

Unternehmenswert: Konsequenzen aus der Subprime-Krise

Dr. Carl W. Barthel, vBP / StB, Köln

1. Einleitung
2. Entstehung und Beurteilung von Subprime-Geschäften
3. Bewerter, Verfahren, Daten
4. Zur Güte der verwendbaren Daten
5. Zur Marktwertabbildungsfähigkeit der verwendbaren Verfahren
6. Zur Glaubwürdigkeit der handelnden Bewerter
7. Sonstige Folgerungen
8. Schlussbetrachtung

1. Einleitung

In der jüngsten Vergangenheit kam es zu Übernahmen von Banken, die Anlass für eine Bewertung des jeweiligen Übernahmekandidaten waren. Dabei ist erst in den vergangenen Monaten die Bedeutung der Risiken der außerbilanziellen Geschäfte der Banken verstärkt in das Bewusstsein der Bewerter und Entscheider getreten. Dies lag daran, dass derartige Bankgeschäfte, die nicht oder nur unvollständig aus dem Jahresabschluss erkennbar sind, von den Bilanzadressaten als ausgeglichene Positionen oder aus Gründen der Schwierigkeit der Risikobeurteilung bei der Bewertung eher vernachlässigt wurden. Die außerbilanziellen Wert- bzw. Verlustpotentiale übersteigen bzw. überstiegen bei Banken teilweise die bilanziellen Wert- bzw. Verlustpotentiale um ein Vielfaches. Es fragt sich aber, ob ein Umdenken bei der Bewertung von *Unternehmen mit spekulativem Geschäftszweig* angezeigt ist, also zu fordern ist,

- a) dass die *Datengüte* durch Abbildung auch der wettattributionierten, risikobehafteten Positionen vollständig und zum Marktpreis bewertet im Abschluss des Bewertungsobjektes verbessert wird,
- b) dass andere als die bisher präferierten nutzen- und prognoseorientierten *Verfahren* zur Bewertung von Unternehmen mit spekulativem Geschäftszweig verwendet werden,
- c) und dass bei erwiesener *Unglaubwürdigkeit der Bewerter* (also der betroffenen Rating-Agenturen, Sachverständigen, Gutachter und Berater) durch kompetitive Elemente marktgerecht sanktioniert werden (Marktausschluss).

2. Entstehung und Beurteilung von Subprime-Geschäften

Nachfolgend wird die Entstehung und Wirkung der Subprime-Geschäfte dargelegt, um mögliche Konsequenzen für die Bewertung von *Unternehmen mit spekulativem Geschäftszweig* abzuleiten. Insbesondere soll deutlich werden, dass diese Geschäfte in einem Markt, wo sich neben wettfreudigen und leichtgläubigen Instituten auch Räuber (Finanzingenieure) sowie unseriöse Finanzinstitute mit zum Teil

ehrwürdigen Namen tummel(te)n, einen hochgradigen *Wettcharakter* aufwiesen. Aber auch solche Unternehmen müssen bewertet werden.

Für Kreditnehmer mit guter (*prime*) Bonität betrug der Zinssatz in den USA für die weit verbreiteten 30-jährigen-Fix-Zins-Hypothekarkredite in den 90-er Jahren zwischen 6,5 % und 9,5 %. Von 2000 bis 2003 kam es durch die drastischen Zinssenkungen in den USA, Europa und Japan zu einem Absenken bis auf 4,5 % bzw. bei Hypotheken mit variabler Verzinsung (*adjustable rate mortgages*) bis auf 4 %. Da in den USA die Hypotheken von den Kreditnehmern gesetzlich jederzeit gekündigt werden dürfen und andererseits die Preise für Wohnimmobilien in den USA stark anstiegen, entstand der Spielraum für die Aufnahme von zusätzlichen Krediten. Es kam zur *home equity extraction*, also zu einer Strategie, Hypotheken mit niedrigeren Zinssätzen umzuschulden, um zusätzliche Liquidität für Konsumzwecke durch Aufschulden zu schöpfen. Das Geld für diese Kredite konnte via Wall Street, wo die mit Hypothekarkrediten besicherten Anleihen (*mortgage backed securities, MBS*) verkauft wurden, von amerikanischen und internationalen

S. 1026:

Investoren hereingeholt werden. Rating-Agenturen und MBS-Emittenten bastelten so lange an den Mechanismen der Risikoabsicherung und Risikostreuung, bis das Triple-A-Prädikat – gegen entsprechende Gebühr – gewährt werden konnte. Danach galten diese Papiere als so sicher wie US-Staatsanleihen. Nach dem Platzen der New-Economy-Blase wurde dieses Segment zum besten Geschäft an der Wall Street: Aus Sicht der Gläubiger hatten diese Prime-Hypotheken den Reiz, dass weniger Hypotheken wegen fallender Zinsen gekündigt wurden; aus Sicht der Schuldner konnte man sich bei Halbierung der Zinsen eine doppelt so hohe Hypothek zum selben Preis leisten, zumal die stetig steigenden Immobilienpreise den Verkauf der Immobilie mit Gewinn und hierdurch das Ablösen der Hypotheken in Aussicht stellten.

Das profitable Geschäft mit dem Bündeln und dem Vertrieb von verbrieften Hypothekarkrediten drohte zum Erliegen zu kommen als die Zinsen ihren Tiefpunkt durchschritten hatten. In dieser Situation wandte sich Wall Street den *private labels MBS* zu, die nicht als reguläre Kredite (*conforming loans*) galten und für die es keine Garantie von den *state sponsored enterprises* gab. Hierunter fielen die Hypotheken von mittlerer Kreditqualität (*alt-a loans*) und die von schlechter Kreditqualität (*subprime loans*). Zum bisherigen Risiko der vorzeitigen Tilgung des Darlehns (*prepayment risk*) kam nun das Ausfallrisiko (*credit risk*) hinzu. Dieses Ausfallrisiko hielt man aber wegen der Immobilienpreissteigerungen für gering, zumal die historischen Daten der Hypothekenbanken bislang kaum Ausfälle verzeichneten. Diese Daten sowie die Marktdaten für Immobilien und die Daten auf den Finanzmärkten gingen in immer komplizierter werdende Formeln ein, mit denen die Preise der Hypotheken und der hierauf beruhenden Anleihen „berechnet“ wurden. 2002 hatten sich die Immobilienpreise in manchen Regionen um die Hälfte erhöht, was einige Skeptiker bereits in 2002 veranlasste, von einer *Housing Bubble* zu sprechen, so *Steven Roach* von *Morgan Stanley*.

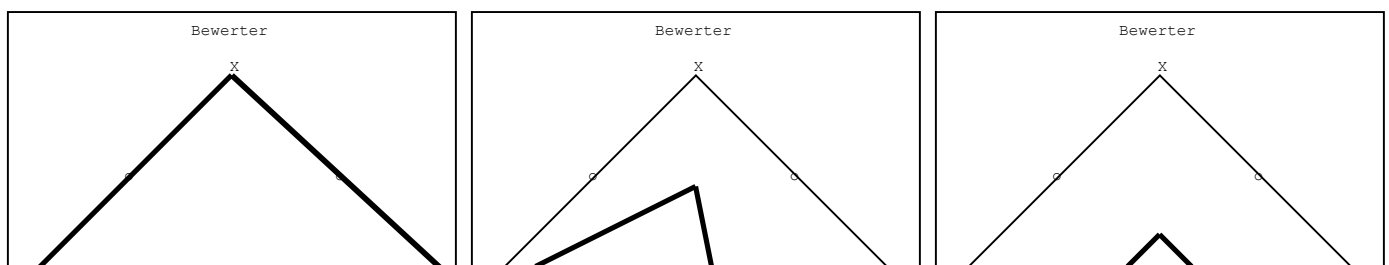
Ab Anfang 2003 wurde es dann in dieser Branche richtig turbulent. Das Volumen der US-Hypotheken an Schuldner mit schlechter Bonität wuchs von 160 Mrd. Dollar in 2001 auf 600 Mrd. Dollar in 2006. Die Anreizstrukturen auf den Ebenen der Eigenheimbesitzer, der Hypothekenverkäufer, der Finanzjongleure und der Erwerber zwangen förmlich zu illegalen Praktiken, die an Raffiniertheit kaum zu überbieten waren, so dass der Eindruck im Nachhinein nicht von der Hand zu wischen war, dass ein jeder Beteiligter seinen Partner zu übervorteilten suchte.

Die Investmentbanken konnten aufgrund spezieller mathematischer Modellberechnungen Kredite aus dem Subprime-Segment strukturieren und mit maßgeschneiderten und vermeintlich gut zu kontrollierenden Risiken handeln. Die Tranchen wurden nunmehr mit einem AAA-Rating attribuiert und mit einem etwas höheren Zinssatz ausgestattet, so dass der Anlagehunger der überliquiden Investorengruppen (Kreditinstitute, Investmentfonds, Pensionskassen) gestillt werden konnte.

Findige Investmentbanken setzten noch eins drauf und virtualisierten die Kreditmärkte durch den Ersatz der zugrunde liegenden Kredite durch Kreditderivate (synthetische *CDO's*). Dies führte zu den berüchtigten *Credit Default Swaps (CDS)*. *CDS* stellen als Kreditderivat eine Art Versicherung gegen Kreditausfall dar. Dies nicht genug, kam es 2005 sogar noch zu Derivaten auf *CDO's* als gefährlichste Variante des Subprime-Geschäfts, entwickelt durch die *Gruppe of Five*. Bei Derivaten werden Risiken an andere Risikoträger übertragen. Hierdurch wurde die Möglichkeit geboten, kostengünstig auf fallende Kurse in diesem Sektor, insbesondere im Subprime-Segment, zu spekulieren. Hierzu benötigte man Subprime-Indizes auf Eigenheimhypotheken, die Anfang 2006 auch mit den *ABX-HE-Indizes* gefunden und geschaffen wurden. Das niedrigste Rating erhielt dabei das Subprime-Segment.

3. Bewerter, Verfahren, Daten

Ein Bewertungsergebnis kommt zustande, wenn ein Bewerter Daten des Unternehmens und des Marktes in ein Bewertungsverfahren einfließen lässt. Die Treffsicherheit einer Bewertungsdurchführung wird durch die Glaubwürdigkeit des *Bewerter*s, die Marktwertabbildungsfähigkeit des verwendeten *Verfahrens* sowie durch die Güte der verwendeten *Daten* bestimmt. Dieser Zusammenhang wird in den folgenden Abbildungen deutlich: Die linke Abbildung zeigt die optimale Situation eines hochglaubwürdigen Bewerter, der ein effizientes Verfahren und Daten von hoher Güte verwendet. Die mittlere Abbildung zeigt die Situation, wo ein Bewerter mit mittlerer Glaubwürdigkeit ein exzellentes Bewertungsverfahren benutzt, dabei aber Daten von schlechter Qualität verwendet – aus welchen Gründen auch immer. Die rechte Abbildung zeigt die Situation im Vorfeld der Subprime-Krise. Diese Strukturierung der Problemstellung soll nachfolgend beibehalten werden.



4. Zur Güte der verwendbaren Daten

Die Crux bei der Bewertung von *Unternehmen mit spekulativem Geschäftszweig* liegt darin, dass ein Großteil der Daten, die in den Bewertungskalkül einfließen, etwa wie EARNINGS, EBIT, EBITDA, UMSATZ, SHARHOLDER FUNDS, TOTAL-ASSETS usw., Ausfluss von Jahresabschluss-Informationen des zu bewertenden Unternehmens oder einer hierauf aufbauenden Planung sind (rechnungsbasierte Bewertung). Wenn aber ein Großteil der gehaltenen Vermögenswerte von *Unternehmen mit spekulativem*

S.1027:

Geschäftszweig außerbilanzieller Natur (per hedge accounting oder per Zweckgesellschaften) ist und ein anderer Teil zwar innerhalb der Bilanz aufgeführt ist, aber nicht zum Marktpreisprinzip am Bilanzstichtag bewertet wird, sondern gem. § 253 Abs. 2 HGB mit den historischen, und damit mit zu hohen Anschaffungskosten angesetzt werden darf und auch angesetzt wird, weil die Wertminderung „voraussichtlich“ nicht dauerhafter Natur ist, bedeutet dies, dass bereits die Güte der Bewertungsgrundlagen mangelhaft ist. Dieser Effekt wird verstärkt, wenn im Rahmen der Unternehmensbewertung nicht mit IST-Daten, sondern mit auf diesen Daten basierenden PLAN-Zahlen – wie bei der Phasenmethode – gerechnet wird. Die Mängel der Daten des Jahresabschlusses infizieren die in den Bewertungskalkül eingehenden Daten. Es handelt sich dann um eine klassische Black-Box-Bewertung.

Nach § 246 Abs. 1 HGB sind sämtliche Vermögensgegenstände und Schulden zu bilanzieren und nach § 252 Abs. 1 Nr. 3 HGB jeweils einzeln zu bewerten; dies wird allgemein als Saldierungsverbot bezeichnet (auch: Bruttoprinzip, Verrechnungsverbot). Das Saldierungsverbot gilt selbst bei kongruenter Rückdeckung der Verpflichtung. Aktivposten dürfen nicht mit Passivposten und Aufwendungen dürfen nicht mit Erträgen verrechnet werden. Das Saldierungsverbot verhindert, dass Forderungen gegen Verbindlichkeiten hochgerechnet werden und damit die Transparenz des Jahresabschlusses verringert wird. Das Saldierungsverbot gilt auch in anderen Rechnungslegungen, so gem. §§ 15 und 35 BHO sowie gem. § 12 HGrG für öffentliche Haushalte. Neben dem Grundsatz der Vollständigkeit und der Klarheit ist das Saldierungsverbot eines der Grundpfeiler der Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung. Dagegen wird nach Auffassung des Verfassers durch das bei Großbanken sehr verbreitete *Netting* massiv verstoßen. Beim *Netting* werden gegenläufige Forderungen zu einer Nettoposition saldiert, und zwar formal gesehen aufgrund einer Aufrechnungsvereinbarung. Beim *Close-out netting* werden die gegenläufigen Forderungen zu einem vorab definierten Zeitpunkt beendet (z.B. eine „juristische Sekunde“ vor dem Insolvenztatbestand) und der errechnete Netto-Saldo tritt an die Stelle der beidseitigen Forderungen (Bruttopositionen). Hierdurch wird das Ausfallrisiko der Bank gesenkt, weil im Falle eines Konkurses die eigene Forderung nicht in die Konkursmasse fallen würde, was wiederum die BAFin mit

einer geringeren Eigenkapitalbelastung honoriert. Diese Vertragsabrede ist international gesehen rechtlich nicht unumstritten. Wer Netting betreibt, hat etwas zu verbergen.

Mit Blick auf eine Verbesserung der Datengüte bei Bewertungen ergeben sich folgende Forderungen:

- der Wegfall des Bilanzierungswahlrechts nach § 253 Abs. 2 HGB (Änderung der Kann- in eine Mussvorschrift) nebst zwingendem Zeitwertansatz (Marktpreisprinzip),
- das Verbot des Nichtausweises der bisherigen außerbilanziellen Geschäfte im Jahresabschluss im Hinblick auf Hedge-Accounting,
- der Einbezug sämtlicher sog. Zweckgesellschaften mit Garantenstellung in den Jahresabschluss des Instituts sowie
- die Aufhebung der Sonderbewertungs- und Ausweiserleichterungsvorschriften für Kreditinstitute nach §§ 340 a ff. HGB, vielmehr Ausweitung der Angaben im Anhang, z.B. in bezug auf Kontrahentengliederung, Fristengliederung, Produktgliederung, Volumengliederung usw., jeweils untergliedert nach Nominal- und Marktwerten bzw. Kreditrisikoäquivalente sowie Angaben in bezug auf Großkredite.

Sollte sich dann in dem einen oder anderen Fall bei einem Kreditinstitut eine bilanzielle Überschuldung ergeben, so weiß der Bewerter (aber auch der Analyst, Investor, Gläubiger), woran er bei diesem Institut ist. Will der Gesetzgeber verhindern, dass Insolvenzantragspflicht besteht, so mag die Insolvenzordnung durch eine Sonderregelung für Kreditinstitute geändert werden. In keinem Fall ist die Irreführung der Öffentlichkeit hinnehmbar. In diesem Zusammenhang ist der SEC nur zuzustimmen, die zum Marktpreisprinzip zurückkehren will – was erwartungsgemäß auf den erbitterten Widerstand der Banken-Lobby stößt. Solange die Banken gewisse Papiere halten, für die es keinen Marktpreis mehr gibt infolge des Fehlens oder des Wegfalls eines Marktes, und diese Institute trotzdem diese Papiere mit künftig „erwarteten“ Einzahlungsüberschüssen (also mit geringem objektivem aber hohem subjektivem Anteil) bilanziell bewerten dürfen, ist die Datengüte bei diesen Unternehmen ungenügend und das Unternehmen seriös nicht bewertbar. Würfeln bringt bessere Ergebnisse als die Diskontierung von Zukunftserträge.

5. Zur Marktwertabbildungsfähigkeit der verwendbaren Verfahren

Bei den nutzen- und prognoseorientierten Bewertungsverfahren gehen die unterschiedlichen Risiken in dem Bewertungskalkül meist in der Form eines *einheitlichen* Risikozuschlages zum Basiszinssatz ein. Bei Verwendung dieser Verfahren zur Bewertung von *Unternehmen mit spekulativem Geschäftszweig* kommt der Quantifizierung des Risikos die zentrale Rolle zu. Je höher der Risikozuschlag als Bestandteil der Nennergröße bemessen wird, um so niedriger wird der hiernach ermittelte Wert des Bewertungsobjektes. In der Vergangenheit bewegten sich die

S. 1028:

Risikozuschläge zum Basiszinssatz – je nach Branche, Marktsituation, Unternehmensverfassung usw. – zwischen 2,0 % und 5 %, nur in seltenen Fällen höher. Hätte man, rückblickend betrachtet, bei den einschlägigen Finanzinstituten mit Engagement auf dem Subprime-Markt eine Unternehmensbewertung durchzuführen gehabt, so hätte man, , durchaus zu Risikozuschlägen (einschließlich Wettzu-

schlag) von 40 % bis 60 % gelangen müssen. Diese hätten bei Konsolidierung in der Bilanz des Erwerbers oder bei gegebenen oder faktisch bestehenden Garantien wegen einer drohenden Infizierung mit den übernommenen Risiken sogar noch höher ausfallen können. Dann aber ist eine detailliertere Differenzierung der Bestandteile des Risikozuschlages bei *Unternehmen mit spekulativem Geschäftszweig* angezeigt.

Hier ist an den General Manager der BIZ, *Malcolm Knight*, anzuknüpfen, der den Begriff „*Atomisierung des Risikos*“ geprägt hat: Die Entbündelung und Rekombination (*slice and dice*) von Zahlungsströmen einfacher Finanzinstrumente (wie z.B. Hypotheken) ermöglicht die Produktion neuer Finanzinstrumente, was zu einer Vielzahl von *Derivaten* und *strukturierten Anleihen* mit unterschiedlichen Risikoarten führt. Kreditnehmer und Kreditgeber werden im Zeitablauf systematisch zunehmend weiter voneinander entfernt, so dass eine *Black Block* zwischen diesen geschaltet ist, die es letztlich nicht mehr ermöglicht, das Gesamtrisiko einer Anlage im Hinblick auf

- das Risiko der Bonität des Schuldners,
- das Risiko der Bonität der dazwischen geschalteten Finanzinstitute, Garanten und potentiell Haftenden,
- die Bonität der Fremdwährungsländer,
- das Steuerrisiko,
- das Zinsänderungsrisiko,
- das Sekundärmarktrisiko (im Nachhinein die wichtigste Risikoart),

verlässlich aufzuteilen und für Zwecke der Berechnung eines Risikozuschlages zu quantifizieren.

Für die Initiatoren war es aber wichtig, dass die Wertpapiere sehr gut geratet waren und deshalb von den Käufern das Risiko niedrig angesetzt wurde. Dies schaffte man durch die Verbriefung einzelner Kredite derselben Risikokategorie (*Securitization*) zu Wertpapieren mit bestimmten Charakteristika (Hypothekarkredite, Leasingforderungen, Kreditkartenschulden), die wiederum geratet werden konnten. Hierzu erfolgte die Verbriefung durch eine Investmentbank, die die nachgesuchten Kredite selbst hielt, bis die hieraus produzierten Anleihen am Markt platziert waren. Hieraus wiederum resultierten die forderungsbesicherten Papiere, auch als *ABS (Asset-Backed Securities)* bezeichnet, die Zahlungsansprüche gegen eine ausschließlich dazu geschaffene Zweckgesellschaft (*Special Purpose Vehicle, SPV*) verbrieften. Auf diese Weise wurden diese Geschäfte aus den Bilanzen der Akteure heraus gehalten. Bestimmte Rückversicherer wie die Anleihen-Versicherer MBIA Ambac, FGIC, ACA mit versicherten Anleihen von rund 2.400 Mrd. \$, deren Tripel-A Jahre lang ohne ausreichendes Eigenkapital auf die Anleihen übertragen wurden, sowie die weit verbreiteten *CDS (Credit Default Swaps)* boten nunmehr eine (scheinbare) Absicherung gegen das Ausfallrisiko. Zu diesen *ABS* zählen insbesondere die *Collateralized Debt Obligations (CDO's)*, die durch Forderungen oder Vermögen unterlegten Wertpapiere. Es wurden nunmehr mehrere Bündel an Krediten in einzelne (ratungsfähige) Risikoklassen aufgeteilt – man spricht hierbei von „Strukturierung“, so dass selbst Wertpapiere, unterlegt mit Krediten an Schuldner mit geringer Bonität (Subprime-Hypotheken-Anleihen), mit AAA-Rating vermarktet werden konnten. Dies war im Hinblick auf das Gebührenaufkommen eines der glänzensten Geschäfte der Rating-Agenturen. Es liegt nahe, dass bei Zusammenfassung verschiedener *CDO's* zu einem Pool eine Risikobestimmung der neuen *CDO* für einen externen Bewerter oder Investor faktisch nahezu ausgeschlossen war.

Was somit im Rahmen der Subprime-Krise übersehen wurde, war der Umstand, dass mit zunehmender Komplexität die Risiken nicht mehr seriös kalkulierbar waren und die Unsicherheiten insgesamt sich potenzierten. Wer ist schon in der Lage, einigermaßen glaubwürdig bei derartigen Finanzanlagen die weitergehenden Risikoarten, wie

- das Ausfallrisiko,
- das Zwangsverwertungsrisiko,
- das Risiko der Immobilienpreisentwicklung in den USA,
- das Vorfälligkeitsrisiko,
- das Risiko von Änderungen der Notenbankpolitik,

- das Liquiditätsrisiko,
- das Konjunkturrisiko und
- das Wechselkursrisiko

zu quantifizieren und sogar für den Detailplanungszeitraum sowie für die Residualwertbestimmung seriös zu prognostizieren? Ein Käufer von MBS-Krediten weiß nicht, wie die ursprünglichen Kredite zustande gekommen sind, kennt weder den Schuldner, noch die Sicherheiten, noch die Gefahren dieser strukturierten Papiere, noch die Tricks der Finanzingenieure, noch den Verkaufsdruck der Banken und auch nicht den speziellen Markt für diese Papiere. Er ist schlicht außer Stande, diese Risiken zu bewerten. Kein Wunder, dass Ende 2007 diese Papiere dann „plötzlich“ niemand mehr haben wollte.

Wie aber sollen Kreditinstitute mit Anlagepositionen von strukturierten Papieren in Milliardenhöhe bewertet werden, wenn plötzlich der Sekundärmarkt wegen des Anschlussfinanzierungsrisikos völlig wegbriecht, weil *keiner* mehr diese Papiere kaufen will, und damit ein Liquiditätsproblem bei Banken entsteht?

S: 1029:

Man behilft sich gerne damit, dass man mit der Summe der *künftigen*, diskontierten Zahlungsströme bewertet. Dies ist fragwürdig, weil Kreditinstitute – im Gegensatz zu Handels- und Industrieunternehmen - den Großteil ihres Ertrages im Kerngeschäft gerade durch die entgeltliche Übernahme einer Vielzahl von Risiken generieren. Bereits bei der Vielzahl der unterschiedlichen Risiken ist ein einheitlicher Risikozuschlag zu einem Basiszinssatz unter Berücksichtigung von gegenseitigen Abhängigkeiten und Verstärkungseffekten nicht prognostizierbar. Eine einzige Person oder ein einziges finanzielles Engagement (z.B. Etablierung einer Zweckgesellschaft oder eines Fonds) vermag das Institut in den Ruin zu führen. Kennzeichen bankspezifischer Risiken sind: (1) *Vielzahl* der Risikoarten, (2) Unkenntnis der *Interdependenzen*, (3) Gefahr *drastischer* Auswirkungen, (4) Unwägbarkeit *kurzfristiger* Änderungen, (5) *Unvorhersehbarkeit* externer Eingriffe, (6) *Irrationalität* des Handelns. Ein einheitlicher bankspezifischer Risikozuschlag ist für die Vergangenheit nicht berechenbar und für die Zukunft nicht schätzbar. Ohnehin ist die Verwendung von *Markt*risikoprämien und von (*Markt*-)Beta's schon wegen der Ableitung aus Vergangenheitswerten (d.h. aus einer Sequenz historischer Kurse) und wegen der Branchenabgrenzung fragwürdig, erst recht, wenn jede Bank *unternehmensindividuell* bei Begründung von Risikopositionen ein anderes Rad schlägt. Auch wenn eine ganze Branche spekulativ ausgerichtet ist, muss dies nicht notwendigerweise für jedes Unternehmen dieser Branche gelten. Die Verwendung *künftiger* Marktisikoprämiensätze und *künftiger* Beta's, die also auf Zukunftserwartungen beruhen, ist unseriös und bei der Bewertung von Banken grob irreführend. Man kann bereits bei Nicht-Banken nicht von einer im Zeitablauf konstanten Entwicklung bzw. von in alle Zukunft unveränderten Kausalverhältnissen in Bezug auf das systematische Risiko ausgehen (Stationaritätsannahme). Das Beta ist bei der Unternehmensbewertung ein Pseudo-Risikomaß.

Bezüglich der Zählerseite sind bei Unternehmen mit einem spekulativen Geschäftszweig künftige finanzieller Überschüsse (Erträge) ebenfalls nicht ermittelbar. Wetten gehen einmal gut aus und einmal we-

niger gut aus. Die nachfolgende Abbildung mag dies illustrieren: Dort sind die *Gewinne vor Steuern bzw. Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit* in Mrd. Euro von Bankinstituten für die Jahre 2002 bis 2006 aufgelistet. Aus der Sicht des Frühjahres 2007 ließen sich vielleicht noch die jeweiligen Gewinne 2007 prognostizieren, seriös aber bereits nicht mehr die Gewinne 2008 oder gar bis zum Ende eines Detailprognosezeitraums (3 bis 10 Jahre). Ganz ausgeschlossen ist eine Ermittlung und Einbeziehung künftiger Ertragsbeeinflussungsgrößen infolge Thesaurierungen, infolge der Änderung der jeweiligen Steuersysteme und Steuersätze, infolge der jeweiligen Konjunkturlagen sowie infolge der politischen, sozialen und wirtschaftlichen Sonderereignisse. Einige der Institute lagen mit ihrem spekulativen Geschäftszweig eher richtig, einige andere extrem falsch. Wie soll ein Bewerter dies beurteilen und prognostizieren?

(Gewinn vor Steuern in Mrd. Euro)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Commerzbank	0,36	-1,98	0,83	1,72	2,34	?	???
Deutsche Bank (CIB)	0,77	3,52	2,75	4,33	5,78	?	???
Dresdner Bank	-1,14	-2,87	-0,69	2,15	1,20	?	???
Goldman Sachs	3,25	4,45	6,68	8,27	14,56	?	???
Hypo Real Estate	-	0,15	0,22	0,44	0,57	?	???
JP Morgan	2,52	10,03	6,19	12,22	20,68	?	???
Lehman Brothers	1,40	2,54	3,52	4,83	5,95	?	???
Merrill Lynch	3,76	5,65	5,84	7,23	10,43	?	???
WEST-LB	-1,67	-1,45	0,51	0,87	1,01	?	???

Damit ist die Verwendung der Phasenmethode als seriöser Bewertungsansatz unmöglich. Das Prognoseproblem im Rahmen der Ertragswert- oder DCF-Verfahren ist nach wie vor ungelöst. Der Mensch kann nicht verlässlich in die Zukunft schauen, schon gar nicht, wenn das Geschäftsmodell der Akteure Wettcharakter aufweist. Erwartungen lassen sich nicht berechnen, schon gar nicht bei Wettgeschäften, und erst recht nicht für

S: 1030:

einen Detailplanungszeitraum von drei bis zehn Jahren. Eine Bank ist *auf der Basis künftiger diskontierter Zahlungsströme* nicht bewertbar, weil eine Überführung aller risikoinduzierten Bewertungskomponenten auf Zähler- wie Nennerebene bei einem Prognoseverfahren (Phasenmethode) nicht aufgrund von Marktdaten, sondern nur aufgrund futuristischer Aussagen möglich ist. Die Phasenmethode weist ohnehin wegen der mangelnden theoretischen Fundierung, der stark subjektiven Einfärbung, der Vielzahl der Stellschrauben und der vielfältigen Tarnungsmöglichkeiten für Manipulationen eine stetig abnehmende Akzeptanz bei den Bewertungsadressaten auf. Der Zukunftserfolgswertansatz auf der Basis der Erwartungsnutzentheorie ist damit für Kreditinstitute obsolet, sonst mutiert der Bewerter eines Bankinstituts zu einem Experten, der morgen plausibel zu erklären hat, warum die Prognosen von gestern nicht eintrafen. Es bleibt die *Verwendung von Market Multiples* auf der Basis der Similarity Theory.

Werden *Market Multiples* verwendet, so benötigt man mindestens ein Vergleichsobjekt, dessen (Markt-)Preis bekannt ist. Zudem müssen sich die Relation des Wertes des Bewertungsobjektes zum Preis des Vergleichsobjekts mittels geeigneter Bezugsgrößen ableiten sowie bestehende Unähnlichkeiten von Bewertungs- und Vergleichsobjekt durch Adjustierungen beseitigen lassen. Je größer die Ähnlichkeit des Vergleichsobjektes (bzw. der Vielzahl der Vergleichsobjekte) zum Bewertungsobjekt ist, um so höher wird die Treffsicherheit. Geht es z.B. um die Bewertung eines strukturierten Wertpapiers und entfällt infolge der hochspekulativen Beurteilung der künftigen Entwicklung eine Barwertberechnung, so wird man sich fragen, ob dieses Papier selbst bei Verwendung hoher Risikozuschläge wirklich noch Ähnlichkeit mit einer Staatsanleihe oder ob dieses Papier eher Ähnlichkeit mit Junk-Bonds (Schrottanleihen) aufweist. Dann aber sind diese Papiere wegen der höheren Ähnlichkeit im direkten Vergleich auch wie Junk-Bonds zu bewerten. Soweit es sich um die Bewertung des gesamten Kreditinstituts handelt, ist ein Ähnlichkeitsvergleich mit Banken angezeigt, die eine vergleichbare Anlagepolitik betrieben haben und ähnlich finanziert waren und für die Marktpreise oder Börsenkurse bekannt sind oder die für symbolische Beträge übernommen oder insolvent wurden. Dabei spielen die ausgeschütteten Dividenden oder die in Abschlüssen ausgewiesenen Erträge (EBT, EBIT, EBITDA) oder Cash Flow-Größen infolge Intransparenz der Abschlusskennzahlen keine Rolle. Ein hoch korreliertes Charakteristikum und damit eine bessere *Bezugsgröße* bietet die Summe der Zeitwerte der einzelnen Vermögens- und Schuldposten einer Bank. Die Ermittlung des Net-Asset-Value (NAV) als Bezugsgröße (Nennerwert) ist insofern kein großes Problem, als die Kreditinstitute von jeher über ausgereifte Datenbank-Informationen verfügen, die es zulassen, die einzelnen Positionen zu strukturieren und mittels des Zeitwertansatzes zu bewerten. Grob vereinfacht und lediglich zur Darlegung der Vorgehensweise würde – ohne Adjustierungen - die Bewertung wie folgt vorzunehmen sein: Angenommen, der bekannte (Kauf-)Preis für ein Kreditinstitut hätte (weil keiner mehr Kreditinstitute kaufen will) nur 5 Mrd. Euro und der NAV 9 Mrd. Euro betragen, so würde sich der (unbekannte) Wert eines ähnlichen Kreditinstituts mit einem NAV von 4,5 Mrd. Euro auf 2,5 Mrd. Euro belaufen ($W : 4,5 = 5 : 9$). Wenn der Sekundärmarkt weggebrochen ist und die relevanten Papiere keinen Zeitwert oder nur einen geringen Zeitwert haben, dann vereinfacht dies allenfalls die Bewertung. Eine finale Bewertung in dem Sinne, dass diese Papiere „so viel wert“ sind, dass sich keine bilanzielle Überschuldung ergibt oder dass das regulatorische Eigenkapital im Sinne von Basel II bzw. der Solvabilitätsverordnung ausreichend ist, sollte ausgeschlossen sein.

6. Zur Glaubwürdigkeit der handelnden Bewerter und Institutionen

Die genannten hochspekulativen Papiere fanden deshalb reißenden Absatz, weil eine Reihe von Institutionen und Personen den Kauf der strukturierten Papiere nicht mit den erforderlichen Warnsignalen, sondern mit vertrauensbegründenden Attributen begleiteten:

- Durchweg waren diese Papiere von den Rating-Agenturen mit dem Trippel-A versehen worden. Das gleiche gilt für das Rating der Unternehmen mit spekulativem Geschäftszweig.

- Ähnliches gilt für die Testate der Abschlussprüfer für die publizierten Jahresabschlüsse der beteiligten Akteure. Ein solches Testat soll eins vermitteln: Glaubwürdigkeit des testierten Inhaltes. Abschlussprüfer können nicht im Bestätigungsvermerk aufführen, dass die vom IDW festgestellten Grundsätze ordnungsmäßiger Abschlussprüfung beachtet wurden, und andererseits sich bei Positionen im gigantischen Ausmaße – entgegen des Standards IDW PS 320 zur Verwendung der Arbeit eines anderen Prüfers – auf das AAA-Rating von Agenturen verlassen.
- Der Absatz der strukturierten Papiere hätte nicht auf diesem hohen Niveau erfolgen können, wenn nicht nach entsprechender Beratung Kaufempfehlungen *renommierter* Investmentbanken und Emittenten gegeben worden wären.
- Sorglosigkeit bei den Käufern hatte sich deshalb eingestellt, weil sie an die strenge Überwachung durch staatliche Institutionen (SEC, Bankenaufsicht, Notenbanken u.a.) glaubten.
- Von Teilen der Wissenschaft wurde das rapide Anwachsen des Marktes für strukturierte Papiere und des US-Außenhandelsdefizits argumentativ sogar unterstützt.
- Warnsignale von Volkswirten, die die gesamtwirtschaftlichen Zusammenhänge sehr wohl kannten, unterblieben.
- In den Medien und bei den Fachzeitschriften besaß das Thema der Bewertung der außerbilanziellen Geschäfte und deren Eigentümer (möglicherweise wegen der Kompliziertheit der Materie) offenbar keinen hohen Stellenwert, so dass eine Sensibilisierung einer breiten Schicht von Betroffenen unterblieb.

Was hat sich in der Zwischenzeit getan? Der Markt für strukturierte Papiere ist – was man nur gutheißen kann – ausgetrocknet und damit ist dieses Empfehlungsgeschäft der Investmentbanken

S. 1031:

und Emittenten weitgehend marktgerecht erledigt. Eine Reihe von Akteuren gibt es nicht mehr. Die staatlichen Institutionen analysieren sorgfältig und arbeiten die unerledigt gebliebenen Hausaufgaben auf. Die Wissenschaft, die Volkswirte und auch die Medien haben sich des Themas der Ursachen, Wirkungen und Folgen des Handelns und Bündelns von strukturierten Papieren intensiv angenommen.

Aber als wenn nichts geschehen wäre, *raten* die Agenturen immer noch (Unternehmen, Anleihen und Staaten) und finden immer noch Wege, dass man diesen Urteilen Glauben schenkt. Ebenso testieren durchweg die bisherigen Abschlussprüfer – es sind weltweit ohnehin nur einige wenige Gesellschaften - weiterhin die Jahresabschlüsse der Akteure, die nunmehr die Rettungspakete in den USA und in der EU in unglaublicher Höhe in Anspruch nehmen, und führen Unternehmensbewertungen in den jetzt anstehenden Verschmelzungs- und Umwandlungsfällen unter den Akteuren nach altem Strickmuster durch. Dies ist aber weder problemangemessen noch in einer Marktwirtschaft nachvollziehbar.

Die These des Verfassers lautet: Nur wenn marktgerechte Sanktionen für fehlhandelnde Ratingagenturen und Abschlussprüfer greifen, wird sich auf Dauer die Wiederherstellung der Glaubwürdigkeit der nicht betroffenen Ratingunternehmen und Berufsangehörigen einstellen. Dadurch könnte sehr schnell eine Verbesserung der Treffsicherheit der Beurteilungen und der Bewertungen und damit der Informationslage der Adressaten von vertrauensbegründeten Urteilen bewirkt werden. Der Leichtfertigkeit der Abgabe von vertrauensbegründenden Urteilen muss künftig konsequent Einhalt geboten werden. Zudem ist dieser Weg unmittelbarer und zielführender als die durchaus berechtigten Diskussionen um die

richtigen Bewertungsverfahren und Verbesserung der Datenqualität. Hier sind auch die Medien gefordert und es sollte erlaubt sein, die Hauptakteure und Mithelfer an den medialen Pranger zu stellen.

Wie könnten solche Sanktionen aussehen? Bezüglich der Ratingagenturen könnten die Bankenaufsichten in der EU das Betätigungsfeld von fehlhandelnden Agenturen unterbinden, am besten durch Verschärfung der Anerkennungsregeln nach Basel II, Teil 2 oder durch Widerruf der Anerkennung. Was die Abschlussprüfer betrifft, sollten die Aktionäre und die Öffentlichkeit aufmerksam verfolgen, ob Institute mit Schieflagen und mit im nachhinein als informationslos sich erweisenden Abschlüssen den gleichen Abschlussprüfer erneut beauftragen oder sich einem Prüferwechsel stellen. Sehr wirksam wäre die Ausschreibung und die Bestellung der Abschlussprüfer von Großbanken durch die BAFin (d.h. Abschaffung der freien Prüferwahl durch das zu prüfende Kreditinstitut) und insoweit Einführung des Rotationsprinzips, wobei die Prüfung als *joint audits* von Berufsangehörigen erfolgen sollten, die nicht mit einem Netzwerk verbunden sind, dessen headquarter oder deren faktische Leitung außerhalb der EU liegt (resident-principle). Gerichte sollten prüfen, ob sie in Verschmelzungs- oder Umwandlungsfällen Bewerter als Gerichtssachverständige ernennen, deren Gesellschaft sich im Marktumfeld der Subprimemepapiere als Abschlussprüfer der Akteure betätigt und zu Fehlurteilen gelangt sind. Enron hatte Schulden in Höhe von rd. 40 Milliarden Dollar verschleiert. Die Prüfungsgesellschaft schied daraufhin aus dem Markt aus. Die Schadenshöhe hat sich nunmehr um ein Vielfaches gesteigert. Es kann nicht sein, dass man einfach zur Tagesordnung übergeht und keine Konsequenzen aus dem initiierten und testierten Wertpapier-Roulette gezogen werden.

7. Sonstige Folgerungen

Ein Management, welches ausweislich der Mitwirkung bei den Subprime-Geschäften unter Beweis gestellt hat, dass es jegliche wirtschaftliche Vernunft hat vermissen lassen und kein effizientes Risikomanagement betreibt, muss sich fragen lassen, ob das eigene interne Kontrollsystem und Risikomanagementsystem wirklich effizient ist und ob es auch für andere Bereiche fragwürdige Methoden verwendet oder zulässt. Es drängt sich förmlich auf, hier bewertungstechnisch einen besonderen „Abschlag wegen *verminderter Glaubwürdigkeit*“ (ähnlich dem Abschlag wegen verminderter Verkehrsfähigkeit) vorzunehmen.

Ein weiteres Umdenken ist erforderlich im Hinblick auf den Ausweis eines ermittelten Unternehmenswertes. Üblich ist die Angabe eines Unternehmenswertes als Punktwert, meist leicht gerundet. Bei Unternehmen, die hochspekulative Aktiva besitzen bzw. an außerbilanziellen Geschäften mit Wettcharakter beteiligt waren (wozu das Subprime-Segment zählt), ist die punktgenaue Angabe eines Wertes nicht problemadäquat. Der Verfasser tendiert zu der Auffassung, dass hier ausschließlich die Angabe einer Wertbandbreite angemessen ist (also unter Worst-case-Annahmen und Best-case-Annahmen). Die punktgenaue Wertangabe bietet zu wenig Informationsgehalt für derartige Unternehmen.

Steht ein Kreditinstitut zur Bewertung bzw. zum Kauf an, liegt der Fokus in diesen Zeiten weniger auf dem Wert des operativen Geschäfts, sondern auf dem Wert des Vertrauens, das man diesem

S. 1032:

Kreditinstitut (noch) entgegen bringen kann. Hat ein Kreditinstitut in der Vergangenheit jedes Schlupfloch genutzt, um riskante Geschäfte zu machen, sich der Bankenaufsicht durch Geschäftsverlagerung ins Ausland teilweise zu entziehen, diese Geschäfte in der eigenen Bilanz nicht auszuweisen und wirtschaftliche zurechenbare Auslandsgesellschaften wie z.B. die Zweckgesellschaften nicht zu konsolidieren, muss unter dem Eindruck, dass der „Too-big-to-fail-Grundsatz“ seit der Insolvenz von Lehmann Brothers nicht mehr gilt, die Forderung gegenüber dem Gesetzgeber erhoben werden, für volle Information für die Vorgänge in der Vergangenheit zu sorgen. Zielführend wäre, alle Kreditinstitute gesetzlich zu verpflichten, dass diese ihre Jahresabschlüsse ab dem Wirtschaftsjahr 2002 berichtigen und die bislang per Hedge Accounting außerhalb der Bilanz getätigten Geschäfte in vollem Umfang und unsaldiert bilanzieren sowie insbesondere die *Conduits* bzw. *Structured Investment Vehicles* konsolidieren. Erst hierdurch wird es einem Bewerter bzw. potentiellen Kaufinteressenten (Aktienanleger) ermöglicht, das Volumen und die Entwicklung der Wettgeschäfte einer Bank beurteilen zu können, um Rückschlüsse für die Effizienz des künftigen Risikomanagements der Bank zu ziehen.

8. Schlussbetrachtung

Bislang stand im Vordergrund die Bewertung von Unternehmen in guter oder schlechter Verfassung, auf jeden Fall aber von seriösen Unternehmen. Der Markt verlangt aber auch die Bewertung von Unternehmen, deren tatsächliches Geschäftsgebaren sich – unabhängig von der Unternehmensgröße und der „Branche“ - auf schmutzige, verbotene, anrühige oder – wie hier - hochspekulative Geschäfte konzentriert. Ein Anleger muss aber erkennen und bewerten können, ob er ein Engagement mit einem solchen Unternehmen eingeht oder sich davon trennt. Kennzeichnend für Marktakteure, die sich mit Subprime-Krediten oder deren Derivaten in der Vergangenheit beschäftigt haben, ist das neue Element „Wetten auf breiter Basis“, welches mittels traditioneller Bewertungsmethoden wie die nutzen- und prognoseorientierten Ertragswert- oder DCF-Verfahren nicht adäquat beurteilt und bewertet werden kann. Als Lösung bietet sich an, solche Unternehmen mittels Market Multiples (abzüglich eines *Ab-schlags wegen verminderter Glaubwürdigkeit* – Intransparenzabschlag -) zu bewerten oder sich an Market Multiples für Unternehmen, die ähnliche Geschäfte betreiben und Gegenstand einer Transaktion waren, zu orientieren. Die Zeitwerte der einzelnen Vermögens- und Schuldposten einer Bank bieten hierbei eine bessere Bezugsgröße beim Ähnlichkeitsvergleich als die tradierten Kenngrößen von Jahresabschlüssen.

Bewerter benötigen für die Bewertung derartiger Unternehmen Informationen über die Entwicklung dieser Geschäfte in der Vergangenheit. Es muss für die Öffentlichkeit klar sein, wie groß das spekulative Rad ist, welches eine Bank dreht, und ein Bewerter braucht einen *true and fair view* in den Abschluss;

hierfür genügt es z.B. nicht, verbal auf die Beschreibung der Risiken im Jahresabschluss abzustellen, entscheidend ist die detaillierte Quantifizierung, die bislang fehlt. Sind doch Bankbilanzen bisher nicht von einer *Fair Presentation* geprägt. Die speziellen Optionen für Saldierungen, Verrechnungen und Angabeerleichterungen für Finanzinstrumente, Devisen usw. in der Bilanz und in der G+V von Kreditinstituten, weiter für die Vorsorge von allgemeinen Bankrisiken, für das Ansatzwahlrecht der Hypothekenforderungen mit dem Nennbetrag gem. §§ 340 c, 340 e, 340 f HGB, allgemein ausgedrückt für das Nettoprinzip beim Ausweis riskanter Geschäfte sind abzuschaffen. Vielmehr sind alle risikobehafteten Geschäfte detailliert und nach Risikoklassen unsaldiert für einen externen Bewerter erkennbar mit dem Zeitwert anzusetzen. Netting darf den Ausweis der Bruttonpositionen von Risikoaktiva nicht verhindern. Die Möglichkeit der Option einer befreienden Aufstellung gem. § 315 a HGB ist kritisch zu hinterfragen. Entscheidend für einen Bewerter sind nicht die (saldierten) Nettogrößen, sondern die Volumina und die Anzahl der eingegangenen Engagements sowie die Kenntnis der jeweiligen Zeitwerte zum Bewertungsstichtag.

Unternehmen, die mit ihren Wetten und Spekulationen in der Vergangenheit gut gelegen haben, können in der Zukunft in diesem Geschäftsfeld schief liegen. Insofern sind Prognosen nicht seriös abzuleiten. Es sollte daher *de lege ferenda* normiert werden, dass Unternehmen, die sich als Akteure auf dem Subprime-Segment engagiert haben, ihre Jahresabschlüsse ab 2002 im Hinblick auf die bislang außerhalb der Bilanz versteckten Positionen vervollständigen, die *Conduits* in der Konzernbilanz konsolidieren und insgesamt die Jahresabschlüsse im Rahmen der Neubewertung der Finanzanlagen unter strikter Beachtung des Saldierungsverbots korrigieren. Wird hierauf verzichtet bleibt die Unternehmensbewertung für einen größeren Zeitraum eine Black-Box-Beurteilung. Auch im Hinblick auf das *künftige* Wett- und Spekulationsverhalten eines Institutes ist die Kenntnis über das Engagement in diesem Segment in der *Vergangenheit* eine wichtige bewertungsrelevante Information.

Bestätigungsvermerke und das Rating von Agenturen nach bisheriger Prägung haben bei diesen Unternehmen keinen Aussagewert mehr. Deshalb wäre zu überlegen, das in Basel II, Teil 2, Säule 1, Abs. 90 ff. vorgesehene Verfahren für die Anerkennung von Rating-Agenturen entweder ganz abzuschaffen (damit entfällt die Option für die standardisierte Messung des Kreditrisikos durch externes Rating) oder zu verschärfen bzw. die Anerkennung für fehlernde Rating-Agenturen zu widerrufen. Zur künftigen Vermeidung von Abschlussprüfer-Fehlleistungen sollte bei Großbanken die Abschaffung der freien Prüferwahl durch das zu prüfende Kreditinstitut, die Einführung des Rotationsprinzips (Drei-Jahres-Turnus), die zwingende Vornahme von *joint audits* und die Einführung des *resident-principle* ins Auge gefasst werden.

Wegen des (gut getarnten) Wettcharakters der Subprime-Geschäfte müssen insbesondere Schadensersatzansprüche der Anleger sowie Strafen der SEC und anderer Aufsichtsbehörden in die Bewertung einbezogen werden. Bewertungsergebnisse können in diesen Fällen nicht mehr punktuell, sondern nur noch in Bandbreiten angegeben werden. Bei täglich wechselnden Risikolagen lässt sich kein zeitpunktbezogener eindimensionaler Wert darstellen.