

Professor Dr. Axel A. Weber

Präsident

der Deutschen Bundesbank

**Beitrag zur Podiumsdiskussion
„Transparenz im Finanzbereich“**

auf dem wissenschaftlichen Symposium
der Finance-Forschungsinstitute der Universität zu Köln

in Köln

am 12. Oktober 2007

– Es gilt das gesprochene Wort –

Inhalt

1	Begrüßung	2
2	Transparenz.....	3
2.1	Hedgefonds	3
2.2	Ratingagenturen	3
2.3	Rechnungslegung der Kreditinstitute	4
3	Schluss	8

1 Begrüßung

Sehr geehrte Damen und Herren,

die Auswirkungen der US-amerikanischen Subprime-Krise und die daraus folgenden Turbulenzen an den internationalen Kapitalmärkten haben in den letzten zwei Monaten zu Anspannungen auf wichtigen Finanzmarktsegmenten, allen voran bei strukturierten Produkten geführt. Risikopositionen wurden im Lichte eines allgemeinen Vertrauensverlusts rasch und abrupt abgebaut. Dies blieb nicht ohne Auswirkungen auf die Liquidität der betreffenden Märkte. Aber nicht nur die Märkte für Kreditrisikotransfer waren betroffen, auch der Interbankenmarkt spürte und spürt die Auswirkungen.

Zentralbanken in den wichtigsten Wirtschaftsräumen haben auf diese Liquiditätsprobleme am Geldmarkt reagiert. Das Eurosystem hat die Stabilität der heimischen Finanzmärkte mit umfangreichen Liquiditätszufuhren unterstützt. Zugleich haben wir klar gemacht, dass Änderungen der Leitzinsen für uns das falsche Instrument sind, um den Liquiditätsverspannungen am Geldmarkt zu begegnen.

Mittlerweile gibt es erste Anzeichen, dass sich die Situation in einigen Bereichen der internationalen Geld- und Finanzmärkte normalisiert. Dies sollte aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass schlechte Nachrichten die allgemeine Unsicherheit wieder erhöhen könnte. In jedem Fall wird die Verarbeitung der Ereignisse noch einige Zeit in Anspruch nehmen. In erster Linie gilt es, das Vertrauen an den internationalen Kreditmärkten wiederherzustellen. Ein entscheidender Ansatzpunkt dabei ist Transparenz als Voraussetzung für das Erkennen und das Einschätzen von Risiken.

2 Transparenz

2.1 Hedgefonds

Bis Mitte des Sommers standen beim Thema Transparenz vor allem Hedgefonds auf der internationalen Agenda. Zwar sind die Auslöser der aktuellen Finanzmarkturbulenzen anderswo zu suchen. Dennoch dienten auch in den jüngsten Entwicklungen finanzielle Schwierigkeiten einzelner Hedgefonds als ein Katalysator für eine allgemeine Neubewertung der Risiken am Markt.

Deshalb ist es ohne Zweifel weiterhin erforderlich, private und öffentliche Initiativen zur Stärkung der Marktdisziplin und der Transparenz im Hedgefondssektor voranzutreiben. Ich denke hier insbesondere an die Stärkung des Risikomanagements wichtiger Finanzintermediäre (insbesondere der Prime Broker) sowie an eine Verbesserung der Wohlverhaltensregeln (Best Practices) für die Hedgefondsbranche.

2.2 Ratingagenturen

Auch die Ratingagenturen sind durch die aktuellen Finanzmarkturbulenzen wieder ins Visier der internationalen Gremien gerückt. Es ist sicher noch verfrüht, um abschließend Lehren aus den vergangenen Wochen zu ziehen. Auch sollten regulatorische Schnellschüsse vermieden werden. Daher ist es richtig, dass auf internationaler und europäischer Ebene zunächst umfangreiche Prüfaufträge verteilt wurden, insbesondere auch zur Verbesserung der Transparenz der Ratingurteile.

Manche dieser Initiativen – so die Erhöhung des Detail- und Standardisierungsgrads der Rating-Berichte – würden sich relativ leicht umsetzen lassen. Konzeptionell anspruchsvoller wird es dagegen bei der Frage, ob eine eigene Ratingskala für strukturierte Finanzprodukte eingeführt und Liquiditäts- und Marktrisiken in das Ratingurteil dieser Produkte einbezogen werden sollten.

Eine eigene Ratingskala für verbriefte Wertpapiere ist insoweit begründbar, weil sich die Eigenschaften tranchierter Produkte in einigen Aspekten deutlich von denen traditioneller Anleihen bzw. Anleiheportfolios unterscheiden. Tranchierte Produkte weisen einen Hebeleffekt auf, d.h. je tiefer der Rang einer Tranche und je geringer ihr Volumen, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit eines Totalausfalls.

Die Verlustverteilung dieser Produkte weist häufig eine breitere Streuung auf, d.h. die Wahrscheinlichkeit hoher Verluste ist größer und steigt mit zunehmender positiver Korrelation. Bei strukturierten Produkten ist im Vergleich zu traditionellen Anleihen die Frequenz der Ratinganpassungen zwar geringer, das Ausmaß der Ratingänderungen im Fall von Anpassungen jedoch regelmäßig größer. So sind Herabstufungen um mehrere „notches“ durchaus nicht ungewöhnlich.

Begrüßenswert sind in jedem Fall alle Schritte, die das Risikobewusstsein der Investoren schärfen und zu einem verantwortungsbewussteren Umgang mit Ratingurteilen beitragen. Zudem gilt es Arbitragemöglichkeiten im Rahmen der Anlagemandate institutioneller Investoren zu vermindern.

Klar ist ferner: Ratingurteile können die eigene Risikoeinschätzung der Investoren nur ergänzen. Ein Ersatz für eine breit angelegte Risikobeurteilung können sie nicht sein.

2.3 Rechnungslegung der Kreditinstitute

Die aktuellen Ereignisse haben auch Fragen zur Bilanzierung von Engagements in zweitklassigen US-Hypotheken (Subprime) in den Mittelpunkt der Diskussion gerückt.

Neben der Frage nach der Konsolidierung von Zweckgesellschaften (sog. Conduits) geht es hier insbesondere um die Bewertung von mit Subprime-Krediten unterlegten Wertpapieren. Die Bewertung solcher Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) stellt für die Kreditwirtschaft ein erhebliches Problem dar, weil für viele dieser Instrumente derzeit so gut wie keine verlässlichen Marktdaten vorhanden sind.

Das gilt grundsätzlich sowohl für eine Rechnungslegung nach HGB als auch nach IFRS.

Das HGB, das alle deutschen Institute in ihrem Einzelabschluss anwenden müssen, fordert eine Abschreibung auf den niedrigeren Marktpreis oder beizulegenden Zeitwert, wenn die Papiere dem Umlaufvermögen zugerechnet werden. Handelt es sich um eine dauernde Wertminderung, besteht auch im Anlagevermögen Abschreibungsbedarf. Nach HGB geht es also um die angemessene Höhe einer Wertberichtigung.

Schaubild 1

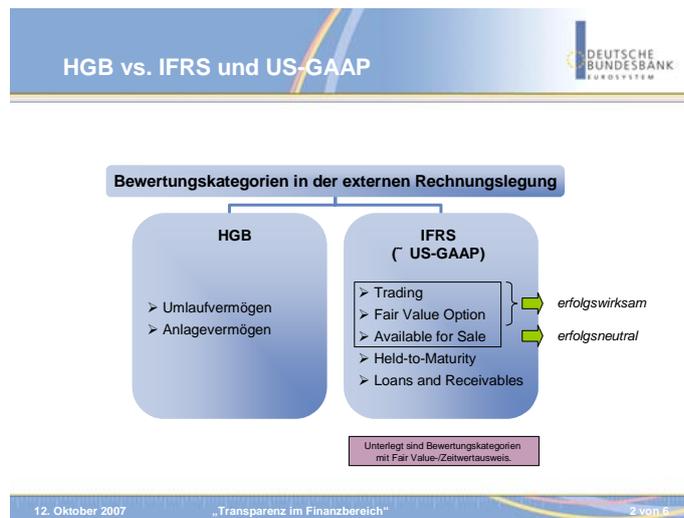


Schaubild 2

Bewertung von Finanzinstrumenten (HGB)

Kategorie	Umlaufvermögen		Anlagevermögen
	Handelsbestand	Liquiditätsreserve	
<i>Erst-/ Folgebewertung</i>	Anschaffungskosten		
<i>Abschreibungen</i>	zwingend auf den niedrigeren Börsen-/ Marktpreis bzw. beizulegenden Wert (strenges Niederstwertprinzip)		nur bei dauerhafter Wertminderung auf den niedrigeren beizulegenden Wert (gemildertes Niederstwertprinzip)
<i>Legung stiller Reserven</i>	---	auf einen niedrigeren als den o.g. Wert (§ 340f HGB)	---

12. Oktober 2007
„Transparenz im Finanzbereich“
3 von 8

Internationale Rechnungslegungsstandards, d.h. IFRS und US-GAAP, fordern dagegen für viele Finanzinstrumente eine sofortige Bilanzierung zum Zeitwert. Für deutsche Institute sind Konzernabschlüsse nach internationalen Rechnungslegungsstandards für Zwecke der Offenlegung und der Marktkommunikation bereits heute von größerer Bedeutung.

Die Bilanzierung nach IFRS in Konzernabschlüssen ist für in der EU ansässige, kapitalmarktorientierte Unternehmen zudem spätestens seit dem Geschäftsjahr 2007 verpflichtend. [Übergangsregelung von 2005 bis 2007]. Aufgrund der geforderten Kapitalmarktorientierung betrifft die IAS-Verordnung zwar nur einen kleinen Teil der deutschen Institute, es dürfte aber gerade dieser Kreis sein, der tendenziell eher in RMBS engagiert ist.

Schaubild 3



IFRS (IAS 39)*

Kategorie	Trading/ Fair Value Option	Available for Sale	Loans and Receivables	Held to maturity
Erstbewertung	fair value	fair value zzgl. Transaktionskosten (i.d.R. Anschaffungskosten)		
Folgebewertung	fair value		fortgeführte Anschaffungskosten	
Fair value Änderung	ergebniswirksam (GuV)	ergebnisneutral (Neubewertungsrücklage)	keine Berücksichtigung	
Impairment losses (Abschreibungen)	ergebniswirksam (implizit)	ergebniswirksam		

* Prinzipiell ähnliche Bewertungskategorien auch in US-GAAP

Die IFRS streben eine umfassendere Transparenz als das HGB an. Fraglich ist allerdings, wie verlässliche Zeitwerte für strukturierte Finanzprodukte zu ermitteln sind. Die Zeitwerte bestimmen im Übrigen auch die Höhe des Wertberichtigungsbedarfs bei Finanzinstrumenten, die zunächst zu fortgeführten Anschaffungskosten bilanziert wurden.

In ruhigen Marktphasen dürften, selbst wenn für individuell strukturierte Finanzinstrumente keine tatsächlichen Börsen- oder Marktpreise verfügbar sind, ausreichend relevante Marktdaten vorhanden sein, um zumindest nachvollziehbare und vergleichbare Zeitwerte ableiten zu können. Derzeit aber herrscht angesichts ausgetrockneter Märkte und damit spärlicher Marktdaten große Unsicherheit. Diese Unsicherheit könnte sich nicht zuletzt in heterogenen Bewertungsverfahren niederschlagen.

Dabei spannt sich das Spektrum zwischen mark-to market und mark-to-model Ansätzen. IFRS (IAS 39) und US-GAAP geben eine Bewertungshierarchie zur Ermittlung des Zeitwerts vor. Sofern machbar sind Marktpreise zu verwenden; die zweitbeste Lösung ist die Ableitung von Zeitwerten aus Marktpreisen vergleichbarer Finanzinstrumente; ist auch dies nicht möglich, erfolgt eine Modellbewertung.

Während einige Institute versuchen dürften, Zeitwerte aus den wenigen Marktinformationen abzuleiten, werden andere Bewertungsmodelle bevorzugen, die auch mit institutsindividuellen Daten unterlegt werden, um Zeitwerte zu ermitteln.

Schaubild 4



Bewertungshierarchie nach IAS 39.48A	
1. Level	Notierte Preise/Marktpreise ⇒ aktiver Markt für Finanzinstrument*
2. Level	Ableitung von Zeitwerten ⇒ aus Marktpreisen vergleichbarer Finanzinstrumente
3. Level	Modellbewertung ⇒ z. B. Discounted Cash-Flow-Methode, Optionspreismodelle ⇒ vorzugsweise Marktdaten als Inputwerte; nur in Ausnahmefällen unternehmensspezifische Daten

* IAS 39.AG71 – Aktiver Markt: Notierte Preise
Ein Finanzinstrument gilt als an einem aktiven Markt notiert, wenn notierte Preise an einer Börse, von einem Händler, Broker, ... oder einer Aufsichtsbehörde leicht und regelmäßig erhältlich sind und diese Preise aktuell und regelmäßig auftretende Markttransaktionen wie unter unabhängigen Dritten darstellen.

12. Oktober 2007

„Transparenz im Finanzbereich“

5 von 6

Allein die Unsicherheit hinsichtlich des richtigen Bewertungsverfahrens wirft also schon Fragen hinsichtlich der verlässlichen Wertermittlung in solchen außergewöhnlichen Marktphasen auf. Hier gibt es sicher nicht den einen Königsweg, aber es sollten eine Reihe von Prinzipien nicht außer acht gelassen werden:

Erstens: Letztlich ist der Bilanzierende selbst dafür verantwortlich, welches Bewertungsverfahren er anwendet, um zu einem möglichst realistischen Wertansatz zu kommen. Mit in der Verantwortung sind dabei auch immer die Wirtschaftsprüfer der Institute.

Anders als bei den aktienmarktinduzierten Schieflagen im Versicherungsektor Anfang des Jahrzehnts erscheint diesmal eine nationale konzertierte Aktion zur Bewertungsregelung nicht adäquat zu sein. Zum einen bilden die in Rede stehenden Finanzinstrumente keinen homogenen Markt, zum anderen hat die Frage eine internationale Dimension – so kommen Subprime-Risiken auch in anderen Ländern vor. Durch die Anwendung der IFRS auf EU-Konzernabschlüsse sind nationale Alleingänge im Grunde unmöglich. Schließlich gestaltet sich die Abgrenzung vom Non-Subprime-Sektor oft schwierig.

Zweitens: Mit der sich abzeichnenden langsamen Erholung der Märkte ist es meines Erachtens äußerst wichtig, mit der Bilanzierung möglichst nahe am Referenzmodell des aktiven Marktes zu bleiben.

Drittens, scheint mir bei alledem wichtig, dass das Bewertungsprozedere möglichst verlässlich, vorsichtig und damit nachvollziehbar erfolgt, um dem Markt die Möglichkeit zu geben, die Wertansätze und damit die Risiken

realistisch einschätzen zu können. Konsistenz und Transparenz sind dabei wichtig, um zur dringend notwendigen Vertrauensbildung beizutragen.

Hinzu kommt schließlich, dass die notwendigen Informationen möglichst zeitnah veröffentlicht werden sollten, um möglichen Unsicherheiten frühzeitig entgegen zu treten. Nur so kann m. E. das notwendige Vertrauen in die Bewertung und damit in die externe Rechnungslegung der Institute aufrecht erhalten werden.

Einige Institute in den USA aber auch in Europa haben hier inzwischen erste belastbare Zahlen zu ihrem Wertberichtigungsbedarf im Subprime-Sektor im 3. Quartal vorgelegt. Mögen die Zahlen im Einzelfall auch erhebliche Größenordnungen erreichen, so schafft ihre Offenlegung doch die notwendige vertrauensbildende Transparenz. Diesem Beispiel sollten und dürften in Kürze weitere Institute folgen.

3 Schluss

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die Unsicherheit an den globalen Finanzmärkten in den letzten zwei bis drei Monaten einmal mehr verdeutlicht hat, dass Transparenz eine entscheidende Voraussetzung für Finanzstabilität ist.

Dennoch wäre es gefährlich, im Nachklang der aktuellen Turbulenzen die Transparenzübungen zu überfordern. Denn die Komplexität und Internationalität unseres Finanzsystems führen unweigerlich zu individuellen, länder- und institutsspezifischen Auslegungen der Transparenzvorschriften – natürlich immer innerhalb des gesetzlichen Rahmens. Dadurch erklärt sich zum Beispiel auch ein Großteil der derzeit zu beobachtenden Heterogenität in den Bewertungsverfahren der Banken.

Die Annahme, dass Institute und Produkte über den Globus hinweg vollständig vergleichbar werden, bleibt daher ein Wunschdenken – und Marktteilnehmer sowie öffentliche Institutionen tun gut daran, dies bei ihrer Risikoerschätzung zu berücksichtigen.

* * *