktteilnehmern.

3 Aktuelle Reformbestrebungen

Die öffentliche Diskussion um die Wechselwirkungen von marktorientierter Bilanzbewertung, bilanzierungsinduzierten realwirtschaftlichen Konsequenzen und der Informationswirkung von Marktwerten führte zu erheblichem Druck auf die internationalen Gremien für Rechnungslegungsregulierung, insbesondere auf das International Accounting Standards Board (IASB). Ergebnis der öffentlichen Diskussion war eine Modifikation der Umklassifizierungsregeln für Finanzinstrumente nach IAS 39. Nach den bestehenden Regeln war eine Umklassifizierung von zu Marktwerten folgebewerteten Finanzinstrumenten in Kategorien, die zu fortgeführten Anschaffungskosten bewertet werden, praktisch nicht möglich. Die im Oktober 2008 veröffentlichte und rückwirkend ab Juli 2008 anwendbare Neufassung von IAS 39 und IFRS 7 ermöglicht nun die Umklassifizierung des Handelsbestands und bestimmter zur Veräußerung verfügbarer Finanzinstrumente in Kategorien, die eine Folgebewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten ermöglichen (IASB 2008b, Baetge et al. 2008, Lüdenbach et al. 2008). Diese Umklassifizierung führt bei fallenden Marktwerten zu einer unter Umständen erheblichen positiven Ergebniswirkung. So beträgt

die Auswirkung dieser Modifikation für den dritten Quartalsbericht 2008 der Deutschen Bank auf das Eigenkapital circa +1,5 Milliarden Euro und auf das Periodenergebnis circa +850 Millionen Euro (Deutsche Bank 2008: 64).

Die Notwendigkeit dieser bilanziellen Regeländerung wurde im Vorfeld kontrovers diskutiert (Sal. Oppenheim 2008). Neben der eigentlichen Modifikation wurde hierbei auch kritisiert, dass das IASB wegen der vermeintlichen Dringlichkeit der Regeländerung die selbstauferlegten Standards für einen zweckkonformen Normensetzungsprozess (den sogenannten *due process*) außer Acht gelassen hat (Lüdenbach et al. 2008: 374–375). Dieser *due process* soll allen beteiligten Parteien die Möglichkeit zur Stellungnahme geben. Die Nichtbeachtung des *due process* war auch ein wesentlicher Grund dafür, dass zwei Board-Mitglieder des IASB der Modifikation nicht zugestimmt haben (IASB 2008b: DO4).

Zur Bewertung der Regeländerung erscheint zunächst bedeutend, dass die Reklassifizierungsmöglichkeit streng genommen den Informationsstand der Marktteilnehmer nicht wesentlich beeinflusst, da weiterhin die Angabe von beizulegenden Zeitwerten für nunmehr zu fortgeführten Anschaffungskosten folgebewerteten Finanzinstrumenten erforderlich ist (IASB 2008b: IFRS 7.12B (b)). Vielmehr weitet sich durch die im Rahmen der Reklassifizierung anzugebenden Zusatzangaben die den Bilanzadressaten zur Verfügung stehende Information geringfügig aus. Nichtsdestotrotz erscheint vorstellbar, dass sich durch die Reklassifizierung der Informationsstand der Marktteilnehmer ändert. Wenn angenommen wird, dass die Auswertung von Anhangsinformationen mit höheren Transaktionskosten belegt ist als die Auswertung von Periodenergebnissen, dann dürften insbesondere unerfahrene Privatanleger durch die Regeländerung eine Veränderung ihres Informationsstands erfahren, der die Vermögensposition der betroffenen Unternehmen in einem positiveren und weniger marktorientierteren Licht erscheinen lässt. Bedenklich erscheint indes vor allem die gewollte Wechselwirkung von bilanziellem Eigenkapitalausweis und realwirtschaftlichen Bilanzierungsfolgen. Da die Reklassifizierungsmöglichkeit Unternehmen unter bestimmten Bedingungen die Option bietet, *fair-value*-bedingte Abwertungen ihres Finanzvermögens zu unterlassen, besteht für Finanzinstitute nunmehr die Möglichkeit einer individuell geprägten und damit unter Umständen optimistischeren Eigenkapitalbewertung. Diese Inversion des Vorsichtsprinzips widerspricht nicht nur dem Grundgedanken der traditionell vorsichtig geprägten handelsrechtlichen Rechnungslegung sondern auch dem Charakter der internationalen Rechnungslegung (Fülbier et al. 2008) diametral. Ebenso widerspricht sie dem eigentlichen Grundgedanken von Basel II und den Solvenzvorschriften, die beide auf die Rechnungslegung rekurren, weil sie eine vorsichtige Eigenkapitalbewertung fordert. Insofern scheint es so, als ob die nationalen und die internationalen Regulierer Gefahr laufen, das Kind mit dem Bade auszuschütten: Die (zeitliche beschränkte?) Aufweichung der vorsichtigen Eigenkapitalbewertung schadet nicht nur der Informationsfunktion des Periodenergebnisses, sondern konterkariert auch den eigentlichen Zweck der bilanzorientierten Solvenzregeln.

4 Zusammenfassung und Ausblick

Wie aus dem Vorhergehenden deutlich wurde, ist die Rechnungslegung im Rahmen der Finanzkrise wohl sowohl Teil des Problems als auch potentieller Teil der Lösung. Zunächst zeigte sich durch die Finanzkrise deutlich, dass Bewertungs- und Koordinationsfunktion der Rechnungslegung von der Funktionsfähigkeit der relevanten Märkte abhängen. Wenn

die Marktwerte für Vermögenswerte verzerrt sind, dann spiegelt sich dies auch in einer verzerrten bilanziellen Darstellung wider. Des Weiteren erscheint fraglich, inwiefern komplexe Rechnungslegungsinformationen, die unter Umständen vom fehlangereizten Management noch bewusst verschleiert werden, selbst von institutionellen Anlegern noch effektiv analysiert werden können. Hängen im Rahmen der Koordinationsfunktion der Rechnungslegung das Managementverhalten oder – ganz wesentlich – realwirtschaftliche Rechtsfolgen wie Kreditvergabemöglichkeiten vom Periodenergebnis oder bilanziellen Eigenkapital ab, dann kann eine liquiditätsinduzierte Verzerrung durch die Rechnungslegung krisenverstärkendes Verhalten induzieren. Bedeutend erscheint in diesem Zusammenhang der Hinweis darauf, dass dieses Problem nicht nur bei vermeintlich *fair-value*-orientierten Rechnungslegungssystemen wie den IFRS oder den US-GAAP besteht. Auch nach den Vorschriften des HGB sind Finanzinstitute dem Niederstwertprinzip verpflichtet und müssen ihre Vermögensgegenstände im Rahmen der Finanzkrise auf den niedrigeren beizulegenden Wert abschreiben. Fraglich erscheint, inwiefern die auf Basis der IFRS ausgewiesenen nichtrealisierten Gewinne der Vorperioden zu einer weiteren „Befuerung“ der Finanzmarktentwicklung beigetragen haben. Dies hängt wohl ganz wesentlich von zwei Faktoren ab:

- (1) Wie stark ist die Preisbildung an Kapitalmärkten von der Liquidität abhängig und
- (2) wie rational verhalten sich die Marktteilnehmer?

Werden rationale Kapitalteilnehmer unterstellt, dann könnte eine starke Liquiditätsabhängigkeit der Marktpreise eine unter Umständen prozyklische Wirkung der Marktbewertung induzieren, da steigende Kurse zur Erhöhung des bilanziellen Eigenkapitals und damit zur Liquiditätsausweitung führen, während fallende Kurse mit reduziertem Eigenkapital und damit Liquiditätsverknappung einhergehen.

Wie kann die Rechnungslegung zur Minderung der Finanzkrise beitragen? Auch hier hilft ein Blick auf die Funktionen der Rechnungslegung. Aus Sicht der Bewertungsfunktion erscheint es zunächst naheliegend, eine Rechnungslegung zu fordern, die den fundamentalen Wert der bilanzierenden Unternehmen möglichst klar, zeitnah und unverzerrt an den Kapitalmarkt kommuniziert, um die Informationsasymmetrie an Kapitalmärkten möglichst gering zu halten. Fraglich erscheint in diesem Zusammenhang, inwiefern die Rechnungslegung in der Lage ist, originär neue Information bereitzustellen oder ob ihre Rolle primär in der Umverteilung von Information (von Unternehmensinsidern hin zur Marktöffentlichkeit) liegt. Ungeachtet hiervon erscheint diese Umverteilung als eine wichtige allokative Aufgabe der Rechnungslegung, insbesondere in Zeiten, in denen der Markt als Entdeckungsverfahren (Hayek 1945) nur eingeschränkt funktioniert.

Aus der Koordinationsfunktion der Rechnungslegung wird jedoch unweigerlich klar, dass eine dergestalt „schonungslose“ bewertungsorientierte Rechnungslegung in Zusammenhang mit mechanistisch/regulativen realwirtschaftlichen Rechtsfolgen viel Unheil anrichten kann. Dies gilt insbesondere, wenn Marktpreismechanismen nur eingeschränkt funktionieren. Man stelle sich als Gedankenexperiment nur eine 100 Prozent trennscharfe Insolvenzregel vor, die alle Unternehmen mit negativem Eigenkapital sofort liquidiert. Bei einer solchen Regel würde eine Erhöhung der nicht-fundamentalen Volatilität, also der Schwankungen des Wertes des Eigenkapitals, in Verbindung mit bewertungsorientierter

Rechnungslegung zu einem direkten und nicht realwirtschaftlich induzierten Anstieg der Unternehmensinsolvenzen führen.

Insofern wird deutlich, dass die Rechtsfolgen der Rechnungslegung auf den Prüfstand gehören. Wird es zum Beispiel weiterhin für sinnvoll gehalten, Solvenzregeln an bilanzielle Eigenkapitalgrößen zu koppeln, dann erscheint eine stärkere Abkopplung des Eigenmittelbegriffs von der primär bewertungsorientierten internationalen Rechnungslegung dringend geboten. Aber auch die nichtstandardisierten Koordinationsaufgaben der Rechnungslegung, wie etwa die Verwendung von Rechnungslegungsgrößen in Managementlohnungsprogrammen machen es notwendig, über eine hierfür zweckmäßige Rechnungslegung zu diskutieren. Insofern könnte die aktuelle Finanzkrise das Ende der auf den einen Ergebnisausweis hin ausgerichteten monodimensionalen Rechnungslegung einläuten. Falls die Regulierer es allerdings weiterhin mit dem „*One-size-fits-all*“-Ansatz halten wollen und dementsprechend einen bilanziellen Eigenkapitalausweis fordern, der gleichzeitig die Bewertungs- wie auch die Koordinationsfunktion der Rechnungslegung erfüllen soll, dann scheinen weitere Probleme vorprogrammiert (Fülbier und Gassen 2008).

Literaturverzeichnis

- Allen, F. und E. Carletti (2008): Mark-to-market accounting and liquidity pricing. *Journal of Accounting and Economics*, 45, 358–378.
- Auerbach, D. und D. Klotzbach (2008): Der IFRS-Konzernabschluss als Basis für die Ermittlung der Eigenmittel von Instituten. *Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung*, 8 (9), 543–555.
- Baetge, J., H.-J. Kirsch und S. Thiele (2005): *Bilanzen*. 8. Aufl. Düsseldorf, IDW.
- Burkhardt, K und R. Strausz (2006): *The Effect of Fair vs. Book Value Accounting on Banks*. Working Paper, Freie Universität Berlin.
- Christensen, J.A. und J.S. Demski (2003): *Accounting Theory: An Information Content Perspective*. Boston, McGraw-Hill.
- Coenberg, A. (2000): *Jahresabschlusspolitik und Jahresabschlussanalyse*. 20. Aufl. Stuttgart, Schäffer-Poeschel.
- Deloitte (Hrsg.) (2008): Use of IFRSs by Jurisdiction. Download unter: www.iasplus.com/country/useias.htm (Stand: 15. Dezember 2008).
- Ernst, E., J. Gassen und B. Pellens (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre. Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 29, hrsg. von v. Rosen.
- Fülbier, R. U. und J. Gassen (2008): Bilanzrechtsregulierung: Auf der ewigen Suche nach der eierlegenden Wollmilchsau. Private und öffentliche Rechnungslegung. In: F. Wagner, T. Schildbach und D. Schneider (Hrsg.) (2008): Festschrift zum 65. Geburtstag von Hannes Streim. Wiesbaden, Gabler, 135–155.
- Fülbier, R. U., J. Gassen und T. Sellhorn (2008): Vorsichtige Rechnungslegung: Theoretische Erklärung und empirische Evidenz. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 78 (12), 1317–1342.
- Gassen, J. (2008): *Are stewardship and valuation usefulness compatible or alternative objectives of financial accounting?* SFB 649 Discussion Paper 2008-028. Berlin.
- Gjesdal, F. (1981): Accounting for stewardship. *Journal of Accounting Research*, 19, 208–231.
- Hayek, F.A. (1945): The Use of Knowledge in Society. *American Economic Review*, 35, 519–530.

- IASB (Hrsg.) (2008a): *International Financial Reporting Standards (IFRSs)*. London.
- Levitt, A. (1998): The „Numbers Game“. Rede des Chairman der SEC, www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch220.txt (Januar 2009).
- Pellens, B., R. U. Fülbier, J. Gassen und T. Sellhorn (2008): *Internationale Rechnungslegung*. 7. Aufl. Stuttgart, Schäffer-Poeschel.
- Plantin, G., H. Sapa und H.S. Shin (2008): Marking-to-market: panacea or Pandora's box? *Journal of Accounting Research*, 46, 435–460.
- Sal. Oppenheim (Hrsg.) (2008): Fair Value Rechnungslegung verschärft Krise – Studie mahnt raschen Reformbedarf an. Pressemitteilung vom 23. September 2008. Download unter: www.oppenheim.de (Stand: 15. Dezember 2008).
- Schneider, D. (1997): *Betriebswirtschaftslehre*. Bd. 2: Rechnungswesen. München, Oldenbourg.
- Wagenhofer, A. und R. Ewert (2007): *Externe Unternehmensrechnung*. 2. Aufl. Berlin, Springer.
- Watts, R. (2003a): Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications. *Accounting Horizons*, 17, 207–221.
- Watts, R. (2003b): Conservatism in Accounting Part II: Evidence and Research Opportunities. *Accounting Horizons*, 17, 287–301.