

Derivative Finanzinstrumente
nach HGB, IFRS und US-GAAP sowie ihre Bedeutung
für die Jahresabschlusspolitik und –analyse

Dissertation
zur Erlangung des Doktorgrades an der
Fakultät für Wirtschaftswissenschaften
der Universität Augsburg

vorgelegt von

Marcus Gantzkow

2007

Erstgutachter: Prof. Dr. Dres. h.c. Adolf G. Coenenberg
Zweitgutachter: Prof. Dr. Michael Heinhold
Vorsitzender der mündlichen Prüfung: Prof. Dr. Manfred Steiner

Datum der mündlichen Prüfung: 29.06.2007

Inhaltsverzeichnis

INHALTSVERZEICHNIS	3
ABBILDUNGSVERZEICHNIS	8
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	9
EINLEITUNG	12
A. PROBLEMSTELLUNG	12
B. ZIELSETZUNG	13
C. VORGEHENSWEISE	13
1. KAPITEL: FINANZGRUNDLAGEN	15
A. SYSTEMATIK BESTEHENDER FINANZINSTRUMENTE	15
B. DERIVATIVE FINANZINSTRUMENTE	16
1. Optionen	17
1.1. Begriffsdetermination	17
1.2. Funktionalität von Optionen	18
1.3. Optionsarten	21
1.3.1. Aktienoptionen.....	21
1.3.2. Indexoptionen.....	21
1.3.3. Devisenoptionen.....	21
1.3.4. Anleihe- und Zinsfutureoptionen	21
1.3.5. Warenoptionen	22
1.3.6. Basket Optionen	22
1.3.7. Turbo Optionen	22
1.4. Bewertungsrelevante Faktoren.....	22
1.5. Risikoeinordnung bei Optionen	25
1.6. Vor- und Nachteile von Optionen.....	26
2. Unbedingte Finanztermingeschäfte (Forwards und Futures)	26
2.1. Begriffsdetermination	26
2.2. Funktionalität von unbedingten Finanztermingeschäften	27
2.3. Arten von unbedingten Finanzterminkontrakten	29
2.4. Bewertungsrelevante Faktoren.....	29
2.5. Risikoeinordnung bei unbedingten Finanzterminkontrakten	30
2.6. Vor- und Nachteile von unbedingten Finanztermingeschäften.....	30
3. Swaps (Finanztauschverträge)	32
3.1. Begriffsdetermination	32
3.2. Funktionalität von Swaps.....	32
3.3. Arten von Swaps	36
3.3.1. Liability-Swaps	37
3.3.1.1. Zinsswaps.....	37
3.3.1.2. Währungsswaps	38
3.3.1.3. Spezialswaps	39
3.3.2. Asset-Swaps	40
3.3.2.1. Zinsswaps.....	41
3.3.2.2. Währungsswaps	41
3.4. Bewertungsrelevante Faktoren.....	41
3.5. Risikoeinordnung bei Swap-Geschäften.....	42
3.6. Vor- und Nachteile von Swaps	43
4. Asset Backed Securities	43
4.1. Begriffsabgrenzung	43
4.2. Funktionalität von Asset Backed Securities.....	44
4.3. Arten von ABS-Transaktionen.....	48
4.4. Risikoeinordnung	48
4.5. Vor- und Nachteile von ABS	49
2. KAPITEL: BILANZIERUNG DERIVATIVER FINANZINSTRUMENTE	51
A. DERIVATIVE FINANZINSTRUMENTE IM DEUTSCHEN HANDELSRECHT	51
1. Allgemeine Rechtsgrundlagen	51
2. Bilanzansatz und Bewertung freistehender derivativer Finanzinstrumente	52
2.1. Bedingte und unbedingte Finanztermingeschäfte	52

2.2. Swap-Geschäfte	54
3. Bilanzierung von Sicherungszusammenhängen	55
3.1. Strenger Einzelausweis	56
3.2. Kompensatorische Bewertung	58
3.2.1. Das kompensatorische Prinzip	58
3.2.2. Absicherungszusammenhänge im Handelsrecht	58
3.2.3. Allgemeine handelsrechtliche Anforderungen	60
3.2.4. Kompensatorische Bewertungsmodelle	62
3.2.5. Abgrenzung der Kompensationsebenen	67
3.2.5.1. Bewertung von Micro-Hedges	68
a) Funktionsweise	68
b) Handelsrechtliche Zulässigkeit	68
c) Darstellung des Micro-Hedge Ansatzes anhand eines Beispiels	69
d) Kritik am Konzept des Micro-Hedges	71
3.2.5.2. Bewertung von Macro-Hedges	72
a) Funktionsweise	72
b) Handelsrechtliche Anforderungen und Zulässigkeit	73
c) Beispiel	76
d) Kritik am Konzept des Macro-Hedges	80
3.2.5.3. Bewertung von Portfolio-Hedges	81
a) Funktionsweise	81
b) Handelsrechtliche Anforderungen und Zulässigkeit	82
c) Darstellung der Portfolio-Bewertung anhand eines Beispiels	85
d) Kritik am Konzept des Portfolio-Hedges	89
3.2.6. Fazit	90
3.3. Mark-to-Fair-Value-Bewertung	91
3.3.1. Funktionsweise	91
3.3.2. Zeitwerte in der Bilanz und GuV	92
3.3.3. Die Umsetzung der Mark-to-Fair-Value-Bewertung in deutschen Jahresabschlüssen	96
3.4. Absicherung realwirtschaftlicher und schwebender Geschäfte sowie der aus ihnen resultierenden zukünftigen Zahlungsströme	103
3.5. Antizipative Transaktionen	104
3.6. Bilanzierung von Swap Geschäften	105
4. Bilanzierung von Asset Backed Securities	107
5. Bilanzausweis	110
B. BILANZIERUNG VON FINANZINSTRUMENTEN NACH IFRS	113
1. Bilanzansatz	114
2. Bilanzbewertung	115
2.1. Bewertung von Finanzinstrumenten zum Zugangszeitpunkt	115
2.2. Folgebewertung freistehender Finanzinstrumente	116
2.2.1. Financial assets or financial liabilities at fair value through profit or loss	116
2.2.2. Held to maturity investments	119
2.2.3. Loans and receivables	122
2.2.4. Available for sale financial assets	122
2.2.5. Sonstige financial liabilities	125
2.2.6. Stillhalterverpflichtungen	125
2.2.7. Zusammenfassung	126
2.3. Hedge accounting	128
2.3.1. Bestandteile von Sicherungszusammenhängen	128
2.3.1.1. Grundgeschäfte	128
2.3.1.2. Sicherungsgeschäfte	129
2.3.2. Arten von Sicherungszusammenhängen	131
2.3.2.1. Fair value hedges	131
2.3.2.2. Cash flow hedges	134
2.3.2.3. Hedge of a net investment	136
2.3.3. Anforderungen an die Abgrenzung von Sicherungszusammenhängen	137
2.3.4. Sicherungsebene	139
2.4. Embedded Derivatives	140
3. Trade day versus settlement day accounting	142
4. Derecognition	144
4.1. Abgang von financial assets	144
4.2. Abgang von financial liabilities	148
5. Bilanzierung von Asset Backed Securities	149
6. Erläuterungspflichten	150
6.1. Angaben zur Bedeutung von Finanzinstrumenten für die finanzwirtschaftliche Lage und Leistung des Unternehmens	151
6.2. Risiken aus Finanzinstrumenten	153

C. BILANZIERUNG VON FINANZINSTRUMENTEN NACH US-GAAP	158
1. Bilanzierung freistehender Finanzinstrumente	158
1.1. Originäre Finanzinstrumente.....	158
1.1.1. Liquide Mittel.....	158
1.1.2. Schecks, Kassenbestände, Bundesbankguthaben und Guthaben bei Kreditinstituten	159
1.1.3. Kurzfristige Forderungen.....	159
1.1.4. Langfristige Forderungen.....	159
1.1.5. Wertpapiere.....	160
1.1.6. Verbindlichkeiten.....	161
1.2. Derivative Finanzinstrumente	163
1.3. Embedded Derivatives	165
1.4. Asset Backed Securities	166
1.5. Stillhalterverpflichtungen.....	169
2. Bilanzierung von Sicherungszusammenhängen (hedge accounting)	170
2.1. Fair value hedges	170
2.1.1. Begriffsdetermination	170
2.1.2. Anforderungen an fair value hedges	170
2.1.3. Fair value hedge Bestandteile	172
2.1.3.1. Micro-, Macro- und Portfolio-Hedges	172
2.1.3.2. Abgrenzung der Grund- und Sicherungsgeschäfte	174
2.1.4. Bilanzierung	176
2.2. Cash Flow Hedges	176
2.2.1. Begriffsdetermination	176
2.2.2. Anforderungen an Cash Flow Hedges	176
2.2.3. Cash Flow Hedge-Bestandteile.....	178
2.2.3.1. Micro-, Macro- und Portfolio-Hedges	178
2.2.3.2. Abgrenzung der Grund- und Sicherungsgeschäfte	178
2.2.4. Bilanzierung.....	180
2.3. Foreign Currency Hedges	182
2.3.1. Allgemeine Anforderungen an foreign currency hedges	182
2.3.2. Foreign currency fair value hedges	183
2.3.3. Foreign currency cash flow hedges.....	185
2.3.4. Hedges of the foreign currency exposure of a net investment in a foreign operation (Absicherung von Translationsrisiken).....	188
3. Derecognition	188
4. Erläuterungspflichten	189
4.1. Allgemeine Erläuterungspflichten	189
4.2. Fair value hedges	190
4.3. Cash flow hedges	191
4.4. Hedges of the net investment in a foreign operation	192
4.5. Erläuterungspflichten für börsennotierte Unternehmen.....	192
4.5.1. Erläuterungspflichtige Unternehmen	192
4.5.2. Erläuterungspflichten	193
4.5.3. Quantitative Erläuterungspflichten	195
4.5.3.1. Tabellarische Darstellung	195
4.5.3.2. Sensitivitätsanalyse	198
4.5.3.3. Value at Risk Darstellung	201
5. Tabellarische Zusammenfassung der Bilanzierungsregeln für Financial Instruments nach HGB, IFRS, US-GAAP	204
3. KAPITEL: DERIVATIVE FINANZINSTRUMENTE IN DER JAHRESABSCHLUSSPOLITIK	212
A. GRUNDLAGEN DER JAHRESABSCHLUSSPOLITIK	213
1. Einleitung	213
2. Bilanzpolitische Zielsetzungen	213
B. JAHRESABSCHLUSSPOLITIK DURCH FINANZINSTRUMENTE IN HGB-, IFRS- UND US-GAAP- ABSCHLÜSSEN	218
1. Gewinnmaximierung	218
1.1. HGB	218
1.2. US-GAAP und IFRS.....	220
2. Gewinnminimierung	223
2.1. HGB	223
2.2. US-GAAP und IFRS.....	224
3. Kennzahlenoptimierung nach HGB, IFRS und US-GAAP	226
3.1. Analyse der Bilanz- und GuV	226
3.2. Direkte bilanzpolitische Maßnahmen	227
3.2.1. Bildung und Auflösung von Bewertungseinheiten	227

3.2.2. Wahl der Kompensationsebene	228
3.2.3. Asset Backed Securities	229
3.3. Indirekte bilanzpolitische Maßnahmen	235
3.3.1. Wahl des Finanzinstruments	235
3.3.2. Qualität und Umfang der Anhangs- und Lageberichtsangaben	238
3.4. Shareholder Value	239
3.4.1. Steigerung der Rendite-Risiko-Relation	241
3.4.2. Optimierung der Publizität	242
4. Zwischenergebnis	243
4. KAPITEL: FINANZINSTRUMENTE IN DER EXTERNEN BILANZANALYSE	245
A. INFORMATIONSZIELE DER EXTERNEN BILANZANALYSE	246
B. MODELLE DER BILANZANALYSE	248
C. RISIKEN IN DER EXTERNEN BILANZANALYSE	250
1. Risikoarten	251
1.1. Marktrisiken	253
1.1.1. Zinsrisiken	253
1.1.2. Wechselkursrisiken	253
1.1.3. Preisrisiken	253
1.1.4. Bewertungsrisiken	254
1.2. Kreditrisiken	254
2. Risikomanagement	254
3. Quantifizierung von Risikopotentialen	256
3.1. Risikoebene	256
3.2. Risikomaße zur Quantifizierung systematischer Risiken	257
3.2.1. Value at Risk	257
3.2.2. Stresstests	261
3.2.2.1. Sensitivitätsanalyse	261
3.2.2.2. Worst case-Szenarien	263
3.2.3. Kombination von Stresstest und value at risk-Analysen	265
4. Externe Risikostrukturanalyse	266
4.1. Bereinigung der Datenbasis	267
4.1.1. Stille Reserven	269
4.1.2. Verbriefungen	271
4.1.3. Erfolgsneutrale Marktbewertung	272
4.1.4. Erfolgswirksame Marktbewertung	276
4.2. Risikoeinschätzung	280
4.2.1. Zielsetzung	280
4.2.2. Risikoanspannung	281
4.2.2.1. Abgrenzung des systematischen Unternehmensrisikos	281
4.2.2.2. Risikoposition des Unternehmens	284
4.2.2.3. Kennzahlenbeispiel	285
4.2.3. Risikoquote	285
4.2.4. Absicherungsgrad	286
4.2.4.1. Risikoposition	287
4.2.4.2. Getragenes Residualrisiko	287
4.2.4.3. Kennzahlenbeispiel	288
4.3. Analyse der Risikofaktoren	289
4.3.1. Anspannungsgrad	289
4.3.2. Risikoquoten	290
4.3.2.1. Kennzahlenbeispiel	291
4.3.3. Hedge-Effektivität	292
4.3.3.1. Währungshedge-Effektivität	293
4.3.3.2. Zinshedge-Effektivität	295
4.3.3.3. Preishedge-Effektivität	295
4.3.3.4. Bewertungshedge-Effektivität	296
4.3.3.5. Effektivität des Kreditmanagements	297
4.3.4. Hedge-Effizienz	299
4.4. Analyse der Risikostruktureffekte auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage	301
4.4.1. Derivate in der finanzwirtschaftlichen Bilanzanalyse	302
4.4.1.1. Vermögensstrukturanalyse	302
4.4.1.2. Kapitalstrukturanalyse	302
a) Effekte aus der Marktbewertung	303
b) Effekte aus systematischen Verlustpotentialen	305
4.4.1.3. Liquiditätsanalyse	307
a) Effekte aus der Marktbewertung	307
b) Effekte aus ABS-Maßnahmen	309
c) Effekte aus systematischen Verlustpotentialen	310

4.4.2. Erfolgswirtschaftliche Bilanzanalyse.....	315
4.4.2.1. Ergebnisanalyse	316
a) Aufbereitung der Datenbasis	316
b) Analyse.....	317
4.4.2.2. Rentabilitätsanalyse	320
a) Effekte aus der Marktbewertung	320
b) Effekte aus systematischen Risiken	320
4.4.3. Strategische / Qualitative Bilanzanalyse.....	325
5. Zwischenergebnis	326
SCHLUSSBETRACHTUNG.....	329
A. ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE.....	329
B. KRITISCHE WÜRDIGUNG DER ERGEBNISSE	330
C. AUSBLICK	331
LITERATURVERZEICHNIS.....	333
VERZEICHNIS DER GESETZE, VERORDNUNGEN UND VERWALTUNGSANWEISUNGEN	345

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Systematik bestehender Finanzinstrumente, Quelle: HERZIG, N. (1997), S. 8	16
Abb. 2: Vertragsverhältnisse und Zahlungsströme bei börsengehandelten Optionen	20
Abb. 3: Vertragsverhältnis und Anspruchsgewährleistung bei börsengehandelten Optionen.....	28
Abb. 4: Überblick über die wichtigsten Swaparten	37
Abb. 5: Zahlungsströme bei einem Zinscouponswap	38
Abb. 6: Zahlungsströme bei einem Währungsswap	39
Abb. 7: Asset Backed Securities.....	45
Abb. 8: Credit enhancements.....	46
Abb. 9: Bewertungsmodelle	56
Abb. 10: Grund- und Sicherungsgeschäft Zinssicherung	106
Abb. 11: Originäres synthetisches Darlehen	106
Abb. 12: Zusammenfassende Darstellung der Kategorisierung und Bewertung von Finanzinstrumenten.....	127
Abb. 13: Bilanzierung strukturierte Produkte (in Anlehnung an Barckow (2004), S. 139)	142
Abb. 14: Abgang von finanziellen Vermögenswert (IAS 39.AG36)	147
Abb. 15: Two Step Securitization durch Subordination	169
Abb. 16: Überblick über die SEC-Erläuterungspflichten	194
Abb. 17: Beispiele für ausweisbare Kontraktbedingungen (In Anlehnung an LAUPENMÜHLEN, M./MÜNZ, S. (1998), S. 2029).....	196
Abb. 18: Tabellarische Darstellung quantitativer Marktrisiken	196
Abb. 19: Ableitung bilanzpolitischer Maßnahmen anhand übergeordneter Unternehmensziele	215
Abb. 20: Wahl des Finanzinstruments.....	237
Abb. 21: Risiken und Auswirkungen von Derivaten.....	245
Abb. 22: Derivate und ihre Auswirkungen auf die Informationsziele des Jahresabschlusses.....	248
Abb. 23: Unternehmensziele und ihre Abbildung in der Bilanzanalyse, in Anlehnung an: COENENBERG, A. G (2006), S. 950	250
Abb. 24: Klassifizierung von Unternehmensrisiken und ihre Abbildung im Risikomanagement	252
Abb. 25: Verfahren zum internen Risikomanagement	255
Abb. 26: Value at risk des Handelsbereichs der Deutschen Bank.....	259
Abb. 27: Value at Risk, Quelle: HULL, J. C. (2003), Options, futures and other derivatives, Prentic Hall, 2003	260
Abb. 28: Modelle zur Quantifizierung systematischer Risiken.....	266
Abb. 29: Struktur der Risikoanalyse.....	267
Abb. 30: Erfolgsspaltungskriterien, vgl. COENENBERG, A. G. (2003), S. 1014 f.	276
Abb. 31: Unternehmensrendite und -risikomaß.....	323

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
ABS	Asset Backed Securities
Abschn.	Abschnitt
Abt.	Abteilung
abzgl.	abzüglich
ADS	Adler, Düring, Schmaltz
AICPA	American Institute of Certified Public Accountants
AktG	Aktiengesetz
APB	Accounting Principles Board
Aufl.	Auflage
BAB	Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht
BAK	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
BB	Betriebsberater
BBAIRS	British Banker Association Interest Rate Swap Terms and Conditions
BBK	Buchführung, Bilanz, Kostenrechnung
BDB	Bundesverband deutscher Banken
Beck'HdR	Beck'sches Handbuch der Rechnungslegung
BFA	Bankfachausschuss des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BilReG	Bilanzrechtsformgesetz
BIZ	Bank für internationalen Zahlungsausgleich
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
c.p.	ceteris paribus
CON	Conceptual Framework des FASB
d.h.	das heißt
DB	Der Betrieb
DBW	Die Betriebswirtschaft
Dipl.	Dilpom
Diss.	Dissertation

Dr.	Doktor
DStR	Deutsches Steuerrecht
DTB	Deutsche Terminbörse
e. V.	eingetragener Verein
ED	Exposure Draft
EG	Europäische Gemeinschaft
etc.	et cetera
EUR	Euro
Eur	Euro
evtl.	eventuell
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
f.	folgende
FAS	Financial Accounting Standard
FASB	Financial Accounting Standards Board
ff.	fortfolgende
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
gem.	gemäß
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GoB	Grundsätzen ordnungsmäßiger Buchführung
h.M.	herrschende Meinung
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
hrsg.	herausgegeben
HVB	Bayerische Hypo-Vereinsbank
i. d. R.	in der Regel
i. V. m.	in Verbindung mit
IAS	International Accounting Standard(s)
IASB	International Accounting Standards Board
IdW	Institut der Wirtschaftsprüfer
IFRS	International Financial Reporting Standard(s)
ISDA	Interest Rate and Currency Exchange Agreement
KapAEG	Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
LTCM	Long Term Capital Management
LuL	Lieferung und Leistung

m. E.	meines Erachtens
MBCA	Model Business Corporation Act
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
No.	Number
Ök.	Ökonom
OTC	over the counter
Prof.	Professor
PWC	Price Waterhouse Coopers
RechKredV	Rechnungslegung der Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute
resp.	respektive
RMDCA	Revised Model Business Corporation Act
Rz.	Randziffer
S.	Seite
SAR	Stock Appreciation Right
SEC	Securities and Exchange Commission
SFAS	Statement of Financial Accounting Standard
u.a.	und andere
u. a.	unter anderem
USA	United States of America
US-GAAP	United States-Generally Accepted Accounting Principles
v.	von
vgl.	vergleiche
Vol.	Volume
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfbF	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZIR	Zeitschrift für interne Revision
zzgl.	zuzüglich

Einleitung

A. Problemstellung

Die Vielfalt derivativer Finanzinstrumente stellt immer wieder neue Möglichkeiten zur Verfügung, das Management von Finanzen und Risiken vollkommen flexibel und individuell für das jeweilige Unternehmen und die jeweilige Situation zu gestalten. Ein aktives Finanz- und Risikomanagement hat einen wesentlichen Einfluss auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage eines Unternehmens. Die strategischen Implikationen eines aktiven Finanz- und Risikomanagements sind weitreichend.

Der bisherige Stand der Diskussion bewegt sich überwiegend auf dem Gebiet der Bilanzierung von Finanzinstrumenten. Die deutschen Rechnungslegungsnormen sehen bisher keine expliziten Bilanzierungsvorschriften für die Erfassung von Finanzinstrumenten vor, da diese als schwebende Geschäfte bilanzunwirksam sind. Eine Berichtserstattungspflicht ergibt sich jedoch aus § 285 Nr. 18 f. HGB. Für den US-amerikanischen Rechnungslegungskreis wurde vom Financial Accounting Standards Board das Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) 133 veröffentlicht, das sich speziell der Problematik der Bilanzierung von Finanzinstrumenten widmet. Das International Accounting Standards Board hat mit International Accounting Standard (IAS) 39 einen eigenen Rechnungslegungsstandard für die bilanzielle Behandlung von Finanzinstrumenten verabschiedet. Der am 18.08.2005 veröffentlichte IFRS 7 „*Financial Instruments: Disclosure and Presentation*“ beinhaltet die wesentlichen Offenlegungsvorschriften für Finanzinstrumente.

Während die einzelnen internationalen und nationalen Rechnungslegungsvorschriften zur Bilanzierung von Derivaten und Sicherungszusammenhängen rege diskutiert werden, steht die Instrumentalisierbarkeit von Derivaten für bilanzpolitische Zwecke sowie die Bedeutung von Derivaten für die externe Bilanzanalyse nicht im Vordergrund.

B. Zielsetzung

Der Schwerpunkt der Arbeit liegt auf den Gebieten der Bilanzierung von Finanzinstrumenten sowie ihrer Berücksichtigung in der Bilanzpolitik und -analyse.

Die Bilanzierung von Finanzinstrumenten wird für die deutschen, US-amerikanischen und internationalen Rechnungslegungsnormen dargestellt. Ziel ist es, dem Leser einen aktuellen Überblick über die derzeit geltenden Rechnungslegungsvorschriften für die Bilanzierung von Finanzinstrumenten zu geben.

Anschließend wird auf die Bedeutung derivativer Finanzinstrumente für die Bilanzpolitik und -analyse eingegangen. Gegenstand der Untersuchung ist hierbei zunächst die Instrumentalisierbarkeit derivativer Finanzinstrumente für die Umsetzung bilanzpolitischer Zwecke. Hierauf aufbauend wird erörtert, inwieweit Derivate Auswirkungen auf die einzelnen Ziele der externen Bilanzanalyse haben. Ziel ist es dabei, externen Adressaten einen Einblick in die sich zum Bilanzstichtag berechenbaren potentiellen Auswirkungen von Derivaten auf die wirtschaftliche Lage des Unternehmens zu erlauben.

C. Vorgehensweise

Die Arbeit gliedert sich in vier Abschnitte. Im ersten Abschnitt werden kurz die wesentlichen finanztechnischen Grundlagen dargestellt, die für die beiden folgenden Abschnitte benötigt werden. Im Einzelnen werden die einzelnen Formen von Finanzinstrumenten (Optionen, Termingeschäfte und Swaps) dargestellt.

Der zweite Abschnitt stellt die Bilanzierungsvorschriften für Finanzinstrumente nach HGB, IFRS und US-GAAP dar.

Der dritte und vierte Abschnitt geht auf die Möglichkeiten und Grenzen einer Implementierung von Finanzinstrumenten in die Bilanzpolitik und externe Bilanzanalyse ein. Es werden die bilanzpolitischen Gestaltungsspielräume als auch die Möglichkeiten der externen Bilanzanalyse dargestellt, etwaige bilanzpolitische Verzerrungen aufzuheben. Hierzu werden die einzelnen Sachverhaltsgestaltungs- und Sachverhaltsabbildungsmöglichkeiten dargestellt und ihre Auswirkungen auf die Bilanzstruktur bzw. den Gewinn

und Verlust untersucht. Anschließend wird anhand der qualitativen und quantitativen Angaben über den Einsatz von Finanzinstrumenten im Jahresabschluss sowie unter Berücksichtigung der bilanzpolitischen Möglichkeiten ein eigenständiges Analyseinstrumentarium für die Integration der Risiken aus Finanzinstrumenten in die Bilanzanalyse erstellt. Da Finanzinstrumente in Deutschland erst mit der Novellierung des § 285 HGB zu weitergehenden ausweispflichtigen Angaben führen, werden für die Erstellung externer Bilanzanalyseinstrumente die in IAS 39 / IFRS 7 und FAS 133 vorgesehenen Angaben über den Einsatz von Finanzinstrumenten konzeptionell berücksichtigt. Besondere Bedeutung kommt hierbei den IFRS Vorschriften zu, da mit der Verordnung (EG)-Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments ab 2005 alle börsennotierten Unternehmen verpflichtend und sämtliche nichtbörsennotierte Unternehmen freiwillig ihre konsolidierten Abschlüsse nach den zur Anwendung in der EU übernommenen IFRS aufstellen müssen bzw. können.¹ Darüber hinaus hat die Umsetzung der EU *fair value* Richtlinie bereits zu einer ersten Anpassung des Handelsgesetzbuches an die internationalen Vorschriften zur Bilanzierung von Finanzinstrumenten geführt und lässt die Tendenz erkennen, dass zukünftig die Regelungen des IAS 39 und FAS 133 weitgehenden Einfluss auf die Entwicklung der deutschen und europäischen Rechnungslegungsnormen zu Bilanzierung von Finanzinstrumenten haben werden.²

¹ Vgl. EUROPÄISCHE UNION (2002), S. 1.

² Vgl. BilReG (2004), S. 3167 i. V. m EUROPÄISCHE UNION (2001), S. 28.

1. Kapitel: Finanzgrundlagen

In diesem Kapitel werden die für die folgenden Kapitel notwendigen finanztheoretischen Grundlagen aufgearbeitet. Erkenntnisziel ist es, auch dem Leser einen Einblick in die Welt der Finanzinstrumente und den mit ihnen verbundenen Risiken zu gewähren, der sich zuvor noch nicht oder nur in geringem Umfang mit ihnen und ihrer Funktion als Risikomanagementkomponente beschäftigt hat. Das Thema wird hierbei durch die Zielsetzung eingeschränkt, ausschließlich auf die für die folgenden Abschnitte relevanten Finanzgrundlagen einzugehen. Es kann und soll nicht Aufgabe dieses Kapitels sein, auf alle finanztheoretischen Hintergründe einzugehen. Für einen vertiefenden Einblick sei an dieser Stelle auf die einschlägige Literatur verwiesen.³

A. Systematik bestehender Finanzinstrumente

Finanzinstrumente werden ihrem Charakter nach in originäre und derivative Finanzinstrumente unterschieden. Originäre Finanzinstrumente werden weiter in eigenkapital- und fremdkapitalbezogene Finanzinstrumente unterschieden. Eigenkapitalbezogene Finanzinstrumente sind z. B. Aktien, Stille Einlagen und Genuss-Scheine. Unter den Begriff der fremdkapitalbezogenen originären Finanzinstrumente sind bspw. Forderungen, Verbindlichkeiten und Zerobonds zu subsumieren. Der Oberbegriff „derivative Finanzinstrumente“ beinhaltet eine Vielzahl von Finanzinstrumenten. Häufig werden derivative Finanzinstrumente aus originären Finanzinstrumenten wie z. B. Aktien und Schuldverschreibungen bzw. Forderungen und Verbindlichkeiten generiert. Weiter gibt es eine Vielzahl von neuen derivativen Finanzinstrumenten, die sich durch erneute Kombination von Finanzinstrumente ergeben, so genannte *combined instruments*. Besonders in jüngerer Zeit wurde eine Vielzahl von rekombinierten Instrumenten entwickelt. Nach wie vor stellen jedoch Optionen, Terminkontrakte und Swaps die am häufigsten eingesetzten Instrumente zum absichern (*hedgen*), spekulieren und arbitragieren dar. Es wird daher im Folgenden nur noch auf diese drei Hauptinstrumente eingegangen werden. Die folgende Abbildung gibt einen Überblick über die einzelnen Arten von Finanzinstrumenten.

³ Hierzu sei insbesondere auf STEINER, M./BRUNS, C. (2002) verwiesen.

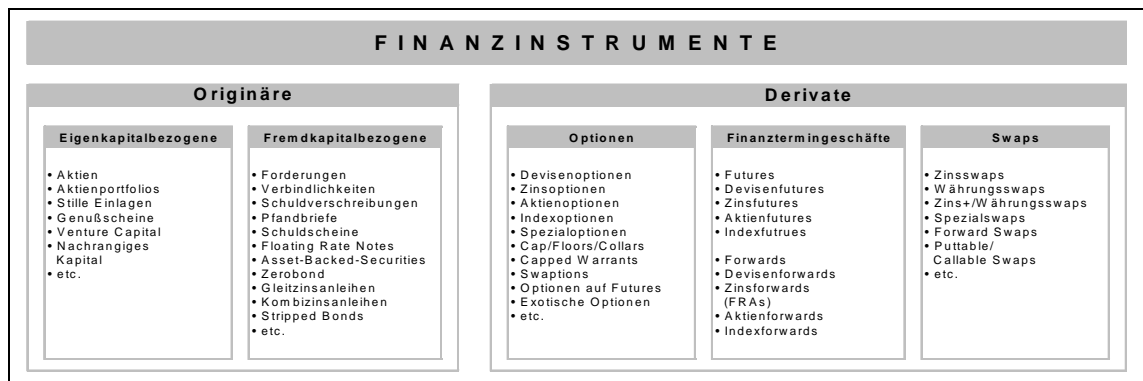


Abb. 1: Systematik bestehender Finanzinstrumente, Quelle: HERZIG, N. (1997), S. 8

Die Berücksichtigung originärer Finanzinstrumente im Jahresabschluss und der Jahresabschlussanalyse stellt den Schwerpunkt der bisherigen wissenschaftlichen Diskussion der letzten fünfzig Jahre dar. Die Funktionalität originärer Finanzinstrumente kann als allgemein bekannt vorausgesetzt werden. Derivate Finanzinstrumente sind hingegen erst mit der Eröffnung der Deutschen Terminbörse im Jahre 1990 in Deutschland in den Mittelpunkt des wissenschaftlichen und vor allem auch wirtschaftlichen Interesses gerückt. Die Bedeutung derivativer Finanzinstrumente im Jahresabschluss, in der Jahresabschlusspolitik und Jahresabschlussanalyse hat mit der Verabschiedung des KonTraG weiter zugenommen. Derivative Finanzinstrumente sind das zentrale Instrument, um ein Unternehmen vor externen kapitalmarktbedingten Risiken zu schützen. Paradoxerweise ist ihr Einsatz als Risikomanagementkomponente allerdings selbst nicht frei von Risiken. So ist es sowohl für den Bilanzierenden, als auch für den Wirtschaftsprüfer oder Jahresabschlussanalysten von zentraler Bedeutung, die Funktionsweise der einzelnen Instrumente zu verstehen. Im folgenden Abschnitt wird ein Überblick über die wichtigsten derivativen Finanzinstrumente und ihre Funktionsweisen gegeben.

B. Derivative Finanzinstrumente

In diesem Abschnitt werden die drei wichtigsten derivativen Finanzinstrumente – Optionen, unbedingte Finanztermingeschäfte und Swaps – vorgestellt. Es wird jeweils auf die Begrifflichkeit, die Funktionalität, ihre bewertungsrelevanten Faktoren und die ihnen zugrunde liegenden Risikoverteilungen eingegangen.

1. Optionen

1.1. Begriffsdetermination

Eine Option verbrieft das Recht aber nicht die Verpflichtung, eine bestimmte Anzahl eines Basiswertes/-objektes (z. B. Aktien, Devisen etc.) innerhalb eines bestimmten Zeitraumes oder zu einem bestimmten Zeitpunkt zu einem festgelegten Preis zu kaufen (Call) oder zu verkaufen (Put).⁴ Optionen beinhalten daher zwei Rechtsgeschäfte: der eigentliche Erwerb des Optionsrechts und das evtl. folgende Hauptgeschäft mit Lieferung/Abnahme des Basiswertes/-objektes.⁵

Optionen gehören zur Gattung der bedingten Termingeschäfte. Bei Termingeschäften fällt der Zeitpunkt des Vertragsschlusses und der Vertragserfüllung zeitlich auseinander. Termingeschäfte werden weiter in bedingte und in unbedingte Termingeschäfte unterschieden. Ein bedingtes Termingeschäft liegt vor, sofern dem Inhaber aus dem Kontrakt ein Wahlrecht (Option) zur Vertragserfüllung erwächst. Eine Verpflichtung zur Vertragserfüllung besteht seitens des Optionsrechtinhabers bei bedingten Termingeschäften nicht.

Ein Optionskontrakt regelt die folgenden Größen: Basiswert/-objekt, Basispreis, Optionsart, Laufzeiten und Ausübungsmodalitäten sowie das Optionsverhältnis.

Der Basiswert, auch *underlying* genannt, bestimmt das dem Optionsrecht obliegende Grundgeschäft. Hierbei wird zwischen lieferbaren Basiswerten (Aktien, Anleihen, Währungen, Rohstoffe etc.) und synthetischen Basiswerten (Indizes, Futures etc.) unterschieden.

Der Basispreis fixiert im Voraus den Preis, zu dem im Zeitpunkt der Ausübung des Optionsrechts der Basiswert übergehen soll. Statt eines dinglichen Übergangs kann ein Optionsrecht auch einen Barausgleich (*cash settlement*) vorsehen. In diesem Fall dient der Basispreis zur Berechnung des Differenzbetrages, der gegebenenfalls an den Opti-

⁴ Optionen sind von Optionsscheinen zu unterscheiden. Optionsscheine sind, anders als Optionen, Wertpapiere, die ein bestimmtes Recht verbiefen. Aufgrund der engen Verwandtschaft zwischen Optionen und Optionsscheinen soll hier nicht weiter zwischen ihnen unterschieden werden.

⁵ Vgl. z. B. IDW (Hrsg.) (1995), S. 421.

onsscheininhaber auszuzahlen ist. Der Differenzbetrag errechnet sich hierbei aus dem vereinbarten Basispreis und dem aktuellen Marktpreis des Basiswertes.

Es lassen sich zwei Arten von Optionen unterscheiden. Die Kaufoption (Call) und die Verkaufsoption (Put). Der Käufer eines Call erwirbt das Recht, vom Verkäufer die Lieferung des dem Kontrakt zugrunde liegenden Basiswertes zum vereinbarten Basispreis zu verlangen. Bei Erwerb eines Put besteht hingegen die Option, den zugrunde gelegten Basiswert zum vereinbarten Basispreis zu verkaufen. Calls werden daher in Erwartung steigender Kurse erworben. Puts werden hingegen häufig erworben, um Basiswerte vor fallenden Kursen abzusichern.

Die Laufzeit eines Optionskontrakts regelt den Zeitraum vom Tag seines Abschlusses bis zu dem Tag, an dem das Optionsrecht erlischt. Üblicherweise endet der börsliche Handel des Optionsscheins einige Tage vor dem Erlöschen des Kontrakts.

Die Ausübungsmodalitäten einer Option hängen davon ab, ob es sich bei der Option um eine amerikanische oder europäische Option handelt. Amerikanische Optionen beinhalten das Recht, die Option jederzeit während der Laufzeit auszuüben. Bei europäischen Optionen ist der Ausübungszeitpunkt hingegen zeitlich auf das Ende der Laufzeit fixiert.

Das Options- bzw. Bezugsverhältnis bestimmt, wie viele Einheiten des Basiswertes durch Ausübung der Option gekauft (Call) bzw. verkauft (Put) werden können. Sieht der Optionskontrakt einen Barausgleich vor, so gibt das Optionsverhältnis an, wie viele Einheiten des Basiswertes bei der Berechnung des Barausgleichs zugrunde liegen.

Beispielsweise ist bei einer Option, die den Optionsinhaber dazu berechtigt, in einem Jahr genau eine Deutsche Bank Aktie am 01.06.01 in Höhe von 50 € zu erwerben, der Basiswert des Optionskontrakts die Deutsche Bank Aktie. Der Basispreis beläuft sich auf 50 € und die Laufzeit beträgt ein Jahr. Das Bezugsverhältnis Aktie zu Option ist 1:1.

1.2. Funktionalität von Optionen

Ein Optionskontrakt ist ein bedingtes Termingeschäft und setzt zwei Vertragsparteien voraus: den Optionsnehmer (Käufer) und den Optionsgeber (Stillhalter, Verkäufer). Der

Optionsgeber wird „Stillhalter“ genannt, da er abwarten muss, ob der Käufer das Optionsrecht ausübt oder es verfallen lässt. Ihm kommt daher eine passive Rolle zu. Der Stillhalter übernimmt mit Ausgabe der Option das Risiko der weiteren Kursentwicklung des Basiswertes. Sein Verlustrisiko ist dabei theoretisch unbegrenzt. Für die Übernahme des Risikos muss der Käufer der Option einen Preis an den Stillhalter entrichten, die so genannte Optionsprämie.

Es stellt sich die Frage, warum ein Anleger überhaupt den Basiswert über eine Option erwerben sollte, wenn er den Basiswert häufig schneller und günstiger über die Börse erwerben kann. Wird einmal von den unterschiedlichen Einsatzzwecke von Optionen abgesehen (z. B. Absicherungs- oder Spekulationsfunktion) und unterstellt, dass die Option nur zum zukünftigen Erwerb des Basiswertes dient, so spielt insbesondere der niedrige Kapitaleinsatz eine zentrale Rolle. Er führt dazu, dass die prozentualen Veränderungsraten des Optionsscheinkurses deutlich oberhalb der Basiswertveränderung liegen. Dieser Sachverhalt wird häufig als Leverage Effekt, Elastizität oder Hebel bezeichnet. Die vereinfachte Formel für die Berechnung des Hebels einer Option lautet:

$$\text{Hebel} = \frac{\text{Kurs des Basiswerts}}{(\text{Optionsscheinkurs} / \text{Bezugsverhältnis})}$$

Optionen können in außerbörslich (*Over the Counter* Optionen bzw. OTC) und börslich gehandelte Optionen unterschieden werden. Außerbörsliche (OTC) Optionen werden zwischen Unternehmen und Banken ohne festen organisatorischen Rahmen und institutionalisierten Markt abgeschlossen. Die Preisbildung erfolgt bei OTC-Geschäften nicht aufgrund von Angebot und Nachfrage, sondern erfolgt auf dem Verhandlungsweg. Der Vorteil von OTC-Optionen liegt in ihrer auf die individuellen Bedürfnisse des Unternehmens abgestimmten Kontraktsspezifikationen. Daneben werden allerdings auch standardisierte Optionen zur Risikobegrenzung eingesetzt. Standardisierte Optionen unterscheiden sich von OTC-Optionen durch eine von der Terminbörse vorgeschriebene einheitliche Kontraktsspezifikation. Die Standardisierung der Laufzeiten, Kontraktgrößen, Basispreise etc. ermöglicht erst eine börsenmäßige Handelbarkeit von Optionen.⁶ Der Preis einer börslich gehandelten Option bildet sich durch Angebot und Nachfrage. Da-

⁶ STEINER, M./BRUNS, C. (2002), S. 454.

mit ist eine objektive Bewertung häufig gegeben.⁷ Ein Vorteil der börsengehandelten Optionen liegt in der Gewährleistung der Geschäftserfüllungsansprüche durch die Clearing-Stelle (z. B. Clearstream).⁸ Angebot und Nachfrage werden über die Clearingstelle zusammengeführt. Die Clearingstelle der Terminbörse garantiert die Erfüllung der vertraglichen Ansprüche und Verpflichtungen beider Vertragsparteien. Im Falle von Optionen entledigt sich der Käufer des Optionsrechts seiner Verpflichtung durch Zahlung der Optionsprämie. Für ihn besteht zukünftig lediglich ein Ausübungswahlrecht aus der Option. Folglich besteht seitens des Käufers kein weiteres Erfüllungsrisiko. Der Stillhalter muss hingegen mit einer späteren Inanspruchnahme rechnen. Er muss für die Übernahme des Erfüllungsrisikos durch die Clearingstelle eine so genannte Mindestmarge als Sicherheitsleistungen bei der Clearingstelle hinterlegen. Diese Mindestmarge wird in den Folgeperioden durch eine Gut- oder Lastschrift dem veränderten Basiswert angepasst. Die Margen-Zahlungen an die Terminbörse lassen sich in *initial margins* und *variation margins* unterscheiden. Die *initial margin* wird bei Vertragsabschluß fällig. Die *variation margin* in Form einer Gutschrift oder eines Nachschusses ergibt sich aufgrund der täglichen Bewertung des Kontraktes. *Variation margins* entfallen, sofern der Stillhalter als Sicherheit den Basiswert (z. B. Aktien) hinterlegt. Wird hingegen der Basiswert nicht als Sicherheit hinterlegt, sondern das monetäre Äquivalent gezahlt, so fallen bei einer Kursänderung des Basiswertes weitere variierende Zahlungen (*variation margins*) an.

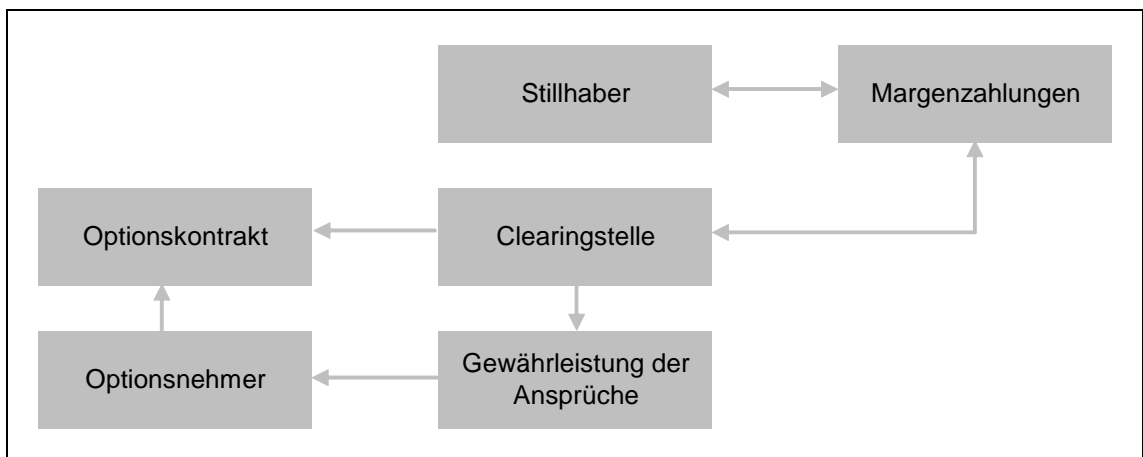


Abb. 2: Vertragsverhältnisse und Zahlungsströme bei börsengehandelten Optionen

⁷ Die Objektivität der Bewertung hängt natürlich nach wie vor wesentlich von der Marktbreite, der Informationseffizienz etc. ab.

⁸ Zu den folgenden Ausführungen vgl. unten, Abb. 2, S. 20.

Übt der Optionsinhaber die Option aus, so ist der Stillhalter dazu verpflichtet, den Basiswert zu liefern oder im Falle eines *cash settlements* die Differenz zwischen dem Basispreis und dem Marktwert des Basiswertes an den Optionsinhaber zu zahlen.

1.3. Optionsarten

Es soll nun ein kurzer Überblick über die gängigsten Arten von Optionen gegeben werden. Es wird dabei nicht auf alle Optionsarten eingegangen werden, sondern nur auf die für Absicherungszwecke (Hedginginstrumente) besonders häufig eingesetzten Optionen.

1.3.1. Aktienoptionen

Aktienoptionen berechtigen zum Kauf (Call) oder Verkauf (Put) von Aktien bzw. zum Erhalt einer Ausgleichszahlung in Bar bei Überschreiten (Call) oder Unterschreiten (Put) eines bestimmten Aktienkurses.

1.3.2. Indexoptionen

Indexoptionen beinhalten das Recht, eine Ausgleichszahlung bei Überschreiten (Call) oder Unterschreiten (Put) eines bestimmten Indexstandes (z. B. DAX = 6000) zu erhalten. Indizes können physisch nicht geliefert werden, so dass ausschließlich Anspruch auf eine Ausgleichszahlung besteht.

1.3.3. Devisenoptionen

Eine Devisenoption berechtigt den Optionsinhaber zum Kauf (Call) oder Verkauf (Put) eines bestimmten Betrages einer definierten Währung bzw. zum Erhalt einer Ausgleichszahlung bei Unterschreiten (Call) oder Unterschreiten (Put) eines Währungskurses.

1.3.4. Anleihe- und Zinsfutureoptionen

Anleiheoptionen beinhalten das Recht zum Kauf (Call) oder Verkauf (Put) von Anleihen bzw. zum Erhalt einer Ausgleichszahlung in Bar bei Überschreitung (Call) oder Unterschreitung (Put) eines bestimmten Anleihekurses.

An der EUREX werden zur Zeit vier Arten von Zinsfutures gehandelt: Euro-BUND-, Euro-BOBL-, Euro-SCHATZ- und EURIBOR-Futures. Sie sichern, je nach Basiswert, das Zinsrisiko über unterschiedlich lange Laufzeiten ab.⁹

1.3.5. Warenoptionen

Warenoptionen haben als Basisinstrument z. B. Rohstoffpreise zum Gegenstand. Sie verbriefen i. d. R. das Recht auf eine Ausgleichszahlung, wenn ein bestimmter Warenpreis überschritten (Call) oder unterschritten (Put) wird.

1.3.6. Basket Optionen

Einer Basket Option liegt ein genau definierter Korb von Basiswerten zugrunde. Der Inhaber ist i. d. R. dazu berechtigt, die im Korb enthaltenen Basiswerte zu kaufen (Call).

1.3.7. Turbo Optionen

Diese Art von Option berechtigt den Inhaber zum Bezug anderer Optionen. Der Name geht auf die vergleichsweise große Hebelwirkung zurück.¹⁰

1.4. Bewertungsrelevante Faktoren

Die Bewertung von Optionen hängt wesentlich davon ab, ob sie börslich oder außerbörslich (OTC) gehandelt wurde. Weniger relevant ist es hingegen, ob es sich bei der Optionsgattung um eine europäische oder eine amerikanische Option handelt, da dem Recht der vorzeitigen Ausübung unter der Voraussetzung eines existierenden Terminhandels und der Möglichkeit von Leerverkäufen nur unter bestimmten Umständen ein Eigenwert beigemessen wird.¹¹ Dabei führt eine Berücksichtigung des vorzeitigen Ausübungsrechts zu einer Vielzahl mathematischer Probleme. In der Praxis werden daher amerikanische Optionen häufig „pseudo-amerikanisch“ bewertet, d.h. es werden die

⁹ Vgl. STEINER, M./BRUNS, C. (2002), S.470 ff. Es soll hier nicht näher auf die Besonderheiten von Futurekontrakten eingegangen werden. Vgl. hierzu unten 1. Kapitel, Buchst. B, Abschn. 2.

¹⁰ Basket und Turbo Optionen werden im Folgenden nicht näher behandelt, da sie nur von untergeordneter Bedeutung für die Einsatzzwecke eines Risikomanagementsystems geeignet sind.

¹¹ WELCKER, J./KLOY, J. W./SCHINDLER, K. (1992), S. 131 ff. und insbesondere S. 140 f.

Formeln zur Bewertung europäischer Optionen herangezogen und anschließend wird das Ergebnis geringfügig modifiziert.¹² Obwohl amerikanische Optionen c. p. aufgrund des vorzeitigen Ausübungsrechts ein höherer Wert als europäische Optionen beizulegen ist, verschwindet dieser Unterschied bei Vorliegen sehr liquider Primär- und Sekundärmärkte für Optionen. Hier kann der Inhaber einer europäischen Option die Ausübung ersatzweise durch Verkauf der Option am Sekundärmarkt oder eingehen einer entsprechenden Gegenposition im zugrunde liegenden Basiswert herbeiführen.¹³ Allgemein kann bei börsengehandelten Optionen von einem liquiden Primär- oder Sekundärmarkt ausgegangen werden, so dass auf eine vertiefende Darstellung der Bewertungsunterschiede bei europäischen und amerikanischen Optionen verzichtet wird.¹⁴

Unabhängig von der Optionsgattung und der Handelsform lassen sich bei Optionen zwei grundsätzliche Wertfaktoren unterscheiden: der „innere Wert“ und der „Zeitwert“. Der innere Wert wird unter Zuhilfenahme der Größen Basispreis und aktueller Aktienkurs des Basiswerts ermittelt. Die Differenz aus den beiden Werten ergibt den inneren Wert. Der Zeitwert wiederum ist die Differenz aus dem Marktpreis der Option und ihrem ermittelten inneren Wert. Der Zeitwert wird für die Chance einer zukünftig positiven Kursentwicklung des Basiswertes entrichtet. Der Zeitwert ist somit direkt von der Restlaufzeit der Option und der Volatilität des Basiswertes abhängig. Die Volatilität ist das Maß der preislichen Schwankungsbreite des Basiswertes. Ein stark volatiler Basiswert führt zu einer höheren Optionspreisprämie und damit zu einem höheren Zeitwert der Option. Die Prämie ist hierbei als Gegenwert für das durch den Stillhalter übernommene höhere Risiko der zukünftigen Kursentwicklung aufzufassen.

Der Unterschied zwischen dem Zeitwert und dem inneren Wert soll anhand eines Beispiels verdeutlicht werden. Hierzu soll der Marktwert einer Kaufoption (Call) 10 € betragen. Der Call berechtigt den Inhaber zum Erwerb einer Aktie X zu einem Preis von 60 € (=Basispreis). Der aktuelle Kurs der Aktie X ist 65 €. Mit diesen Angaben lassen sich für den Call folgende Werte ermitteln:

$$\text{Innerer Wert Call} = \text{Marktwert der Aktie X} - \text{Basispreis} = 65 \text{ €} - 60 \text{ €} = 5 \text{ €}$$

¹² Vgl. GESKE, R./ROLL, R. (1984): S. 443ff.; JARROW, R./RUDD, A. (1983) und BLACK, F. (1975), S.36-41 und S. 61-72.

¹³ HIELSCHER, U. (1993), S. 1169.

¹⁴ Für eine Vertiefung der Thematik sei auf WELCKER J./KLOY, J. W./SCHINDLER, K. (1992), S. 134 ff. und die dort angegebene Literatur verwiesen.

Zeitwert Call = Marktwert der Option – innerer Wert der Option = 10 €– 5 €= 5 €

Die Ermittlung des inneren Wertes und des Zeitwertes unterscheidet sich bei einer Verkaufsoption (Put) nur durch die Differenzbildung. Es wird von einem Put ausgegangen, dessen Marktwert 12 €beträgt. Der Put berechtigt den Inhaber zum Verkauf einer Aktie Y zu einem Preis von 60 €(= Basispreis). Der aktuelle Kurs der Aktie Y ist 50 € Somit ergeben sich für den Put folgende Werte:

Innere Wert Put = Basispreis – Marktwert der Aktie Y = 60 €– 50 €= 10 €

Zeitwert Put = Marktwert der Option – innere Wert = 12 €– 10 €=2 €

Ist die Differenz zwischen dem Basispreis und dem Marktwert der Aktie negativ, so beläuft sich der innere Wert der Option auf Null. In diesem Fall besteht der Wert der Option ausschließlich in der Chance, dass es während der Laufzeit der Option noch zu einer günstigen Kursentwicklung des Basiswertes kommt. Der Optionspreis besteht somit ausschließlich aus dem Zeitwert. Die Wertigkeit des inneren Werts ist auch ausschlaggebend für die Begriffe *out-of-money* (innerer Wert < 0), *at-the-money* (innerer Wert \cong 0) und *in-the-money* (innerer Wert > 0).

Für eine weitere Bewertung von Optionen ist zwischen börslich und außerbörslich gehandelten Optionen zu unterscheiden. Der Wert börslich gehandelter Optionen entspricht i. d. R. der Marktnotierung. Lediglich wenn von einem ineffizienten Markt auszugehen ist, sind die Bewertungskriterien von außerbörslich gehandelten Optionen anzuwenden.

Ein grundlegendes Problem tritt auf, wenn Optionen außerbörslich gehandelt werden. In diesem Fall wird der Optionspreis nicht durch Angebot und Nachfrage bestimmt. Anstelle der Marktbewertung tritt hier die Modellbewertung. Es gibt eine Vielzahl von Optionspreismodellen, von denen allerdings lediglich die so genannten Gleichgewichtsmodelle in der Praxis Bedeutung erlangt haben. Hierbei kommt insbesondere dem Black & Scholes-Modell eine zentrale Bedeutung zu, da es bereits anhand zahlreicher empirischer Tests überprüft wurde.¹⁵ Die ermittelten Black & Scholes Werte stellten dabei eine gute Approximation der beobachteten Marktpreise dar. Es ist jedoch festzu-

¹⁵ Zum Black & Scholes Modell vgl. ausführlich STEINER, M./BRUNS, C. (2002), S. 346 ff.

halten, dass das Black & Scholes-Modell die Höhe des fairen Marktpreises nur tendenziell angibt und häufig zu gewissen Bewertungstendenzen neigt, da es von einer Konstanz der Volatilität des Basisinstruments im Zeitablauf ausgeht.¹⁶ Damit ist eine Überprüfung der Effizienz der mit außerbörslichen Optionen verfolgten Hedgingstrategie gerade in stark volatilen Marktphasen nicht möglich.¹⁷ Auch die übrigen Anforderungen des Black & Scholes-Modells werden häufig nicht vorliegen. So setzt es einen vollkommenen Kapitalmarkt, die uneingeschränkte Möglichkeit von Leerverkäufen, das Bestehen und Bekanntsein einer über die Optionslaufzeit konstanten risikolosen Geldanlage- und Geldaufnahmemöglichkeit sowie den Ausschluss von Dividenden, Bezugsrechtserlösen und sonstigen Zahlungen an den *asset*-Inhaber während der Optionslaufzeit voraus. Ferner unterstellt das Black & Scholes-Modell präferenzfreie Anleger, womit individuelle Renditeerwartungen der Anleger von der Optionsbewertung ausgeklammert werden können.¹⁸

Die Ausgangsgleichung des Black & Scholes-Modells ist auf die Bewertung von Aktioptionen abgestellt. Die Modellbewertungen anderer Optionstypen basieren allerdings auf der Ausgangsgleichung des Black & Scholes-Modells. Für die anderen Optionstypen sind Modifikationen an der Ausgangsgleichung vorzunehmen. Die Bewertungsformeln für die jeweiligen Optionsarten sollen hier nicht dargestellt werden, vielmehr wird an dieser Stelle auf die einschlägige Literatur verwiesen.¹⁹

1.5. Risikoeinordnung bei Optionen

Optionen liegt ein asymmetrisches Chancen-Risiko-Profil zugrunde. Das Risiko auf der Erwerberseite begrenzt sich auf die bezahlte Optionsprämie. Dem steht bei Calls eine unbegrenzte Gewinnchance gegenüber, da der Preis des Basiswertes – zumindest theoretisch – ins Unendliche steigen kann. Bei Puts begrenzt sich die Gewinnchance auf die Differenz – unter Berücksichtigung des Bezugsverhältnisses - zwischen dem vereinbarten Basispreis und einem Kurs des Basiswertes von Null. Optionen haben somit für den Erwerber eine Art Versicherungscharakter. Der Verkäufer bzw. Emittent von Optionen geht hingegen bei Calls ein theoretisch unbegrenztes Verlustrisiko ein, sofern er nicht

¹⁶ Vgl. STEINER, M./BRUNS, C. (2002), S. 377.

¹⁷ Auf die Quantifizierung der inhärenten Risiken börslich und außerbörslich gehandelter Finanzinstrumenten wird weiter unten eingegangen werden. Vgl. unten, 1. Kapitel:B.2,S. 26

¹⁸ Vgl. PERRIDON, L./STEINER, M. (1993), S. 452.

¹⁹ Vgl. STEINER, M./BRUNS, C. (2002), S. 378 ff.

physisch über den Basiswert verfügt. Bei einem Put begrenzt sich sein Verlust allerdings auf den maximal möglichen Gewinn des Optionsrechtinhabers. Bei OTC-Optionen besteht zusätzlich noch ein beidseitiges Adressenausfallrisiko.²⁰

1.6. Vor- und Nachteile von Optionen

Optionen erlauben es, mit einem vergleichsweise geringen Kapitaleinsatz Grundgeschäfte gegen unerwünschte Marktbewegungen abzusichern. Ein Hauptargument für den Einsatz von Optionen liegt für den Erwerber in dem Ausübungswahlrecht und der damit verbundenen Verlustbegrenzung. Als nachteilig werden häufig die im Vergleich zu anderen Sicherungsinstrumenten verhältnismäßig hohen Absicherungskosten empfunden.

2. Unbedingte Finanztermingeschäfte (Forwards und Futures)

2.1. Begriffsdetermination

Ein unbedingtes Termingeschäft zeichnet sich durch eine gegenseitige Verpflichtung zur Vertragserfüllung aus, d. h. die Vertragsparteien sind dazu verpflichtet, das im Terminkontrakt vereinbarte Geschäft im Erfüllungszeitpunkt physisch zu erfüllen. Die rechtliche Einordnung des physischen Erfüllungsanspruchs bzw. der Erfüllungspflicht hängt von der Art des Basiswertes ab. Es ist auch hier zwischen lieferbaren Basiswerten (Aktien etc.) und synthetischen Basiswerten (Indizes etc.) zu unterscheiden. Die Art des Basiswertes hat unmittelbare Auswirkungen auf die rechtliche Einordnung des unbedingten Finanztermingeschäfts. Bei lieferbaren Basiswerten handelt es sich um Kaufverträge, bei denen die Leistungsverpflichtung (Lieferung und Zahlung) erst zu einem späteren erfolgt. Verträge über synthetische Basiswerte führen hingegen entweder zu Zahlungsansprüchen oder zu Zahlungsverpflichtungen. Unbedingte Finanztermingeschäfte lassen sich in standardisierte und nicht standardisierte Finanztermingeschäfte unterscheiden. Standardisierte unbedingte Finanztermingeschäfte werden auch „Futures“ genannt. Für nicht standardisierte unbedingte Finanztermingeschäfte hat sich

²⁰ Unter Adressenausfallrisiko wird hierbei der Ausfall der anderen Vertragspartei (z. B. durch Konkurs etc.) verstanden.

der Begriff „Forwards“ durchgesetzt. Im folgenden Abschnitt wird auf die Funktionsweise von Forward- und Future-Verträgen eingegangen werden.

2.2. Funktionalität von unbedingten Finanztermingeschäften

Forward-Verträge werden individuell zwischen zwei Kontraktpartnern (z. B. einer Bank und einem Großunternehmen) geschlossen. Aufgrund der individuellen Ausgestaltungsfreiheit, die es ermöglicht, die konkreten Anforderungen der Vertragsparteien zu realisieren, ist eine börsenmäßige Handelbarkeit i. d. R. nicht gegeben. Anders als bei Futures ist bei Forwards daher die Vertragserfüllung im Erfüllungszeitpunkt üblich. Eine vorzeitige Aufhebung des Vertragsverhältnisses ist nur möglich, wenn sich ein Dritter bereit erklärt, für die ausscheidende Vertragspartei einzutreten bzw. sich beide Vertragsparteien auf die Auflösung des Forwards verständigen. Das Ausfallrisiko der gegenläufigen Vertragspartei wird vom jeweiligen Vertragspartner getragen. Eine Leistung von Margin-Zahlungen ist nicht üblich.²¹

Ein anderes Szenario liegt bei Futures vor. Der Handel mit Futures unterliegt strengen Regeln und Usancen. Futures sind hinsichtlich ihres Nominalbetrages, ihrer Laufzeit und des Basiswertes standardisiert. Ihr Handel erfolgt analog zur Vorgehensweise bei Optionen über eine Clearingstelle. Auch hier müssen *initial* und *variation margin* Zahlungen in Höhe der veränderten Forderungsansprüche und Verpflichtungen aus dem Terminkontrakt geleistet werden. Im Unterschied zu Optionen müssen allerdings beide Vertragsparteien *margins* an die Clearingstelle entrichten, da beide Parteien zur Leistung verpflichtet sind und keine Ausübungsoption besteht.

²¹ Vgl. BINKOWSKI, P./BEECK, H. (1989), S.61.

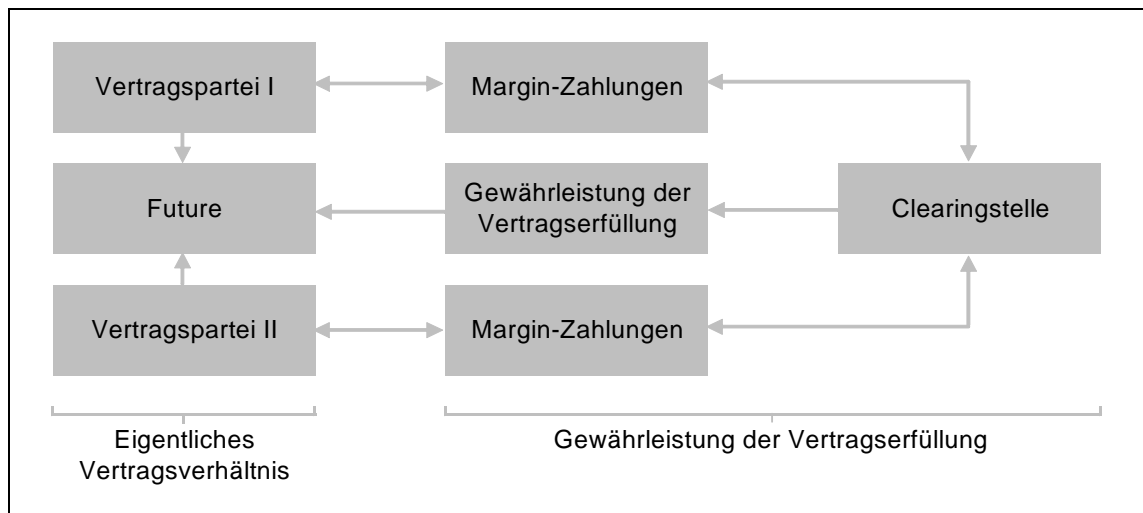


Abb. 3: Vertragsverhältnis und Anspruchsgewährleistung bei börsengehandelten Optionen

Die Standardisierung des Future-Vertragsverhältnisses und die zwischen den beiden Vertragsparteien geschaltete Clearingstelle haben zur Folge, dass eine Vertragspartei die bestehende Position durch ein zu gleichen Vertragskonditionen geschlossenes gegenläufiges Termingeschäft jederzeit an der Terminbörse glattstellen kann. Wirtschaftlich wird der Erfüllungsanspruch resp. die Erfüllungsverpflichtung durch Eingehen eines gegenläufigen Geschäfts storniert. Dies hat zur Folge, dass die *initial margin* von der EUREX zurückgezahlt wird und etwaige geleistete *variation margin* Zahlungen ebenfalls erstattet werden. Führt das Unternehmen den Glattstellungsauftrag zu einem schlechteren Kontraktpreis ab, so werden demnach die bisher angefallenen *variation margins* anteilig von der EUREX einbehalten.²² Die rechtliche Stornierung des Vertragsverhältnisses tritt hingegen erst ein, wenn das gegenläufige Geschäft ausdrücklich als Closing-Auftrag bezeichnet wird.

Die Funktionalität eines Future-Kontrakts soll anhand eines Beispiels verdeutlicht werden. Ein Unternehmen kauft einen Euro-Bund-Future Kontrakt zu einem Kurs von 100 Punkten. Bis zum Ausübungszeitpunkt fällt der Kurs auf 99,70 Punkte. Dies entspricht einem Kursrückgang von 30 Basispunkten also 300 Euro (ein Basispunkt entspricht beim Euro-Bund-Future 10 €). Der Käufer musste daher bis zum Ausübungszeitpunkt 300 € Nachschuss bezahlen. Der Verkäufer des Bund-Future Kontraktes erhält den gleichen Betrag als Gutschrift von der Clearingstelle. Bis zum Ausübungszeitpunkt fällt der Kurs auf 99 € der Käufer muss daher bis zum Ausübungszeitpunkt noch 900 EUR Nachschuss leisten. Am Ausübungstag muss der Käufer noch die aktuelle Notierung

²² Vgl. JUTZ, M. (1990), S. 1516.

(Kurs 99 Punkte) bezahlen: $99 * 10 \text{ €} = 9.900 \text{ €}$ In Summe hat er folglich den fixten Preis von 1.000 € bezahlt.

Alternativ hätte der Erwerber des Bund-Future Kontraktes durch den Verkauf eines Bund-Future-Kontrakts mit dem gleichen Nennwert und der gleichen Laufzeit das Termingeschäft glattstellen können. In diesem Fall hätten sich die Margin-Zahlungen sowie die Ansprüche und Verbindlichkeiten aufgehoben.

2.3. Arten von unbedingten Finanzterminkontrakten

Aufgrund der Gemeinsamkeiten in der Funktionsweise von Forward- oder Futurekontrakt, werden diese Produkte an dieser Stelle zusammen behandelt. Sie lassen sich anhand ihres Basiswertes in Aktien-, Index-, Devisen- und Zinsfinanztermingeschäfte unterscheiden. Die jeweiligen unbedingten Finanztermingeschäfte unterscheiden sich hierbei lediglich durch die am Fälligkeitstermin übergehenden Basiswerte resp. Ausgleichszahlungen. Eine weitere Erörterung kann daher unterbleiben.

2.4. Bewertungsrelevante Faktoren

Der Preis eines unbedingten Terminkontrakts entwickelt sich nicht eigendynamisch. Vielmehr hängt er direkt von der Kursentwicklung des Basiswertes ab. Auch hier ist zwischen börsengehandelten unbedingten Termingeschäften (Futures) und außerbörslich gehandelten unbedingten Termingeschäften (Forwards) zu unterscheiden.

Die Preisbildung eines Futures hängt wesentlich vom Kassapreis des Basiswertes und den Nettofinanzierungskosten (*cost of carry*) der Future-Position ab. Die Nettofinanzierungskosten ergeben sich bei einem Bund-Future z. B. aus den Zinserträgen, die der Investor aus der Bundesanleihe als Basisobjekt empfängt, und den Zinsaufwendungen, die für die Finanzierung des Anleihebestands anfallen.²³ Weiter fließen in die Preisbildung des Futures die Erwartung der Marktteilnehmer, den Kurs des Basiswertes beeinflussende Ereignisse, Angebots- und Nachfragestrukturen sowie die Liquidität des

²³ Einem Bund-Future liegt eine idealtypische fiktive Bundesanleihe als Basiswert zugrunde.

Marktes ein.²⁴ Der Wert eines Futures wird i. d. R. durch seinen Börsenkurs sehr gut abgebildet. Eine Modellbewertung ist nicht notwendig.

Ein anderes Bild ergibt sich bei Forwards. Zwar hängt auch hier der Preis vom Basiswert, den *cost of carry*, der Laufzeit und der Liquidität der Kontraktpartner ab, allerdings existiert bei Forwards aufgrund des außerbörslichen Handels kein amtlich notierter Kurs, der für die Bewertung herangezogen werden könnte. Alternativ kann der Börsenkurs eines vergleichbaren Future-Kontrakts, der über eine Basiswert-, Basispreis- und Laufzeitkongruenz verfügt, herangezogen werden. Es ist aber auch hier nur von einem Näherungswert auszugehen, da individuellen Kontrakten meistens andere Rahmenbedingungen zugrunde liegen. Schwierigkeiten treten allerdings immer dann auf, wenn es keinen vergleichbaren Future- Kontrakt gibt. In diesem Fall ist erneut auf eine Modellbewertung zurückzugreifen.²⁵

2.5. Risikoeinordnung bei unbedingten Finanzterminkontrakten

Das Risiko-Chancen-Verhältnis ist bei unbedingten Termingeschäften auf beide Vertragsparteien gleichmäßig verteilt. Es besteht kein Wahlrecht zur Ausübung des unbedingten Termingeschäfts, so dass beide Parteien weit über das eingesetzte Kapital hinausgehende Verluste erleiden resp. Gewinne erzielen können. Bei Forwards kommt neben dem Risiko der Basiswertentwicklung auch noch das Adressenausfallrisiko hinzu.

2.6. Vor- und Nachteile von unbedingten Finanztermingeschäften

Unbedingte Finanzterminkontrakte führen vor allem zu einer festen Kalkulationsbasis und damit zu einer Sicherheit verschaffenden Reservierung eines festen zukünftigen Basispreises für einen Basiswert. Ferner verursachen sie mangels einer Kapitalbewegung beim bilanzierenden Unternehmen weder eine Bilanzverlängerung noch kommt es zu einer vollen Kreditbelastung, die bei einer direkten Durchführung des Basisgeschäftes anfallen würde. Ein weiterer Vorteil liegt in der hohen Liquidität des Marktes bei unbedingten Finanztermingeschäften mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr. Unbe-

²⁴ BREUER, R.-E. (1993), S. 553 f.

²⁵ Die Modellbewertungen für Forwards und Futures sind ausgesprochen komplex. Für ihre Bewertung sei auf die Darstellung in STEINER, M./BRUNS, C. (2002), S. 460 ff. verwiesen.

dingte Finanztermingeschäfte eignen sich sowohl zur Absicherung bestehender wie auch zukünftiger Liquiditätsüberschüsse resp. Kreditaufnahmen. Neben den genannten Vorteilen von unbedingten Finanztermingeschäften sollte jedoch stets das ihnen obliegende hohe inhärente Verlustrisiko beachtet werden. Das verhältnismäßig hohe Kontraktvolumen wirft ohnehin die Frage auf, inwieweit die Absicherung von Marktrisiken vor allem bei kleineren Unternehmen nicht sicherer und passender über Optionen bzw. Optionsscheine erfolgen kann.

Neben den genannten Vor- und Nachteilen verfügen Forwards über weitere positive und negative Eigenschaften. Forwards werden individuell zwischen den Vertragsparteien ausgehandelt. Damit sind deutlich längere Laufzeiten möglich, als sie an der EUREX gehandelt werden. Allerdings ist hier zu beachten, dass es zwar Forwards mit einer Laufzeit von über zwei Jahren gibt, hier fallen aber entsprechende Preisauf- bzw. -abschläge beim Erwerber an. I. d. R. besteht bei Forwards weder eine Einschuss- noch eine Nachschussverpflichtung wie es bei Futures der Fall ist. Weiter entfallen aufgrund des direkten Vertragsabschlusses die Provisions- und Vorabkosten, die bei Futures für die Bemühungen der Clearing-Stelle belastet werden. Forwards können häufig auch durch gegenläufige Forwards wieder glattgestellt werden. Nachteilig wirkt sich die relativ hohe Mindestabschlusshöhe von ca. 2,5 Mio. € aus. Forwards kommen daher nur für einen Kundenkreis in Frage, der ein solches Volumen in einer Risikokategorie aufbringt.

Die Entwicklung von Future-Kontrakten führt zu einer Vielzahl von Vorteilen. Unter anderem beinhaltet sie die Vereinfachung des unbedingten Termingeschäfts durch standardisierte Verträge. Die Standardisierung wiederum führt zu zentralen Börsen, an denen eine Vielzahl von Kontrakten jederzeit verfügbar ist. Hierdurch wird es für die Vertragsparteien einfacher, passende Kontrakte zu finden. Die Zugangsbedingungen für Futures sind daher geringer, als für Forwards. Ein Hauptvorteil liegt jedoch in der durch die Clearing-Stelle garantierten Kontrakterfüllung und der mit ihr verbundenen einfachen Möglichkeit, bestehende Position jederzeit durch gegenläufige Geschäfte glattzustellen. Trotz der vielfältigen Vorteile von Futures ist im Einzelfall zu entscheiden, ob nicht ein frei vereinbarter Forwardkontrakt vorzuziehen ist, vor allem dann, wenn die abzusichernden Zeiträume nicht exakt mit den Future-Fälligkeiten übereinstimmen.

3. Swaps (Finanztauschverträge)

3.1. Begriffsdetermination

Ein Swap ist eine vertragliche Vereinbarung über den Austausch verschiedener Zahlungsströme nach festgelegten Kriterien.²⁶ Ziel ist es, relative Vorteile, die eine Partei gegenüber der anderen aufgrund ihrer Stellung an einem bestimmten Finanzmarkt besitzt, zu arbitragieren. Die vor dem Austausch bestehenden Rechtsverhältnisse bleiben dabei von der Swap-Transaktion unberührt.

Das einem Swaps zugrunde liegende Prinzip basiert auf der von David Ricardo um 1800 entwickelten Idee des Austausches komparativer Kostenvorteile im Bereich des internationalen Güterverkehrs. Möglich ist die Entstehung eines Swap-Geschäftes durch die Existenz eines komparativen Vorteils (meistens Kostenvorteile) in einem Marktsegment seitens einer Vertragspartei. Swaps können sowohl Positionen auf der Passivseite (*liability-Swaps*) als auch auf der Aktivseite (*asset-Swaps*) der Bilanz beinhalten.

3.2. Funktionalität von Swaps

Swaps haben sich historisch aus so genannten Parallelkrediten entwickelt.²⁷ Bei einem Parallelkredit gewähren sich die Vertragsparteien gegenseitig Kredite in unterschiedlichen Währungen (z. B. Yen-Kredit gegen Euro-Kredit). Während der Laufzeit zahlen sich die Vertragsparteien gegenseitig Zinsen auf den jeweiligen Kredit. Am Ende der Laufzeit werden die Kredite in der jeweiligen Währung getilgt. Dieses Verfahren hatte insbesondere den Nachteil, dass beide Firmen die jeweiligen Kredite bilanziell berücksichtigen mussten. Ferner bestand ein nicht unerhebliches Adressenausfallrisiko, das einen Verlust des gewährten Kredites nach sich ziehen konnte.

Swaps abstrahieren die Einzeltransaktionen des Parallelkredits, indem sie den Austausch von Zahlungsströmen vollständig vom jeweils zugrunde liegenden Basisgeschäft abkoppeln. Bei Swaps erübrigt sich somit häufig der Kapitaleinsatz. Zudem wird das Bonitätsrisiko beider Parteien weitestgehend aufgehoben. Dies ist möglich, da es bei

²⁶ Zahlungsströme resultieren z. B. aus Anleihen (Zinszahlungen), Krediten (Tilgung), Ratenzahlungen etc.

²⁷ Vgl. KAPNER, K. R./MARSHALL, J.F. (1990), S. 6 ff.

einem Swap-Geschäft im Gegensatz zu einem klassischen Kredit nicht zu einer verzögerten Leistung der Vertragsparteien kommt. Bei Swap Verträgen leisten entweder beide Parteien gleichviel oder gar nichts (wertmäßig betrachtet). Sollte während der Laufzeit des Swap-Geschäfts eine der beiden Parteien leistungsunfähig werden, so ist auch der Swap-Vertragspartner von seiner Leistungspflicht befreit.²⁸ Ferner bleiben bei einem Swap-Vertrag die ursprünglich bestehenden Rechtsverhältnisse wie z. B. die Aufnahme eines Dollar-Kredits bei einer Bank unberührt. Auch wenn das Unternehmen A den aufgenommenen Dollar-Kredit gegen einen äquivalenten Euro-Betrag und die mit dem Kredit verbundenen Zahlungsströme mit einem Unternehmen B tauscht, bleibt die Dollar-Kreditaufnahme bei der Bank als Verbindlichkeit des Unternehmens A bestehen.²⁹ Neben dem eigentlichen Kreditvertrag bestehen noch Forderungen und Verbindlichkeiten aus dem Swap-Geschäft gegenüber Unternehmen B. Rechtlich handelt es sich bei Swaps daher nicht um Einzeltransaktionen in Form von Kreditverträgen zwischen zwei Unternehmen wie es bei Parallelkrediten der Fall ist, sondern um eine Transaktion. Swaps werden nach dem deutschen Bankenaufsichtsrecht nicht als Kredite bzw. Geldaufnahme gewertet. Es handelt sich bei Swaps daher um schwebende Geschäfte, die bei Vertragsabschluss nicht bilanzwirksam, jedoch gem. § 285 Nr. 18 HGB im Anhang anzugeben sind.

Ein Swap-Vertrag kann an die jeweiligen Bedürfnisse der Vertragsparteien angepasst werden. Swap-Verträge kommen dabei häufig zwischen mehreren Vertragsparteien (Verträge mit zwei Parteien sind eher die Ausnahme) zustande. Die Komplexität von Swap-Verträgen führt zu Standardisierungsbemühungen. Ein Großteil der Swap-Verträge basiert daher auf dem *Interest Rate and Currency Exchange Agreement* (ISDA-Code) oder dem Standardvertragswerk der *British Banker Association Interest Rate Swap Terms and Conditions* (BBAIRS). Unabhängig von etwaigen Standardverträgen regelt ein Swap-Vertrag grundsätzlich die folgenden Sachverhalte:

- § die Art der Währung, auf die sich der Swap beläuft (dies kann auch durchaus die gleiche Währung sein),
- § die Art der Verzinsung (variabel oder fix),
- § der Zeitplan, nach dem die Zahlungen erfolgen,

²⁸ Vgl. FRANKE, G. (1993), S. 1061.

²⁹ Swap-Verträge bieten dabei eine Vielzahl von Kombinationen. Teilweise werden lediglich die Zahlungsströme ausgetauscht, manchmal auch die eigentlichen zugrunde liegenden Kapitalbeträge. Niemals werden jedoch die rechtlichen Primärgeschäfte getauscht.

§ evtl. anfallende Provisionen, die von den Vertragsparteien zu tragen sind.

Der eigentliche Swap-Vertrag kann direkt zwischen zwei Vertragspartnern (*Counterparties*) abgeschlossen werden oder über eine dritte Partei. Die dritte Partei kann ein Broker bzw. *Arranger*, ein *Intermediary* oder *Principal* sein. Ein Broker bzw. *Arranger* vermittelt lediglich das Swap-Geschäft, ohne an ihm selber und damit am Risiko teilzunehmen. Ein *Intermediary* wird als Zwischenhändler tätig und geht dabei jeweils einen Vertrag zu beiden Parteien ein. Damit ist er unmittelbar am Risiko beteiligt. Ein *Principal* nimmt als Eigenbestandshändler unmittelbar teil am Swap-Geschäft und ist somit *Counterparty*. Im Gegensatz zum *Intermediary* geht ein *Principal* durchaus auch offene Positionen ein. *Intermediaries* und *Principals* sind i. d. R. Banken.

Swap-Geschäfte haben häufig eine Laufzeit zwischen zwei und zehn Jahren. Das Vertragsvolumen beläuft sich allgemein zwischen 5 und 500 Mio. Dollar. Ein Swap-Vertrag kann rechtlich nicht durch ein Gegengeschäft aufgehoben werden. Allerdings bewirkt ein Gegengeschäft die wirtschaftliche Neutralisation des ursprünglichen Swap-Vertrages, da sich die Zahlungsströme ausgleichen. Ein Swap-Vertrag kann außerdem gegen eine Gebühr aufgelöst, durch Erwerb einer Option auf Abschluss eines Gegenswaps sowie dem Verkauf oder der Abtretung des Kontrakts an eine dritte Partei aufgehoben werden

Die Funktionalität eines Swaps soll am Beispiel eines Zinsswaps dargestellt werden. In dem Beispiel benötigt ein Unternehmen A und ein Unternehmen B jeweils einen Kredit über 10.000 € Das Unternehmen A möchte einen festverzinslichen Kredit aufnehmen und kann dies zu den unten genannten Konditionen. Unternehmen B wünscht eine variable Verzinsung. Unternehmen B kann allerdings zu sehr viel günstigeren Konditionen Kapital am Markt aufnehmen als Unternehmen A. Es würden beide Parteien davon profitieren, wenn sie den Zinsvorteil von 1% zwischen den Festzinssätzen nutzen und die Differenz untereinander teilen würden. Hierfür müsste Unternehmen A statt des gewünschten festverzinslichen Kredits einen variabel verzinslichen Kredit zu LIBOR +0,25% aufnehmen. Unternehmen B nimmt im Gegenzug einen festverzinslichen Kredit zu 8% auf. Der Swap-Vertrag zwischen den beiden Unternehmen führt zu einem Austausch von Zinszahlungen. Die Zinszahlungen müssen unter Berücksichtigung des komparativen Kostenvorteils des Unternehmen B ermittelt werden. Durch die Aufteilung des komparativen Kostenvorteils erhalten beide Unternehmen die ursprünglich

gewünschte Verzinsung zu günstigeren Konditionen, als es am Markt möglich gewesen wäre. Es wird daher ein Swap-Geschäft aufgesetzt, in dem Unternehmen A den variablen LIBOR Zins mit Unternehmen B gegen einen zu ermittelnden Swap Festzins austauscht. Der Swap Festzins teilt dabei die bestehende Finanzierungsdifferenz auf.³⁰

	Unternehmen A	Unternehmen B	Differenz
Festzinssatz	9,00%	8,00%	1,00% ³¹
Variabler Zinssatz	LIBOR + 0,25%	LIBOR + 0,15%	0,10% ³²
Zur Verteilung frei verfügbar			0,90%

Ermittlung des Swap Festzinssatzes:

1. Aufteilung des Swapvorteils

Zur Verteilung frei verfügbare Differenz = 0,90%

Pro Vertragspartei = 0,45%

Swap Zins = Festzins Unternehmen A - Swapvorteil = 9 - 0,45 = 8,55%

Zahlungsströme Swap

2. Unternehmen A

A zahlt an B den Swapzinssatz in Höhe von	-8,55%
A zahlt variable Zinsen an Markt	-LIBOR
	-0,25%
B zahlt an A variable Zinsen	+LIBOR
	+0,25%
Eingesparter Marktfestzins von A (ohne Swap)	+9,00%
Gesamteinsparung gegenüber Markt-Festzins (9%)	<u>+0,45%</u>

³⁰ Diese Annahme soll für das Beispiel gelten. Natürlich würde die Bank für die Übernahme des Adressenausfallrisikos ein für sie vorteilhafteres Swapzins verlangen und hierdurch Zusatzerträge erzielen.

³¹ Einsparung bei Tausch der Zinszahlungen (komparativer Kostenvorteil der Bank, der durch den Swap-Vertrag genutzt wird).

³² Mehrkosten bei Tausch der Zinszahlungen (entgangener Kostenvorteil der Bank, da die Bank sich günstiger variabel verzinslich verschulden kann).

3. Unternehmen B

B zahlt an Markt Festzins	-8,00%
B erhält Swap Zins	+8,55%
B zahlt LIBOR an A	-LIBOR
	-0,25%
Einsparung gegenüber variabler Verzinsung (ohne Swap)	+LIBOR
	+0,15%
Gesamteinsparung gegenüber variabler Verschuldung (LIBOR + 0,15)	<u>+0,45%</u>

3.3. Arten von Swaps

Swap-Geschäfte existieren in vielfältiger Ausführung. Grundsätzlich können Swap-Geschäfte in *liability*-Swaps und *asset*-Swaps unterschieden werden. Sie unterscheiden sich aufgrund der in das Swap-Geschäft einbezogenen Bilanzseite. Ein *liability*-Swap liegt vor, wenn das Swap-Geschäft über den Austausch von Zahlungsströmen aus Verbindlichkeiten läuft. Ein *asset*-Swap beinhaltet hingegen den Austausch von aktivischen Zahlungen. Unabhängig von Aktiva und Passiva beinhalten die meisten Swap-Geschäfte Preise für den Austausch von Zinssätzen oder Währungen, in jüngerer Zeit werden auch Swaps auf Aktienindizes und Rohstoffe, vor allem Öl, begeben. Die am häufigsten gehandelten Swap-Geschäfte sind jedoch Swaps auf Zinsen und Währungen. Sie lassen sich weiter nach der gewählten Verzinsungsart (fest oder variabel) unterscheiden. Neben diesen beiden wesentlichen Swaparten gibt es eine Reihe weiterer Swaps, die sich in am Markt etabliert haben. Einen Überblick über die wichtigsten Swaparten gibt die folgende Abbildung.

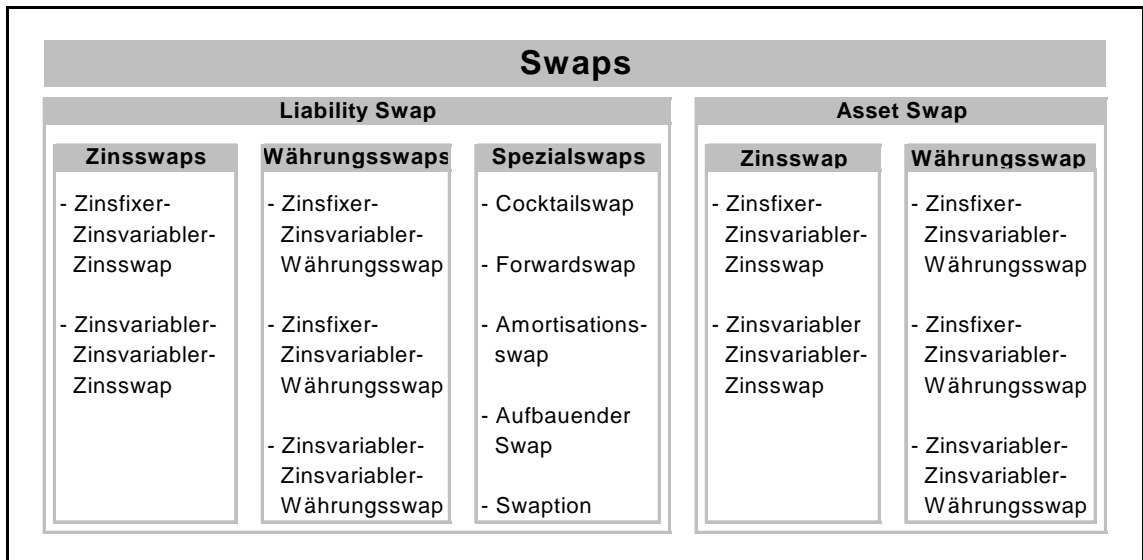


Abb. 4: Überblick über die wichtigsten Swaparten

3.3.1. Liability-Swaps

Ein *liability*-Swap beinhaltet den Austausch von Kapitalbeträgen und / oder Zahlungsströmen aus aufgenommenen Anleihen oder Krediten. *Liability*-Swaps lassen sich in Zins-, Währungs- und Spezialswaps unterscheiden.

3.3.1.1. Zinsswaps

Zinsswaps werden als Coupon-Swaps und Basisswaps gehandelt. Ein Coupon-Swap regelt den Tausch fester gegen variable Zinssätze et vice versa.³³ Ein Basisswap beinhaltet hingegen den Tausch variabler Zinssätze gegen eine andere Art von variablem Zinssatz.³⁴

In einem Zinsswap verpflichtet sich eine Partei über eine bestimmte Laufzeit hinweg und auf einen vereinbarten, aber – im Gegensatz zu Währungsswaps – niemals auszutauschenden Nominalbetrag einen variablen oder festen Zinssatz zu zahlen, um dafür von der anderen Partei einen festen oder variablen Zinssatz zu erhalten. Gegenseitige Kapitalforderungen bestehen daher nicht. Der variable Zinssatz basiert auf einem Referenzzinssatz, meistens dem 3- oder 6-Monats-Libor, und wird dementsprechend alle drei oder sechs Monate angepasst. Die folgende Abbildung soll die Zahlungsströme anhand

³³ Zum Beispiel Festzins gegen LIBOR.

³⁴ Zum Beispiel sechs Monats LIBOR gegen ein Monats LIBOR oder Prime Rate gegen sechs Monats LIBOR.

eines Zinscouponswaps verdeutlichen. Zwei Unternehmen tauschen ihre Zinszahlungen untereinander aus, so dass Unternehmen A letztlich einen variablen und Unternehmen B einen festen Zinssatz bezahlt.³⁵

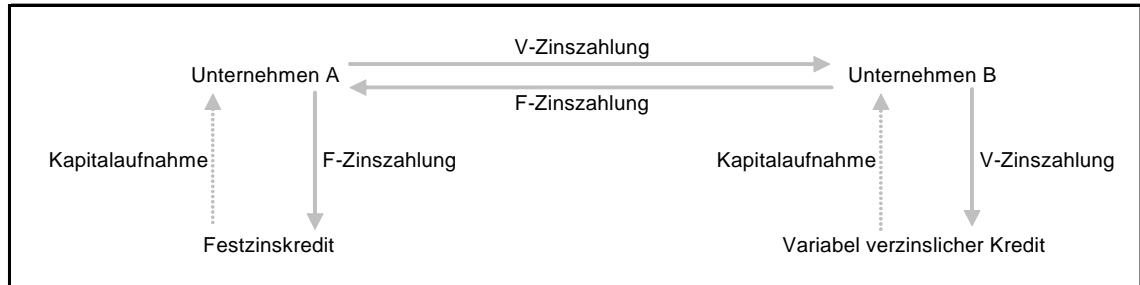


Abb. 5: Zahlungsströme bei einem Zinscouponswap

3.3.1.2. Währungsswaps

Ein Währungsswap-Geschäft umfasst im Gegensatz zum Zinsswap den Austausch von Kapital- und Zinsbeträgen in unterschiedlichen Währungen. Dabei werden die getauschten Kapitalbeträge üblicherweise bei Vertragsschluss zum aktuellen Kassakurs umgerechnet. In den Folgeperioden erfolgt ein Rücktausch der Zinszahlungen auf die jeweils erhaltenen Kapitalbeträge. Der Tausch der Zinssätze kann sich dabei auf alle Formen der Verzinsung (variabel / variabel, variabel / fest, fest / fest) erstrecken. Mit Auslauf des Vertragsverhältnisses werden die Kapitalbeträge auf Basis des ursprünglichen Wechselkurses wieder zurückgetauscht.³⁶ Ein Währungsswap lässt sich folglich in drei Teilschritten darstellen.

³⁵ Ein Tausch der Zinssätze kann z. B. aufgrund von Hedging-Strategien notwendig werden, wenn eine variabel verzinsliche Verbindlichkeit durch eine variabel verzinsliche Anleihe kompensiert werden soll, das Unternehmen aber nur über eine festverzinsliche Anleihe verfügt. In diesem Fall hat das Unternehmen Interesse daran, den Festzins gegen die entsprechende variable Verzinsung einzutauschen.

³⁶ Es sind auch durchaus Währungsswaps denkbar, bei denen der Kapitalientausch zu Beginn oder am Ende der Transaktion unterbleibt. In diesem Fall werden die Kapitalien nur einmalig zum fixierten Wechselkurs eingetauscht und aufgerechnet.

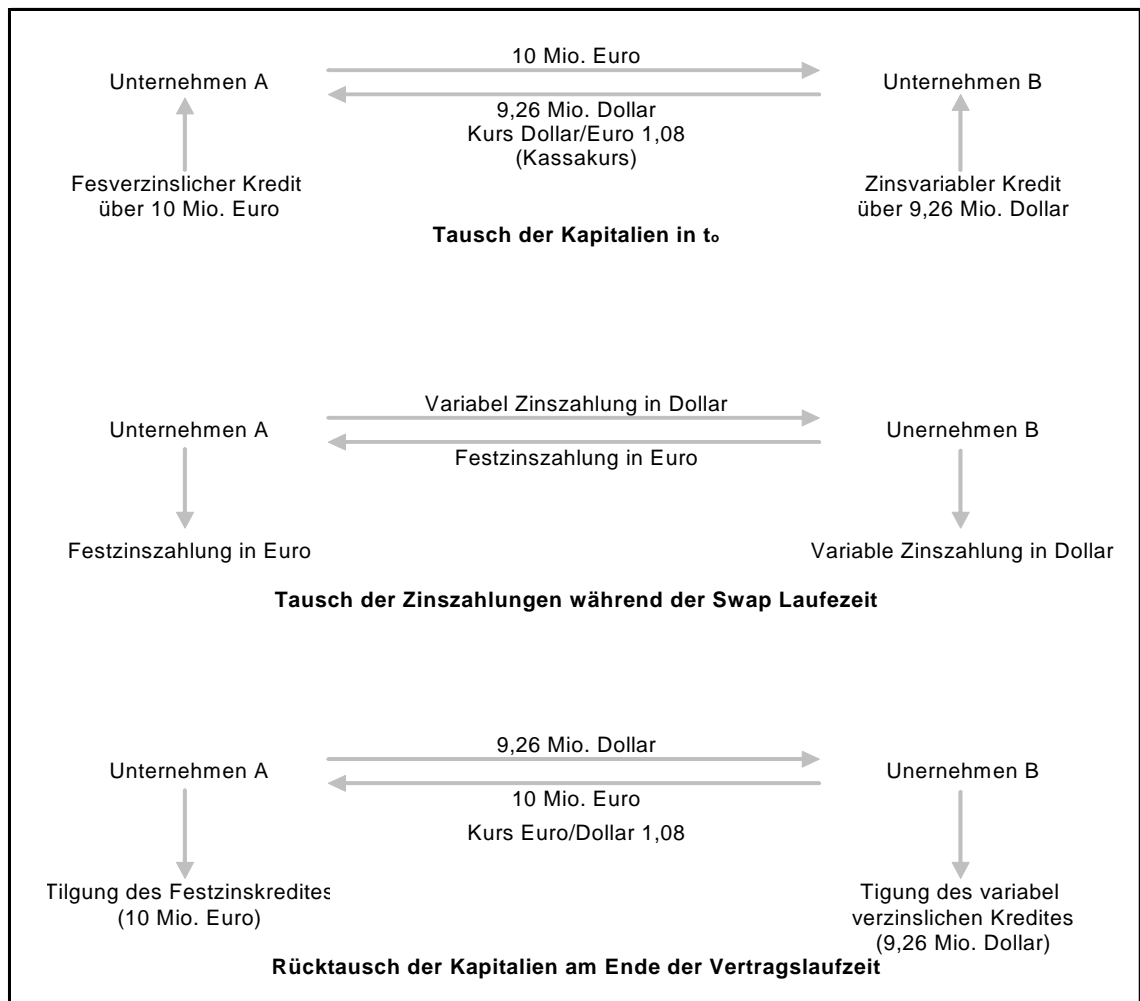


Abb. 6: Zahlungsströme bei einem Währungsswap

3.3.1.3. Spezialswaps

In jüngerer Zeit sind eine Vielzahl von Swap-Varianten entwickelt worden. Nicht alle konnten sich dabei dauerhaft am Markt etablieren. Auf die wichtigsten Erscheinungsformen soll nun kurz eingegangen werden, um einen Überblick über die Vielfältigkeit der Einsatzmöglichkeiten von Swaps zu gewinnen.

Cocktail-Swaps werden neben der Vermittlerbank immer zwischen mehr als zwei Vertragsparteien abgeschlossen. Die Kombination der einzelnen Swap-Grundtypen ist dabei frei wählbar. Durch einen Cocktail-Swap kommt es zwischen den Swap-Parteien quasi zu einem Ringtausch der Zahlungsströme. Das Motiv für eine derartige Swap-Konstruktion liegt meistens im Fehlen eines geeigneten Swap Partners, der die Merkmale aufweist, die vom jeweiligen Vertragspartner gewünscht werden.

Bei einem Forward-Swap fallen Vertragsabschluß und der Austausch von Zahlungsströmen zeitlich auseinander. Es kann z. B. in der laufenden Periode ein Zinsswap-Vertrag über den Austausch der Zinszahlungen in den nächsten Perioden abgeschlossen werden. Die Konditionen werden dabei in der laufenden Periode fixiert. Forward-Swaps unterscheiden sich im Ergebnis nicht von reinen Future-Kontrakten, allerdings zeichnen sie sich durch eine höhere Gestaltungsflexibilität aus.

Amortisationsswaps unterscheiden sich von herkömmlichen Swaps durch die vertraglich fixierten Rückzahlungsmodalitäten der getauschten Kapitalbeträge. Ein Amortisationsswap verläuft zu Beginn analog zu einem herkömmlichen Swapgeschäft mit Austausch der Kapitalbeträge und Zahlungsströme ab. Die Rückzahlung des ausgetauschten Kapitals erfolgt jedoch nicht bei Auslauf des Swapvertrages, sondern während der Laufzeit des Swap-Geschäfts. Die bei einem Amortisationsswap geleisteten Zahlungsströme setzen sich daher aus einer sukzessiven Tilgung zzgl. der geregelten Zinszahlungen zusammen. Mit abnehmender Laufzeit werden dabei die jeweiligen Zinsanteile niedriger, während dadurch gleichzeitig der zur Tilgung frei verfügbare Betrag zunimmt.

Ein aufbauender Swap ist das Gegenteil zum Amortisationsswap. Hier wird zu Beginn nicht das gesamte Kapital ausgetauscht, sondern sukzessive über die Laufzeit des Swapgeschäftes erhöht. Mit der Erhöhung des Kapitalvolumens nehmen selbstverständlich auch die anfallenden Zinszahlungen sukzessive zu. Aufbauende Swaps werden z. B. zur Absicherung des Zinsniveaus bei sukzessiven Krediten eingesetzt.

Swaptions sind vergleichbar mit Optionen auf Aktien. Der Inhaber einer Swaption erwirbt das Recht aber nicht die Verpflichtung, innerhalb einer bestimmten Frist und zu bestimmten Konditionen ein bestimmtes Swap-Geschäft durchzuführen. Der Stillhalter verpflichtet sich, die Gegenpartei zu dem Swap-Geschäft zu stellen. Hiefür erhält der Stillhalter vom Swaption-Erwerber eine Prämie.

3.3.2. Asset-Swaps

Asset-Swaps sind historisch gesehen die jüngste Form der Swaptechnik. Ein *asset*-Swap basiert auf anzulegende oder bereits verliehene Beträgen und die daraus resultierenden

Zahlungsströme. *Asset*-Swaps lassen sich in Zins- und Währungs-*asset*-Swaps unterscheiden.

3.3.2.1. Zinsswaps

Analog zum *liability*-Zinsswap lassen sich auch *asset*-Zinsswaps nach der Art der getauschten Zinserträge unterscheiden. Dabei besteht der einzige Unterschied zu *liability*-Swaps in der Form der getauschten Zahlungsströme. Während es sich bei *liability*-Swaps um den Tausch von Zinsaufwendungen handelt, werden bei *asset*-Swaps die jeweiligen Zinserträge ausgetauscht. Ein Anwendungsfall ist, dass der Inhaber eines festverzinslichen Wertpapiers von steigenden Zinsen ausgeht. Er tauscht daher in einem Swap-Geschäft seine Festzinserträge gegen variable Zinserträge.³⁷ Der eigentliche Tauschprozess unterscheidet sich dabei nicht von der Vorgehensweise bei *liability*-Swaps. Eine weitere Darstellung erübrigt sich.

3.3.2.2. Währungsswaps

Ein Währungsswap erweitert den Geschäftsumfang eines Zinsswaps um den Austausch der zugrunde liegenden Kapitalbeträge der Anleihen. Die Anleihen müssen dabei eine identische Struktur aufweisen und über unterschiedliche Währungen laufen. Ansonsten unterscheiden sich *asset*- und *liability* Währungsswaps nur in der Art der getauschten Zahlungsströme.

3.4. Bewertungsrelevante Faktoren

Swap-Geschäfte werden anhand des Barwertes der zukünftig vertragsmäßig erfolgenden Ein- und Auszahlungen ermittelt. Die Summe der saldierten Gegenwartswerte der Zahlungen bis zum Ende der vereinbarten Laufzeit stellt den Wert des Swaps für die jeweilige Vertragspartei da.

³⁷ Natürlich ist auch hier der Tausch von variablen Zinserträgen gegen eine andere Form der variablen Verzinsung denkbar.

3.5. Risikoeinordnung bei Swap-Geschäften

Es ist zu unterscheiden, ob ein Swap-Geschäft eine offene oder geschlossene Position bildet. Liegt eine offene Position vor, so werden die auszutauschenden Zahlungsströme nicht aus einem Basisgeschäft (z. B. der Zins aus einer festverzinslichen Anleihe) generiert. Der Swap-Vertragspartner finanziert die Auszahlungen an den anderen Vertragspartner selbst. Damit unterliegt er unmittelbar den Marktrisiken aus den zu leistenden Zahlungsströmen.

Bei einer geschlossenen Swap-Position ist der Austausch von Zahlungsströmen durch ein Basisgeschäft (z. B. eine Anleihe zu LIBOR) gedeckt. Swap-Geschäfte beinhalten hier lediglich den Austausch von sicher erfolgenden Zahlungsströmen aus den jeweiligen Basiswerten und evtl. der zugrunde liegenden Kapitalbeträge. Ein Risiko aus den zu leistenden Zahlungsströmen ergibt sich nicht. Andererseits besteht sowohl bei den Zahlungsströmen als auch bei den getauschten Kapitalien ein Bonitäts- resp. Adressenausfallrisiko. Obwohl es nicht zu einem Kreditverhältnis zwischen den Parteien kommt, muss dennoch damit gerechnet werden, dass eine der beiden Parteien zahlungsunfähig wird und damit der erwartete Austausch der Zahlungsströme entfällt. Ein Totalverlust der getauschten Kapitalien ist nicht möglich, da keine Tilgungsverpflichtung am Ende der Laufzeit besteht. Die Schlusstransaktion entfällt daher bei Ausfall des Swap-Partners. Ein Verlust tritt allerdings in diesem Fall auf, wenn ein nötiges Anschlussgeschäft aufgrund der veränderten Zins- und/oder Währungsstruktur nur zu schlechteren Bedingungen abgeschlossen werden kann. Dieses Adressenausfallrisiko lässt sich jedoch durch Abschluss des Swap-Geschäftes über Zwischenhändler, die gegen Prämie das Ausfallrisiko übernehmen, ausschließen.

Besteht hingegen ein Adressenausfallrisiko, so lässt sich das derzeit bestehende theoretische Verlustrisiko relativ leicht ermitteln. Zur Quantifizierung werden zunächst die erwarteten Zahlungsströme aus dem bestehenden Swap zur Barwertberechnung diskontiert. Diesem Wert werden die diskontierten erwarteten Zahlungsströme aus einem zu aktuellen Marktkonditionen abschließbaren Ersatzswap gegenübergestellt. Die Differenz zwischen den Beträgen ist das derzeitige bestehende Verlustrisiko.

3.6. Vor- und Nachteile von Swaps

Swap-Geschäfte eliminieren allgemein keine Risiken, sondern passen das Unternehmensrisikoprofil den geänderten Erwartungen des Unternehmens entsprechend an. Ein großer Vorteil von Swaps liegt dabei in ihrer großen Flexibilität. So können durch Swap-Geschäfte spezielle Cashflow-Strukturen dem Unternehmensrisikoprofil angepasst werden, während dies bei Parallelkrediten nicht möglich ist. Dabei wird weder die Aktiv- noch die Passivseite der Bilanz verändert. Bei Abschluss des Swap-Geschäfts kommt es zu keinen Liquiditätseffekten. Soll eine festverzinsliche Anleihe durch eine variable Verzinsung ersetzt werden, so ist aufgrund des Swap-Geschäfts eine Kündigung der bestehenden Anleihe nicht notwendig. In der isolierten, gezielten und liquiditätsunwirksamen Änderung des Risikoprofils liegt der Hauptvorteil eines Swap-Geschäfts.

Der Austausch von Zahlungsströmen und/oder Kapitalbeträgen bietet ferner den Vorteil, relative Kosten- bzw. Renditevorteile nutzen zu können, ohne dabei an die zugrunde liegende *cash*-Position gebunden zu sein. Swaps sind hierbei insbesondere für mittelständische Unternehmen ohne Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten von großem Interesse. Swaps ermöglichen es dem Unternehmen, die ansonsten sich schwierig gestaltende Aufnahme eines Fremdwährungskredits durch Emission einer Inlandsanleihe und Begehung eines Währungsswaps zu substituieren.

Währungsswaps haben gegenüber Devisentermingeschäften den Vorteil, dass aufgrund der laufenden Zahlungsströme die Notwendigkeit eines Terminauf- oder -abschlags entfällt. Außerdem sind bei Swaps sehr viel längere Laufzeiten darstellbar als es bei Devisentermingeschäften üblich ist.

4. Asset Backed Securities

4.1. Begriffsabgrenzung

Asset Backed Securities (ABS) sind keine Derivate im eigentlichen Sinne sondern Wertpapiere oder Schuldscheine, die Zahlungsansprüche gegen eine ausschließlich für die ABS-Transaktion gegründete Zweckgesellschaft (Special Purpose Entity (SPE)) beinhalten. Bei ABS werden umfangreiche Finanzaktiva (*assets*), insbesondere Forde-

rungen aus Lieferungen und Leistungen, aus der Bilanz ausgegliedert und an eine nicht zum Konsolidierungskreis des Unternehmens gehörende SPE verkauft.³⁸ Die SPE bündelt (*poolt*) die *assets* und refinanziert sich am Geld- und Kapitalmarkt durch Ausgabe von Wertpapieren oder Schuldscheinen, die durch den erworbenen *asset*-Pool gedeckt (*backed*) sind.³⁹ Die vom Verkäufer auf die Zweckgesellschaft übertragenen *assets* dienen daher den Inhabern der ABS (Investoren) als Haftungsgrundlage.⁴⁰

4.2. Funktionalität von Asset Backed Securities

Bei ABS verbrieft der *asset*-Inhaber (Originator) einen Teil seiner *assets*, die dadurch bei ihm nicht mehr bilanziert werden. Grundsätzlich können nur *assets* verbrieft werden, die kontinuierlich *cash inflows* produzieren. Aus diesem Grund kommen für die Verbriefung idealerweise Forderungen in Betracht.⁴¹ Allerdings werden in jüngerer Zeit vermehrt auch andere *assets* verbrieft, wie z. B. immaterielle *assets*.⁴²

Primäres Ziel der *asset*-Veräußerung ist die vorzeitige Liquidierung der nicht im Produktionsprozess eingebundenen Finanzaktiva. ABS sind daher in erster Linie Refinanzierungsinstrumente. Die Weiterveräußerung der *assets* an Dritte kann aber auch dazu genutzt werden, Bilanzkennziffern in der vom Unternehmen gewünschten Art und Weise zu beeinflussen oder Bonitätsrisiken aus den veräußerten *assets* aus der Bilanz des Originators auszugliedern.⁴³

ABS-Transaktionen unterteilen sich in mehrere Einzeltransaktionen. In einem ersten Schritt überträgt der Originator die *assets* an eine nicht zum Konsolidierungskreis gehörende Zweckgesellschaft. Dabei verbleiben üblicherweise die Buchhaltung, der Forderungseinzug und das Mahnwesen beim Originator (man bezeichnet ihn daher auch als *service agent*). Die SPE refinanziert den Erwerb der *assets* durch die Ausgabe von Wertpapieren oder Schuldscheinen auf den erhaltenen *asset*-Pool. Die Zahlungsver-

³⁸ Vgl. BÄR, H. P. (1998), S. 3.

³⁹ Vgl. PAUL, S. (1994), S. 119.

⁴⁰ Vgl. BAK (Hrsg.) (1997).

⁴¹ Vgl. SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (Hrsg.) (1992), S. 521.

⁴² So wurde bspw. von dem Musiker David Bowie im März 1997 eine ABS-Anleihe über 55 Mio US-\$ emittiert, die durch Zahlungen aus den Urheberrechten seiner 25 ersten Musikalben bedient wird. Vgl. HAGGER, E. (1997), S. 21.

⁴³ Vgl. OHL, H.-P. (1994), S. 21-23.

pflichtungen aus den Wertpapieren oder Schuldscheinen werden allein vom Zahlungsstrom (Zins- und Tilgungszahlungen) aus dem *asset*-Pool finanziert.

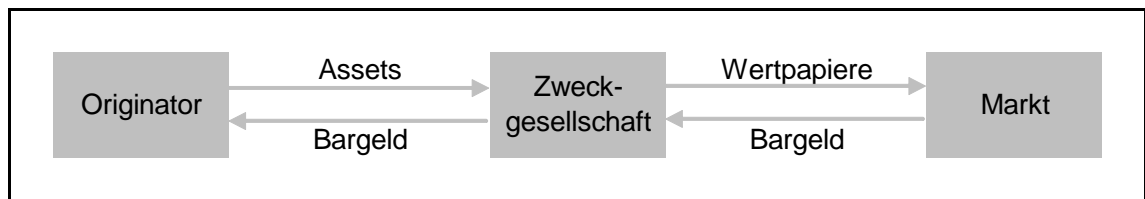


Abb. 7: Asset Backed Securities

Entscheidend für die Ausgabe von ABS durch die SPE ist die Bonität des *asset*-Pools. Investoren werden die Wertpapiere oder Schuldscheine nur erwerben, sofern die ABS über ein erstklassiges Rating einer Ratingagentur verfügt. Für die Bonitätseinstufung der ABS sind in allererster Linie die Ertragskraft und Werthaltigkeit der zugrunde liegenden *assets* relevant und nicht die Kreditwürdigkeit des Originators selbst. Darüber hinaus ist die Sicherheit und Liquidierbarkeit der zugrunde liegenden *assets* für die Bonität des *asset*-Pools überaus wichtig. Forderungsbestände verfügen z. B. nur über einen gute Bonität, sofern den Schuldern eine hohe Kreditwürdigkeit beigemessen wird. Von zentraler Bedeutung für ein gutes Rating sind ferner noch so genannte Kreditverbesserungsinstrumente (*credit enhancements*). Die Kreditwürdigkeit der SPE kann erhöht werden, indem der Originator den *asset*-Pool sichert (Rückkaufszusage, Patronatserklärung, Ausfallgarantie etc.) und / oder die SPE eine entsprechende Emissionsstruktur (Übersicherung, Subordination oder Reservefonds) für die auszugebenden Wertpapiere wählt. Die *credit enhancements* können über die Laufzeit der ABS konstant gehalten werden oder an die Höhe des ausstehenden Wertpapiervolumens angepasst werden, wodurch sich im Zeitablauf das Volumen der *credit enhancements* dynamisch anpasst.⁴⁴ Von geringer Bedeutung ist hingegen die Kreditverbesserung durch Dritte (Akkreditive, Garantien oder Swapverträge), da in diesem Fall die ABS-Transaktion zu keiner bilanzentlastenden Bilanzierung führt.⁴⁵

⁴⁴ Vgl. WILLBURGER, A. (1997), S. 51.

⁴⁵ Vgl. FINDEISEN, K.-D. (1998), S. 481. Auf die Kreditsicherung durch Dritte wird aufgrund der fehlenden bilanzentlastenden Bilanzierung nicht näher eingegangen.

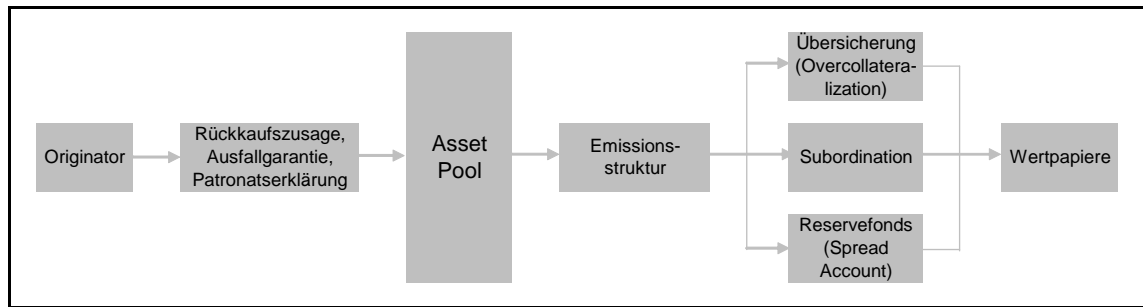


Abb. 8: Credit enhancements

Bei einer Rückkaufszusage oder Ausfallgarantie durch den Originator verpflichtet sich dieser im Falle eines Zahlungsverzuges oder Wertverlustes beim *asset*, den Fehlbetrag durch einen Rückkauf des *asset* bei der Zweckgesellschaft auszugleichen. Eine Patronatserklärung liegt vor, sofern der Originator sich verpflichtet, die SPE dazu in die Lage zu versetzen, ihren Zahlungsverpflichtungen termingerecht bis zum Ende der Laufzeit der Emission nachkommen zu können. Der Originator ist bei einer Patronatserklärung jedoch i. d. R. nicht verpflichtet, für die Wertverluste oder das Adressenausfallrisiko beim *asset*-Pool aufzukommen.⁴⁶ In manchen Formen der Patronatserklärung übernimmt der Originator allerdings zusätzlich auch noch das Wertverlust- bzw. Adressenausfallrisiko. In diesem Fall unterscheidet sich die Patronatserklärung im Ergebnis nicht von einer Rückkaufszusage oder einer Ausfallgarantie.

Darüber hinaus werden die Zahlungsverpflichtungen aus den emittierten Wertpapieren oder Schuldscheinen durch die Wahl der Emissionsstruktur abgesichert. Hier wird zwischen der wirtschaftlichen Übersicherung, der Subordination und der Bildung von Reservefonds unterschieden. Die wirtschaftliche Übersicherung sichert den *asset*-Pool, indem der Originator mehr *assets* an die SPE überträgt als zur Sicherung der emittierten Wertpapiere nötig wäre. Dadurch wird gewährleistet, daß die Zweckgesellschaft überschüssige Einnahmen zur Verfügung hat, die sie bei *asset*-Wertminderungen, Zahlungsausfällen und verspäteten Zahlungseingängen dazu verwenden kann, die Zins- und Tilgungszahlungen an die Investoren termingerecht zu bedienen. Die Übersicherung erfolgt dabei in Höhe der historischen Wertminderungs- bzw. Forderungsausfallrate zuzüglich eines Risikozuschlages.⁴⁷

⁴⁶ Vgl. WILLBURGER, A., (1997), S. 55f.

⁴⁷ Risikoabschläge von 10% sind bei Forderungspools dabei nicht unüblich, vgl. LERBINGER, P. (1987), S. 312.

Bei der Subordination emittiert die SPE auf das gesamte Volumen des *asset-Pools* Wertpapiere. Die Wertpapiere unterteilen sich jedoch i. d. R. in zwei Gruppen: die *Senior Class* bzw. *Class A* Wertpapiere und die *Junior Class* bzw. *Class B* Wertpapiere. Die *Senior Class* Wertpapiere haben dabei den volumenmäßig größeren Anteil an der Gesamtemission. Die Zahlungsströme aus dem *asset-Pool* werden nun dazu verwendet, zunächst den Zahlungsverpflichtungen aus den *Senior Class* Papieren nachzukommen. Der noch verbleibende Betrag wird auf die *Junior Class* Papiere verteilt. Der *Junior Class* Anteil beinhaltet folglich das Adressenausfalls- und Zahlungsverzugsrisiko des *asset-Pools*. Dementsprechend wird ihr volumenmäßiger Anteil an der Gesamtemission dem Risikoabschlag entsprechen, den der Originator bei einem Factoring des *asset-Pools* hätte zahlen müssen. *Junior Class* Papiere müssen somit höher verzinst werden, um für Investoren interessant zu sein. Häufig werden nur die *Senior Class* Papiere am Markt platziert, während die *Junior Class* Papiere vom Originator zurückgekauft werden.

Ein weiteres *credit enhancement* kann durch die Bildung von Reservefonds erreicht werden. Reservefonds kann die SPE bilden, indem sie den *asset-Pool* vom Originator mit einem Kaufpreisabschlag erwirbt und/oder der *asset-Pool* so angelegt ist, dass sie aus ihm Residualerlöse erzielen kann. Der Kaufpreisabschlag ist so zu wählen, dass mit ihm das Delkredererisiko und die Kosten der SPE abgedeckt sind. Die Höhe der Residualerlöse ergibt sich aus der Differenz zwischen den Zahlungseingängen aus dem *asset-Pool* abzüglich der zu leistenden Zins- und Tilgungszahlungen an die Wertpapierinhaber, der Kosten der SPE und den Gebühren für den *service agent*. Die SPE deckt Zahlungsausfälle und –verzögerungen ausschließlich aus dem Reservefonds.

Die Höhe der *credit enhancements* ist unmittelbar von den Cashflow-Charakteristika der zugrunde liegenden *assets*, den ihnen innewohnenden Risiken sowie der Solidität der gesamten Emissionsstruktur abhängig. Für einen *asset-Pool* ist eine durchschnittliche Absicherung um bis zum zehnfachen der historisch belegten Ausfallquote üblich, um den Anforderungen der Rating-Agenturen bezüglich der Sicherheit der Wertpapiere gerecht zu werden.⁴⁸ Um die Höhe des Verzugs- und Ausfallrisikos in etwa bestimmen zu können, wird der *asset-Pool* des Originators vor Vertragsbeginn einer eingehenden statistischen Analyse unterzogen. Wesentlich sind bei der Bewertung historische Daten

⁴⁸ Vgl. MEISWINKEL, C. (1989), S. 9.

hinsichtlich Verzugs- und Ausfallraten. Im Gegensatz zum Factoring, das immer auf die Einzelbonität der *assets* abstellt, ist für Asset Backed-Transaktion die Portfoliobetrachtung typisch. Ausschlaggebend ist die Verlässlichkeit und Kalkulierbarkeit des Zahlungsverhaltens des gesamten Forderungspools.

4.3. Arten von ABS-Transaktionen

Die einzelnen Arten von ABS-Transaktionen unterscheiden sich lediglich in der Art der verbrieften *assets*. So wird zwischen *auto loan backed securities*, *credit receivable backed securities*, *home equity loan backed securities* und *manufactured housing loan backed securities* unterschieden.⁴⁹

4.4. Risikoeinordnung

Es ist von zentraler Bedeutung, dass sämtliche Risiken einer ABS-Transaktion durch *credit enhancements* ausgeglichen oder zumindest gemindert werden, da nur so ein Top-rating von den Rating-Agenturen erwartet werden kann. ABS-Transaktionen beinhalten dabei zwei Arten von Risiken: die so genannten *asset / collateral risks* und die *securitization risks*.⁵⁰

Unter den Oberbegriff der *asset / collateral risks* werden sämtliche Risiken subsumiert, die unmittelbar mit der Finanzierung des zugrunde liegenden *asset*-Pools in Verbindung stehen. Hierunter fallen demnach das Ausfalls-, Zinsänderungs-, Wechselkursrisiko, das Risiko einer vorzeitigen oder verspäteten Zahlung und das hiermit einhergehende Risiko der Wiederanlage und Liquidität.⁵¹

Securitization risks hängen hingegen unmittelbar mit der konkreten Strukturierung der ABS zusammen.⁵² Sie entstehen aufgrund der komplexen juristischen Gestaltung der

⁴⁹ Vgl. FABOZZI, F. J. (2000), S. 322 ff.

⁵⁰ Vgl. BÄR, H. P. (1998), S. 196 ff.

⁵¹ Vgl. auch BÄR, H. P. (1998), S. 197 ff. Das Wiederanlagerisiko ergibt sich aus dem Umstand, dass die dem *asset*-Pool zugrunde liegenden Kunden i. d. R. ihre Verbindlichkeiten schneller zurückzahlen werden, wenn der Finanzierungszins sinkt. In diesem Fall ist es für sie sinnvoll, ihre alten Schulden zu tilgen, sofern diese eine höhere Verzinsung beinhalten. Für die Halter der *Asset Backed Securities* ergibt sich hingegen ein umgekehrtes Bild: sie können bei einer vorzeitigen Tilgung der ABS, die auf einen gesunkenen Kapitalmarktzins zurückgeht, ihre Gelder nur zu niedrigeren Zinsen anlegen.

⁵² Vgl. zu den folgenden Ausführungen BÄR, H. P. (1998), S. 196 ff.

ABS, der Kombination einer Vielzahl von Strukturelementen innerhalb der ABS-Transaktionen sowie der hohen Anzahl der involvierten Parteien. Sie stellen daher weniger auf die Kreditqualität der *assets* sondern vielmehr auf die Effizienz und Funktionstüchtigkeit der ABS-Transaktion ab. *Securitization risks* werden in Cashflow- bzw. *structural risks* und *legal-* bzw. *regulatory risks* unterschieden. Cashflow- bzw. *structural risks* beinhalten das Risiko, dass eine für die ABS-Transaktion wichtige dritte Partei ausfällt (*third party default risks*). Darüber hinaus wird hierunter auch das Risiko subsumiert, dass im Falle des Konkurses des Originators oder der SPE die rechtliche Struktur der ABS nicht stand hält und die jeweiligen Gläubiger Zugriff auf das verbriefte Vermögen nehmen können (*insolvency* oder *bankruptcy risks*). Weiter fällt hierunter auch das Risiko einer bewussten oder leichtfertigen Vernachlässigung der fach- und vertragsrechtlichen Pflichten einer Vertragspartei (*fraud, operational* oder *commingling risks*). *Legal-* bzw. *regulatory risks* entstehen im Rahmen der zessionsrechtlichen Übertragung der *assets* (*fraudulent conveyance* oder *transfer risks*), der rechtlichen Gestaltung (*documentation risks*) oder der Gutachten- oder Revisionsberichtserstellung (*audit risks*). *Legal risks* können insbesondere den Transfer der Cashflows von den Schuldnern zu den Investoren gefährden.

Im Allgemeinen lassen sich *asset / collateral risks* aufgrund von mathematisch-statistischer Methoden relativ genau ermitteln. *Securitization risks* bergen hingegen eine Vielzahl von Gefahren. Sie sind oft nur schwer identifizierbar und ziehen gleichzeitig häufig weitreichende Konsequenzen nach sich. Investoren in ABS können sich nur auf die Ergebnisse der veröffentlichten Revisionsberichte, Rechtsgutachten und die Einstufung der Papiere durch die Rating-Agenturen verlassen. Allerdings wird vor allem der Originator ein großes Eigeninteresse daran haben, dass die ABS-Transaktionen vertragsgerecht erfüllt werden. Eine misslungene ABS-Transaktion wird für den Originator einen erheblichen Vertrauens- und Imageverlust nach sich ziehen.

4.5. Vor- und Nachteile von ABS

Der Hauptvorteil von ABS liegt insbesondere in der frühzeitigen Umwandlung in Liquidität durch die Verbriefung von *assets*. Hierdurch kann die Unternehmung das Geschäftsvolumen und die Risikostruktur der Bilanz gezielt beeinflussen, ohne die Kapitalbasis verändern zu müssen. Die liquiden Mittel können in Projekte oder Akquisitionen investiert oder zur Tilgung von Verbindlichkeiten verwendet werden. Hierdurch

lässt sich insgesamt eine Bilanzverkürzung, eine Entlastung des Eigenkapitals sowie eine Optimierung der Kapitalstruktur erreichen.

Nachteilig wirken sich vor allem die zahlreichen aufsichtsrechtlichen, buchhalterischen und allgemeinen juristischen Abklärungen sowie die Vielzahl der Parteien und Verträge aus. Die Emission einer ABS ist ein ausgesprochen aufwendiger Prozess, der sich darüber hinaus nur für Unternehmen anbietet, die über eine gewisse Größe (vereinzelt wird ein Mindestumsatz von 1 Mrd. EUR genannt) verfügen. Ferner sind die Struktur und die Rückzahlungsmodalitäten einer ABS-Transaktion oft über mehrere Jahre festgelegt, und es ist äußerst schwierig, resp. häufig unmöglich, die Rückzahlungsmodalitäten zu ändern. Dies wirkt sich auch auf die Originator-Kunden-Beziehung aus. Aufgrund der Verbriefung der *assets* kann der Originator keine individuellen Tilgungspläne, Zahlungsaufschübe oder nachträgliche Anpassungen der Kreditkonditionen mehr gewähren.

2. Kapitel: Bilanzierung derivativer Finanzinstrumente

A. Derivative Finanzinstrumente im deutschen Handelsrecht

1. Allgemeine Rechtsgrundlagen

Der Begriff „Finanzinstrumente“ setzt sich aus einer Vielzahl von unterschiedlichen Geschäftsarten zusammen.⁵³ Anders als in den anglo-amerikanischen und internationalen Rechnungslegungsstandards erfasst die deutsche Rechnungslegung die als schwebende Geschäfte einzuordnenden und damit nicht bilanzierungspflichtigen Derivate bisher nur unzureichend. Für Kreditinstitute bestehen aufgrund von § 340h HGB und § 36 RechKredV detaillierter Vorschriften für die Bilanzierung von Finanzinstrumenten als für andere Geschäftszweige. In diesem Kontext wird jedoch nur insoweit auf diese Spezialvorschriften eingegangen werden, sofern ihre Übertragbarkeit auf andere Geschäftszweige diskutiert wird oder sinnvoll erscheint. Für Nichtbanken ergibt sich eine Berichtserstattungspflicht lediglich aus den Regelungen des § 285 Nr. 18 f. HGB.

Mit der Verabschiedung des Bilanzrechtsreformgesetz (BilReG) durch den Bundesrat am 26.11.2004 wurde der Beschluss des Bundestages vom 29.10.2004 zu diesem Gesetz unverändert übernommen.⁵⁴ Obwohl des BilReG für große Kapitalgesellschaften erlaubt, statt eines HGB Abschlusses einen IFRS-Einzelabschluss zur Veröffentlichung einreichen, ist für die Bemessung der Gewinnausschüttungen und für steuerliche Zwecke der HGB Abschluss unverändert nach den bestehenden HGB Rechtsgrundlagen aufzustellen.⁵⁵ Das Bundesjustizministerium begründet die Nichtanwendung des IFRS Abschlusses mit der starken Ausprägung des Zeitwertprinzips innerhalb der IFRS Standards, die zu einer nach dem HGB Verständnis zu frühen, noch nicht ausschüttungsfähigen Berücksichtigung unrealisierter Erträge führt.

⁵³ Vgl. EILENBERGER, G. (1995), S. 125 ff.

⁵⁴ Vgl. BilReG (2004) in BR-Drucksache 852/04 vom 05.11.2004 und BT-Drucksache 15/4054.

⁵⁵ Vgl. § 325 Abs. 2a HGB.

2. Bilanzansatz und Bewertung freistehender derivativer Finanzinstrumente

Derivative Finanzinstrumente beinhalten den Erwerb eines nichtbilanzierungsfähigen Rechts, das in Nebenbüchern zu erfassen ist. Im Jahresabschluss sind jedoch die gezahlten Prämien zzgl. der Nebenkosten zu erfassen. Im Folgenden wird zunächst auf freistehende derivative Finanzinstrumente eingegangen werden. Sie zeichnen sich dadurch aus, dass sie in keinem Sicherungszusammenhang stehen. Bedingte und unbedingte Finanztermingeschäfte, also Optionen, Forwards und Futures unterscheiden sich dabei hinsichtlich ihrer Berücksichtigung im Jahresabschluss nicht. Sie werden daher gemeinsam behandelt.

2.1. Bedingte und unbedingte Finanztermingeschäfte

Es ist zu unterscheiden, ob ein Finanztermingeschäft erworben oder emittiert wurde. Erworbene Finanztermingeschäfte stellen selbständige, verkehrsfähige, immaterielle Vermögensgegenstände dar. Für den Bilanzansatz von Finanztermingeschäften ist es dabei unerheblich, ob das Finanztermingeschäft börslich oder außerbörslich gehandelt wird. Obwohl OTC-Termingeschäfte auf den ersten Blick das Kriterium der freien Verkehrsfähigkeit nicht erfüllen, sind sie dennoch abstrakt verkehrsfähig, da sie regelmäßig durch entgeltliche Nutzungsüberlassung an Dritte einzeln verwertbar sind.⁵⁶ Wird das Recht aus dem Termingeschäft entgeltlich erworben, so ist es zunächst in Höhe der gezahlten Prämie zu aktivieren.⁵⁷ Berechtigt das Termingeschäft zum Erwerb eines Vermögensgegenstandes, so ist die Prämie bei der Ausübung als Bestandteil der Anschaffungskosten des Vermögensgegenstandes resp. als Minderung des Ausgabebetrages einer Verbindlichkeit zu berücksichtigen.⁵⁸ Berechtigt das Termingeschäft zum Verkauf, so ist die Prämie mit dem Verkaufserlös zu verrechnen, sofern die Ausübung zu einem Abgang eines Vermögensgegenstandes führt. Führt die Ausübung des Termingeschäfts zu keinem der beiden angeführten Fälle (z. B. Indexoptionen), so ist die Prämie in der laufenden Periode erfolgswirksam zu erfassen.⁵⁹ Alternativ ist eine generelle erfolgswirksame Erfassung der Prämie zum Zeitpunkt der Ausübung des Termingeschäfts

⁵⁶ Vgl. HÄUSELMANN, H. (1987), S. 1746; DREISSIG, H. (1989), S. 1515.

⁵⁷ IDW (Hrsg.) (1995), S. 421; HÄUSELMANN, H. (1987), S. 1746; DREISSIG, H. (1989), S. 1515.

⁵⁸ Vgl. IDW (Hrsg.) (1995), S. 421.

⁵⁹ Vgl. IDW (Hrsg.) (1995), S. 421.

zulässig, sofern dies nicht zu einer Verzerrung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage führt.⁶⁰

Der Stillhalter eines Termingeschäfts hat die Prämie als „sonstige Verbindlichkeit“ zu passivieren.⁶¹ Verpflichtet das Termingeschäft den Stillhalter zum Erwerb eines Vermögensgegenstandes, so ist sie von den Anschaffungskosten abzuziehen. Beinhaltet das Termingeschäft die Verpflichtung, einen Vermögensgegenstand zu verkaufen, so ist die passivierte Prämie folglich dem Veräußerungserlös zuzuschlagen.⁶² Begründet das Termingeschäft eine Verbindlichkeit des Stillhalters, so ist der Ausgabebetrag um die passivierte Prämie zu erhöhen. Generell darf die Prämie erfolgswirksam zum Zeitpunkt der Ausübung erfasst werden, sofern es sich nicht um keine Verletzung des Wesentlichkeitsgrundsatzes vorliegt.⁶³ Grundsätzlich führen Stillhalterverpflichtungen zu einer asymmetrischen Risiko-Chancen-Verteilung, die für den Stillhalter weitgehende Risiken und begrenzte Gewinnchancen enthalten. Stillhalterverpflichtungen können somit nicht als Sicherungsinstrument eingesetzt werden.

Termingeschäfte führen regelmäßig zu *margin*-Zahlungen. Es ist, wie oben angeführt, zwischen *initial*- und *variation-margin*-Zahlungen zu unterscheiden.⁶⁴ Eine *initial-margin*-Zahlung fällt bei Abschluss des Geschäfts an. Sie ist nach h. M. erfolgsneutral zu behandeln. *Initial margins* sind als Sicherheitsleistung oder Anzahlung zu interpretieren und stellen somit eine Forderung gegenüber der Clearing-Stelle dar. *Initial margins* sind als sonstiger Vermögensgegenstand zu aktivieren bzw. als sonstige Verbindlichkeit zu passivieren.⁶⁵ Umstritten ist hingegen die Berücksichtigung von *variation margins*. Einerseits wird die Ansicht vertreten, dass *variation margins* erfolgswirksam berücksichtigt werden sollten, da sie liquiditätswirksam und damit quasi realisiert seien.⁶⁶ Dem ist entgegen zu halten, dass *variation margins* keineswegs sicher sind, da sie de facto noch nicht realisiert wurden. Eine Veränderung des Kursniveaus könnte somit dazu führen, dass die Clearing-Stelle (z. B. die EUREX) erhaltene *variation margins* zurückfordern resp. gezahlte *variation margins* wieder gutschreiben muss. Somit beinhaltet das Vertragsverhältnis nach wie vor einen latenten Rückzahlungsanspruch bzw.

⁶⁰ Vgl. IDW (Hrsg.) (1995), S. 421.

⁶¹ Vgl. GEBHARDT, G. (1996), S. 567.

⁶² Vgl. IDW (Hrsg.) (1995), S. 422.

⁶³ Vgl. IDW (Hrsg.) (1995), S. 421.

⁶⁴ Siehe oben, Seite 20.

⁶⁵ Vgl. ADS, § 266 Rz. 134; ETTWEIN, F. (1987), B 215 Rz. 48; JUTZ, M. (1989), S. 155; GRÜNEWALD, A. (1993), S. 159; IDW (Hrsg.) (1993), S. 183.

⁶⁶ Vgl. GLAAB, W./WERNETH, C./ZIMMER, M. (1984), S. 116 f.

eine latente Rückzahlungsverpflichtung. *Variation margins* sind daher erfolgsneutral als sonstiger Vermögensgegenstand bzw. als sonstige Verbindlichkeit zu bilanzieren. Das Imparitätsprinzip verlangt jedoch die erfolgswirksame Berücksichtigung drohender Verluste. Folglich ist in Höhe der geleisteten Nachzahlungen an die EUREX neben dem Ausweis einer Forderung gegenüber der EUREX noch eine Rückstellung für drohende Verluste in gleicher Höhe zu bilden. Der aktivische und passivische Ausweis der Nachzahlungen an die EUREX führt zwar zu einer Bilanzverlängerung, diese ist jedoch notwendig, um den Sachverhalt bilanziell richtig abzubilden.⁶⁷

2.2. Swap-Geschäfte

Swap-Geschäfte sind ebenfalls schwebende Geschäfte und werden somit grundsätzlich nicht bilanziert. Beinhaltet das Swap-Geschäft eine Anfangs- und Schlusstransaktion, so führt das Swap-Geschäft bei Vertragsabschluß zu einem Aktiv- resp. Passivtausch, der bilanziell zu erfassen ist. Der verliehene Betrag ist als sonstiger Vermögensgegenstand oder als sonstige Ausleihe zu berücksichtigen. Der empfangene Betrag ist als sonstige Verbindlichkeit zu passivieren.⁶⁸

Beinhaltet das Swap-Geschäft den Austausch von Zahlungsströmen, so stellen diese zwei Dauerschuldverhältnisse dar. Die zukünftigen Leistungen aus den Schuldverhältnissen sind als schwebende Geschäfte einzuordnen und somit bei Ausgeglichenheit der Leistungen und Gegenleistungen nicht zu bilanzieren. Decken sich Leistung und Gegenleistung betragsmäßig nicht, so sind diese abzugrenzen. Die Differenz zwischen Leistung und Gegenleistung wird anhand mathematischer Bewertungsmodelle ermittelt, die als Bezugsgröße das dem Swap zugrunde liegende theoretische wechselseitige Darlehensgeschäft heranzieht. Die Bewertung wird i. d. R. durch die Bank durchgeführt. Anhand der Bewertung ergibt sich eine Unter- (Verlust) oder Überdeckung (Gewinn) aus dem Swapvertrag. Besteht die Differenz aus Leistung und Gegenleistung konstant über die gesamte Laufzeit, so ist der abzugrenzende Betrag aufgrund seines Zinscharakters über die Laufzeit zu verteilen.⁶⁹ Liegt eine variable Unterdeckung vor (z. B. Verlust resultiert aus variabler Verzinsung), so ist eine Rückstellung für drohende Verluste zu

⁶⁷ Vgl. GRÜTZEMACHER, T. (1989), S. 256 ff. und SCHWARZE, A. (1989), S.125.

⁶⁸ Vgl. JUTZ, M. (1989), S. 87.

⁶⁹ Vgl. SCHEFFLER, J. (1994), S. 205.

bilden. Die Höhe der Rückstellung ist jährlich an die sich ergebenden Bewertungseffekte anzupassen.

3. Bilanzierung von Sicherungszusammenhängen

Die sich bei Sicherungszusammenhängen stellenden Bewertungsfragen bilden den Mittelpunkt der wissenschaftlichen Diskussion. Problematisch stellt sich vor allem die funktionale Abgrenzung der Finanzinstrumente als Sicherungs-, Handels- oder Spekulationsinstrument dar.⁷⁰ Die Bewertung derivativer Finanzinstrumente hängt unmittelbar von ihrer funktionalen Abgrenzung ab. Die Einordnung einzelner derivativer Finanzinstrumente als Sicherungs-, Handels- oder Spekulationsinstrument erfolgt mangels objektiver Maßstäbe in der Mehrzahl der Fälle anhand der Zweckabsicht des Bilanzierenden bzw. seinen bilanzpolitischen Zielsetzungen. Die subjektiv erfolgende funktionale Abgrenzung birgt dabei vor allem das Problem einer mangelnden Nachvollziehbarkeit und ermöglicht dem Bilanzierenden einen weitreichenden bilanzpolitischen Spielraum.⁷¹ Einschränkung erfährt die funktionale Zuordnung eines abgeschlossenen derivativen Geschäfts primär durch die zum Abschlusszeitpunkt des Geschäfts zwingend erfolgende Zuordnungsentscheidung. In den Folgeperioden verhindert vor allem das Willkürverbot der GoB eine beliebige Umstrukturierung innerhalb der Handels-, Spekulations- und Sicherungsbestandsgruppen.

Für die Bewertung von Handels- und Spekulationsinstrumenten ergeben sich keine Besonderheiten. Sie werden nach den allgemeinen Bilanzierungsvorschriften einzeln bewertet. Rege diskutiert wird hingegen die Bilanzierung von Sicherungsinstrumenten.⁷² Sicherungsinstrumente dienen der Absicherung von Grundgeschäften. Ein Absicherungszusammenhang stellt immer darauf ab, Risiken durch Abschluss von gegenläufigen Sicherungsgeschäften abzusichern (z. B. Absicherung einer Fremdwährungsforderung durch eine Devisenoption). Marktbedingte Verluste (z. B. Devisenkursänderungen) aus dem Grundgeschäft sollen durch marktbedingte Gewinne beim Sicherungsgeschäft ausgeglichen werden. Für die bilanzielle Berücksichtigung von Absicherungszusammenhängen gibt es eine Vielzahl von Ansätzen. Diskutiert werden unter anderem der „Strenge Einzelausweis“, die „Kompensatorische Bewertung“ und die „Mark-to-Fair-

⁷⁰ Vgl. STEINER, M./TEBROKE, H. J./WALLMEIER, M. (1995), S. 533 f.

⁷¹ Auf die bilanzpolitischen Implikationen wird vertiefend im 3. Kapitel: auf S. 212 eingegangen werden.

⁷² Vgl. GEBHARDT, G. (1996), S. 558.

Value-Bewertung“.⁷³ Die folgende Abbildung stellt die einzelnen Bewertungsmodelle und ihre Ausprägungen dar.

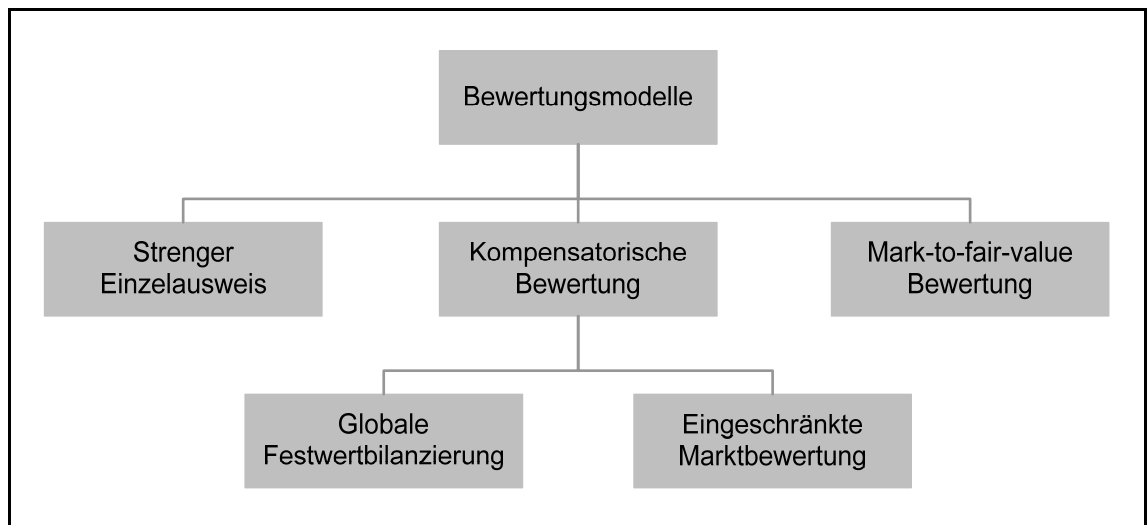


Abb. 9: Bewertungsmodelle

Die wichtigsten Grundzüge der einzelnen Bewertungsmodelle sollen nun kurz dargestellt werden.

3.1. Strenger Einzelausweis

Gemäß § 252 Abs. 1 HGB sind Vermögensgegenstände einzeln und in Höhe ihrer Anschaffungskosten zu bewerten. Das Imparitäts- und Realisationsprinzip ist auf jede Position einzeln anzuwenden.⁷⁴ Die strenge Einzelbewertung soll anhand eines Beispiels verdeutlicht werden. Ein Unternehmen sichert eine Fremdwährungsforderung über 100 USD durch den Erwerb einer Dollar Verkaufsoption ab. Die Option soll 10 € kosten. Die Forderung ist in t_3 fällig, die Option läuft in t_3 aus.

⁷³ Vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 266 ff.

⁷⁴ Vgl. GEBHARDT, G./BREKER, N. (1991), S. 1538 und expliziter in: GEBHARDT, G./BREKER, N. (1992), S. 339.

Periode	t ₀	t ₁	t ₂	t ₃
Wechselkursverhältnis USD/EUR	01:01,5	01:01	01:02	01:02
Marktwert der Forderung (EUR)	150,00	100,00	200,00	200,00
Marktwert der Verkaufsoption (EUR)	10,00	55,00	1,00	1,00

Bilanz (Aktiva in €)

Forderung	150,00	100,00	100,00	-
Option	10,00	10,00	1,00	-

GuV (in €)

Gewinn/Verlust	0,00	-50,00	-9,00	99,00
----------------	------	--------	-------	-------

Für einen strengen Einzelausweis der Grund- und Sicherungsgeschäfte spricht, dass nicht mit Sicherheit gesagt werden kann, ob der Sicherungszusammenhang zu einem Gewinn- und Verlustausgleich führt. Ein klarer Vorteil der strikten Einzelbewertung zu Anschaffungskosten liegt in der gesetzeskonformen Umsetzung des Vergleichbarkeitsgebots von Jahresabschlüssen und des Grundsatzes der Nachprüfbarkeit.⁷⁵ Eine strikte Einzelbewertung zu Anschaffungskosten führt aber bei Sicherungszusammenhängen zu einem Verstoß gegen die GoB und die Generalnorm des § 264 HGB. Es werden Risiken in der Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) ausgewiesen, die faktisch nicht bestehen. Die durch den Einzelbewertungsgrundsatz und das Imparitätsprinzip bestimmte Verlustrealisation kann durch den Abschluss kongruenter Geschäfte zu einer willkürlichen Bildung stiller Reserven in beliebiger Höhe führen. In diesem Fall liegt sowohl ein Verstoß gegen das Gläubigerschutzprinzip (Verschleierungspotential) als auch gegen den Gesellschafterschutzgedanken (Beschneidung berechtigter Ausschüttungsinteressen) vor.⁷⁶ Die Nichtberücksichtigung der kompensatorischen Effekte verstößt gegen § 264 Abs. 2 HGB. Ein vorsichtiger Kaufmann, der seine Risiken absichert, würde während der Laufzeit der kongruenten Transaktion Verluste ausweisen, die faktisch nicht bestehen und damit eine zu negative Vermögens- und Ertragslage ausweisen. Zum Realisationszeitpunkt der Geschäfte würde hingegen die Vermögens- und Ertragslage zu gut dargestellt werden, da sich periodenfremde sonstige Erträge im Falle einer vorherigen aktivischen Abwertung ergeben.⁷⁷ Führen Grund- und Sicherungsgeschäft zu einem Risikoausgleich, so müssen die kompensatorischen Effekte zwingend berücksich-

⁷⁵ Vgl. GEBHARDT, G./BREKER, N. (1992), S. 339.

⁷⁶ Vgl. BEINE, F. (1995), S. 472.

⁷⁷ Vgl. BEINE, F. (1995), S. 472 f.; MENICETTI, M.J. (1993), S. 124; FRANKE, N./MENICETTI, M.J. (1994), S. 195; STEINER, M./TEBROKE, H. J./WALLMEIER, M. (1995), S. 534.

tigt werden, um eine Abstimmung zwischen den GoB und der Generalnorm zu erreichen.⁷⁸ Mittlerweile wird die strikte Einzelbewertung zu Anschaffungskosten im Zusammenhang von Sicherungszusammenhängen nicht mehr als Bewertungsmethode diskutiert.

3.2. Kompensatorische Bewertung

3.2.1. Das kompensatorische Prinzip

Zunächst ist der Begriff der Kompensation abzugrenzen. Allgemein kann von einer wirtschaftlichen Kompensation gegenläufiger Geschäfte gesprochen werden, wenn die zukünftigen Verluste/Gewinne des Grundgeschäfts durch gegenläufige Gewinne/Verluste des gegenläufigen Sicherungsgeschäfts ausgeglichen werden.⁷⁹ Kompensatorische Bewertungsmodelle berücksichtigen Absicherungszusammenhänge durch die Bildung von Bewertungseinheiten zwischen Grund- und Sicherungsgeschäften.⁸⁰ Für den Sicherungszusammenhang spielt der finanzwirtschaftliche Charakter des Basis- und Sicherungsgeschäfts keine Rolle. Der Sicherungszusammenhang kann daher sowohl ausschließlich aus derivativen Finanzinstrumenten als auch aus einer Kombination von derivativen und originären Finanzinstrumenten bestehen.⁸¹

3.2.2. Absicherungszusammenhänge im Handelsrecht

Die kompensatorische Bewertung berücksichtigt dagegen Absicherungszusammenhänge. Sie basiert auf einer zweckadäquaten Interpretation des Imparitätsprinzips sowie des Niederst- bzw. Höchstwertprinzips auf die Gesamtposition. Als Gesamtposition ist das (die) Grundgeschäft(e) mit dem (den) entsprechenden Sicherungsgeschäft(en) zu verstehen.⁸² Grund- und Sicherungsgeschäft(e) bilden eine Bewertungseinheit. Eine Abschreibung oder Rückstellungsbildung wird erst notwendig, wenn der Marktwert der

⁷⁸ Vgl. BEINE, F. (1995), S. 473.

⁷⁹ Vgl. HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997), S. 145.

⁸⁰ Vgl. HOLTERHUS, G. (1987), S. 155 f.; JUNG, J./SCHMEKEL, H. (1989), S. 20; HÄUSELMANN, H./WIESENBART, T. (1990), S. 214; v. TREUBERG, H./SCHARPF, P. (1991), S. 665; LANGENBUCHER, G. (1990), Rdn. 545; GMELIN, J. (1987), S. 601.

⁸¹ Vgl. HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997), S. 144.

⁸² Die Gesamtposition kann dabei nur aus einem Grund- und Sicherungsgeschäft (Micro-Hedge) oder aus mehreren Grund- und Sicherungsgeschäften (Macro- und Portfolio-Hedge) bestehen. Vgl. unten Abschnitt 3.2.5, S. 67.

Gesamtposition unter die Anschaffungskosten der Bewertungseinheit fällt.⁸³ Ein sich ergebender unrealisierter Gewinnsaldo bleibt hingegen unberücksichtigt.⁸⁴ An Stelle des strengen Einzelbewertungsgrundsatzes tritt der gemilderte Einzelbewertungsgrundsatz. Die Abweichung vom Einzelbewertungsgrundsatz wird unterschiedlich in der Literatur gerechtfertigt. Einerseits ist eine Abweichung vom strengen Einzelbewertungsgrundsatz nach § 252 Abs. 2 HGB zulässig, sofern dadurch ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz-, und Ertragslage vermittelt wird.⁸⁵ Genau dies sei bei Sicherungszusammenhängen der Fall, da nur eine Bewertungseinheit die strenge Anwendung des Vorsichtsprinzips verhindern könne. Würde keine Bewertungseinheit gebildet werden, so müssten negative Marktwertentwicklungen der einzelnen Geschäfte bilanziell berücksichtigt werden, während die korrelierenden Gewinne unberücksichtigt blieben. Das Unternehmen würde sich ärmer darstellen als es ist. Daher könne bei einer strikten Anwendung des Einzelbewertungsgrundsatzes der Generalnorm des § 264 Abs. 2 HGB nicht entsprochen werden.⁸⁶ In jüngerer Zeit wächst die Bedeutung von derivativen Finanzinstrumenten als Sicherungsinstrumenten exponentiell. Derivative Finanzinstrumente werden daher in großem Umfang eingesetzt und es erscheint fraglich, inwieweit hier eine Regelung für begründete Ausnahmefälle anwendbar ist. Wenn sich auch eine kompensatorische Bewertung nicht zwingend aus § 264 HGB ergibt, so entspricht sie einer zweckentsprechenden Auslegung der in diesem Zusammenhang konkretisierungsbedürftigen GoB.⁸⁷ Eine zweckentsprechende Auslegung des Imparitätsprinzips erfordert keine antizipative Berücksichtigung einzelgeschäftbezogener Verluste, die aufgrund von Sicherungsgeschäften faktisch nicht vorliegen.⁸⁸ Eine kompensatorische Bewertung ergibt sich somit unmittelbar aus der wirtschaftlichen Auslegung des Einzelbewertungsgrundsatzes und des Imparitätsprinzips.⁸⁹

Obwohl es keineswegs gesichert ist, inwieweit Absicherungszusammenhänge durch die Bildung von Bewertungseinheiten handelsrechtlich berücksichtigt werden dürfen, findet die kompensatorische Bewertung in der Praxis weite Anwendung.⁹⁰ Für Kreditinstitute ergibt sich aus § 340h Absatz 2 und 3 HGB eine Pflicht zur kompensatorischen Bewer-

⁸³ Vgl. SCHARPF, P. (1995), S. 184 ff. Analog ist auf der Passivseite vorzugehen.

⁸⁴ Vgl. EISELE, W./KNOBLOCH, A. (1993), S. 584.

⁸⁵ Vgl. SCHUMACHER, A. (1995), S. 1475 und COENENBERG, A. G. (2005), S. 267.

⁸⁶ Vgl. FRANKE, G./MENICHETTI, M.J. (1994), S. 195.

⁸⁷ Vgl. PRAHL, R./NAUMANN, T. K. (1992), S. 715 f.

⁸⁸ Vgl. FINNE, T. (1992), S. 338 und GROH, M. (1986), S. 873.

⁸⁹ Vgl. ANSTETT, C. W./HUSMANN, R. (1998), S. 1526.

⁹⁰ Kritisch zur Zulässigkeit kompensatorischer Bewertungsmodelle ist HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997), S. 155

tung. Auch in der wissenschaftlichen Diskussion wird die Zulässigkeit einer kompensatorischen Bewertung bei Vorliegen bestimmter Voraussetzungen tendenziell für zulässig gehalten.⁹¹

3.2.3. Allgemeine handelsrechtliche Anforderungen

Konsens besteht bisher darüber, dass bestimmte Voraussetzungen erfüllt sein müssen, bevor eine kompensatorische Bewertung von Grund- und Sicherungsgeschäft überhaupt in Betracht kommt.⁹² Die Anforderungen sind allerdings äußerst unterschiedlich und werden nach wie vor rege diskutiert.⁹³ Unabhängig von der Meinungsvielfalt bzgl. der notwendigen Voraussetzungen haben sich einige Bedingungen als allgemeingültig herausgebildet. So wird unter anderem die Dokumentation und buchmäßige Separierung der Bewertungseinheit sowie eine bestehende Durchhalteabsicht für den Absicherungszusammenhang verlangt.⁹⁴ Neben der Dokumentation wird auch noch vereinzelt ein Nachweis für den Absicherungszusammenhang gefordert, ohne jedoch die Art des Nachweises näher zu konkretisieren. Ferner wird ein Kausalzusammenhang zwischen Gewinnchancen und Verlustrisiko aus dem Grund- und Sicherungsgeschäft gefordert. Nach h. M. ist hiervon auszugehen, wenn eine Veränderung der Risikofaktoren zu einem Gewinn- und Verlustausgleich innerhalb der Bewertungseinheit führt und die Absicherung somit einen effektiven Verlustausgleich nach sich zieht.⁹⁵ Dabei bereitet vor allem die Abgrenzung Schwierigkeiten, ab wann ein Sicherungszusammenhang als effektiv einzuordnen ist. Die Objektivierung der Effektivität einer Sicherungsstrategie erfolgt auch an dieser Stelle durch finanzmathematische Annahmen. Eine zentrale Rolle wird der Korrelation zwischen den sich kompensierenden Größen sowie die ihr zugrunde liegende *hedge ratio* beigemessen. Die *hedge ratio* ergibt sich hierbei aus dem Verhältnis zwischen dem Nominalvolumen des Grundgeschäfts zum Nominalvolumen des Sicherungsgeschäfts. Von einem effektiven Hedging sei mit Sicherheit auszugehen,

⁹¹ Vgl. unter anderem BERTSCH, A./KÄRCHER, R. (1996), S. 658 f.; GÖTTGENS, M./PRAHL, R. (1993), S. 508; PRAHL, R. (1996), S. 834 ff.; SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (Hrsg.) (1997), S. 639 ff.; WINDMÖLLER, R./BREKER, N. (1995), S. 398.

⁹² Vgl. hierzu ausführlich HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997), S. 145 ff.

⁹³ Zu den Voraussetzungen vgl.: BERTSCH, A./KÄRCHER, R. (1996), S. 658 f.; STEINER, M./TEBROKE, H. J./WALLMEIER, M. (1995), S. 536 f.; GEBHARDT, G. (1996), S. 572 f.; GEBHARDT, G./BREKER, N. (1992), S. 339; FINNE, T. (1991), S. 1299; IDW (Hrsg.) (1986), S. 665 f.; SCHARPF, P. (1995), S. 189; SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (Hrsg.) (1997), S. 638 f.; SCHMEKEL, H. (1995), S. 233.

⁹⁴ ELKART, W. (1995), S. 384 ff.; PRAHL, R./NAUMANN, T. K. (1994), S. f.; SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (Hrsg.) (1997), S. 638 f.; STAUDT, A./WEINBERGER, G. (1997), S. 49; WINDMÖLLER, R./BREKER, N. (1995), S. 398 u. a.

⁹⁵ Vgl. MÖHLER, T. (1992), S. 79.

wenn die sich kompensierenden Größen einen Korrelationskoeffizienten nahe -1 aufweisen.⁹⁶ In der Praxis liegen allerdings Korrelationskoeffizienten von -1 regelmäßig nicht vor. Es ist daher eine Mindestkorrelation abzugrenzen, ab der von einer wirksamen Absicherung auszugehen ist.⁹⁷ Dabei ist es umstritten, ab welchem Korrelationskoeffizienten die Voraussetzung für eine kompensatorische Bewertung als erfüllt gelten soll. Die Vorschläge reichen dabei von einem Mindestkorrelationskoeffizient von $-0,6$ bis $-0,85$.⁹⁸ Eine Begründung, warum ausgerechnet bei diesen Korrelationskoeffizienten die Grenze verlaufen soll, findet sich dabei nicht. Häufig wird auch lediglich eine hohe negative Korrelation statt eines konkreten Wertes gefordert.⁹⁹ Erschwerend kommt hinzu, dass es sich beim Korrelationskoeffizienten keineswegs um eine statische Größe handelt. Soll ein Mindestwert für den Korrelationskoeffizienten fixiert werden, so kann der Wert somit nur zum Zeitpunkt der Bildung einer Bewertungseinheit als Abgrenzungskriterium für eine kompensatorische Bewertung herangezogen werden.¹⁰⁰

Darüber hinaus ist die so genannte *hedge ratio* für die Funktionalität eines Sicherungszusammenhangs von zentraler Bedeutung. Durch die *hedge ratio* wird das notwendige Kontraktvolumen des Sicherungsgeschäfts bestimmt. Es zeigt den Umfang der tatsächlichen Absicherung an. Eine vollständig negative Korrelation sagt für sich alleine nichts aus, da sie nur in Verbindung mit einer ausreichenden *hedge ratio* (die Wertveränderungen des Grundgeschäfts stimmen mit den Wertveränderungen des Basisgeschäfts betragsmäßig überein) zu einer wirksamen Absicherung des Gesamtvolumens des Grundgeschäfts führt. Die *hedge ratio* trägt somit den unterschiedlichen Bezugsverhältnissen Rechnung und sorgt für einen Ausgleich zwischen den Kontraktzahlen der Grund- und Sicherungsgeschäfte. Hierbei fällt insbesondere auf, dass Sicherungsstrategien keineswegs eine Korrelation von nahe -1 benötigen. So kann eine deutlich niedrigere Korrelation (z. B. von $-0,5$) dennoch durch eine Erhöhung des Kontraktvolumens (z. B. Verdoppelung des Kontraktvolumens beim Sicherungsgeschäft) ausgeglichen werden.

⁹⁶ Vgl. FRANKE, G./MENICHETTI, M.J. (1994), S. 197.

⁹⁷ Es ist allerdings zu berücksichtigen, dass auch eine Mindestkorrelation wenig aussagefähig ist, da die Korrelationen anhand von Vergangenheitsdaten bestimmt werden. Diese sind jedoch häufig nicht auf das zukünftige Korrelationsverhältnis zwischen den Positionen übertragbar. Vgl. WINDMÖLLER, R. (1995), S. 237.

⁹⁸ Vgl. BERGER, M. (1990), S. 411; RÜBEL, M. (1990), S. 88; MENNINGER, J. (1994), S. 305; OESTREICHER, A. (1992), S. 277, STEINER, M./TEBROKE, H. J./WALLMEIER, M. (1995), 537.

⁹⁹ Vgl. SCHMEKEL, H. (1985), S. 1495 und FRANKE, G./MENICHETTI, M.J. (1994), S. 197.

¹⁰⁰ Vgl. MENNINGER, J. (1994), S. 305 und SCHWARZE, A. (1989), S. 107.

3.2.4. Kompensatorische Bewertungsmodelle

Für die Berücksichtigung von Sicherungszusammenhängen werden im Wesentlichen nur zwei Bewertungsmodelle diskutiert: die globale Festwertbilanzierung und die eingeschränkte Marktbewertung.¹⁰¹ Die beiden Modelle unterscheiden sich vor allem in der Umsetzung der zweckadäquaten Anwendung des Realisations- und Imparitätsprinzips auf die Gesamtposition.

Zunächst soll auf die Bilanzierung zu Festwerten eingegangen werden. Bei der globalen Festwertbilanzierung wird der Einbuchungskurs der Grundgeschäfte durch die Höhe des Sicherungskurses bestimmt.¹⁰² Nach dieser Methode werden derivative Sicherungsgeschäfte bilanziell nicht berücksichtigt, während die Grundgeschäfte in Höhe des Sicherungskurses eingebucht werden.¹⁰³ Der Einbuchungskurs bildet gleichzeitig den Höchstwert der Bewertungseinheit und wird beim Grundgeschäft bis zum Verkauf oder zur Abwicklung beibehalten. In den Folgeperioden leitet sich ein etwaiger Rückstellungs- oder Abschreibungs- resp. Zuschreibungsbedarf aus dem Marktwert der Gesamtposition ab. Die Sicherungsgeschäfte sind daher in separaten Büchern zu führen. Sind die Sicherungsgeschäfte nicht dazu geeignet, Kursverluste aus dem Grundgeschäft vollständig zu kompensieren, so ist die Differenz entweder durch eine Rückstellung für drohende Verluste oder eine Ab- (Aktiva) bzw. Zuschreibung (Passiva) erfolgswirksam zu berücksichtigen. Gleicht sich der Verlust in der Folgeperiode wieder aus, so ist eine gebildete Rückstellung aufzulösen. Steigt der Marktwert der Gesamtposition über deren Anschaffungskosten, so bilden die Anschaffungskosten die Wertobergrenze der Gesamtposition.¹⁰⁴ Die globale Festwertbilanzierung hat somit den Vorteil, dass sie kompensierte Verluste und unrealisierte Gewinne nicht berücksichtigt. Im folgenden Beispiel soll eine Dollar-Fremdwährungsforderung abgesichert werden. Als Sicherungsinstrument wurde ein Dollar-Put verwendet, dessen Basispreis von 1,50 mit dem im Beispiel unterstellten Dollarkurs übereinstimmen soll.

¹⁰¹ Vgl. ANSTETT, C. W./HUSMANN, R. (1998), S. 1529 f.; SCHARPF, P. (1995), S. 200; SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (Hrsg.) (1997), S. 639 ff.;

¹⁰² Vgl. SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (Hrsg.) (1997), S. 639.

¹⁰³ Vgl. hierzu und den folgenden Ausführungen COENENBERG, A. G. (2005), S. 269 f.

¹⁰⁴ Analog ist unter Beachtung des Höchstwertprinzips auf der Passivseite vorzugehen.

Periode	t₀	t₁	t₂	t₃
Dollarkurs	1,50	1,30	1,90	1,10
Marktwert der Verkaufsoption	1,00	17,00	0,20	43,00

Bilanz (Aktiva)

Forderung	150,00	147,00	150,00	150,00
-----------	--------	--------	--------	--------

GuV

Gewinn/Verlust	0,00	-3,00	3,00	0,00
----------------	------	-------	------	------

Inwieweit die Festwertbilanzierung handelsrechtlich zulässig ist, erscheint fraglich, da eine Nichtberücksichtigung des Sicherungsgeschäfts gegen das Vollständigkeitsgebot aus § 246 Abs. 1 HGB verstößt. Da der zu entrichtenden Prämie bei einer festen Ausübungsabsicht tatsächlich kein Eigenwert zukommt, kann durch die Nichtaktivierung der Prämie der eigentliche Absicherungszusammenhang der Bilanz nicht entnommen werden. Darüber hinaus kommt dem Zeitwert bei Optionen auch bei einer festen Ausübungsabsicht eine Art Versicherungscharakter über die Perioden zu. Eine periodengerechte Abschreibung des Zeitwerts über die Laufzeit der Option erscheint hier angemessener.

Ein weiterer Ansatz zur Berücksichtigung von Absicherungszusammenhängen ist die so genannte eingeschränkte Marktbewertung.¹⁰⁵ Die eingeschränkte Marktbewertung bucht zunächst Grund- und Sicherungsgeschäfte einzeln und ergebniswirksam zu Marktwerten ein. In den Folgeperioden werden jedoch nur Wertminderungen berücksichtigt, sofern der Marktwert der Bewertungseinheit unter die Anschaffungskosten der Gesamtposition fällt. Folglich wird die Abnahme des Zeitwerts der Option periodengerecht erfasst. Die Einzelwertansätze der Bewertungseinheit sollen dem Postulat der materiellen Bilanzkontinuität, der einfachen Bewertung und der Vermeidung von Zuschreibungen über die Anschaffungskosten hinaus genügen.¹⁰⁶ Daher wird der Gewinn- und Verlustausgleich innerhalb der Position durch eine Zuschreibung bis auf die Einzelanschaffungskosten der jeweiligen Position begrenzt.¹⁰⁷ Verluste, die durch Kursgewinne der gegenläufigen

¹⁰⁵ Vgl. hierzu und den folgenden Ausführungen, COENENBERG, A. G. (2005), S. 271 f.

¹⁰⁶ Vgl. FRANKE, G./MENICHETTI, M. (1994), S. 202.

¹⁰⁷ Vereinzelt wird die Forderung gestellt, den Absicherungszusammenhang immer in Höhe des Marktwertes auszuweisen und damit unrealisierte Gewinne zu berücksichtigen. Diese sollen dann durch die Bildung einer Rückstellung neutralisiert werden. Vgl. SCHMALENBACH GESELLSCHAFT (Hrsg.) (1997), S. 641. Auf einen Ansatz, der unrealisierte Gewinne berücksichtigt, wird im Abschnitt 3.3.3, S. 96 eingegangen werden.

Position ausgeglichen werden, sind nicht zu berücksichtigen. Ein Nettoverlust kann dabei Wahlweise durch die Bildung einer Rückstellung für drohende Verluste oder durch aktivische Abwertung der Verlust verursachenden Position berücksichtigt werden.¹⁰⁸

Periode	t ₀	t ₁	t ₂	t ₃
Dollarkurs	1,50	1,30	1,90	1,10
Marktwert der Verkaufsoption	1,00	17,00	0,20	43,00

Bilanz (Aktiva)

Forderung	150,00	146,00	150,00	150,00
Option	1,00	1,00	1,00	1,00
Bewertungseinheit	151,00	147,00	151,00	151,00

GuV

Gewinn/Verlust	0,00	-4,00	4,00	0,00
----------------	------	-------	------	------

Die eingeschränkte Marktbewertung umgeht sämtliche Einwände, die sich gegen die globale Festwertbilanzierung anführen lassen und führt für die Gesamtposition zu richtigen Bewertungsansätzen. Bedenklich ist, dass die bilanziell abgebildeten Einzelwertansätze für die Grund- und Sicherungsgeschäfte nicht in Höhe ihres realen Marktwertes ausgewiesen werden. Da der Ausweis auch nicht zu Anschaffungskosten erfolgt, sind die einzelnen Werte extern nicht nachvollziehbar. Dennoch stellt der von *Frank/Menichetti* entwickelte Ansatz eine gute Modifikation der strikten *mark-to-fair-value*-Methode dar, die unter Berücksichtigung einer zweckadäquaten Interpretation und Anwendung des Imparitäts- und Realisationsprinzips zu einer HGB-konformen und im Ergebnis treffenden Abbildung von Sicherungszusammenhängen im Jahresabschluss führt.

Die bisherige Darstellung berücksichtigt nicht die Möglichkeiten einer dynamischen Sicherungsstrategie.¹⁰⁹ Dynamische Sicherungsstrategien stellen auf eine Wertkompensation und nicht auf die Risikokompensation zwischen den korrelierten Geschäften ab.¹¹⁰ Das Kriterium einer Mindestkorrelation wird durch das Kriterium einer bestimm-

¹⁰⁸ M. E. kommt eine Rückstellungsbildung erst in Betracht, sofern der Verlust den Vermögenswert übersteigt.

¹⁰⁹ Vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 271.

¹¹⁰ Eine Risikokompensation unterstellt eine finale Halteabsicht für die Grund- und Sicherungsgeschäfte. Das Grundgeschäft wird so abgesichert, daß das zugrundeliegende Risiko am Ende der Laufzeit kompensiert wird. Bei der Wertkompensation wird der Sicherungszusammenhang hingegen stets an die veränderten Bewertungsparameter angepaßt.

ten *hedge ratio* ersetzt. Die *hedge ratio* wird über den Zeitablauf dynamisch an die Marktgegebenheiten angepasst. Hierzu werden laufend Sicherungsgeschäfte erworben und veräußert. Ein Halten der Sicherungsgeschäfte bis zur Endfälligkeit ist regelmäßig nicht gegeben. Es stellt sich die Frage, wie die Ergebniswirkungen aus den realisierten Geschäften abgegrenzt werden können. *Franke/Menichetti* neutralisieren die Ergebniswirkungen durch Fortführung der Anschaffungskosten. Hiernach sind die Ergebniswirkungen direkt der auch nach der Umschichtung bestehenden Bewertungseinheit zuzurechnen und als Teil der Anschaffungskosten zu berücksichtigen. Dementsprechend sind Einzahlungen von den Anschaffungskosten der Bewertungseinheiten abzuziehen, während Auszahlungen als Teil der Anschaffungskosten zu aktivieren sind. Der Ansatz von *Franke/Menichetti* kann bei starken Kassakursverlusten zu einem negativen Optionspreis führen. In diesem Fall ist die Option mit Null anzusetzen und der Wert der Forderung um den über den Optionspreis hinausgehenden negativen Betrag zu kürzen.¹¹¹ Der Bilanzansatz erfolgt nach einem Vergleich zwischen den fortgeführten Anschaffungskosten und dem Stichtagswert der Position entsprechend dem Niederstwertprinzip zum niedrigeren Wert resp. nach dem Höchstwertprinzip zum höheren Wert. Die bilanzielle Abbildung einer dynamischen Hedging-Strategie soll nun anhand eines Beispiels verdeutlicht werden.¹¹²

¹¹¹ Vgl. FRANKE, G./MENICHETTI, M.J. (1994), S. 206.

¹¹² Das Beispiel stimmt im Wesentlichen mit dem Beispiel von FRANKE, G./MENICHETTI, M.J. (1994), S. 206 f. überein.

Periode	t₀	t₁	t₂
Dollarkurs	1,50	1,30	1,90
Marktwert der Forderung	150,00	130,00	190,00
Marktwert pro Verkaufsoption (p)	10,00	17,00	4,00
Hedge ratio	3,00	2,60	3,80

Periode			
Marktwert der Bewertungseinheit	180,00	174,20	205,20
Fortgeführte Anschaffungskosten		173,20	178,00

Bilanz (Aktiva)			
Forderung	150,00	150,00	150,00
Option	30,00	23,20	28,00
Bewertungseinheit	180,00	173,20	178,00

GuV / Kasse			
Einzahlungen		6,80	
Auszahlungen			4,80

Die Anschaffungskosten der Bewertungseinheit entsprechen 180 € (150 € + 10 € * 3). In der Folgeperiode sinkt der Dollarkurs und damit der Wert der Forderung. Es wird nun aufgrund der geringeren Sicherungssumme auch nur eine geringere Zahl an Sicherungsgeschäften benötigt. Als Folge der gesunkenen *hedge ratio* verkauft das Unternehmen Optionen, um die *hedge ratio* an die veränderten Marktbedingungen anzupassen. Die Zahl der verkauften Optionen beträgt 0,4 (3 – 2,6).¹¹³ Dem steht ein Wert von 6,80 € (0,4 x 17 €) gegenüber. Der Erlös ist als Minderung der Anschaffungskosten der Bewertungseinheit von dessen Gesamtwert abzuziehen. Die fortgeführten Anschaffungskosten der Option betragen 23,20 € (30 € – 6,80 €). Damit ergeben sich für die Bewertungseinheit fortgeführte Anschaffungskosten in Höhe von 173,20 €. Der Stichtagswert der Gesamtposition beträgt 174,20 € (130 € + 17 € x 2,6). Für den Bilanzansatz ist der niedrigere Kurs ausschlaggebend. Die Bewertungseinheit ist mit 173,20 € anzusetzen. In der Folgeperiode steigt der Dollarkurs auf 1,90 € Aufgrund der gestiegenen

¹¹³ Hier wird ein Nachteil der dynamischen Sicherungsstrategie sichtbar: Kontrakte über derivative Finanzderivate werden i. d. R. nur festen Größen gehandelt, so dass eine optimale Anpassung an die veränderte *hedge ratio* häufig aufgrund der festen Kontraktzahlen nicht exakt möglich ist.

hedge ratios muss das Unternehmen 1,2 (3,8 – 2,6) Optionen zukaufen. Hierfür zahlt es 4,80 € (1,2 x 4 €). Die fortgeführten Anschaffungskosten der Optionen betragen 28 € (30 € - 6,80 + 4,80 €). Die fortgeführten Anschaffungskosten der Bewertungseinheit belaufen sich folglich auf 178 € (150,00 € + 28 €). Der Stichtagswert der Bewertungseinheit beträgt 205,20 € (190 € + 3,8 x 4 €). Die Bewertungseinheit ist mit 178 € auszuweisen.

Insgesamt hat die Bewertung der Bewertungseinheit lediglich zu einem Aktivtausch zwischen der Bewertungseinheit und den liquiden Mitteln geführt. Die Bewertungs- und Liquiditätseffekte gleichen sich hierbei vollständig aus, so dass insgesamt eine erfolgsneutrale Bewertung erzielt wurde.

Es wird bereits anhand dieses einfachen Beispiels deutlich, dass die eingeschränkte Marktbewertung selbst bei einfachsten Absicherungszusammenhängen zu extern nur schwer nachvollziehbaren Wertansätzen führt. Darüber hinaus treten bei komplexen Sicherungszusammenhängen eine Reihe von schwerwiegenderen Problemen auf. Hierauf wird in den folgenden Abschnitten im Zusammenhang der jeweiligen Kompensationsebene noch verstärkt eingegangen werden.¹¹⁴

3.2.5. Abgrenzung der Kompensationsebenen

Unabhängig von der Frage der Zulässigkeit einer kompensatorischen Bewertung und der zu wählenden Bewertungsmethode stellt sich zudem die Frage, welche kompensatorischen Größen bei der Bildung von Bewertungseinheiten einbezogen werden. Es wird hier zwischen drei Kompensationsebenen unterschieden. Die Kompensationsebene bildet sich aus dem Umfang der einbezogenen Geschäfte und der ihr zugrunde liegenden homogenen Größe, auf die sich die kompensatorische Wirkung beziehen soll. Die wissenschaftliche Diskussion hat die aus der Finanzierung stammende Terminologie des Micro-, Macro- und Portfoliohedges übernommen.¹¹⁵ Im Folgenden werden die einzelnen Kompensationsebenen abgegrenzt und auf ihre handelsrechtliche Zulässigkeit untersucht werden. Anschließend soll die praktische Umsetzung der jeweiligen kompensatorischen Bewertungsmethoden anhand eines einheitlichen Beispiels verdeutlicht werden.

¹¹⁴ Vgl. insbesondere unten Abschnitt 3.2.5.2, S. 72 und Abschnitt 3.2.5.3, S. 81.
¹¹⁵ WINDMÖLLER, R./BREKER, N. (1995), S. 398 f.

3.2.5.1. Bewertung von Micro-Hedges

a) Funktionsweise

Von einem Micro-Hedge wird gesprochen, wenn ein Grundgeschäft genau durch eine korrespondierende Größe abgesichert wird. Bei einem Micro-Hedge werden einzelne, genau definierte Geschäfte oder Vermögens- bzw. Schuldpositionen abgesichert.¹¹⁶ Micro-Hedges haben den Vorteil, dass die abzugrenzenden Positionen sowie der Hedge-Erfolg leicht feststellbar sind. Nachteilig wirkt sich insbesondere die Nichtberücksichtigung anderer Risikopositionen im Unternehmensbereich aus. So ist es aus der Sicht eines Micro-Hedges sicherlich sinnvoll, eine Dollarforderung gegen etwaige Kurschwankungen abzusichern. Aus Unternehmenssicht erhöht ein solches Vorgehen jedoch die Risiko Exposition des Unternehmens, wenn der Dollarforderung z. B. bei einem Tochterunternehmen eine Dollarverbindlichkeit in gleicher Höhe und mit gleicher Laufzeit gegenübersteht. Micro-Hedges mögen zur Absicherung einiger großer Positionen sinnvoll einsetzbar sein, liegt jedoch eine Vielzahl von risikobehafteten Positionen vor, so erscheint es fraglich, inwieweit die Absicherung über Micro-Hedges wirtschaftlich tragbar ist. Darüber hinaus finden sich häufig nicht die passenden Sicherungsgeschäfte am Markt.

b) Handelsrechtliche Zulässigkeit

Micro-Hedges werden bei Vorliegen gewisser Voraussetzungen als handelsrechtlich zulässig erachtet.¹¹⁷ Micro-Hedges setzen das Vorliegen eines mit Risiken behafteten Grundgeschäfts und eines zur Sicherung dieser Risiken geeigneten Sicherungsgeschäfts voraus. Ferner muss das Sicherungsgeschäft objektiv dazu geeignet sein, Verluste aus dem Grundgeschäft auszugleichen. Der Sicherungszusammenhang ist zu dokumentieren.¹¹⁸ Bisher existiert allerdings keine verbindliche Norm, die zwingend eine Bildung von Bewertungseinheiten bei Micro-Sicherungszusammenhängen vorschreibt.¹¹⁹ Fak-

¹¹⁶ Vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 268.

¹¹⁷ Vgl. BERTSCH, A./KÄRCHER, R. (1996), S. 658 f.; COENENBERG, A. G. (2003), S. 242; DÖRNER, D. (1995), S. 793; KLEIN, W./JONAS, M. (1995), S. 231; SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (Hrsg.) (1997), S. 639; STEINER, M./TEBROKE, H.J./WALLMEIER, M. (1995), S. 537; ANSTETT, C. W./HUSMANN, R. (1998), S. 1529; BRACKERT, G./PRAHL, R./NAUMANN, T. K. (1995), S. 545 ff. Kritisch hierzu: HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997), S. 147 ff.

¹¹⁸ Vgl. PRAHL, R./NAUMANN, T. K. (1994), S. 3.

¹¹⁹ Vgl. hierzu auch STEINER, M./TEBROKE, H. J./WALLMEIER, M. (1995), S. 537.

tisch besteht somit ein Wahlrecht zur Bildung von Sicherungszusammenhängen in der Bilanz. Die eigentliche Bewertung der Micro-Hedge-Bewertungseinheit stellt sich relativ unproblematisch dar. Die Bewertung kann sowohl nach der globalen Festwertbilanzierung als auch nach der eingeschränkten Marktbewertung erfolgen. Die Bewertungsmethode wird allerdings wesentlich durch den Charakter des Grundgeschäfts determiniert. Grundgeschäfte, die zu Nominalwerten bilanziert werden, müssen nach der Festwertmethode bilanziert werden, während Sicherungszusammenhänge aus derivativen Finanzinstrumenten und/oder *monetary items* auch nach der Marktwertmethode bilanziert werden können.¹²⁰

c) Darstellung des Micro-Hedge Ansatzes anhand eines Beispiels

Die Bilanzierung der einzelnen Kompensationsebenen sowie ihre Vor- und Nachteile sollen nun anhand eines einheitlichen Beispiels verdeutlicht werden. Hierzu wird das folgende Basisbeispiel für jede Kompensationsebene gelten. In der Ausgangsbilanz werden zur Vereinfachung auch die Fremdwährungsbestände sowie die jeweiligen Zinsarten angegeben.¹²¹

¹²⁰ Vgl. ANSTETT, C. W./HUSMANN, R. (1998), S. 1529. Der Begriff der *monetary items* stammt aus den IAS. Das IASB definiert *monetary items* als „*money held and assets (financial assets) and liabilities (financial liabilities) to be received or paid in fixed or determinable amounts of money*“. IAS 21.7 und IAS 29.12.

¹²¹ Es wurde hier zur Vereinfachung ein Wechselkurs von 1 USD = 1,5 €unterstellt.

A U S G A N G S B I L A N Z (in Mio. EUR)			
A K T I V A		P A S S I V A	
A. Anlagevermögen		A. Eigenkapital	90,00
I. Immaterielle Vermögensgegenstände	35,00	B. Schuldverschreibungen	15,00
II. Sachanlagen	47,00	C. Sonstige Rückstellungen	25,00
III. Finanzanlagen		D. Verbindlichkeiten	
1. Festverzinsliche US-Dollar Anleihe 20 x 1,5	30,00	1. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	
2. Variabel verzinsliche Euro Anleihe (LIBOR +1%)	10,00	Euro	27,00
B. Umlaufvermögen		Dollar	10 x 1,5 15,00
I. Vorräte	45,00	2. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände		Festverzinsliche Euro Anleihe	15,00
Forderung aus Lieferung und Leistung		Festverzinslicher Dollarkredit zu 10%	10 45,00
Euro	30,00	3. Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung	26,00
Dollar	10 x 1,5 15,00	E. Rechnungsabgrenzungsposten	17,00
III. Wertpapiere			
Deutsche Bank Aktien	10,00		
Sun Microsystems	30 x 1,5 45,00		
iv. Flüssige Mittel	8,00		
Bilanzsumme	275,00	Bilanzsumme	275,00

Die relevanten Positionen lassen sich zu folgenden „Risiko-Konten“ zusammenfassen:

R I S I K O K O N T E N (in Mio. Euro)			
Aktiva	Dollarsensitive Werte (in US-Dollar)		Passiva
A.III.1. Festverzinsliche US-Dollar Anleihe	20,00	D. 1. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	10,00
B.II. Forderung aus Lieferung und Leistung	10,00	D. 2. Festverzinsliche Dollar Anleihe	30,00
B.III. Sun Microsystems	30,00		
	60,00		40,00
	60,00		40,00
Aktiva	Zinnsensitive Werte (in Euro)		Passiva
A.III.2. Variabel verzinsliche Euro Anleihe (LIBOR)	10,00		
	10,00		0,00
	10,00		0,00
Aktiva	Marktpreissensitive Werte (in Euro)		Passiva
B. III. Deutsche Bank Aktien	10,00		
B. III. Sun Microsystems	45,00		
	55,00		0,00
	55,00		0,00

Für das Beispiel des Micro-Hedges soll der Einfachheit halber von einer Laufzeitkongruenz sämtlicher risikobehafteter Positionen ausgegangen werden. Ferner sollen alle risikobehafteten Positionen einmal abgesichert werden (statisches Hedging). Der Absicherungszusammenhang soll folglich bis zum Laufzeitende bestehen bleiben. Ein Micro-Hedge würde jede Position einzeln durch ein derivatives Sicherungsgeschäft absichern. Beispielhaft soll dies an dem Risiko-Konto „Dollarsensitive Werte“ verdeutlicht werden. Die Absicherung erfolgt ausschließlich über Optionen.

Der aktuelle Dollarkurs soll 1,50 € betragen. Dieser Kurs soll bei allen Fremdwährungsposten fixiert werden. Die zur Absicherung ausgewählten Optionen berechtigen zum Erwerb oder Verkauf von 100 Dollar zu einem Kurs von 1,50 €. Der Preis einer Option beträgt 1 €. Dementsprechend würden den einzelnen Geschäften folgende dollarsensitiven Werte gegenüberstehen:

Festverzinsliche Anleihe (Aktiva)	20.000.000 USD	Dollar-Verkaufsoption	200.000 €
Forderungen aus Lieferung und Leistung	10.000.000 USD	Dollar-Verkaufsoption	100.000 €
Sun Microsystems Aktien	30.000.000 USD	Dollar-Verkaufsoption	300.000 €
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	10.000.000 USD	Dollar-Kaufsoptionen	100.000 €
Festverzinsliche Anleihe (Passiva)	30.000.000 USD	Dollar-Kaufsoptionen	300.000 €

Für die anderen Risiko-Konten ergibt sich in der eigentlichen Absicherung und Bilanzierung kein Unterschied. Die bilanzielle Darstellung der Micro-Hedges entspricht für jede einzelne Position den oben angeführten Beispielen zur globalen Festwertbilanzierung und der eingeschränkten Marktbewertung.¹²² Auf eine erneute Darstellung der Bilanz wird verzichtet.

d) Kritik am Konzept des Micro-Hedges

Micro-Hedging Strategien haben den Nachteil, sehr kosten- und arbeitsintensiv zu sein. Ferner berücksichtigen sie nicht die interdependenten Wechselbeziehungen zwischen den einzelnen Risikopositionen des Unternehmens. Hierdurch kann es leicht zu einer Übersicherung des Unternehmens und damit zu einer erneuten Risiko-Exposition kommen. Insbesondere genügt eine Micro-Hedging Strategie nicht den Bedürfnissen eines aktiv gestalteten Risikomanagements. Risiken werden hiernach nicht einzeln durch in-

¹²² Vgl. oben Abschnitt 3.2.4, S. 62.

dividuelle Absicherungsgeschäfte abgesichert, sondern nach Risiko-Konten oder funktionalen Zusammenhängen gegliedert gemeinsam abgesichert. Darüber hinaus beinhalten Grundgeschäfte häufig mehr als nur eine Risikoart (Zins-, Währungs-, Marktwertisiko etc.), so dass in diesen Fällen ein Micro-Hedge sich nicht nur auf ein Grund- und Sicherungsgeschäft beziehen kann, sondern mehrere Sicherungsgeschäfte in die Bewertungseinheit einbeziehen muss. Es erscheint daher fraglich, wie hier eine Micro-Hedge-Bewertungseinheit gebildet werden soll. Obwohl es bei kleinen und mittelständischen Unternehmen bisher durchaus üblich ist, Sicherungszusammenhänge durch die Bildung von Micro-Hedges bilanziell abzubilden, ist auch hier die handelsrechtliche Zulässigkeit resp. Verpflichtung zur Bildung von Micro-Hedges keinesfalls abschließend geklärt.¹²³ Mangels einer verbindlichen gesetzlichen Regelung zur Bildung von Bewertungseinheiten besteht somit faktisch ein Wahlrecht zur Bildung einer Bewertungseinheit.¹²⁴ Darüber hinaus kann eine einmal vorgenommene Zuordnungsentscheidung jederzeit revidiert werden, ohne dass hieraus gesetzliche Sanktionen folgen würden. Das Willkürverbot nach GoB ist nur begrenzt geeignet, die unternehmerische Entscheidungsfreiheit einzuschränken. Finden sich fundierte Gründe für eine ergebniswirksame Veräußerung einzelner Positionen, so greift das Willkürverbot nicht. Darüber hinaus verändert sich eine einmal vorgenommene funktionale Abgrenzung als Sicherungsgeschäft automatisch, sobald das korrespondierende Grundgeschäft ausscheidet. Das verbleibende Sicherungsgeschäft wird hier automatisch zu einem Spekulationsgeschäft. Es bleibt somit dem Bilanzierenden überlassen, wann und wie er Sicherungszusammenhänge und die mit ihnen verbundenen abgegrenzten Ergebnisbeiträge erfolgswirksam auflöst.

3.2.5.2. Bewertung von Macro-Hedges

a) Funktionsweise

In Industrie- und Handelsunternehmen zeichnet sich die bei Kreditinstituten schon seit geraumer Zeit bestehende Tendenz von der Micro- zur Macro- und Portfolio-Bewertungseinheit zunehmend ab. Risiken werden nicht mehr transaktions- und einzelproduktorientiert abgesichert, sondern unter Zugrundelegung der preisbildungsrelevan-

¹²³ Vgl. hierzu insbesondere die Analyse der laufenden Rechtsprechung durch HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997), S. 147 ff.

¹²⁴ Vgl. GEBHARDT, G. (1996), S. 571.

ten Faktoren gesteuert.¹²⁵ Es wird daher unerlässlich sein, dem Trend auch handelsrechtlich Rechnung zu tragen.

Macro-Hedges zielen auf die Absicherung mehrerer Grundgeschäfte durch ein (oder mehrere) Sicherungsgeschäft(e). Sie werden herangezogen, um das aus einer nicht näher bestimmten Vielzahl von eingegangenen Geschäften eines Unternehmens resultierende Zins-, Währungs- oder sonstiges Preisrisiko zu begrenzen. Anders als bei einem Micro-Hedge weicht somit die segregierte Sichtweise auf Ebene eines einzelnen Geschäfts einer aggregierten Sichtweise auf Basis mehrerer risikobehafteter Positionen. Eine genaue Zuordnung eines Sicherungsgeschäfts zu einem Grundgeschäft ist nicht mehr möglich. Eine einmal gebildete Bewertungseinheit wird selbst nicht mehr aufgelöst, sondern verändert sich über den Zeitablauf lediglich in der Zusammensetzung. Macro-Hedges können daher nur durch Bewertungseinheiten im weiteren Sinne abgebildet werden.¹²⁶

b) Handelsrechtliche Anforderungen und Zulässigkeit

Die handelsrechtliche Zulässigkeit von Bewertungseinheiten im weiteren Sinn wird an eine Reihe von unterschiedlichen Voraussetzungen gebunden.¹²⁷ Zunächst sind eindeutig definierte Risiken abzugrenzen. Diese sind durch den Einsatz verschiedener Sicherungsinstrumente abzusichern. Durchgeführt werden sollte die Absicherung durch einen aufbau- und/oder ablauforganisatorisch abzugrenzenden Verantwortungsbereich.¹²⁸ Der Verantwortungsbereich kann hierbei ein Teilkomplex des gesamten Unternehmens oder das Gesamtunternehmen selbst sein. Als Teilkomplexe des Unternehmens kommen z. B. die einzelnen Handelsbereiche einer Bank in Betracht. Der weiteste Ansatz des Macro-Hedges liegt vor, wenn das Gesamtunternehmen als Verantwortungsbereich gewählt wird. Ziel ist hier die Sicherung des unternehmerischen Gesamtrisikos durch den Einsatz verschiedenster Sicherungsgeschäfte.¹²⁹ Die Zielgröße „unternehmerische Gesamtrisiko“ ist allerdings kaum bestimm- bzw. quantifizierbar.¹³⁰

¹²⁵ PRAHL, R. (1996), S. 835.

¹²⁶ Zur Bewertungseinheit im weiteren Sinne vgl. PRAHL, R./NAUMANN, T. K. (1992), S. 715 ff.

¹²⁷ Für eine weitergehende Charakterisierung vgl. KRUMNOW, J./SPRIßLER, W./BELLAVITE-HÖVERMANN, Y./KEMMER, M./STEINBRÜCKER, H. (1994), S. 444 Tz. 311 ff.

¹²⁸ Vgl. PRAHL, R./NAUMANN, T. K. (1992), S. 715.

¹²⁹ Vgl. HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997), S. 151.

¹³⁰ Vgl. STEINER, M./TEBROKE, H. J./WALLMEIER, M. (1995), S. 539.

Die bilanzübergreifende Zuordnung gleichartiger Grundgeschäfte zu einer Bewertungseinheit entfernt sich beträchtlich vom Wortlaut des § 252 Abs. 1 Nr. 3 HGB.¹³¹ Obwohl ein intrabilanzieller Verlustausgleich den wirtschaftlichen Gegebenheiten entspricht, stellen sich dennoch eine Reihe bilanzrechtlicher Fragen. Es ist strittig, inwieweit Macro-Hedges überhaupt nach geltendem Recht zulässig sind.¹³² Befürworter einer Bewertung auf Macro-Ebene führen unter anderem an, es sei de lege lata bereits zulässig, überschießende schwebende Gewinne mit und in Höhe von bestehenden schwebenden Verlusten zu verrechnen, sofern die Instrumentenkombination zur Sicherung geeignet und sauber dokumentiert ist.¹³³ Gegen die Bildung von Macro-Hedges wird vor allem angeführt, dass sie zu einem Verstoß gegen den Einzelbewertungsgrundsatz und das Imparitätsprinzip führen.¹³⁴ Ferner könne der Bilanzierende durch die Wahl der einzubeziehenden Positionen den Grad der Kompensation willkürlich steuern. Darüber hinaus bestünde faktisch ein Wahlrecht, welche Positionen als Sicherungszusammenhang deklariert werden und wenn, ob die sich kompensierenden Positionen als Bewertungseinheit oder einzeln erfasst werden. Die Positionen eines Macro-Hedges seien daher imparitatisch einzeln zu bewerten, um eine willkürarme, objektivierte Darstellung der Vermögens- und Ertragslage durch das Unternehmen für den Bilanzleser zu gewährleisten.¹³⁵

Problematisch ist aber vor allem die eigentliche Bewertung eines Macro-Hedges. Weder die globale Festwertbilanzierung noch die eingeschränkte Marktbewertung sind dazu geeignet, Macro-Sicherungszusammenhänge bilanziell abzubilden. Schwierigkeiten treten bereits auf, wenn die in der weiten Bewertungseinheit enthaltenen Grundgeschäfte sich ihrem Charakter nach unterscheiden. Da die Wahl der Bewertungsmethode wesentlich durch das Grundgeschäft determiniert wird, müsste ein Macro-Hedge nach der Festwertmethode bewertet werden, sofern der Sicherungszusammenhang nur Grundgeschäfte enthält, die in Höhe ihres Nominalwerts abgebildet werden.¹³⁶ So wäre z. B. ein Macro-Hedge, der nur Sicherungsgeschäfte auf Forderungen und Verbindlichkeiten enthält, zu Festwerten zu bilanzieren. Besteht ein Macro-Hedge hingegen nur aus derivativen Finanzinstrumenten und *monetary items*, so könnte nach diesem Ansatz der Ab-

¹³¹ Vgl. HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997), S. 152.

¹³² Befürwortet durch: BEZOLD, A. (1995), S. 362. Dagegen ablehnend: ELKART, W. (1995), S. 382.

¹³³ Vgl. BEZOLDA. (1995), S. 362. Herzig betont hingegen, dass Macro-Hedges mit dem geltendem Bilanzrecht nicht vereinbar seien. Vgl. HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997), S. 152 f.

¹³⁴ Vgl. ELKART, W. (1995), S. 382.

¹³⁵ Vgl. HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997), S. 152 f.

¹³⁶ Vgl. ANSTETT, C. W./HUSMANN, R. (1998), S. 1530.

sicherungszusammenhang wahlweise auch durch die eingeschränkte Marktbewertung abgebildet werden.¹³⁷ Macro-Hedges werden häufig beide Formen von Bilanzpositionen enthalten, so dass in diesen Fällen die globale Festwertbilanzierung angewendet werden müsste. Diese Methode ist jedoch bei Macro-Hedges nicht realisierbar, da der dynamische Charakter des Risikokontos eine beständige Anpassung der Risikostrategie verlangt. Somit werden Macro-Hedges zwingend dynamisch abgesichert werden. Durch die sich stets wandelnde Zusammensetzung der Bewertungseinheit wird aber i. d. R. kein einheitlicher und über die Zeit konstanter Sicherungskurs ermittelbar sein.

Die eingeschränkte Marktbewertung ist ebenfalls nicht umsetzbar. Die Methode versagt, sobald ein Geschäft der weiten Bewertungseinheit realisiert und damit ergebniswirksam wird. Konnten Ergebniswirkungen aus dynamischen Sicherungsstrategien auf Micro-Ebene noch durch die Fortführung der Anschaffungskosten berücksichtigt werden, weil der Verlustausgleich unmittelbar zwischen zwei Positionen erfolgt, so ist dieser Ansatz auf Macro-Ebene nicht mehr darstellbar. Auch hier lassen sich zwar die fortgeführten Anschaffungskosten der weiten Bewertungseinheit ermitteln, die Zuordnung des Verlustausgleichs auf die einzelnen Positionen des Macro-Hedges ist jedoch aus handelsrechtlicher Sicht de facto nicht möglich. Die Zahlungen weisen als solche keinerlei Bezug zu den einzelnen im Bestand verbleibenden Instrumenten auf. Die Zuordnung der Ergebnisbeiträge auf die jeweils verbleibenden Bestände des Macro-Hedges kann somit mangels objektiver Zuordnungskriterien nur willkürlich und damit subjektiv erfolgen, was dem Bestimmtheitsgebot der handelsrechtlichen GoB zuwider läuft. Darüber hinaus stellt sich die Frage des Zeithorizonts der Ergebnisabgrenzung. Macro-Hedges verfügen über keinen klar umrissenen Zeithorizont, da die Bewertungseinheit als solche nicht aufgelöst, sondern über den Zeitablauf lediglich umgeschichtet wird. Selbst wenn ein separates Risikomanagement die einzelnen Maßnahmen der durchgeführten Sicherungsstrategie sauber dokumentiert, ist die Bewertung und Ergebnisabgrenzung des sich stets in seiner Zusammensetzung wandelnden Macro-Hedges weder durch die globale Festwertbilanzierung noch die eingeschränkte Marktbewertung umsetzbar.¹³⁸ Darüber hinaus könnte der Bilanzierende durch Wahl der verrechnungsfähigen Einzelvermögensgegenstände seinen Vermögens- und Ertragsausweis unmittelbar selbst steuern.¹³⁹

¹³⁷ Vgl. SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (Hrsg.) (1997), S. 640.

¹³⁸ So wohl auch STEINER, M./TEBROKE, H. J./WALLMEIER, M. (1995), S. 538.

¹³⁹ Vgl. HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997), S. 153.

c) Beispiel

Das folgende Beispiel beruht auf dem Ausgangsfall.¹⁴⁰ Es wird auch hier eine statische Sicherungsstrategie und eine Laufzeitkongruenz sämtlicher Positionen unterstellt. Nur so kann die eingeschränkte Marktbewertung als Bewertungsmethode dargestellt werden. Die Gliederung der Bilanz in die oben angeführten Risiko-Konten soll auch für das folgende Beispiel beibehalten werden. Zur Vereinfachung des Beispiels soll lediglich das Marktwertisiko der Sun Microsystems Anteile durch ein Micro-Hedge und das Dollar-kurs-Risiko durch ein Macro-Hedge abgesichert werden. Zunächst soll der Anteilswert von 30 Mio. USD abgesichert werden. Das Unternehmen sichert den Kurswert der Sun Microsystems Anteile (30 Mio. USD) durch den Erwerb einer Verkaufsoption. Für die Verkaufsoption wird eine Optionsprämie von 1.000.000 USD (Zeitwert) fällig. Sie ist zum aktuellen Wechselkurs umzurechnen (1.500.000 €) und als sonstiger Vermögensgegenstand zu aktivieren. Die 1 Mio. USD ist ein Bestandteil des Risiko-Kontos „Dollarsensitive Werte“. Aus dem nachstehenden Auszug aus der Bilanz ergibt sich einschließlich der Anteile an der Sun Microsystems ein US-Dollar Überhang von 21 Mio. USD.

AKTIVA	Dollarsensitive Werte (in USD)		PASSIVA
A. Anlagevermögen		D. Verbindlichkeiten	
1. Festverzinsliche US-Dollar Anleihe	20,00	1. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	10,00
B. Umlaufvermögen		2. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände		Festverzinslicher Dollarkredit zu 10%	30,00
Forderung aus Lieferung und Leistung	10,00		
Sonstige Vermögensgegenstände	1,00		
III. Wertpapiere			
Sun Microsystems	30,00		
Bilanzsumme	61,00	Bilanzsumme	40,00

Das Unternehmen entschließt sich, zur Absicherung des Dollarüberhangs einen Future Kontrakt über den Verkauf von 21 Mio. USD abzuschließen. Der Future berechtigt den Inhaber zum Verkauf von 21 Mio. USD zu einem Basiskurs von 1,5 USD/Euro. Als *initial margin* wird eine von 1 Mio. € an die EUREX fällig. Die *initial margin* ist als sonstiger Vermögensgegenstand zu aktivieren. Somit sind folgende Risiken abgesichert:

§ Der Kurswert der Sun Microsystems Anteile mit 30 Mio. USD.

¹⁴⁰ Vgl. oben Abschnitt 3.2.5.1 c), S. 69.

§ Der gesamte bilanzielle Überhang von 21 Mio. USD. Dieser Überhang beinhaltet das Fremdwährungsrisiko aus dem Kurswert der Anteilsscheine.

Hinsichtlich dieser Anteile liegt also eine Doppel-Besicherung vor. Sinkt der Anteilswert unter 30 Mio. USD wirkt die Verkaufsoption, die den Gegenwert von 30 Mio. USD garantiert. Sinkt der Dollarkurs im Verhältnis zum Euro, sichert der Future-Kontrakt die Umrechnungsverluste ab. Das Unternehmen bilanziert in Euro. Die Bilanz sieht zum Zeitpunkt der Absicherung wie folgt aus:

B I L A N Z Z U M 3 1 . 1 2 . 0 0			
A K T I V A		P A S S I V A	
A. Anlagevermögen		A. Eigenkapital	90,00
I. Immaterielle Vermögensgegenstände	35,00	B. Schuldverschreibungen	15,00
II. Sachanlagen	47,00	C. Sonstige Rückstellungen	25,00
III. Finanzanlagen		D. Verbindlichkeiten	
1. Festverzinsliche US-Dollar Anleihe 20 x 1,5	30,00	1. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	
2. Variabel verzinsliche Euro Anleihe (LIBOR +1%)	10,00	Euro	27,00
B. Umlaufvermögen		Dollar	10 x 1,5 15,00
I. Vorräte	45,00	2. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände		Festverzinsliche Euro Anleihe	15,00
Forderung aus Lieferung und Leistung		Festverzinslicher Dollarkredit zu 10% 10	45,00
Euro	30,00	3. Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung	26,00
Dollar	10 x 1,5 15,00	E. Rechnungsabgrenzungsposten	17,00
Sonstige Vermögensgegenstände			
(Option)	1 x 1,5 1,50		
(DTB)	1,00		
III. Wertpapiere			
Deutsche Bank Aktien	10,00		
Sun Microsystems	30 x 1,5 45,00		
IV. Flüssige Mittel	5,50		
Bilanzsumme	275,00	Bilanzsumme	275,00

In der Folgeperiode soll das Euro/Dollar Verhältnis auf 1:1 sinken. Der Futurekontrakt berechtigt zum Verkauf von 21 Mio. USD zu einem Kurs von 1,50 € Die Differenz zwischen dem Basiskurs und dem aktuellen Dollarkurs beträgt 10,5 Mio. € zu Gunsten des Unternehmens. Die EUREX entrichtet folglich eine *variations margin* in Höhe von 10,5 € an das Unternehmen. Die *variations margin* ist als sonstige Verbindlichkeit zu passivieren. Der Kurs der Sun Microsystems bricht ein und der Wert der Anteilsscheine fällt auf 18 Mio. USD. Die Umrechnung des Kurswerts der Aktien hat aufgrund der Dollarabsicherung zum Festkurs von 1: 1,5 USD/Euro (entspricht daher 27 Mio. €) zu

erfolgen. Der Wert der Verkaufsoption steigt aufgrund der positiven Aussichten für die Sun Microsystems AG um weniger als den inneren Wert (12 Mio. USD) auf nur 10 Mio. USD. Die Kursverluste aus den Sun Microsystems Anteilen werden durch die Kursgewinne aus den Sicherungsoptionen nicht vollständig kompensiert. Innerhalb des Risiko-Kontos „Dollarsensitive Werte“ kommt es zu einem veränderten Dollarüberhang von 18 Mio. USD.

A K T I V A		Dollarsensitive Werte (in USD)	P A S S I V A	
A. Anlagevermögen			D. Verbindlichkeiten	
1. Festverzinsliche US-Dollar Anleihe	20,00		1. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	10,00
B. Umlaufvermögen			2. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände			Festverzinslicher Dollarkredit zu 10%	30,00
Forderung aus Lieferung und Leistung	10,00			
Sonstige Vermögensgegenstände	10,00			
III. Wertpapiere				
Sun Microsystems	18,00			
Bilanzsumme	58,00		Bilanzsumme	40,00

Der Marktwert der Sun Microsystems errechnet sich nach der eingeschränkten Marktbewertung wie folgt:

Sun Microsystems Anteile x Sicherungskurs (18 Mio. USD x 1,5)	27	Mio. €
Gewinn aus der Aktienverkaufsoptionen (9 Mio. USD x 1,5 + 1 x 0,5) ¹⁴¹	14	Mio. €
Gewinn aus Dollarübersicherung der Sun Microsystems Anteile		
<u>(30 Mio. USD – 18 Mio. USD - 10 Mio. USD) x 0,5¹⁴²</u>	<u>1</u>	<u>Mio. €</u>
Wert der Bewertungseinheit	42	Mio. €

Die Verteilung des Dollarübersicherungsgewinns auf die Sun Microsystems Anteile erscheint fragwürdig. Das Kursrisiko aus den Anteilscheinen wurde durch die Verkaufsoptionen nicht vollständig kompensiert. Die Verlustkompensation erfolgt durch die Zuteilung des Kursgewinns aus der Fremdwährungsabsicherung. Folglich wird das Marktwertisiko aus den Anteilsscheinen durch Kursgewinne aus der Absicherung des Währungsrisikos kompensiert. Der Währungsgewinn aus der Dollarübersicherung hätte eigentlich keine Berücksichtigung finden dürfen. Die Zuordnung der Ergebnisbeiträge aus einem anderen Sicherungszusammenhang ist mangels objektiver Zuordnungskriterien willkürlich und verstößt gegen das Bestimmtheitsgebot der handelsrechtlichen

¹⁴¹ Die Optionsprämie von 1 Mio. USD wurde ebenfalls abgesichert. Der Gewinn aus der Absicherung beträgt 1 Mio.USD x 0,5 = 0,5 Mio. €

¹⁴² Der Multiplikator von 0,5 entspricht der Veränderung des Wechselkurses.

GoB.¹⁴³ Aufgrund der den einzelnen Bilanzpositionen innewohnenden verschiedenen Risiken ist eine Zuordnung des Gewinn- und Verlustausgleichs pro Bilanzposition notwendig, um ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens- und Ertragslage darzustellen. Würde eine dynamische Sicherungsstrategie unterstellt werden, so hätte das Unternehmen die Untersicherung der Sun Microsystems Anteile durch den Erwerb zusätzlicher Verkaufsoptionen kompensiert oder es hätte den Nettogewinn aus der Dollarübersicherung am Markt erfolgswirksam realisiert. Im letzten Fall müsste der am Markt realisierte Betrag bis zum Zeitpunkt der Auflösung der Bewertungseinheit erfolgsneutral abgegrenzt werden und dementsprechend einer Position zugeordnet werden. Mag dies bei diesem recht einfachen und auf eine Periode begrenzten Beispiel noch möglich sein, so ist eine Zuordnung bei komplexen Sicherungszusammenhängen mit mehrfacher Kursbewegung über einen längeren Zeitablauf quasi nicht mehr durchführbar und würde zu extern nicht nachvollziehbaren Wertansätzen in der Bilanz führen. Die Bilanz sieht nach der erweiterten Marktbewertung wie folgt aus:

¹⁴³ Im Beispiel ist die Zuordnung aufgrund des monokausalen Zusammenhangs zwischen dem zu niedrigen Kursgewinn aus dem Optionsrecht und der Fremdwährungsübersicherung klar erkennbar. Ein anderes Bild ergibt sich, wenn sich innerhalb der Sicherungszusammenhänge diverse Wertänderungen ergeben hätten. In diesem Fall hätte die Schlüsselung des Sicherungsgewinns willkürlich erfolgen müssen..

AKTIVA		BILANZ ZUM 31.12.01 (in Mio. Euro)	PASSIVA	
A. Anlagevermögen			A. Eigenkapital	90,00
			Verlust aus Absicherungsgeschäften	-3,00
I. Immaterielle Vermögensgegenstände	35,00		B. Schuldverschreibungen	15,00
II. Sachanlagen	47,00			
III. Finanzanlagen			C. Rückstellungen	
1. Festverzinsliche US-Dollar Anleihe	30,00		1. Sonstige Rückstellungen	25,00
2. Variabel verzinsliche Euro Anleihe (LIBOR +1%)	10,00			
B. Umlaufvermögen			D. Verbindlichkeiten	
I. Vorräte	45,00		1. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände			Euro	27,00
Forderung aus Lieferung und Leistung			Dollar	15,00
Euro	30,00		2. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	
Dollar	10 x 1,5	15,00	Festverzinsliche Euro Anleihe	15,00
Sonstige Vermögensgegenstände			Festverzinslicher Dollarkredit zu 10%	45,00
(Option)	1 x 1,5	1,50	3. Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung	26,00
(DTB)	1,00	1,00	4. Sonstige Verbindlichkeit	
III. Wertpapiere			Erhaltene Margin-Zahlungen	10,50
Deutsche Bank Aktien	10,00			
Sun Microsystems	42,00		E. Rechnungsabgrenzungsposten	17,00
IV. Flüssige Mittel	16,00			
Bilanzsumme	282,50		Bilanzsumme	282,50

Die Entwicklung der einzelnen Risikokonten schlägt sich bei der eingeschränkten Marktbewertung wie folgt nieder:

SOLL		ERFOLGSWIRKSAME WÄHRUNGSEFFEKTE (in Mio. Euro)	HABEN	
Passivierung der Margin-Zahlung	10,50		Erhaltene Margin-Zahlung	10,50
Abschreibung Sun Microsystems	3,00		Verlust aus Absicherungsgeschäften	3,00
	13,50			13,50

d) Kritik am Konzept des Macro-Hedges

Macro-Hedges haben den Vorteil, kostengünstig und gezielt die Netto-Risiko-Exposition einzelner Risiko-Konten abzusichern. Bestehende kompensatorische Effekte zwischen den einzelnen Bilanzpositionen werden berücksichtigt. Macro-Hedges lassen sich aufgrund des dynamischen Wechsels der Zusammensetzung der weiten Bewertungseinheit nicht statisch absichern. Vielmehr ist der sich stets wandelnden Zusammensetzung der weiten Bewertungseinheit durch eine dynamische Sicherungsstrategie Rechnung zu tragen. Nachteilig wirkt sich aus, dass Macro-Hedges bilanziell weder

durch die eingeschränkte Marktbewertung noch durch eine globale Festwertbilanzierung abgebildet werden können. Die interdependenten Wechselbeziehungen zwischen den einzelnen Risiko-Konten sowie der dynamische Charakter weiter Bewertungseinheiten auf Macro-Ebene führen dazu, dass die einzelnen Ergebnisbeiträge aus den Sicherungszusammenhängen willkürlich den einzelnen Positionen zugeordnet werden müssten. Es lassen sich weder die fortgeführten Anschaffungskosten einzelner Bestandteile des Macro-Hedges ermitteln noch existiert aufgrund der dynamischen Anpassungen der Sicherungsmaßnahmen ein über die Laufzeit konstanter Sicherungskurs. Die bisherigen Bewertungsmodelle sowie die willkürliche Abgrenzung der Macro-Ebene ermöglichen somit einen weitgehenden bilanzpolitischen Spielraum, der auch durch die angeführten handelsrechtlichen Voraussetzungen nur unzureichend eingeschränkt werden kann.¹⁴⁴ Generell lassen sich Macro-Hedges nur durch eine durchgebuchte *Mark-to-Fair-Value*-Bewertung in der Handelsbilanz berücksichtigen.¹⁴⁵

3.2.5.3. Bewertung von Portfolio-Hedges

a) Funktionsweise

Die kompensatorische Bewertung auf Portfolioebene wurde speziell für die Handelsbestände von Kreditinstituten entwickelt.¹⁴⁶ Der Portfolio-Hedge-Ansatz findet somit vor allem im Bankwesen breite Anwendung. In jüngerer Zeit wird dieser Ansatz zunehmend auch bei Industrie- und Handelsunternehmen eingesetzt. Anders als Micro- und Macro-Hedges stellt ein Portfolio-Hedge nicht auf den Gedanken der Sicherungsintention, sondern auf die Risikoreduktion geführter Handelsportfolios ab. Während bei Micro- und Macro-Hedges in der Regel vor Entstehung von risikobehafteten Grundgeschäften bereits eine Intention zur Absicherung der Risiken durch Sicherungsgeschäfte besteht, steht im Rahmen von Portfoliohedges die Absicherung von Risiken durch weitere, kompensatorische und möglichst mit einer Zusatzrendite versehener Grundgeschäfte im Vordergrund. Hier werden Risiken kompensiert, indem Handelsgeschäfte gezielt in Hinblick auf die Risikoposition des Portfolios unter Vermeidung großer offener Positi-

¹⁴⁴ Vgl. oben Abschnitt 3.2.3, S. 60.

¹⁴⁵ So auch BRACKERT, G./PRAHL, R./NAUMANN, T. K. (1995), S. 554. Auf die Mark-to-Market resp. Mark-to-Fair-Value-Bewertung wird unten im Abschnitt 3.3, S. 91 vertiefend eingegangen.

¹⁴⁶ Vgl. STEINER, M./TEBROKE, H. J./WALLMEIER, M. (1995), S. 538.

onen eingegangen werden.¹⁴⁷ Die Ausgliederung des Handelsportfolios erfolgt dabei anhand einer homogenen Größe. Als homogene Größen sind z. B. Produktarten, Risikofaktoren und die organisationsbezogene Verantwortlichkeit im Risikomanagement denkbar.¹⁴⁸ Das bestehende Portfolio wird dann unter Berücksichtigung des firmeninternen Risikoprofils verwaltet. Ziel des Portfolio-Ansatzes ist dabei nicht eine 1:1 Absicherung von Marktpreisrisiken, sondern eine dem firmeninternen Risikoprofil entsprechende Absicherung offener Risikopositionen nach dem Prinzip der kostengünstigsten Eindeckung.¹⁴⁹ Ein ausgegliedertes Portfolio wird nach dem Grad der sich ohne den Einsatz jeglicher Risikomanagementtätigkeiten allein aus dem Portfoliomix ergebenden Kompensationswirkung in folgende Ansätze unterschieden:

- § Enger Portfolio Ansatz: es liegt eine Korrelation nahe ± 1 vor.
- § Mittlerer Portfolio-Ansatz: Identität des Basiswerts.
- § Weiter Portfolio-Ansatz: vermuteter Ausgleich der Gewinne und Verluste innerhalb des Portfolios.¹⁵⁰

Tritt innerhalb des ausgegliederten Portfolios ein unkompensiertes Risiko auf, so wird dieses möglichst durch kostengünstige, wenn möglich sogar durch mit Zusatzerträgen verbundene Gegengeschäfte kompensiert.¹⁵¹ Das gegenläufige Geschäft kann sich dabei weitreichend vom Grundgeschäft in der Laufzeit, dem Volumen etc. unterscheiden. Erst wenn eine Absicherung durch Gegengeschäfte nicht möglich ist, wird das ungedeckte Portfoliorisiko unter Berücksichtigung des verfolgten Risikoprofils gegebenenfalls durch den Einsatz gezielter Sicherungsinstrumente abgesichert. Die firmeninterne Verwaltung erfolgt i. d. R. durch eigenständige und eigenverantwortliche Profit-Center.

b) Handelsrechtliche Anforderungen und Zulässigkeit

Bisher ist es umstritten, inwieweit Portfolio-Hedges auch für Industrie- und Handelsunternehmen handelsrechtlich zulässig sind. Gegen eine generelle Zulässigkeit von Portfolio-Bewertungseinheiten lässt sich anführen, dass dem Portfolio keine gezielte Absicherungsstrategie zugrunde liegt, sondern qua Absicherungsvermutung eine eher zufällige

¹⁴⁷ Vgl. TÖNNIES, M./SCHIERSMANN, B. (1997), S. 756; ANSTETT, C. W./HUSMANN, R. (1998), S. 1530.

¹⁴⁸ Vgl. NEUB, A. (1998), S. 138.

¹⁴⁹ Vgl. HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997): S. 153.

¹⁵⁰ Vgl. STEINER, M./TEBROKE, H. J./WALLMEIER, M. (1995), S. 538 f.

¹⁵¹ Vgl. ANSTETT, C. W./HUSMANN, R. (1998), S. 1530.

kompensatorische Wirkung im Portfolio hergestellt wird.¹⁵² Auch die häufig erfolgende Verknüpfung der bei einer Absicherungsstrategie eigentlich im Vordergrund stehenden Risikokompensation mit der Zielsetzung der Generierung von Zusatzerträgen deutet auf eine eher spekulative Funktionalität des Portfolio-Hedgings hin.¹⁵³ Es ist daher auch fragwürdig, inwieweit bei einer Portfolio-Bildung überhaupt von einer Absicherungs- bzw. Hedging-Strategie gesprochen werden kann.¹⁵⁴ Darüber hinaus lässt sich gegen eine Portfolio-Bewertung noch der hohe Ermessensspielraum des Bilanzierenden nennen, da der Zeitpunkt der Zuordnung einzelner Geschäfte zum Portfolio willkürlich durch den Bilanzierenden erfolgen kann.¹⁵⁵ Ferner lassen sich alle oben im Zusammenhang von Macro-Hedges angeführten Argumente auch gegen eine Portfolio-Bewertung anführen.¹⁵⁶ Der spekulative Charakter und die mangelnde intersubjektive Nachprüfbarkeit eines Portfolio-Hedges würden daher gegen die GoB verstoßen und somit handelsrechtlich unzulässig sein.¹⁵⁷ Darüber hinaus ist die im Rahmen der Bewertungseinheit zwingend erfolgende Zuordnung des Verlustausgleichs auf die einzelnen Portfolio-Positionen auch aus finanzwirtschaftlicher Sicht nicht wünschenswert, da hier nicht auf die einzelnen Geschäfte abgestellt wird, sondern ausschließlich der Saldo des Gesamtportfolios als Bezugsgröße für den Hedge-Erfolg herangezogen wird. Eine Zuordnung der Kursgewinne auf die Einzelpositionen mit Kursverlusten steht somit auch einer finanzwirtschaftlichen Portfolio-Betrachtung entgegen.

Obwohl die Portfolio-Bewertung in weiten Teilen der Literatur für handelsrechtlich unzulässig erachtet wird, mehren sich in jüngerer Zeit die Befürworter einer handelsrechtlichen Zulässigkeit des Portfolio-Ansatzes. Hiernach sei eine Portfolio-Bewertung de lege lata zulässig, sofern gewisse Voraussetzungen erfüllt sind.¹⁵⁸ Neben den allgemeinen, für jede Kompensationsebene geltenden Anforderungen wird bei Portfolio-Hedges darüber hinaus noch ein unabhängiges Risikomanagement gefordert.¹⁵⁹ Es soll dem Risikomanagement obliegen, die Sicherungsstrategie des Unternehmens umzuset-

¹⁵² Vgl. ELKART, W. (1996), S. 77; STEINER, M. (1995), S. 235; HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997), S. 153.

¹⁵³ Vgl. MENNINGER, J. (1993), S. 147; HÄUSELMANN, H./WIESENBART, T. (1990a), S. 642.

¹⁵⁴ Vgl. STEINER, M./TEBROKE, H. J./WALLMEIER, M. (1995), S. 539.

¹⁵⁵ Vgl. HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997), S. 154.

¹⁵⁶ Vgl. oben Abschnitt 3.2.5.2 d), S. 80.

¹⁵⁷ Vgl. HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997), S. 154. Andererseits betonen STEINER, M./TEBROKE, H. J./WALLMEIER, M. gerade die intersubjektive Nachprüfbarkeit einer Portfolio-Bewertung, ohne diesen Gedanken jedoch näher zu begründen. Vgl. STEINER, M./TEBROKE, H. J./WALLMEIER, M. (1995), S. 539.

¹⁵⁸ Vgl. u. a. SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (Hrsg.) (1997), S. 639 ff.

¹⁵⁹ Vgl. ELKART, W. (1995), S. 384.

zen und zu überwachen. Ferner wird von der Portfoliostruktur verlangt, dass sie zur dauerhaften Limitierung offener Positionen geeignet ist.¹⁶⁰ Die Hedging-Strategie ist vom Risikomanagement als solche schriftlich zu formulieren und der Wille zur dauerhaften Risikovermeidung muss erkennbar sein.¹⁶¹ Darüber hinaus sollten nur solche Positionen des Portfolios berücksichtigt werden, für die ausreichend liquide Märkte existieren, da eine laufende und zeitnahe Marktbewertung der Instrumente möglich sein muss, um einen Risikoausgleich bei Marktwertänderungen überhaupt mess- und kontrollierbar zu machen. Das Portfolio muss außerdem einmalig und eindeutig in seiner Zusammensetzung definiert werden. Weiter wird die Beachtung einer vorgegebenen *hedge ratio* über den Zeitablauf gefordert.¹⁶² Eine gebildete Portfolio-Bewertungseinheit darf darüber hinaus nicht mehr aufgelöst werden.¹⁶³ Die Anpassung der *hedge ratio* kann daher nur durch Umschichtungen innerhalb der Bewertungseinheit erfolgen, wobei eine hierbei auftretende Volumenänderung des Portfolios als zulässig erachtet wird. Nicht zulässig sei jedoch die Ausweitung der Risikoposition des gebildeten Portfolios.¹⁶⁴ Inwieweit diese Kriterien dazu geeignet sind, den sich bei Portfolio-Bewertungseinheiten ergebenden bilanzpolitischen Spielraum und damit eine zweckgerichtete und willkürliche handelsrechtliche Abbildung von Absicherungszusammenhängen einzuschränken, erscheint zumindest zweifelhaft.¹⁶⁵

Neben der generellen Zulässigkeit von Portfolio-Hedges stellt sich darüber hinaus die Frage, für welche Portfolio-Ansätze überhaupt eine bilanzielle Berücksichtigung in Betracht kommt.¹⁶⁶ Relativ unproblematisch stellt sich die Berücksichtigung des engen Portfolio-Ansatzes dar. Für gleichartige Geschäfte mit einer hohen positiven Korrelation kann nach § 256 Satz 2 i. V. m. § 240 IV HGB einer Gruppenbewertung erfolgen. Die Berücksichtigung nahezu vollständig negativ korrelierter Portfolios wird aufgrund der hohen Sicherheit des Risikoausgleichs durch die kompensatorische Wirkung der Geschäfte hier als zulässig erachtet.¹⁶⁷ Rechtliche Bedenken treten jedoch beim mittleren und weiten Portfolio-Ansatz auf.¹⁶⁸ Der mittlere Portfolio-Ansatz beinhaltet zwar als Abgrenzungskriterium die Identität der Basiswerte, diese sagt jedoch für sich nichts

¹⁶⁰ Vgl. SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (Hrsg.) (1997), S. 639.

¹⁶¹ Vgl. ELKART, W. (1995), S. 384 und PRAHL, R./NAUMANN, T. K. (1991), S. 735.

¹⁶² Vgl. PRAHL, R./NAUMANN, T. K. (1992), S. 716.

¹⁶³ Vgl. PRAHL, R./NAUMANN, T. K. (1994), S. 6.

¹⁶⁴ Vgl. PRAHL, R./NAUMANN, T. K. (1994), S. 6.

¹⁶⁵ Vgl. HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997), S. 154.

¹⁶⁶ Vgl. HOMÖLLE, S./PFINGSTEN, A./SPETH, M. (1997), S. 624.

¹⁶⁷ Vgl. STEINER, M./TEBROKE, H. J./WALLMEIER, M. (1995), S. 538 f.

¹⁶⁸ Vgl. STEINER, M./TEBROKE, H. J./WALLMEIER, M. (1995), S. 539.

über die rechtliche Gestaltung der jeweiligen Geschäfte aus. Die kompensatorische Wirkung der in ihren jeweiligen Produktmerkmalen zum Teil stark divergierenden Einzelgeschäfte ist somit häufig nicht gewährleistet. Noch unkonkreter ist die Abstimmung auf eine Ausgleichsvermutung verschiedener Geschäfte, wie sie dem weiten Portfolio-Ansatz zugrunde liegt. In weiten Teilen wird daher der weite und häufig auch der mittlere Portfolio-Ansatz für handelsrechtlich unzulässig erachtet.¹⁶⁹ Dennoch wird im Schrifttum vereinzelt von einer generellen Zulässigkeit von Portfolio-Hedges bei Vorliegen der oben genannten Kriterien ausgegangen.¹⁷⁰

c) Darstellung der Portfolio-Bewertung anhand eines Beispiels

Die Portfolio-Bewertung soll anhand des Basisbeispiels dargestellt werden.¹⁷¹ Grundsätzlich kommt für die Abbildung des Portfolio-Ansatzes aufgrund des dynamischen Charakters der Sicherungsstrategie nur eine marktwertorientierte Bewertung der einbezogenen Positionen in Betracht. Eine Festwertbilanzierung ist aufgrund der sich stets wandelnden Zusammensetzung des Portfolios und der damit verbundenen Varianz des Sicherungskurses ausgeschlossen.

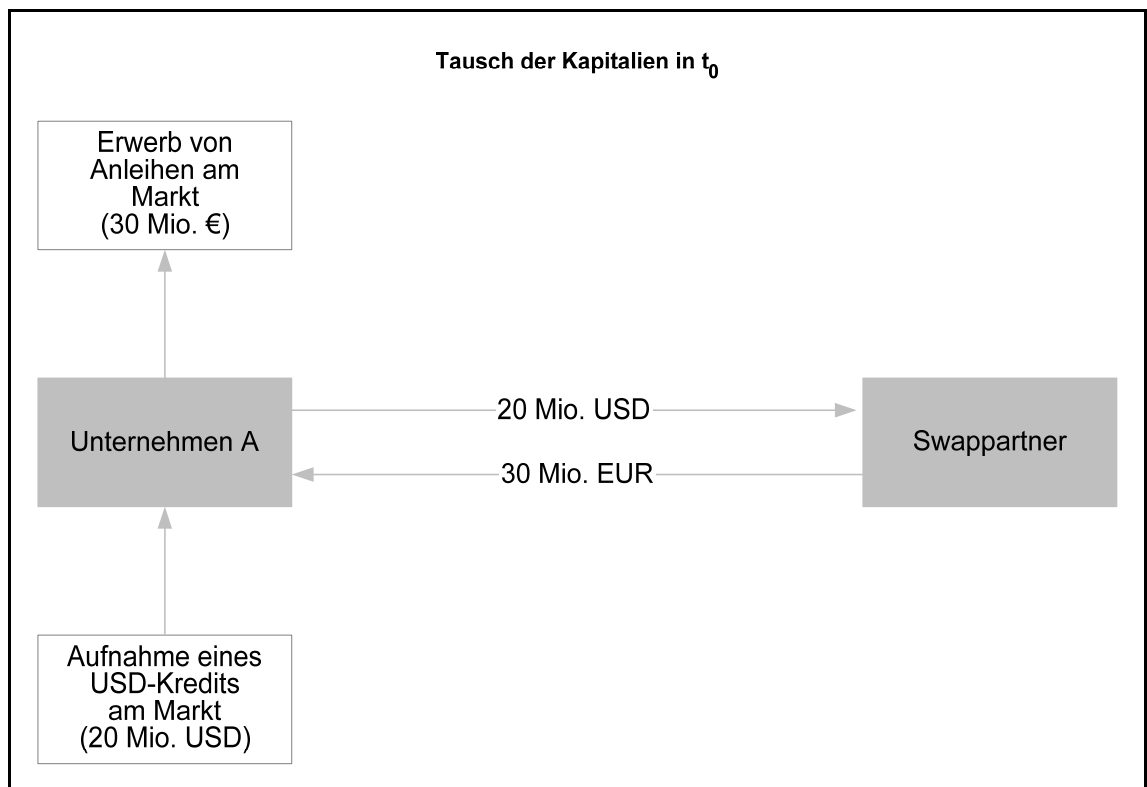
Im Wesentlichen unterscheidet sich die Bilanzierung eines Portfolio-Hedges nicht von der eines Macro-Hedges. Ein Portfolio-Hedge geht lediglich von anderen finanzwirtschaftlichen Annahmen aus und würde dementsprechend das Risiko-Exposure des Unternehmens nicht durch den Erwerb von Sicherungsinstrumenten absichern, sondern vielmehr die Risiken durch Gegengeschäfte aufheben oder an Dritte veräußern. Für das Beispiel bedeutet dies, dass der Währungsüberhang nicht durch Verkaufsoptionen, sondern durch ein Gegengeschäft auf der Passivseite kompensiert werden würde. Dabei müsste das Geschäftsvolumen in etwa dem Dollarüberhang von 20 Mio. USD entsprechen. Im Beispiel nimmt das Unternehmen einen Dollarkredit über 20 Mio. USD auf und kompensiert so das Dollarkursrisiko. Die Kosten für die Aufnahme des Fremdwährungskredits belaufen sich auf 9% und können entweder als Kosten der Absicherung betrachtet oder durch Abschluss eines Anschlussgeschäfts weitergeben werden. Im Beispiel soll das Unternehmen die Fremdkapitalzinsen durch den Abschluss eines Währungsswapgeschäftes weitergeben. Das Swapgeschäft beinhaltet neben dem Tausch der

¹⁶⁹ Vgl. GLAUM, M. (1997), S. 1627.

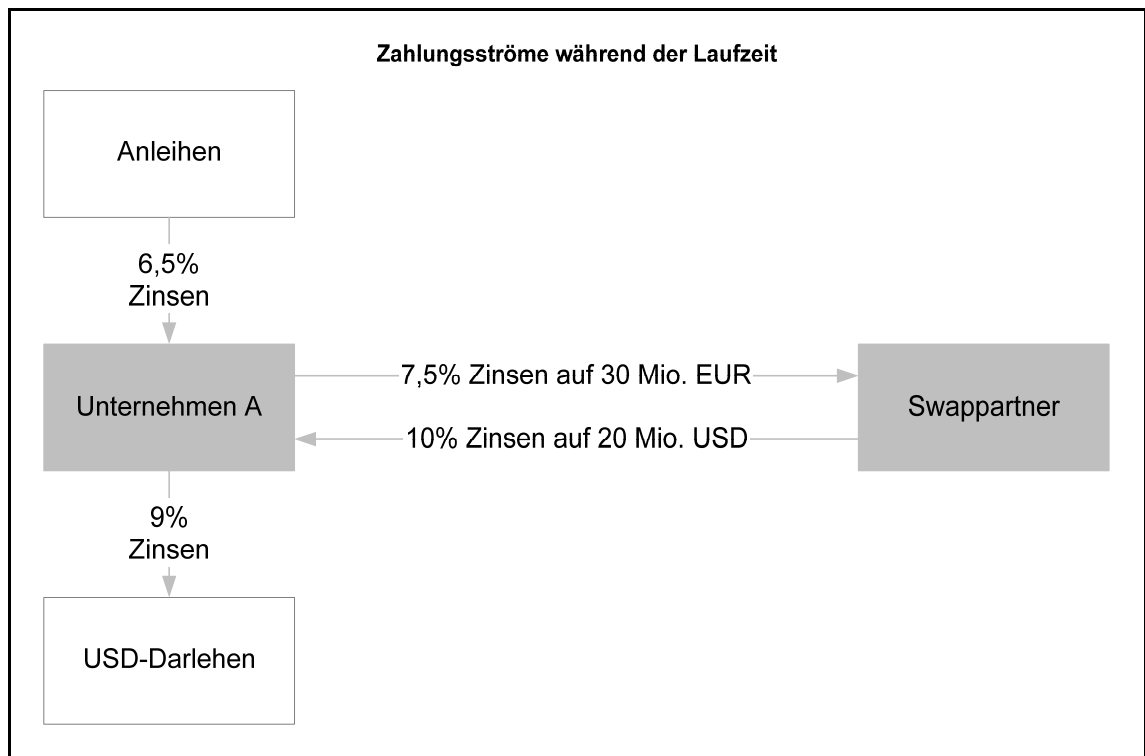
¹⁷⁰ SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (Hrsg.) (1997), S. 639.

¹⁷¹ Vgl. oben Abschnitt 3.2.5.1 c), S. 69.

Zahlungsströme für Zinsen auch den Tausch der Kapitalien. Die Kapitalien werden zum Stichtagskurs von 1:1,5 USD/€ getauscht. Der erhaltene Betrag von 30 Mio. € ist als Darlehen zu passivieren, während der geleistete Betrag in Höhe von 20 Mio. USD in Höhe des fixierten Umrechnungskurses als sonstiger Vermögensgegenstand zu aktivieren ist. Der Swapzins soll, da sich das Unternehmen billiger in den USA verschulden kann als der Swappartner, mit 10% höher als der Finanzierungszins sein. Die Zinszahlungen des Unternehmens auf den erhaltenen Euro-Betrag beträgt 7,5%. Da das Unternehmen eigentlich keinen Kredit braucht und die 20 Mio. USD nur als Sicherungsgeschäft aufgenommen hat, erwirbt es festverzinsliche Anleihen in Höhe des erhaltenen Betrags (30 Mio. €), die mit 6,5 % verzinst werden. In t_0 finden folgende Transaktionen statt:



Während der Laufzeit des Swaps liegen folgende Zahlungsströme vor:



Durch den Abschluss dieser Geschäfte hätte das Unternehmen das Dollarkursrisiko weitestgehend kompensiert. Einem Nettoertrag von 1% aus den USD Zahlungsströmen steht eine Nettobelastung von 1 % aus den Euro-Zahlungsströmen gegenüber. Zur Vereinfachung des Beispiels sollen das Restrisiko aus den Zahlungsströmen sowie die anderen Risiken im Rahmen des Unternehmensrisikos vom Unternehmen bewusst aus spekulativen Absichten eingegangen worden sein.¹⁷² Eine Absicherung erfolgt somit nicht.¹⁷³ Die Absicherung des Währungsportfolios schlägt sich somit wie folgt in der Bilanz nieder:

¹⁷² Das Risiko zukünftiger Zahlungsströme ließe sich hierbei problemlos durch Termingeschäfte absichern.

¹⁷³ Grundsätzlich wäre auch hier eine Absicherung über den Abschluss von Swap-Geschäften und/oder Finanzterminkontrakten realisierbar.

BILANZ ZUM 31.12.00				
AKTIVA		(in Mio. Euro)		PASSIVA
A. Anlagevermögen		A. Eigenkapital	90,00	
		Verlust aus Fremdwährungsgeschäften	-0,10	
I. Immaterielle Vermögensgegenstände	35,00			
II. Sachanlagen	47,00	B. Schuldverschreibungen	15,00	
III. Finanzanlagen				
1. Festverzinsliche Euro-Anleihe (6,5%)	30,00	C. Rückstellungen	25,00	
2. Festverzinsliche US-20 x 1,5	30,00			
3. Variabel verzinsliche Euro Anleihe (LIBC	10,00	D. Verbindlichkeiten		
		1. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen		
B. Umlaufvermögen		Euro	27,00	
		Dollar 10 x 1,5	15,00	
I. Vorräte	45,00	2. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten		
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände		Festverzinsliche Euro Anleihe	15,00	
Forderung aus Lieferung und Leistung		Festverzinslicher Dollarkredit zu 10%	45,00	
Euro	30,00	Festverzinslicher Dollarkredit zu 9%	30,00	
Dollar 10 x 1,5	15,00	3. Verbindlichkeiten aus LuL	26,00	
III. Wertpapiere				
Deutsche Bank Aktien	10,00	E. Rechnungsabgrenzungsposten	17,00	
Sun Microsystems 30 x 1,5	45,00			
iv. Flüssige Mittel	7,90			
Bilanzsumme	304,90	Bilanzsumme	304,90	

In der Folgeperiode soll das Euro/Dollar Verhältnis 1:1 betragen. Aufgrund der vollständigen Absicherung des Dollarrisikos verändert sich die Bilanz nicht. Lediglich in der GuV und dementsprechend im Jahresergebnis schlägt sich der veränderte Dollarkurs wegen der unterschiedlichen Zinssätze aus dem Swap-Geschäft nieder. Für die GuV ergeben sich die folgenden Marktwert- und Zinseffekte:

ERFOLGSWIRKSAME MARKTWERT- UND ZINSEFFEKTE				
SOLL		(in Mio. Euro)		HABEN
Zinszahlungen auf USD Kredit (9% auf 20 Mio. USD, Kurs 1	1,80	Zinszahlungen aus Swap-Geschäft (10% auf 20 Mio. USD, Kurs 1:1)	2,00	
Zinszahlungen auf erhaltenen Swapbetrag (7,5% Zinsen auf	2,25	Zinszahlungen aus emittierter Anleihe (6,5% auf 30 Mio	1,95	
		Verlust aus Fremdwährungsgeschäften	0,10	
	4,05		4,05	

d) Kritik am Konzept des Portfolio-Hedges

Aus bilanzieller Sicht gelten die bereits im Zusammenhang von Macro-Hedges angeführten Kritikpunkte auch für die Bewertung auf Portfolio-Ebene. Ebenso wie bei einem Macro-Hedge ist auch bei einem Portfolio-Hedge die praktische Umsetzung einer globalen Festwertbilanzierung mangels eines einheitlichen, genau definierten Sicherungskurses nicht möglich.¹⁷⁴ Die eingeschränkte Marktbewertung ist aufgrund des dynamischen Charakters des Portfolios ebenfalls nicht anwendbar. Auch hier ist eine Bilanzierung zu fortgeführten Anschaffungskosten nicht praktikabel. Darüber hinaus wird bei Portfolio-Hedges lediglich auf eine kompensatorische Wirkung innerhalb des Portfolios abgestellt. Somit kann ein sachkundiger Dritter den behaupteten sachlichen Zusammenhang zwischen den einzelnen Geschäften nicht ohne weiteres nachprüfen, da auf eine explizite Kennzeichnung und Zuordnung einzelner kompensatorischer Geschäfte verzichtet wird.¹⁷⁵

Ein Vorteil des Portfolio-Ansatz ist hingegen, dass die Sicherung von Portfolios am besten dem Gedanken eines modernen Riskomanagements entspricht. Neben der Problematik der bilanziellen Abbildung tritt hier allerdings noch, dass eine solche Sicherungsstrategie sehr hohe Anforderung an das interne Risikomanagement stellt. Auch der Erfolg der bisherigen Ansätze, den bilanzpolitischen Spielraum bei Portfolio-Hedges durch standardisierte Kriterien einzuschränken, erscheint fraglich, obliegen doch sowohl die dokumentierte Sicherungs- als auch die Durchhalteabsicht der unternehmerischen Disposition. Darüber hinaus weichen Portfolio-Hedges je nach den ihnen zugrunde liegenden Abgrenzungskriterien stark voneinander ab. Selbst wenn zwei Unternehmen einen Portfolio-Ansatz als Kompensationsebene wählen, kann dies im Ergebnis zu handelsrechtlich stark divergierenden Ansätzen führen, so dass von einer Vergleichbarkeit der Jahresabschlüsse bzgl. der Bewertung und Abbildung von Sicherungszusammenhängen nicht auszugehen ist.

¹⁷⁴ Im Beispiel konnte aufgrund der Prämissen von einem einheitlichen Sicherungskurs ausgegangen werden. Schwierigkeiten treten erst bei dynamischen Bewegungen auf.

¹⁷⁵ Vgl. HERZIGN, N., MAURITZ, P. (1997), S. 154.

3.2.6. Fazit

Die bisher dargestellten kompensatorischen Bewertungsmodelle sind nicht dazu geeignet, komplexeren und vor allem dynamischen Sicherungsstrategien Rechnung zu tragen. Vor allem der Versuch, komplexe Sicherungsstrategien handelsrechtlich darzustellen und in der Bilanz durch kompensatorische Bewertungsmodelle abzubilden, ist zum Scheitern verurteilt. Die unternehmerische Dispositionsfreiheit in Verbindung mit der extern ohnehin kaum nachvollziehbaren Sicherungsstrategie eines Unternehmens führt dazu, dass dem Bilanzierenden ein weitreichendes bilanzpolitisches Instrumentarium zur Verfügung gestellt wird. Hierbei sind die diskutierten Voraussetzungen an die handelsrechtliche Zulässigkeit von Bewertungseinheiten nicht geeignet, diesen Spielraum nachhaltig einzuschränken. Weiterhin stellt sich auf Macro- und Portfolio-Ebene die Abgrenzung realisierter Erfolge als schier unüberwindbares Problem dar. Die Festwertmethode verlangt zwingend nach einem genau konkretisierten Sicherungsgeschäft, das nahezu vollständig negativ zum Grundgeschäft korreliert ist. Nur so kann ein eindeutiger Sicherungskurs konkretisiert und über den Zeitablauf beibehalten werden. Die globale Festwertbilanzierung findet folglich ihren einzigen Anwendungsbereich in einer statischen Micro-Hedge Strategie. Die eingeschränkte Marktbewertung trägt zwar den grundlegenden Rechnungslegungsprinzipien Rechnung, führt jedoch zu extern nicht nachvollziehbaren Ansätzen und ist ebenfalls bei dynamischen Sicherungsstrategien auf Macro- und Portfolio-Ebene aufgrund einer mangelnden eindeutigen Zuordnung der Erfolgsbeiträge in praxi nicht realisierbar. Hier wird insbesondere die auf Micro-Hedge-Ebene mögliche Zuordnungsentscheidung durch eine organisatorische Regelung substituiert. Die anfallenden Zahlungen weisen somit keinen Bezug zu einzelnen im Bestand verbleibenden Instrumenten auf. Der Versuch, die fortgeführten Anschaffungskosten der Portfoliositionen zu bestimmen, führt somit regelmäßig zu einem Verstoß gegen das handelsrechtliche Bestimmtheitsgebot. Mangels der Möglichkeit einer eindeutigen Zuordnung der durch die Umschichtungsmaßnahmen realisierten Erfolgsbeiträge ist eine nachvollziehbare und praktikable Bewertung von weiten Bewertungseinheiten nicht möglich. Alle bisher dargestellten kompensatorischen Bewertungsmodelle sind nicht geeignet, die Kompensationsproblematik nachhaltig zu lösen.¹⁷⁶

¹⁷⁶ Zu dem gleichen Schluss kommen u. a. HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997a), S. 2, HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997), S. 141 ff.; PRAHL, R./NAUMANN, T. K. (1994), S. 7.

Der Erfolg, durch handelsrechtliche Vorschriften zu objektiven und extern nachvollziehbaren Abgrenzungskriterien für Sicherungszusammenhänge zu gelangen, erscheint fraglich. Immer modernere und vor allem komplexere Finanzinstrumente würden laufend neue handelsrechtliche Regelungen erfordern. Eine objektive Darstellung der kompensatorischen Effekte zwischen den einzelnen Sicherungszusammenhängen kann zwingend nur durch eine Marktbewertung sämtlicher Finanzinstrumente erfolgen.¹⁷⁷ In jüngerer Zeit zeichnet sich daher auch in der wissenschaftlichen Diskussion zunehmend eine Orientierung an der international bevorzugten *Mark-to-Market-* resp. *Mark-to-Fair-Value-*Methode ab.

3.3. Mark-to-Fair-Value-Bewertung

3.3.1. Funktionsweise

Die *Mark-to-Fair-Value-*Bewertung geht von einer Marktbewertung sämtlicher originärer und derivativer Finanzinstrumente aus.¹⁷⁸ Die Bewertung der jeweiligen originären und derivativen Finanzinstrumente erfolgt zum Marktwert, sofern dieser nicht durch einen zu engen oder illiquiden Markt verzerrt wird. Existiert für das jeweilige Finanzinstrument nur ein enger und damit illiquider Markt oder wird es gar nicht am Markt gehandelt, so tritt an die Stelle des Marktwertes ein aus den zukünftigen Ein- und Auszahlungen ermittelter *fair value*.¹⁷⁹ Darüber hinaus ist es denkbar, die gängigen finanzmathematischen Bewertungsmodelle zur Bestimmung des *fair value* heranzuziehen.¹⁸⁰ Eine Bewertung zum *fair value* kann regelmäßig zu Bilanzansätzen oberhalb der Anschaffungskosten resp. auf der Passivseite zu Ansätzen unterhalb des Rückzahlungsbetrages führen. Ferner wird eine durchgebuchte *Mark-to-Fair-Value-*Bewertung ergebniswirksam, so dass sich die kompensierenden Gewinne und Verluste aus erfolgten Marktwertänderungen unmittelbar in der GuV ausgleichen. Nettoverluste aus Marktwertänderungen werden ebenso erfolgswirksam wie Nettogewinne. Das kompensatori-

¹⁷⁷ Vgl. auch PRAHL, R./NAUMANN, T. K. (1994), S. 7.

¹⁷⁸ Der hier dargestellte Ansatz geht von einer Marktbewertung in „Reinform“ aus. Je nach Rechnungslegungskreis werden allerdings verschiedene Einschränkungen bei der Marktbewertung vorgenommen. Weder IAS 39 noch FAS 133 sehen bisher einen Ansatz sämtlicher Finanzinstrumente zum *fair value* vor. Finalziel des IAS 39 und FAS 133 ist aber mit großer Sicherheit die Bewertung sämtlicher Finanzinstrumente zum *fair value*.

¹⁷⁹ Der Begriff des *fair values* wird in FAS 125.42 ff. definiert. Hiernach wird unter *fair value* der Wert verstanden, zu dem zwei erfahrene und interessierte Vertragspartner „*at arms length*“ einen *asset* tauschen bzw. eine *liability* begleichen würden.

¹⁸⁰ Bisher lässt allerdings nur IAS 39 eine Modellbewertung zu.

sche Prinzip wird folglich nicht in der Bilanz über eine Bewertungseinheit sondern in der GuV realisiert. Eine intrabilanzielle Verrechnung der Gewinne und Verluste innerhalb der abgegrenzten Bewertungseinheit erfolgt nicht. Die Designation und Abgrenzung einer Bewertungseinheit als Micro-, Macro- oder Portfolio-Hedge erübrigt sich.

3.3.2. Zeitwerte in der Bilanz und GuV

Die *Mark-to-Fair-Value*-Methode ist unter handelsrechtlichen Gesichtspunkten problematisch, da sie prima facie gegen nahezu jedes Bilanzierungsprinzip verstößt.¹⁸¹ Eine strikte Marktbewertung verstößt gegen das Realisationsprinzip, das Anschaffungskostenprinzip, das Höchstwertprinzip resp. Niederstwertprinzip und damit im Endergebnis auch gegen das Vorsichts- und Gläubigerschutzprinzip. Die Darstellung der diskutierten kompensatorischen Bewertungsmodelle hat gezeigt, dass sie nicht geeignet sind, komplexere und vor allem dynamische Sicherungsstrategien treffend in der Bilanz abzubilden. Darüber hinaus führt die unternehmerische Entscheidungsfreiheit zu einem faktischen Wahlrecht, wann Sicherungszusammenhänge aufgelöst werden und die anfallenden Erfolgsbeiträge erfolgswirksam werden. Die diskutierten handelsrechtlichen Anforderungen sind nicht geeignet, die Dispositionsfreiheit einzuschränken. Die bisherige Diskussion kann sich somit nur in zwei Richtungen entwickeln: entweder werden sämtliche Sicherungszusammenhänge ignoriert und finden somit in der Bilanz und GuV keinen Niederschlag oder das bisherige Verständnis grundlegender deutscher Rechnungslegungsprinzipien wird überdacht und der internationalen Tendenz zur markt- und zukunftsorientierten Bilanzierung angepasst.

Eine strikte Einzelbewertung ist aufgrund des Volumens derivativer Finanzinstrumente inzwischen nicht mehr denkbar. Der Informationsgehalt eines nach deutschen Rechnungslegungsnormen erstellten Abschlusses wäre äußerst gering und mit IFRS oder US-GAAP Abschlüssen nicht vergleichbar. Eine direkte Übernahme der in FAS 133 und IAS 39 vorgeschriebene Marktbewertung in die deutsche Bilanzierungspraxis ist hingegen weder wünschenswert noch steht eine solche Marktbewertung mit den deutschen Rechtsvorschriften im Einklang. Dies geht vor allem auf die unterschiedlichen Prämissen zurück, die den jeweiligen Rechnungslegungsnormen zugrunde liegen. In Deutschland wird das Gläubigerschutzprinzip als dominierendes Jahresabschlussziel angese-

¹⁸¹ Vgl. hierzu und den folgenden Ausführungen auch COENENBERG, A. G. (2005), S. 272.

hen.¹⁸² Dem steht in der internationalen und US-amerikanischen Rechnungslegung die Bereitstellung anlegerorientierter Informationen als primäres Jahresabschlussziel gegenüber.¹⁸³ Es ist abzuwägen, ob eine Marktbewertung, die zwar gegen das Gläubigerschutzprinzip verstößt, nicht aufgrund des aktuelleren Zahlenmaterials auch für den Gläubiger transparenzerhöhend ist und somit im Ergebnis bessere Informationen über die Lage des Unternehmens bereitstellt. Hierzu ist zunächst auf die Auswirkungen einer *Mark-to-Fair-Value*-Bewertung einzugehen.

Der Ansatz von Marktwerten hat zwei Auswirkungen: einerseits werden Marktwerte in der Bilanz ausgewiesen, andererseits ist der Ansatz zu Marktwerten unmittelbar ergebniswirksam und tangiert damit direkt die GuV. Es ist zu untersuchen, inwieweit die Marktbewertung zu einem Verstoß gegen das Gläubigerschutzprinzip in der Bilanz und/oder der GuV führt. Der Ansatz bestimmter Positionen zu Marktwerten in der Bilanz führt zu einer zeitnahen Bewertung der Vermögenslage des Unternehmens. Stille Reserven werden unmittelbar aufgedeckt. Eine Verzerrung der Erfolgslage der Unternehmung wird erschwert. Durch die Erfassung sämtlicher originärer und derivativer Finanzinstrumente zu Zeitwerten wird das aktuelle Schuldendeckungspotential der Unternehmung besser in der Bilanz abgebildet.¹⁸⁴ Insoweit zeigen Zeitwerte besser auf, inwieweit die bestehenden Vermögensgegenstände zur Deckung der Schulden ausreichen bzw. in welchem Ausmaß das Unternehmen fähig ist, unerwartete Verluste durch Eigenkapital abzufangen. Marktwerte in der Bilanz sind somit sowohl für Anleger als auch für Gläubiger transparenzerhöhend und grundsätzlich zu befürworten. Es ist jedoch zu beachten, dass Zuschreibungen bei derivativen Finanzinstrumenten häufig nur flüchtiger Natur sind, da die Volatilität der Marktpreise dieser Positionen ausgesprochen hoch ist. Das auf Marktwertbasis ermittelte Schuldendeckungspotential stellt somit für Kreditentscheidungen nur eine wenig aussagefähige Momentaufnahme der Vermögenslage dar.¹⁸⁵ Darüber hinaus haben Zeitwerte den Nachteil, dass die Bilanz quasi mit dem Markt „atmet“ und damit ausgesprochen anfällig für Marktbewegungen wird. Da unterschiedliche Marktrisiken unterschiedlich auf die einzelnen Bilanzpositionen wirken, kommt es darüber hinaus zu einer Verzerrung der Bilanzkennzahlen. Ein Zeitvergleich

¹⁸² Vgl. BEISSE, H. (1993), S. 83; MOXTER, A. (1976), S. 416.

¹⁸³ Obwohl nach h.M. der Gläubigerschutzgedanke das primäre Jahresabschlussziel ist, wird vereinzelt durchaus von einer Gleichwertigkeit der Informations- und Kapitalerhaltungsfunktion (Gläubigerschutz) ausgegangen. Vgl. BAETGE, J. (1996), S. 54 ff.

¹⁸⁴ Bei einer Zeitbewertung der gesamten Bilanz wäre das Schuldendeckungspotential unmittelbar aus der Bilanz entnehmbar. Für eine Zeitbewertung aller Bilanzpositionen plädiert SIEGEL, T. (1998), S. 593 ff.

¹⁸⁵ Vgl. SIEGEL, T. (1998), S. 593 f.

der generierten Daten aus der Bilanzanalyse würde aufgrund der Bewertungsverzerrungen nur eingeschränkt Aussagen über die Unternehmensentwicklung erlauben.

Die eigentliche Problematik der Marktbewertung liegt jedoch in ihrer Ergebniswirksamkeit. Der handelsrechtliche Abschluss dient unter anderem der Ermittlung des ausschüttungsfähigen Gewinns. Dies trifft auf einen US-GAAP Abschluss i. d. R. nicht zu. Somit kommt den Ergebnisauswirkungen einer durchgebuchten *Mark-to-Fair-Value*-Bewertung in einem US-GAAP Abschluss nahezu keine Bedeutung zu.¹⁸⁶ Hier wird der ausschüttungsfähige Gewinn in einer separaten Nebenrechnung nach dem *Model Business Corporation Act* (MBCA) oder dem *Revised Model Business Corporation Act* (RMBCA) ermittelt. Dabei kann der ausschüttungsfähige Gewinn durchaus anhand von Marktwerten ermittelt werden.¹⁸⁷ Unternehmensgläubiger schließen aber – mit gutem Grund - die Zulässigkeit der Ausschüttung unrealisierter Gewinne regelmäßig in so genannten *corporate indentures* aus. Somit erfolgt die Ermittlung des ausschüttungsfähigen Gewinns auch hier unter Berücksichtigung einer imparitätischen Zeitbewertung, die den deutschen GoB durchaus ähnelt.¹⁸⁸ Es erscheint nun wenig sinnvoll, in Deutschland ebenfalls Ergebnisauswirkungen aus der Marktbewertung als ausschüttungsfähig zu deklarieren, nur um den sich hieran anschließenden Regelungsbedarf an die Gläubiger weiterzugeben.¹⁸⁹ Vielmehr sollte die Legislative weiterhin Ausschüttungsbegrenzungen in die gesetzlichen Regelungen integrieren. Ein Ansatz zur Marktbewertung nach Handelsrecht müsste somit von einer bilanzwirksamen Marktbewertung ausgehen, gleichzeitig jedoch die Ausschüttungsbemessungsgrundlage dahingehend modifizieren, dass weiterhin unrealisierte Bewertungsgewinne nicht ausgeschüttet werden. Gegen eine Ausschüttung unrealisierter Bewertungsgewinne spricht – unabhängig vom Rechnungslegungskreis – die Gefahr der Illiquidität des Unternehmens. Bewertungsgewinne aus Finanzinstrumenten werden häufig als „quasi sicher“ eingestuft, da ihre Wiedergeldwerdung jederzeit durch eine Transaktion am Markt gewährleistet werden kann. Ein solche Einordnung berücksichtigt jedoch nicht, dass die theoretischen Gewinne zwar zum Zeitpunkt der Bilanzierung bestehen und wahrscheinlich auch am Markt realisiert werden könnten, de facto aber nun einmal nicht realisiert worden sind. Damit verbleibt das Risiko des Finanzinstruments beim Unternehmen. Solange aber die Risiken aus dem Vertragsverhältnis bestehen, können sich die Bewertungsgewinne binnen kürzester Zeit

¹⁸⁶ Vgl. SCHILDBACH, T. (1998), S. 583

¹⁸⁷ Vgl. SCHILDBACH, T. (1998), S. 584

¹⁸⁸ Vgl. SCHILDBACH, T. (1998), S. 584

¹⁸⁹ Vgl. hierzu auch SIEGEL, T. (1998), S. 594.

in Verluste verwandeln. Ein latenter Rückzahlungsanspruch besteht. Wurden diese angeblich „quasi sicheren“ Gewinne ausgeschüttet, kann es in der Folgeperiode durchaus zur Überschuldung des Unternehmens oder zu Liquiditätsengpässen kommen. Darüber hinaus ist die Einordnung von Bewertungsgewinnen aus Finanzinstrumenten als „quasi sicher“ nicht unproblematisch, da in diesem Fall die Erfolgsabgrenzung der Bewertungsgewinne als eine Beschneidung berechtigter Ausschüttungsinteressen interpretiert werden müsste.

Weiter stellt sich die Frage, welche Bilanzpositionen in eine Marktbewertung einbezogen werden sollten. Sowohl IAS 39 als auch FAS 133 sehen eine Modellbewertung nicht am Markt gehandelter Finanzinstrumente vor. Obwohl innerhalb der FAS nach wie vor hiervon Finanzinstrumente ausgenommen sind, für die der *fair value* nicht zuverlässig ermittelt werden kann, so hat das Board diese Regelung bewußt nicht in FAS 133 sondern in FAS 107 aufgenommen, da es davon ausgeht, dass ein zuverlässiges Risikomanagement in der Lage sein sollte, auf Basis von Bewertungsmodellen diese Wertansätze zu ermitteln.¹⁹⁰ Es erscheint zumindest auch fraglich, wie ein Risikomanagement überwacht werden kann, wenn es nicht bewertbare Finanzinstrumente einsetzt. FAS 133 sieht daher ebenso wie IAS 39 für OTC-Instrumente den Einsatz einschlägiger finanztheoretischer Bewertungsmodelle zur Ermittlung des *fair value* vor. Allerdings ist zu beachten, dass Modellpreise wesentlich von den unterstellten Parameterwerten abhängen. Damit werden Modellpreise i. d. R. nicht den bisher in Deutschland gültigen strengen Objektivierungserfordernissen der Bilanzierung entsprechen. Um die Objektivierung der Wertansätze zu gewährleisten, muss wenigstens für die im Modell verwendeten Parameter (Zinsen etc.) ein Marktwert existieren. Darüber hinaus ist auch heute schon der theoretische Marktwert eines OTC-Geschäfts anhand finanzmathematischer Bewertungsmodelle zu ermitteln, um den beizulegenden Wert zu bestimmen. Nur durch einen Vergleich der Anschaffungskosten der Position mit ihrem beizulegenden Wert kann schließlich ein etwaiger Abschreibungs- resp. Zuschreibungsbedarf ermittelt werden.

¹⁹⁰ Vgl. FAS 107.10 und .15.

3.3.3. Die Umsetzung der Mark-to-Fair-Value-Bewertung in deutschen Jahresabschlüssen

Die Integration eines marktwertorientierten Bewertungsansatzes in Deutschland erfordert zwingend den Ansatz sämtlicher Finanzinstrumente zum beizulegenden Wert bzw. dem *fair value*.¹⁹¹ Der Einwand, für nicht am Markt gehandelte Finanzinstrumente seien die Bewertungsmaßstäbe nicht ausreichend transparent, kann durch eine ausreichende Dokumentation der zugrunde liegenden Prämissen und eine eingehende Überprüfung der Darstellungen durch den Wirtschaftsprüfer behoben werden. Darüber hinaus bestünde ohne die einheitliche Marktbewertung sämtlicher Finanzinstrumente erneut ein Wahlrecht zwischen der Marktbewertung und der Bewertung zu Anschaffungskosten, da der Bilanzierende durch Wahl des Finanzinstruments (OTC oder Markt) die jeweilige Bewertungsmethode bestimmen könnte.

Eine Marktbewertung von Finanzinstrumenten führt regelmäßig zu einem Verstoß gegen das Anschaffungskosten- bzw. das Höchstwertprinzip. Eine Durchbrechung des Anschaffungskostenprinzips zugunsten der Marktbewertung ließe sich mit dem Grad der Liquidierbarkeit finanzwirtschaftlicher Positionen rechtfertigen. Finanzinstrumente lassen sich i. d. R. am Markt veräußern resp. glattstellen.¹⁹² Auch originäre Positionen wie z. B. Forderungen lassen sich am Markt problemlos forfaitieren.¹⁹³ Marktwerte spiegeln somit die finanzwirtschaftlich korrekte Bewertung wider und ermöglichen den in § 264 Abs. 2 HGB geforderten Einblick in die Vermögens- und Ertragslage. Problematisch ist eine Marktbewertung passivischer Finanzinstrumente, wenn sie zu einem Verstoß gegen den in § 253 Abs. 1 Satz 2 HGB vorgesehenen Ansatz der Passivposition in Höhe des Rückzahlungsbetrages führt. Dabei wird der Rückzahlungsbetrag allgemein als der Betrag verstanden, der notwendig ist, um sich einer Verbindlichkeit zu entledigen.¹⁹⁴ Die Marktbewertung passivischer Finanzinstrumente geht von einer Abzinsung des Erfüllungsbetrages auf den Bilanzstichtag aus, sofern für das Finanzinstrument kein

¹⁹¹ Vgl. HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997a), S. 5.

¹⁹² COENENBERG, A. G. (2003), S. 246 f.

¹⁹³ Weitere Beispiele zur „Wiedergeldwerdung“ finden sich bei HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997a), S. 6 f.

¹⁹⁴ Vgl. JACOBS, O.H. (1988), S. 238.

Marktwert existiert.¹⁹⁵ Die Abzinsung des Erfüllungsbetrages wird hierbei bereits vereinzelt als *de lege lata* zulässig erachtet.¹⁹⁶

Das Vorsichtsprinzip verbietet jedoch vor allem die erfolgswirksame Berücksichtigung unrealisierter, nicht disponibler Ergebnisbeiträge.¹⁹⁷ Nettoverluste aus ineffektiven Hedges müssen nach dem Imparitätsprinzip unmittelbar erfolgswirksam berücksichtigt werden. Ein Nettogewinn darf hingegen nach dem Realisationsprinzip nicht erfolgswirksam eingebucht und damit in die Ausschüttungsbemessungsgrundlage eingehen. Tritt innerhalb der marktbewerteten Positionen als Saldo ein Nettogewinn auf, so ist dieser durch die Bildung einer Rückstellung für ungewisse Verbindlichkeiten zu neutralisieren.¹⁹⁸ Der abgegrenzte Nettogewinn errechnet sich hierbei aus einer Vielzahl von unterschiedlichen Bewertungsgewinnen und –verlusten. Wird ein Finanzinstrument veräußert, so wird der Aktiv- oder Passivposten in Höhe seines bilanzierten Marktwertes ausgebucht. Der Erfolg aus der Position entfällt aus dem intrabilanziellen Sicherungszusammenhang und wird ergebniswirksam. Dementsprechend wird sich auch der Nettogewinn oder –verlust der Gesamtposition verändern. Die gebildete Rückstellung für drohende Verluste oder ungewisse Verbindlichkeiten ist anzupassen.

Ein weiterer Vorschlag zur Modifikation der Ausschüttungsbemessungsgrundlage besteht in der Ermittlung des Restrisikos der zukünftigen Marktbewegung durch eine Kürzung des Nettogewinns um eine *value at risk* Ziffer.¹⁹⁹ Hierbei werden allerdings anteilige Verluste antizipiert, die auf ein theoretisches Bewertungsmodell zurückgehen und denen keine tatsächlichen Gegebenheiten zugrunde liegen.²⁰⁰ Verluste dürfen allerdings nur berücksichtigt werden, sofern für sie am Bilanzstichtag konkrete Anhaltspunkte vorliegen.

Die folgenden Ausführungen beziehen sich erneut auf das Basisbeispiel.²⁰¹ Es soll erneut lediglich der Dollarüberhang von 20 Mio. USD abgesichert werden. Hierzu erwirbt das Unternehmen Optionen zu einem Kaufpreis von 1 Mio. € Die Verkaufsoptionen

¹⁹⁵ Zur Zulässigkeit des Marktbewertung auch für Passivposten vgl. HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997a), S. 10 f.

¹⁹⁶ Zur Rechtfertigung einer Marktbewertung passivischer Finanzinstrumente vgl. HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997a), S. 10 f.

¹⁹⁷ Vgl. PRAHL, R./NAUMANN, T. K. (1994), S. 5.

¹⁹⁸ Vgl. SCHMALENBACH GESELLSCHAFT (Hrsg.) (1997), S. 641.

¹⁹⁹ Vgl. BRACKERT, G./PRAHL, R. /NAUMANN, T. K. (1995), S. 554.

²⁰⁰ Vgl. COENENBERG, A. G. (2003), S. 247.

²⁰¹ Vgl. oben Abschnitt 3.2.5.1 c), S. 69.

verbriefen das Recht, 20 Mio. USD zu einem Dollarkurs von 1,5 € (Stichtagskurs) zu verkaufen. Die Bilanz sieht wie folgt aus:

B I L A N Z Z U M 31.12.2000 (in Mio. EUR)			
A K T I V A		P A S S I V A	
A. Anlagevermögen		A. Eigenkapital	90,00
I. Immaterielle Vermögensgegenstände	35,00	B. Schuldverschreibungen	15,00
II. Sachanlagen	47,00	C. Sonstige Rückstellungen	25,00
III. Finanzanlagen		D. Verbindlichkeiten	
1. Festverzinsliche US-Dollar Anleihe 20 x 1,5	30,00	1. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	
2. Variabel verzinsliche Euro Anleihe (LIBOR +1%)	10,00	Euro	27,00
B. Umlaufvermögen		Dollar	10 x 1,5 15,00
I. Vorräte	45,00	2. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände		Festverzinsliche Euro Anleihe	15,00
Forderung aus Lieferung und Leistung		Festverzinslicher Dollarkredit zu 10% 10	45,00
Euro	30,00	3. Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung	26,00
Dollar	10 x 1,5 15,00	E. Rechnungsabgrenzungsposten	17,00
III. Wertpapiere			
Deutsche Bank Aktien	10,00		
Sun Microsystems	30 x 1,5 45,00		
IV. Flüssige Mittel	8,00		
Bilanzsumme	275,00	Bilanzsumme	275,00

In der Folgeperiode steigt der Dollar auf ein Verhältnis von 2:1 Euro/Dollar. Die Dollarverkaufsoptionen fallen auf einen Kurs von 100.000 € Die Sun Microsystems Aktien steigen auf 50 Mio. USD. Es kommt aufgrund der Neubewertung zu einem Nettogewinn, der durch Bildung einer Rückstellung erfolgsneutral abgegrenzt wird. Die Rückstellung für ungewisse Verbindlichkeiten aus Neubewertungsgewinnen ergibt sich wie folgt:

E R F O L G S W I R K S A M E W Ä H R U N G S E F F E K T E (in Mio. Euro)			
S O L L		H A B E N	
Zuschreibung „Erhaltene Anzahlungen“	5,00	Zuschreibung „Festverzinsliche Anleihe“	10,00
Zuschreibung „Festzinskredit“	15,00	Zuschreibung „Forderungen aus LuL“	5,00
Abschreibung „Sonstige Vermögensgegenstände“	0,90	Zuschreibung „Sun Microsystems“	55,00
Rückstellung für ungewisse Verbindlichkeiten	49,10		
	70,00		70,00

Für die Bilanz ergibt sich:

BILANZ ZUM 31.12.01			
(in Mio. Euro)			
AKTIVA			PASSIVA
A. Anlagevermögen		A. Eigenkapital	90,00
I. Immaterielle Vermögensgegenstände	35,00	B. Schuldverschreibungen	15,00
II. Sachanlagen	47,00		
III. Finanzanlagen		C. Rückstellungen	25,00
1. Festverzinsliche US-Dollar Anleihe 20 x 2	40,00	Rückstellung für ungewisse Verbindlichkeiten	49,10
2. Variabel verzinsliche Euro Anleihe (LIBOR +1%)	10,00		
B. Umlaufvermögen		D. Verbindlichkeiten	
I. Vorräte	45,00	1. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände		Euro	27,00
Forderung aus Lieferung und Leistung		Dollar 10 x 2	20,00
Euro	30,00	2. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	
Dollar 10 x 2	20,00	Festverzinsliche Euro Anleihe	15,00
Sonstige Vermögensgegenstände	0,10	Festverzinslicher Dollarkredit zu 30 x 2	60,00
III. Wertpapiere		3. Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung	26,00
Deutsche Bank Aktien	10,00		
Sun Microsystems 50 x 2	100,00	E. Rechnungsabgrenzungsposten	17,00
IV. Flüssige Mittel	7,00		
Bilanzsumme	344,10	Bilanzsumme	344,10

Am 01.01.02 werden die Sun Microsystems Anteile zu 100 Mio. € verkauft. Der Abgang der Anteile führt zu einem passivischen Dollarüberhang von 10 Mio. USD für das Risiko-Konto „Währungsrisiken“.²⁰² Die Dollarverkaufsoptionen werden aus spekulativen Gründen dennoch weiter gehalten. Der passivische Dollarüberhang wird aus spekulativen Gründen ungesichert beibehalten. Ansonsten bleiben alle Parameter konstant. In der Gesamtposition „Finanzinstrumente“ entsteht aufgrund der veränderten Zusammensetzung ein Nettoverlust von 5,9 Mio. Der Nettoverlust wird durch die Bildung einer Rückstellung für drohende Verluste erfolgswirksam berücksichtigt. Er berechnet sich wie folgt:

ERFOLGSWIRKSAME WÄHRUNGSEFFEKTE			
(in Mio. Euro)			
SOLL			HABEN
Zuschreibung „Erhaltene Anzahlungen“	5,00	Zuschreibung „Festverzinsliche Anleihe“	10,00
Zuschreibung „Festzinskredit“	15,00	Zuschreibung „Forderungen aus LuL“	5,00
Abschreibung „Sonstige Vermögensgegenstände“	0,90	Nettoverlust aus der Bewertung	5,90
	20,90		20,90

²⁰² Variabel verzinsliche Euro Anleihe (20 Mio. USD) + Forderung aus LuL (10 Mio. USD) – Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen (10 Mio. USD) – Festverzinslicher Dollarkredit (30 Mio. USD) = - 10 USD.

Der Nettoverlust ist erfolgswirksam in der laufenden Periode zu berücksichtigen. Die GuV und Bilanz sehen wie folgt aus:

GEWINN- UND -VERLUSTRECHNUNG ZUM 31.12.01				
SOLL		(in Mio. Euro)	HABEN	
Zuführung zur Rückstellung für drohende Verluste	5,90	Auflösung „Rückstellung für ungewisse Verbindlichkeit“	49,10	
Bilanzwert der Anteile	100,00	Verkauf der Anteile	100,00	
Jahresüberschuss	43,20			
Bilanzsumme	149,10	Bilanzsumme	149,10	

BILANZ ZUM 31.12.01				
AKTIVA		(in Mio. Euro)	PASSIVA	
A. Anlagevermögen		A. Eigenkapital	90,00	
I. Immaterielle Vermögensgegenstände	35,00	Jahresüberschuß	43,20	
II. Sachanlagen	47,00	B. Schuldverschreibungen	15,00	
III. Finanzanlagen		C. Sonstige Rückstellungen	25,00	
1. Festverzinsliche US-Dollar Anleihe 20 x 2	40,00	1. Rückstellungen für drohende Verluste	5,90	
2. Variabel verzinsliche Euro Anleihe (LIBOR +1%)	10,00	D. Verbindlichkeiten		
B. Umlaufvermögen		1. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen		
I. Vorräte	45,00	Euro	27,00	
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände		Dollar 10 x 2	20,00	
Forderung aus Lieferung und Leistung		2. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten		
Euro	30,00	Festverzinsliche Euro Anleihe	15,00	
Dollar 10 x 2	20,00	Festverzinslicher Dollarkredit zu 10%	60,00	
Sonstige Vermögensgegenstände	0,10	3. Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung	26,00	
III. Wertpapiere		E. Rechnungsabgrenzungsposten	17,00	
Deutsche Bank Aktien	10,00			
IV. Flüssige Mittel	107,00			
Bilanzsumme	344,10	Bilanzsumme	344,10	

Der Jahresüberschuss soll vollständig ausgeschüttet werden. In der Folgeperiode fällt der Euro/Dollarkurs auf 1:1. Der LIBOR-Zins fällt auf sein ursprüngliches Niveau zurück. Die Dollarverkaufsoptionen sollen auf einen Marktwert von 10 Mio € steigen. Die Optionen werden in der laufenden Periode zu 10 Mio. € verkauft. Die Neubewertung führt zu einem Nettogewinn von 10 Mio. € Der Nettogewinn ist durch die Bildung einer Rückstellung für ungewisse Verbindlichkeiten erfolgsneutral abzugrenzen. Die Rückstellung berechnet sich wie folgt:

ERFOLGSWIRKSAME WÄHRUNGSEFFEKTE				
SOLL		(in Mio. Euro)		HABEN
Abschreibung festverzinsliche Anleihe	20,00	Abschreibung erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	10,00	
Abschreibung Forderungen aus LuL	10,00	Abschreibung festverzinslicher Kredit	30,00	
Bewertungsgewinn	10,00			
	<u>40,00</u>		<u>40,00</u>	

Die GuV und Bilanz sehen wie folgt aus:

GEWINN- UND -VERLUSTRECHNUNG ZUM 31.12.01				
SOLL		(in Mio. Euro)		HABEN
Rückstellung für ungewisse Verbindlichkeiten	10,00	Optionsverkauf	10,00	
Ausbuchung Option	0,10	Bewertungsgewinn	10,00	
Jahresüberschuss	15,80	Auflösung der Rückstellung für drohende Verluste	5,90	
	<u>25,90</u>		<u>25,90</u>	

Der Jahresüberschuss soll vollständig ausgeschüttet werden.

A K T I V A		B I L A N Z Z U M 3 1 . 1 2 . 0 2 (in Mio. Euro)	P A S S I V A	
A. Anlagevermögen			A. Eigenkapital	90,00
			Jahresüberschuß	15,80
I. Immaterielle Vermögensgegenstände	35,00		B. Schuldverschreibungen	15,00
II. Sachanlagen	47,00			
III. Finanzanlagen			C. Rückstellungen	25,00
1. Festverzinsliche US-Dollar Anleihe 20 x 1	20,00		Rückstellung für ungewisse Verbindlichkeiten	10,00
2. Variabel verzinsliche Euro Anleihe (LIBOR +1%)	10,00		D. Verbindlichkeiten	
B. Umlaufvermögen			1. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	
I. Vorräte	45,00		Euro	27,00
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände			Dollar 10 x 1	10,00
Forderung aus Lieferung und Leistung			2. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	
Euro	30,00		Festverzinsliche Euro Anleihe	15,00
Dollar 10 x 1	10,00		Festverzinslicher Dollarkredit zu 10%	30,00
III. Wertpapiere			3. Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung	26,00
Deutsche Bank Aktien	10,00		E. Rechnungsabgrenzungsposten	17,00
IV. Flüssige Mittel	73,80			
Bilanzsumme	280,80		Bilanzsumme	280,80

Ein Vorteil der Methode liegt in der objektivierten Einzelbewertung der Positionen. Die Durchbrechung des Realisationsprinzips in der Bilanz ist durch die hohe Liquidierbarkeit der Positionen gerechtfertigt.²⁰³ Ferner ist es nicht erforderlich, eine Bewertungseinheit zu bilden, da sich die erfolgswirksam realisierten Gewinne und Verluste der Absicherungsposition innerhalb der GuV ausgleichen.²⁰⁴ Die häufig subjektiv erfolgende und schwer nachprüfbar Bildung von Bewertungseinheiten erübrigt sich.²⁰⁵ Im Allgemeinen führt die *Mark-to-Market*-Methode immer zu einer symmetrischen Erfassung von Gewinnen und Verlusten, da beide durch die Marktbewertung sofort erfolgswirksam realisiert werden. Um eine Ausschüttung unrealisierter Nettogewinne zu verhindern, sollten diese erfolgsneutral durch die Bildung einer Rückstellung ausgewiesen werden. Schwierigkeiten treten allerdings auf, wenn zu Anschaffungskosten bilanzierte realwirtschaftliche Bilanzpositionen Bestandteil der Sicherungsstrategie sind. Hier kommt es aufgrund der asymmetrischen Erfassung von Gewinnen und Verlusten zu einer Verzerrung der Vermögens- und Ertragslage.

²⁰³ Vgl. GEBHARDT, G. (1996), S. 579; HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997a), S. 6.

²⁰⁴ Vgl. STEINER, M./TEBROKE, H. J./WALLMEIER, M. (1995), S. 539; HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997a), S. 4.

²⁰⁵ Vgl. HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997a), S. 4.

3.4. Absicherung realwirtschaftlicher und schwebender Geschäfte sowie der aus ihnen resultierenden zukünftigen Zahlungsströme

Eine besondere Situation ergibt sich bei Sicherungsgeschäften auf realwirtschaftliche und schwebende Geschäfte. Problematisch ist auch die Berücksichtigung von Sicherungsgeschäften auf die aus realwirtschaftlichen und schwebenden Geschäften resultierenden zukünftigen Zahlungsströme. In diesen Fällen werden Marktwertänderungen beim Grundgeschäft bilanziell nicht berücksichtigt, da das Grundgeschäft entweder der Bilanzierung des Anlagevermögens zuzurechnen ist oder an und für sich bilanzunwirksam ist (schwebende Geschäfte und zukünftige Zahlungsströme). Eine Berücksichtigung der Marktwertänderungen beim Sicherungsgeschäft würde analog zur imparitätischen Einzelbewertung bei Sicherungszusammenhängen zu einer Verzerrung der Vermögens- und Erfolgslage führen. Um den Sicherungszusammenhang bilanziell richtig abzubilden, könnte entweder eine bilanzielle Berücksichtigung der Marktwertänderungen der Sicherungsinstrumente auf realwirtschaftliche und schwebende Geschäfte sowie aus ihnen resultierende zukünftige Zahlungsströme vollständig unterbleiben (Nettoaussweis) oder die Marktwertänderungen aus den jeweiligen Sicherungsinstrumenten müssten erfolgsneutral abgegrenzt werden (Bruttoausweis).²⁰⁶ Dabei sind Bewertungsgewinne relativ unproblematisch: nach den kompensatorischen Bewertungsmodellen würde er nicht berücksichtigt bzw. bei dem oben dargestellten Marktbewertungsansatz erfolgsneutral abgegrenzt werden. Ein kompensierter Bewertungsverlust würde hingegen aufgrund des Imparitätsprinzips hier zu einem Verlustausweis führen, der faktisch innerhalb des Sicherungszusammenhangs nicht besteht. Da die realwirtschaftliche Bilanzposition resp. das schwebende Geschäft in der Bilanz nicht zum Marktwert ausgewiesen wird, würde ein Verlust beim Sicherungsgeschäft aufgrund des Imparitätsprinzips erfolgswirksam. Für eine treffende Darstellung der Ergebniswirkungen aus dem Sicherungszusammenhang müsste der kompensierte Verlust aktivisch abgegrenzt werden. Handelsrechtlich spricht gegen ein solches Aktivum vor allem, dass es sich bei den Bewertungsverlusten weder um einen Vermögensgegenstand noch einen Rechnungsabgrenzungsposten handelt.²⁰⁷ Der Vorteil eines solchen Ausweises besteht im Falle der Marktbewertung vor allem in dem einheitlichen Marktwertansatz aller Finanzinstrumente. Vereinzelt wird daher eine Bruttodarstellung der Marktwertänderungen als zulässig

²⁰⁶ Vgl. SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (Hrsg.) (1997), S. 641.

²⁰⁷ Vgl. SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (Hrsg.) (1997), S. 641.

erachtet, sofern der Korrekturposten als sonstiger Vermögensgegenstand ausgewiesen und im Anhang erläutert wird.²⁰⁸

3.5. Antizipative Transaktionen

Häufig werden in der Praxis nicht nur bereits bestehende Risiken, sondern auch Risiken aus zukünftig erwarteten Transaktionen und Zahlungsströmen in das Risikomanagement einbezogen.²⁰⁹ Da das Handelsrecht kein Wahrscheinlichkeitskalkül kennt, das der Berücksichtigung zukünftiger Geschäftsaktionen zugrunde liegt, ist von einer handelsrechtlichen Zulässigkeit eines Bilanzansatzes zukünftiger Transaktionen nicht auszugehen. Folglich werden zukünftige Transaktionen (als Grundgeschäft) bilanziell nicht berücksichtigt. Wird die zukünftige Transaktion durch ein Gegen- oder Sicherungsgeschäft abgesichert, so sind marktbedingte Wertschwankungen aus dem Sicherungsgeschäft unmittelbar imparitätlich zu berücksichtigen. Die erfolgswirksame Berücksichtigung des Sicherungs- resp. Gegengeschäfts und gleichzeitige Nichtberücksichtigung des antizipativen Geschäfts entspricht den wirtschaftlichen Gegebenheiten. Der Erfolg aus dem Sicherungs- resp. Gegengeschäft ist rechtlich und wirtschaftlich konkretisiert und der Erfolg hieraus unmittelbar am Markt realisierbar, während das antizipierte Grundgeschäft weder rechtlich noch wirtschaftlich determiniert ist.²¹⁰ Eine Abgrenzung der Erfolgsbeiträge würde erneut zu einer subjektiven und damit häufig willkürlichen Zuordnung kompensatorischer Effekte führen. Mag eine solche Abgrenzung aus kostenrechnerischen Gesichtspunkten wünschenswert sein, so würde sie dem Bestimmtheitsgebot der handelsrechtlichen Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung zuwiderlaufen.²¹¹ Sicherungsgeschäfte auf antizipative Transaktionen sind folglich einzeln und ohne Berücksichtigung der Wertänderungen aus dem Grundgeschäft zu bewerten. Alternativ wird vorgeschlagen, den Saldo aller antizipativen Sicherungsgeschäfte imparitätlich zu bewerten.²¹² Dieser Ansatz würde einer Marktbewertung sämtlicher antizipativer Sicherungsinstrumente unter Berücksichtigung von Nettoverlusten und Rückstellung unrealisierter Nettogewinne entsprechen.

²⁰⁸ Vgl. SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (Hrsg.) (1997), S. 641.

²⁰⁹ Es handelt sich hierbei um zukünftige Grundgeschäfte und zukünftige Zahlungsströme, die nicht auf einer vertraglichen Basis beruhen.

²¹⁰ Vgl. auch SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (Hrsg.) (1997), S. 641.

²¹¹ Vgl. HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997a), S. 12.

²¹² Vgl. SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (Hrsg.) (1997), S. 641.

3.6. Bilanzierung von Swap Geschäften

Swap Geschäfte sichern analog zu Kapitel 3.4 zukünftige Zahlungsströme. In diesem Fall besteht allerdings ein originäres Grundgeschäft (z. B. ein variabel verzinsliches Darlehen), deren ungewisse zukünftige Zahlungsströme durch den Tausch gegen andere, sicherere Zahlungsströme (z. B. Festzins) abgesichert werden sollen. Obwohl sowohl die Zinszahlungen des Grund- als auch Sicherungsgeschäfts schwebende Geschäfte sind, würde hier die imparitatische Bewertung der Einzelgeschäfte zu einer Realisierung faktisch nicht vorliegender Verluste führen, wenn sich aus dem Sicherungsgeschäft ein negativer Marktwert bzw. eine Unterdeckung ergibt. Für den negativen Marktwert des Swap Geschäfts müsste in diesem Fall eine Rückstellung für drohende Verluste gebildet werden. Der Sicherungszusammenhang würde bilanziell nicht berücksichtigt werden. Der Bilanzierende hat jedoch mit dem Abschluss des Swapgeschäfts (bei vorliegen der Anforderungen an Bewertungseinheiten) den Charakter des Grundgeschäfts geändert. Diese Änderung führt zu einem so genannten synthetischen Grundgeschäft. Wurde bspw. der Zins eines variabel verzinslichen Darlehens gegen einen Festzins getauscht, so ergibt sich ein synthetisches originäres Festzins-Darlehen. Der Sachverhalt soll durch folgendes Beispiel verdeutlicht werden:

In der Ausgangslage hat die Gesellschaft X ein Darlehen über EUR 100.000 mit einem Zins EURIBOR + 1,0% aufgenommen. Um das Risiko der variablen Verzinsung zu kompensieren, wurde ein Swap Geschäft abgeschlossen. Der Swapvertrag beinhaltet den Tausch von EURIBOR gegen 5% Festzins. Es ergibt sich folgende Abbildung:

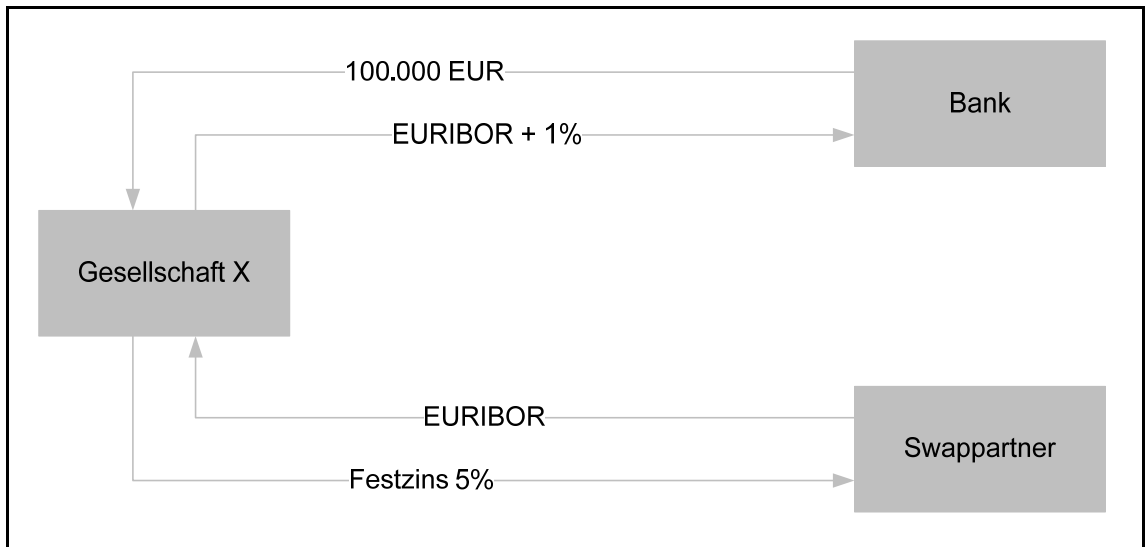


Abb. 10: Grund- und Sicherungsgeschäft Zinnsicherung

Die Zusammenfassung der einzelnen Zahlungsströme zur synthetischen originären Zinsstruktur ergibt ein Festzinsdarlehen mit einem Zinssatz von sechs Prozent.

Die Graphik war falsch und wurde entsprechend angepaßt.

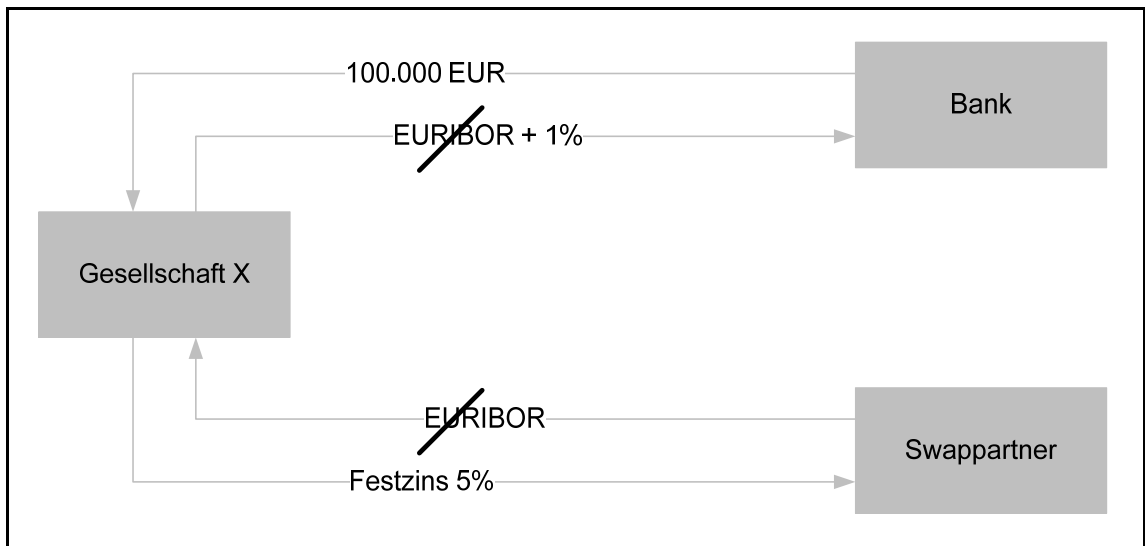


Abb. 11: Originäres synthetisches Darlehen

Es liegt somit ein festverzinsliches Darlehen vor, für das sich kein Rückstellungsbedarf ergibt. Die Bildung einer Rückstellung für drohende Verluste würde zu einer Berücksichtigung faktisch nicht vorliegender Verluste führen und stellt einen Verstoß gegen § 264 HGB dar. Liegen die Kriterien für die Bildung von Bewertungseinheiten im Falle einer Swapsicherung vor, so ist zwingend von einer Rückstellungsbildung abzusehen.

Die stichtagsbezogene Zinsabgrenzung ist bei Bewertungseinheiten lediglich in Höhe der synthetischen Zinsstruktur zu bilden.

Eine andere Situation ergibt sich, wenn eine Gesellschaft einen Festzins gegen variable Zinsen führt. Dies kann bspw. auftreten, wenn ein Cross Currency Swap Geschäft abgeschlossen wird, dessen hauptsächliches Ziel in der Absicherung des Währungskurses liegt. Nimmt beispielsweise eine Gesellschaft ein Festzinsdarlehen in USD auf und sichert das Kursrisiko durch finalen Kapitalientausch, so ist das ursprüngliche Ziel der Währungssicherung erfüllt. Problematisch ist allerdings, wenn der Kapitalientausch nur in Verbindung mit dem Tausch von Festzinsen gegen variable Zinsen abschließbar ist. In diesem Fall wurde das Währungsrisiko zwar gesichert, es stellt sich allerdings die Frage, inwieweit von einer Zinssicherung gesprochen werden kann, wenn Festzinsen gegen variable Zinsen getauscht werden. Hier erhöht sich aus Sicht des Unternehmens das Zinsrisiko, da das Unternehmen bei steigenden Zinsen einen Verlust erleidet, der aufgrund des originären festverzinslichen Darlehens nicht hätte eintreten können. In diesem Fall kann m. E. keine Bewertungseinheit auf die Zinskomponente abgegrenzt werden, da der Swap das Zinsrisiko erhöht und eine Risikokompensation dementsprechend nicht vorliegt. Wird davon ausgegangen, dass die Kriterien für die Bildung einer Bewertungseinheit nicht vorliegen, so ist der Sicherungszusammenhang einzeln zu bewerten und in Höhe des sich aus der Zinskomponente ergebenden Verlustes eine Rückstellung zu bilden.

4. Bilanzierung von Asset Backed Securities

Unternehmen bedienen sich der ABS, um sich kostengünstig zu refinanzieren. Ein weiteres Ziel der ABS ist es, die Bilanzrelationen durch eine Bilanzstrukturveränderung zu optimieren. Dies ist nur möglich, sofern die an eine nicht zum Konsolidierungskreis gehörende SPE (*Special Purpose Entity*) verkauften Vermögensgegenstände aus der Bilanz ausscheiden. Bisher existieren in der deutschen Rechnungslegung keine speziellen Regelungen, unter welchen Bedingungen ABS-Transaktionen bilanzentlastend sind.

Die Handelsbilanz muss gem. § 240 i. V. m. § 242 HGB ein den tatsächlichen Vermögensverhältnissen entsprechendes Bild vermitteln. Vom Bilanzierenden sind entsprechend sämtliche Vermögensgegenstände ausweisen, über deren Substanz und Ertrag er

verfügt. Es sind die Chancen (Wertsteigerung) und Risiken (Wertminderung, Ausfall) aus der Nutzung des Vermögensgegenstandes auszuweisen.²¹³ Ein Ausscheiden aus der Bilanz des Originators ist somit nur möglich, sofern das Ausfalls- bzw. Delkredererisiko aus dem Vermögensgegenstand auf den Käufer übergegangen ist.²¹⁴ Unproblematisch ist die Bilanzierung von ABS, sofern die Substanz des Vermögensgegenstandes und die aus dem Vermögensgegenstand resultierenden Erträge und Aufwendungen vollständig auf die SPE übergegangen sind. In diesem Fall ist das rechtliche und wirtschaftliche Eigentum am Vermögensgegenstand an die SPE übergegangen und er scheidet beim Originator aus der Bilanz aus. Problematisch ist es hingegen, sofern der Originator in irgendeiner Art und Weise noch am Ausfalls- bzw. Delkredererisiko beteiligt ist und damit in Regress genommen werden kann.²¹⁵ In diesem Fall liegt kein echter Verkauf der *assets* vor, so dass die bilanzbefreiende Wirkung der Transaktion nicht vollständig gewährleistet wäre.²¹⁶ Häufig ist es jedoch in der Praxis üblich, dass der Originator das Adressausfallsrisiko in Form von Ausfallsgarantien, Rückkaufszusagen oder Patronats- erklärungen übernimmt. Das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen hat es mit seinem Rundschreiben 4/97 Kreditinstituten ermöglicht, Kundenforderungen auch dann bilanz- entlastend zu verbriefen, wenn Marktpreis- oder Liquiditätsrisiken verbleiben, sofern diese gesondert berücksichtigt werden und

- § ein rechtswirksamer Forderungsübergang vorliegt;
- § Regressansprüche gegen den Veräußerer der Forderungen, die auf anderen Gründen als auf der Haftung für den rechtlichen Bestand und die Einhaltung der Auswahlkri- terien beruhen, ausgeschlossen sind;
- § ein Austausch von Forderungen zwischen dem Erwerber und dem Veräußerer abge- sehen von einem Forderungsaustausch wegen Nichteinhaltung der vertraglich ver- einbarten Auswahlkriterien nach dem Übertragungsvorgang nicht erfolgt;
- § sich bei gegebenenfalls vereinbarter Rückkaufmöglichkeit für den Veräußerer diese Vereinbarung nur auf ein Restportfolio von weniger als 10 % der übertragenen For- derungen erstreckt und der Rückkauf zum Abschluss der Transaktion (vollständige Bedienung der Investoren) und nur zum aktuellen Wert erfolgt;
- § weder der Veräußerer der Forderungen noch ein gruppenangehöriges Unternehmen im Sinne des § 10a KWG zur Finanzierung der Zweckgesellschaft während der

²¹³ Vgl. ADS, § 246 HGB Rcn. 145.

²¹⁴ Vgl. FINDEISEN, K.-D. (1998), S.485.

²¹⁵ Vgl. SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (Hrsg.) (1992), S. 505.

²¹⁶ Vgl. SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (Hrsg.) (1992), S. 505.

Transaktion beiträgt; eine etwaige Kreditvergabe an die Zweckgesellschaft darf deshalb nur bis zum Zeitpunkt der Forderungsübertragung unter folgenden Bedingungen erfolgen:

- § in Form eines nachrangigen Darlehens, das erst nach Abschluss der Transaktion zurückgewährt wird,
 - § Offenlegung im Verkaufsprospekt und
 - § Abzug des Darlehens vom haftenden Eigenkapital des Veräußerers bzw. des gruppenangehörigen Unternehmens in voller Höhe;
 - § in die Struktur der ABS-Transaktion von vornherein integrierte Sicherungskonstruktionen - üblich sind Übersicherung, Kaufpreisabschläge, Nachordnung und Reservekonto - werden hiervon nicht berührt;
- § der Veräußerer der Forderungen bei einer Platzierung der ABS nicht das Absatzrisiko als *Underwriter* trägt und keine bei der Transaktion emittierten ABS aus dem Primärmarkt (Direktkauf) in den eigenen Bestand nimmt; ein etwaiger Ankauf solcher Papiere am Sekundärmarkt darf nur zum aktuellen Marktpreis erfolgen und keine Kreditgewährung gegenüber der Zweckgesellschaft oder den Investoren beinhalten; angekaufte Papiere sind im Grundsatz I zu berücksichtigen.
- § gegen die Möglichkeit einer zukünftigen faktischen Einstandsverpflichtung des forderungsveräußernden Kreditinstitutes bei Zahlungsschwierigkeiten der Zweckgesellschaft angemessene Vorkehrungen bestehen:
- § das veräußernde Kreditinstitut darf nicht mit der Zweckgesellschaft oder dem Treuhänder konzernrechtlich, gesellschaftsrechtlich, kapitalmäßig oder personell verbunden sein;
 - § es darf keine Namensidentität oder -ähnlichkeit zwischen dem veräußernden Kreditinstitut und der Zweckgesellschaft bestehen;
 - § der Verkaufsprospekt muss einen deutlich hervorgehobenen Hinweis enthalten, dass für die Ansprüche der Investoren nur die Zweckgesellschaft haftet und eine Einstandspflicht des Forderungsveräußerers nur insoweit besteht, als er sie ausdrücklich übernommen hat.²¹⁷

Es ist fraglich, inwieweit diese äußerst restriktiven und auf Kreditinstitute abgestimmten Anforderungen auf die allgemeinen Rechnungslegungsvorschriften übertragbar sind. Es lässt sich jedoch anhand der oben angeführten Anforderungen erkennen, dass ASB-

²¹⁷ BAK (Hrsg.) (1997), S. 1.

Transaktionen grundsätzlich nur zu einer bilanzentlastenden Wirkung führen, sofern das wirtschaftliche Eigentum an die SPE übergegangen ist und für den Originator keine weiteren Verpflichtungen mehr aus den Vermögensgegenständen entstehen können.²¹⁸ Folglich ist davon auszugehen, dass eine Sicherung der SPE nicht anhand einer 100%igen Rückkaufszusage oder Ausfallgarantie durch den Originator erfolgen darf. In diesem Fall liegt das Adressenausfallsrisiko der Vermögensgegenstände weiterhin beim Originator. Das wirtschaftliche Eigentum an den Vermögensgegenständen verbleibt beim Originator und geht nicht auf die SPE über. Es kommt zu keiner bilanzentlastenden Wirkung. Die Bonität der SPE kann folglich nur durch eine Patronatserklärung des Originators in Verbindung mit einer entsprechenden Emissionsstruktur abgesichert werden.²¹⁹ Eine Patronatserklärung mit der sich der Originator lediglich dazu verpflichtet, für die ordnungsmäßige Abwicklung der Wertpapiergeschäfte durch die SPE zu haften, ist zulässig. Für das eigentliche Ausfallrisiko kommt der Originator dabei nicht auf. Für das übernommene Risiko ist jedoch bei Bedarf eine Rückstellung zu bilden.

Liegt eine rechtswirksame ABS-Transaktion vor, so scheiden die verbrieften Vermögensgegenstände aus der Bilanz der Originators aus. Erfolgt die Bezahlung durch die SPE nicht unmittelbar, so muss der Originator eine Forderung in Höhe des Verkaufspreises aktivieren. Die Höhe des Verkaufspreises errechnet sich mittels der abdiskontierten zukünftigen Cashflows aus den Tilgungs- und Zinszahlung der Kunden des Originators zzgl. eines Abschlags für das *credit enhancement*.²²⁰ Der Diskontierungszins beinhaltet dabei die Finanzierungskosten zzgl. etwaiger Gebühren, Kosten und sonstige Ausgaben der SPE.²²¹ Der Abschlag trägt dem Ausfallrisiko aus den verbrieften Vermögensgegenständen Rechnung.

5. Bilanzausweis

Finanzinstrumente und Sicherungsstrategien sind aus der Bilanz und GuV alleine nicht ablesbar, da potentielle Verlustgefahren aus einer rein zahlenmäßigen Darstellung der Anschaffungskosten derartiger Positionen oder der erfolgswirksamen Erfassung ihrer Auswirkungen nicht ersichtlich sind. Nach geltendem Recht ermöglicht weder die Bi-

²¹⁸ Vgl. FINDEISEN, K.-D. (1998), S.487.

²¹⁹ Zur Zulässigkeit sämtlicher Emissionsstrukturen vgl. FINDEISEN, K.-D. (1998), S.488.

²²⁰ Vgl. FINDEISEN, K.-D. (1998), S. 487.

²²¹ Vgl. FINDEISEN, K.-D. (1998), S. 487.

lanz noch die GuV eine Einsicht in das bestehende Risikomanagement eines Unternehmens, noch erlaubt es eine Einordnung der Qualität des Risikomanagements.²²² Der Anhang als Bestandteil des Jahresabschlusses stellt bisher das zentrale Instrument dar, um diese Risiken offen zu legen und damit den in § 264 Abs. 2 HGB geforderten Einblick in die Finanz-, Ertrags- und Vermögenslage des Unternehmens zu gewährleisten.²²³

Die Bilanzierung von Finanzinstrumenten führt mit dem BilReG zu erweiterten Pflichtangaben im Anhang gegenüber den bisher geltenden handelsrechtlichen Konventionen. Hiernach müssen Kapitalgesellschaften gem. § 285 Nr. 18 HGB und Muttergesellschaften gem. § 314 Nr. 10 HGB innerhalb des Konzernabschlusses die folgenden Angaben zu derivativen Finanzinstrumenten im Anhang ausweisen:

- § Für jeden Art von Derivaten (Klassifiziert nach den einzelnen Kategorien, z. B. Optionen, Währungsfutures, Swaps etc.) die Art und der Umfang des derivativen Engagements
- § Für jede Kategorie ist der beizulegende Zeitwert der jeweiligen Finanzinstrumente auszuweisen, sofern dieser zuverlässig anhand eines Marktpreises oder anderer, allgemein anerkannter Methoden (z. B. Bewertungsmodelle) ermittelt werden kann.²²⁴
- § Bei originären Finanzinstrumenten des Finanzanlagevermögens (z. B. Aktien, Beteiligungen, Darlehen, Rentenpapiere) sind der Buchwert und der beizulegende Wert auszuweisen, sofern der Buchwert über dem Zeitwert liegt. Darüber hinaus sind die Gründe anzugeben, warum das jeweilige Finanzinstrument nicht abgeschrieben wurde.²²⁵

Die Anhangsangaben zu den derivativen Finanzinstrumenten sind für kleine Kapitalgesellschaften nicht verpflichtend. Die größenabhängigen Erleichterungen erstrecken sich nicht auf die Angaben zu den Finanzanlagen.²²⁶ Derartige Angaben müssen sämtliche nicht börsennotierte Kapitalgesellschaften für alle Geschäftsjahre ab dem 01.01.2005 im Anhang auszuweisen.

²²² Vereinzelt wird sogar behauptet, die laufende Bilanzierungspraxis mache ein ordnungsmäßiges Controlling der Finanzgeschäfte nicht nur für den Controller sondern auch für den für die Derivativen Aktivitäten Verantwortlichen fast unmöglich. Vgl. NEUBÜRGER, H. J. (1995), S. 313.

²²³ Vgl. STEINER, M./TEBROKE, H. J./WALLMEIER, M. (1995), S. 540 und COENENBERG, A. G. (2005), S. 273.

²²⁴ Vgl. § 285 Nr. 19 und § 314 Abs. 1 Nr. 10 HGB.

²²⁵ Vgl. § 285 Nr. 19 und § 314 Abs. Nr. 11 HGB.

²²⁶ Vgl. § 288 HGB.

Gemäß § 315 Abs. 2 Nr. 2a HGB sind die mit dem Einsatz von Finanzinstrumenten verfolgten Risikomanagementziele und –methoden, einschließlich der Methoden zur Absicherung aller wichtigen Transaktionen, die bilanziell als Sicherungsgeschäfte erfasst wurden, auszuweisen. Weiter sind nach § 315 Abs. 2 Nr. 2b Preisänderungs-, Ausfall- und Liquiditätsrisiken sowie Risiken, die aus schwankenden Zahlungsströmen resultieren darzustellen, sofern diese für die Beurteilung der Lage oder der voraussichtlichen Entwicklung des Konzerns von Belang ist.

International finden sich bereits heute höhere Ausweispflichten (z. B. IAS 39, FAS 133) für Finanzinstrumente, die deutlich die Tendenz erkennen lassen, dass das vergangenheitsorientierte *financial accounting* international zunehmend durch die zukunftsorientierte Form des *business reporting* ersetzt wird. Die international höheren Ausweispflichten erlauben für den Bereich der Finanzinstrumente einen besseren Einblick in die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage eines Unternehmens.

B. Bilanzierung von Finanzinstrumenten nach IFRS

Statement 39 „*Financial Instruments: Recognition and Measurement*“, IAS 32 „*Financial Instruments: Presentation*“ und IFRS 7 „*Financial Instruments: Disclosures*“ regelt die begriffliche Abgrenzung von Finanzinstrumenten sowie die Anforderungen an deren Ansatz, Bewertung und Ausweis. Innerhalb der IAS existieren somit eigene Standards, die die Bilanzierung originärer und derivativer Finanzinstrumente umfassend regeln.²²⁷

IAS 39 differenziert Finanzinstrumente anhand ihrer funktionalen Abgrenzung im Unternehmen. IAS 39 geht zunächst auf die Bilanzierung freistehender Finanzinstrumente ein, die in keinem Sicherungszusammenhang stehen. Der Bewertung von Sicherungszusammenhängen, dem sogenannten *hedge accounting*, widmet IAS 39 einen eigenen Abschnitt. Im Folgenden wird zunächst auf den für alle Finanzinstrumente einheitlich geregelten Bilanzansatz eingegangen werden. Die Bewertung folgt der in IAS 39 vorgesehenen Unterscheidung. Zunächst wird auf die Bewertung freistehender Finanzinstrumente eingegangen. Hierauf aufbauend werden anschließend die in IAS 39.71 ff. vorgesehenen Bewertungsvorschriften für Sicherungszusammenhänge dargestellt.

Die ehemals in IAS 39 und IAS 32 kodifizierten Erläuterungspflichten sowie einzelnen Begriffsdefinitionen sind im Rahmen der Aktualisierung von IAS 39 und IAS 32 zum Teil in IFRS 7 umgliedert worden. IAS 32 und IFRS 7 enthalten nunmehr alle Ausweissvorschriften. IFRS 7 beinhaltet nunmehr sämtliche Vorschriften, die den Ausweis von Risikoverteilung, Kredit-, Liquiditäts- und Marktrisiken²²⁸. IFRS 7 ersetzt hierbei sämtliche Vorschriften des IAS 32.5-7, .53-.95, .AG24 - .AG40 sowie den letzten Satz von IAS 32.AG39. IAS 32 enthält weiterhin die Vorschriften zur Abgrenzung von Eigen- und Fremdkapital, zusammengesetzten Finanzinstrumenten, eigenen Anteilen, Zinsen, Dividenden sowie Vorschriften zur Saldierung.²²⁹ IFRS 7 schreibt den Ausweis aller Faktoren vor, die maßgeblichen Einfluss auf die Höhe, die zeitliche Zusammensetzung und die Wahrscheinlichkeit der aus den Finanzinstrumenten resultierenden künftigen Cashflows eines Unternehmens haben. Ferner sind die angewendeten Bilanzie-

²²⁷ Vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 260.

²²⁸ Vgl. IFRS 7.IN3

²²⁹ Vgl. IAS 32.2.

rungs- und Bewertungsmethoden, die Art und das Volumen des Einsatzes sowie der mit dem Einsatz verfolgte Zweck, die mit den Finanzinstrumenten einhergehenden Risiken und die intern eingesetzten Verfahren zur Risikokontrolle auszuweisen.²³⁰

1. Bilanzansatz

Die begriffliche Abgrenzung von derivativen und originären Finanzinstrumenten erfolgt in IAS 32.11. Hiernach sind sämtliche Verträge, die bei einem Unternehmen einen finanziellen Anspruch (*financial asset*) begründen und gleichzeitig bei einem anderen Unternehmen zu einer finanziellen Verpflichtung (*financial liability*) resp. zu Eigenkapital (*equity instrument*) führen, ansatzpflichtige *financial instruments*. Die Definition von Finanzinstrumenten setzt einen bestehenden Vertrag voraus, dem sich keine Vertragspartei sanktionsfrei entziehen kann.²³¹ Da Forderungen und Verbindlichkeiten aus Steuern keine vertragliche Grundlage haben, sind sie gem. IAS 32.AG12 keine Finanzinstrumente. *Financial assets* sind liquide Mittel, Forderungen und Ausleihungen, Wertpapiere, *equity instruments* anderer Unternehmen sowie Rechte, die den Austausch von Finanzinstrumenten beinhalten und deren Tausch netto zu einem positiven Marktwert für das Unternehmen führt.²³² *Financial assets* sind auch Verträge, die durch Leistung eigener Eigenkapitalinstrumente erfüllt werden.²³³ *Financial liabilities* sind sämtliche Verbindlichkeiten mit Ausnahme von erhaltenen Anzahlungen, die als Sachleistungsverpflichtung anzusehen sind. Ferner sind Verpflichtungen, die den Austausch von Finanzinstrumenten beinhalten und deren Tausch netto zu einem negativen Marktwert für das Unternehmen führt, *financial liabilities*.²³⁴ *Financial liabilities* sind auch Verträge, die durch Leistung eigener Eigenkapitalinstrumente erfüllt werden.²³⁵ Nach IAS 39.14 f. sind alle Finanzinstrumente einschließlich derivativer Finanzinstrumente bilanzwirksam zu berücksichtigen, sofern das Unternehmen Anteil an den vertraglichen

²³⁰ Vgl. IFRS 7.1.

²³¹ Vgl. IAS 32.13.

²³² Vgl. IAS 32.11.

²³³ Diese Eigenkapitalinstrumente dürfen gem. IAS 32.11 (d) keine originären Finanzinstrumente sein, deren vertragliche Verpflichtung den Empfang einer variablen Anzahl an eigenen Kapitalinstrumenten umfasst. Auch derivative Finanzinstrumente, die nicht durch einen Austausch eines festen Betrags („*fixed amount of cash*“) oder eines anderen finanziellen Vermögenswerts gegen eine feste Anzahl an eigenen Eigenkapitalinstrumenten beglichen werden, sind unzulässig.

²³⁴ Vgl. IAS 32.11.

²³⁵ Hierunter fallen gem. IAS 32.11 auch originäre Verpflichtungen, die das Unternehmen in Form einer variablen Anzahl von Eigenkapitalinstrumenten ausgleichen wird sowie derivative Finanzinstrumente, die nicht ausschließlich durch den Tausch eigener Kapitalinstrumenten gegen Zahlung eines festen Betrags oder anderen finanziellen Vermögenswertes erfüllt werden können.

Rechten und Pflichten des Instruments hat. Derivative Finanzinstrumente sind gem. IAS 39.9 alle *financial instruments*, die folgenden Kriterien erfüllen:

- § Ihr Wert hängt direkt von der Wertänderung eines „*underlyings*“ (Zinssätze, Wechselkurse, Wertpapierpreise, Kreditratings, Preisindizes etc.) ab.
- § Der Erwerb verlangt im Verhältnis zu vergleichbaren Verträgen, die ähnlich auf Veränderungen der Marktbedingungen reagieren, keine oder nur eine geringe Nettzahlung.
- § Der Erfüllungszeitpunkt des Vertrags liegt in der Zukunft.²³⁶

2. Bilanzbewertung

2.1. Bewertung von Finanzinstrumenten zum Zugangszeitpunkt

Finanzinstrumente sind gem. IAS 39.43 zum Zugangszeitpunkt in Höhe ihres *fair values* zu aktivieren resp. zu passivieren. Der *fair value* eines Finanzinstruments wird durch den Betrag bestimmt, der für seinen Erwerb gezahlt wurde (*asset*) oder den man für seinen Verkauf erhalten (*liability*) hat.²³⁷ Allgemeiner ist der *fair value* als der Betrag definiert, zu dem zwischen sachverständigen, vertragswilligen und voneinander unabhängigen Geschäftspartnern ein Vermögenswert getauscht oder eine Verbindlichkeit beglichen werden kann.²³⁸ Der *fair value* der Gegenleistung wird unmittelbar durch den Transaktionspreis bzw. anderen Marktpreisen bestimmt. Liegt kein Marktpreis vor, so ist der *fair value* des *financial assets* oder der *financial liability* anhand einer Bewertungsmethode zu ermitteln. Die Bewertungsmethode soll zum Bewertungsstichtag den *fair value* wie unter normalen Geschäftsbedingungen („*at arm's length*“) ermitteln.²³⁹ Die angewandte Bewertungsmethode muss alle relevanten Preisbildungsfaktoren beachten, die Marktteilnehmer bei der Preisbildung berücksichtigen würden.²⁴⁰ Die Bewertung hat darüber hinaus in Einklang mit den anerkannten ökonomischen Bewertungsverfahren für Finanzinstrumente zu erfolgen. Für die Bewertung können beispielsweise

²³⁶ Vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 260.

²³⁷ Vgl. IAS 39.AG71 ff. und COENENBERG, A. G. (2005), S. 260 f.

²³⁸ IAS 32.11.

²³⁹ Vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 261.

²⁴⁰ IAS 39.AG75

der Marktpreis anderer, vergleichbarer Finanzinstrumente, der diskontierte Cashflow des Finanzinstruments, Optionspreismodelle etc. herangezogen werden.²⁴¹

Darüber hinaus sind sämtliche Transaktionskosten Bestandteil des ursprünglichen *fair values*, sofern das Finanzinstrument in den Folgeperioden nicht erfolgswirksam zum Marktwert bewertet wird.²⁴² Sind in der Folgebewertung die fortgeführten Anschaffungskosten als Bewertungsmaß heranzuziehen, so gehen die Transaktionskosten in den Effektivzins ein.

Die Folgebewertung eines Finanzinstruments hängt davon ab, ob es sich um freistehende Finanzinstrumente handelt oder die Finanzinstrumente in einem Sicherungszusammenhang stehen. Es wird nun zunächst auf die Folgebewertung freistehender Finanzinstrumente eingegangen, um anschließend auf das in IAS 39.71 ff. separat behandelte *hedge accounting* einzugehen.

2.2. Folgebewertung freistehender Finanzinstrumente

Die Folgebewertung freistehender Finanzinstrumente hängt unmittelbar von ihrer funktionalen Abgrenzung im Unternehmen ab. IAS 39.9 unterscheidet vier Arten von Finanzinstrumenten:

1. *Financial assets or financial liabilities at fair value through profit or loss*
2. *Held to maturity investments*
3. *Loans and receivables*
4. *Available for sale financial assets*

Auf die einzelnen Arten von Finanzinstrumenten und die mit ihnen verbundenen Rechnungslegungsvorschriften soll nun eingegangen werden.

2.2.1. Financial assets or financial liabilities at fair value through profit or loss

IAS 39.9 beinhaltet ein generelles Wahlrecht, dass es dem Bilanzierenden erlaubt, zum Zugangszeitpunkt jedes Finanzinstrument freiwillig der Kategorie *financial assets or*

²⁴¹ IAS 39.AG74

²⁴² IAS 39.43.

financial liabilities at fair value through profit or loss zuzuordnen. Ausgenommen hiervon sind Finanzinstrumente, die nicht unter die Regelungen des IAS 39 fallen, für die kein objektiver Marktwert ermittelt werden kann sowie nicht bewertbare *equity instruments*.

Unabhängig vom Wahlrecht sind sämtliche Finanzinstrumente (*asset* oder *liability*) als *financial assets or financial liabilities at fair value through profit or loss* einzustufen, sofern sie eins der folgenden Kriterien erfüllen:²⁴³

- § Das Finanzinstrument wird mit der Intention gehalten, es kurzfristig zu veräußern (*held for trading*) bzw. zurück zu erwerben,
- § ist Bestandteil eines einheitlich verwalteten Portfolios von festgelegten Finanzinstrumenten, dessen Strukturen eine tatsächliche Folge von kurzfristigen Gewinnrealisierungen in der jüngeren Vergangenheit beweisen oder
- § ist ein freistehendes derivatives Finanzinstrument.

Die Kriterien zeigen hierbei, dass innerhalb von IAS 39 nunmehr die ehemals eigenständige Kategorie “*held for trading*” als Bestandteil der Kategorie *financial assets or financial liabilities at fair value through profit or loss* aufzufassen sind.

Problematisch an den gestellten Abgrenzungskriterien ist vor allem der Begriff „kurzfristig“. IAS 39 definiert nicht, was hierunter zu verstehen ist. Es ist daher vom Unternehmen festzulegen, was als kurzfristige Anlage zu betrachten ist. Im Sinne des Stetigkeitsprinzips ist diese Abgrenzung dauerhaft für die jeweilige Handelsstrategie anzuwenden.

Im Zusammenhang mit dem zweiten Kriterium ist ferner zu beachten, dass ein Portfolio grundsätzlich als *held for trading* zu klassifizieren ist, sobald innerhalb des Portfolios kurzfristige Gewinnmitnahmen vorkommen. Es ist daher unwesentlich, ob in dem Portfolio einzelne Finanzinstrumente mitunter auch längerfristig gehalten werden.

Assets held for trading sind u. a. freistehende Optionen, Futures, kurzfristig gehaltene Wertpapiere etc. Der Kategorie *liabilities held for trading* gehören bspw. Lieferver-

²⁴³ IAS 39.9.

pflichtungen aus Wertpapierverkäufen und derivative *financial assets* mit einem negativen Marktwert an. Nicht zwingend als *liabilities held for trading* sind hingegen zur Refinanzierung von Handelsaktivitäten aufgenommene Mittel zu klassifizieren.²⁴⁴

Financial assets or financial liabilities at fair value through profit or loss werden grundsätzlich in Höhe ihres *fair values* (zzgl. etwaiger Transaktionskosten) bewertet.²⁴⁵ Die Wertänderungen sind erfolgswirksam in der laufenden Periode zu berücksichtigen.²⁴⁶ Ausgenommen hiervon sind sämtliche Eigenkapitalinstrumente, für die kein zuverlässiger und repräsentativer *fair value* ermittelt werden kann.²⁴⁷ Hiervon ist auszugehen, sofern für das Eigenkapitalinstrument kein Marktwert existiert und eine Modellbewertung ebenfalls nicht in Betracht kommt. Eine Modellbewertung ist unzulässig, sofern für die benötigten Inputparameter kein repräsentativer Marktwert existiert.²⁴⁸ In diesem Ausnahmefall kommt eine Abgrenzung als *financial assets or liabilities held for trading* nicht in Betracht und das Eigenkapitalinstrument ist in Höhe seiner Anschaffungskosten zu bewerten.²⁴⁹

Die Kategorie *at fair value through profit or loss* erlaubt somit mit wenigen Ausnahmen, nahezu alle Finanzinstrumente erfolgswirksam zum *fair value* zu bewerten. Die Möglichkeit einer freiwilligen Marktbewertung für nahezu alle Finanzinstrumente ist erst mit der Überarbeitung des IAS 39 ermöglicht worden. Zuvor konnten zumindest ausgereichte Kredite und Forderungen der Kategorie *loans and receivables* sowie originäre Verbindlichkeiten nicht zum Marktwert bewertet werden

Die Abgrenzung als *at fair value through profit or loss* ist für das Unternehmen bindend. Eine Umgliederung zu einem späteren Zeitpunkt in eine der anderen Bewertungskategorien ist unzulässig.²⁵⁰ Dies gilt auch, falls die Marktentwicklungen dazu führen, dass ein Handel am Markt mit dem betreffenden Finanzinstrument faktisch nicht mehr erfolgt. Für die Bilanzierung ist folglich allein die zum Erwerbszeitpunkt vorgenommene Kategorisierung maßgeblich. Eine Umgliederung ist nur möglich, indem das Finanzinstrument veräußert und anschließend zurück erworben wird. Hier liegt allerdings eine

²⁴⁴ IAS 39.AG15.

²⁴⁵ IAS 39.46 bzw. .47 a).

²⁴⁶ IAS 39.55 a)

²⁴⁷ IAS 39.46 c) bzw. 47 a).

²⁴⁸ IAS 39.AG82

²⁴⁹ IAS 39.46 c) bzw. .47 a).

²⁵⁰ IAS 39.50

tatsächliche Marktrealisierung mit einem anschließend neu abgeschlossenen Rechtsgeschäft vor, so dass nicht wirklich von einer Umgliederung im eigentlichen Sinn gesprochen werden kann. Grundvoraussetzung für einen derartigen Neuabschluss mit anschließender Umkategorisierung ist, dass zwei separate Verträge über den Kauf und Rückwerb geschlossen werden. Darüber hinaus ist die Regelung IAS 39.AG51, Abschnitt (e) zur Abwicklung von Scheingeschäften zu beachten. Analog können Finanzinstrumente anderer Kategorien nachträglich nicht mehr als *held for trading* klassifiziert werden.

2.2.2. Held to maturity investments

Der Kategorie *held to maturity* gehören alle originären *financial assets* an, die über eine feste Laufzeit und feste resp. genau bestimmbare Zahlungsströme verfügen und bei denen das Unternehmen beabsichtigt, sie bis zur Endfälligkeit zu halten (*not held for trading*).²⁵¹ Nicht als *held to maturity* können hierbei alle derivativen Finanzinstrumente sowie sämtliche Finanzinstrumente der Kategorien *at fair value through profit or loss*, *loans and receivables* und *available for sale* abgegrenzt werden.²⁵²

Hierbei reicht die reine Intention des Unternehmens, die Finanzinstrumente bis zur Endfälligkeit zu halten, nicht aus. Das Unternehmen muss darüber hinaus zweifelsfrei in der Lage sein, die betreffenden *financial assets* bis zur Endfälligkeit zu halten.²⁵³ Das Halten eines *financial instrument* für eine unbestimmte Frist reicht nach IAS 39.AG16 nicht aus, um es als *held to maturity investment* zu klassifizieren. Es ist nach IAS 39.AG16 auch von keiner finalen Haltabsicht auszugehen, sofern das Unternehmen bei veränderten Marktparametern einen Verkauf beabsichtigt oder die vertraglichen Regelungen des Finanzinstruments es dem Emittenten des Finanzinstruments erlauben, eine Glattstellung des Finanzinstruments zu Konditionen durchzuführen, die deutlich unterhalb der fortgeführten Anschaffungskosten liegen. Ein Kündigungsrecht seitens des Emittenten ist hingegen als Laufzeitverkürzung zu interpretieren und steht einer Abgrenzung des Finanzinstruments als *held to maturity investment* nicht entgegen.²⁵⁴ Eine Kategorisie-

²⁵¹ IAS 39.9.

²⁵² IAS 39.9

²⁵³ IAS 39.AG23

²⁵⁴ IAS 39.AG18

zung als *held to maturity* ist allerdings nicht möglich, sofern der Anleger ein vorzeitiges Kündigungsrecht hat.²⁵⁵

IAS 39.9 sieht darüber hinaus Sanktionen vor, sofern ehemals als *held to maturity investments* abgegrenzte Finanzinstrumente vorzeitig veräußert wurden. Ein Unternehmen darf in der laufenden Periode keine *financial assets* mehr funktional als *held to maturity investment* einstufen, sofern es im laufenden oder in einem der zwei vorhergehenden Jahren einen im Verhältnis zum *held to maturity* Gesamtportfolio nicht unwesentlichen Bestandteil der bestehenden *held to maturity investments* vor Laufzeitende verkauft, transferiert oder eine Verkaufsoption auf eben diese ausgeübt hat.²⁵⁶ In diesem Fall sind sämtliche Finanzinstrumente dieser Kategorie in die Kategorie *available for sale* umzugliedern. Die sich aus der Marktbewertung ergebenden Effekte sind erfolgsneutral in das Eigenkapital einzustellen.²⁵⁷ Ein solches Vorgehen ist nach IAS 39.9 nur unter folgenden Gesichtspunkten zulässig:

- § Der Verkauf erfolgt unmittelbar vor Endfälligkeit des *held to maturity investments* und Marktwertänderungen haben keinen wesentlichen Einfluss mehr auf dessen *fair value*.
- § Der Verkauf erfolgt erst, nachdem das Unternehmen nahezu alle mit dem *financial asset* planmäßig verbundenen Zahlungen bzw. Vorauszahlungen vereinnahmt hat.
- § Der Verkauf erfolgt als Reaktion auf ein einmalig vorkommendes, nicht vorhersehbares und sich der Kontrolle des Unternehmens entziehendes Ereignis.

Falls das Unternehmen nicht mehr in der Lage ist, das *held to maturity investment* bis zu Endfälligkeit zu halten oder ein anderer berechtigter Grund vorliegt, der zu einer Umkategorisierung führt, so ist das Finanzinstrument in die Kategorie *available for sale* einzustellen und eine Neubewertung zum *fair value* vorzunehmen. Differenzen zwischen dem Buchwert und dem *fair value* sind erfolgsneutral in das Eigenkapital einzustellen.²⁵⁸

²⁵⁵ IAS 39.AG19

²⁵⁶ Vgl. IAS 39.9. Folglich verjähren derartige Vorfälle nach zwei Jahren.

²⁵⁷ IAS 39.52

²⁵⁸ IAS 39.51 und .55 (b).

Die Folgebewertung aller *held to maturity investments* erfolgt grundsätzlich in Höhe ihrer fortgeführten Anschaffungskosten.²⁵⁹ Die fortgeführten Anschaffungskosten sind nach der effektiven Zinsmethode zu ermitteln. Der effektive Zinssatz ist derjenige Zinssatz, der bei Diskontierung aller erwarteten Cashflows und Abzug von Transaktionskosten den Ausgabewert des Finanzinstruments zum Stichtag ergibt. In den Folgeperioden wird der Bilanzansatz zu fortgeführten Anschaffungskosten beibehalten.

Die Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten führt zu ergebniswirksamen Beiträgen, sobald sich die fortgeführten Anschaffungskosten des *assets* durch den Amortisationsprozess ändern, das zugrundeliegende *financial instrument* ganz oder teilweise bilanziell ausgebucht wird oder ein *asset impairment* vorliegt.²⁶⁰ Ein *impairment* liegt laut IAS 39.63 vor, sofern der erwartete *carrying amount* (Buchwert) des *asset* über seinen *present value* liegt. Der *present value* wird hierbei durch Diskontierung aller zukünftigen Cashflows des Finanzinstruments ermittelt. Als Zinssatz ist der ursprüngliche, effektive Zinssatz des Finanzinstruments heranzuziehen bzw., im Falle einer variablen Verzinsung, der aktuelle, vertraglich vereinbarte Referenzzinssatz.²⁶¹ Die erwarteten und diskontierten zukünftigen Cashflows aus dem Finanzinstrument bestimmen folglich die Höhe des erwarteten *present values* (Absatzmarktorientierte Betrachtung). Der Verlust kann durch Abschreibung des *carrying amounts* auf den *present value* oder durch einen Wertberichtigungsposten bilanziell berücksichtigt werden. Ein Verlust aus einem *asset impairment* ist unmittelbar erfolgswirksam zu berücksichtigen.²⁶² Die deutsche Differenzierung einer Wertminderung in dauerhaft oder vorübergehend ist in den IFRS nicht vorgesehen.

Fällt zu einem späteren Zeitpunkt der Abschreibungsgrund weg und besteht demnach kein *impairment* mehr und ist die Wertsteigerung auf ein erst nach der Abschreibung auftretendes Ereignis zurückzuführen, so ist nach IAS 39.65 die Abschreibung rückgängig zu machen. Nach erfolgter Abschreibung darf eine spätere Zuschreibung allerdings nur bis zu den fortgeführten Anschaffungskosten, die sich ohne die Abschreibung ergeben hätten, erfolgen.²⁶³ Die Zuschreibung ist erfolgswirksam vorzunehmen.

²⁵⁹ Vgl. IAS 39.4.

²⁶⁰ Vgl. IAS 39.63 i. V. m. AG84

²⁶¹ IAS 39.63 i. V. m. AG84.

²⁶² Vgl. IAS 39.63

²⁶³ Obwohl IAS 39.64 nicht darauf eingeht, wie zu verfahren ist, wenn der *present value* über dem Abschreibungswert aber unterhalb der fortgeführten Anschaffungskosten liegt, ist von einer Zulässigkeit der Zuschreibung nur bis maximal auf den *present value* auszugehen.

2.2.3. Loans and receivables

In die Kategorie *loans and receivables* fallen sämtliche aktivischen originären Finanzinstrumente, die über feste oder bestimmbare Zahlungsströme oder die über keinen notierten Marktpreis an einem aktiven Markt verfügen.²⁶⁴ Originäre Finanzinstrumente können nicht der Kategorie *loans and receivables* zugeordnet werden, sofern sie bei ihrem Zugang der Kategorie *available for sale* zugeordnet wurden oder ihrem Charakter nach der Kategorie *at fair value through profit or loss* zuzuordnen sind. Ebenso dürfen sie nicht als *loans and receivables* klassifiziert werden, sofern nicht davon auszugehen ist, dass der Inhaber des Finanzinstruments seine anfängliche Finanzinvestition im wesentlichen Umfang vollständig wiedererlangen wird.²⁶⁵ Die Regelungen des IAS 39 sehen daher nunmehr vor, dass sämtliche *loans and receivables* seitens des Unternehmens bei ihrem Zugang alternativ auch als *at fair value through profit or loss* oder *available for sale* kategorisiert werden können.²⁶⁶ Grundsätzlich können Anteile an einem Pool von Vermögenswerten nicht als *loans and receivables* abgegrenzt werden.²⁶⁷ Die Folgebewertung von *loans and receivables* entspricht der Bewertung von *held to maturity investments*.

2.2.4. Available for sale financial assets

Alle bei ihrem Zugang als *available for sale* klassifizierten Finanzinstrumente sowie sämtliche Vermögenswerte, die bei ihrem Zugang nicht als *loans and receivables*, *held to maturity investments* oder *at fair value through profit or loss* Finanzinstrumente ausgewiesen wurden, gehören der Kategorie *available for sale financial assets* an.²⁶⁸ Das in der IAS 39 (2000) ehemals vorgesehene Wahlrecht, *fair value* Änderungen ergebniswirksam oder erfolgsneutral zu berücksichtigen, entfällt in IAS 39 (2004) bzw. wird durch die Möglichkeit ersetzt, sämtliche Finanzinstrumente Wahlweise als *at fair value through profit and loss* zu kategorisieren. Mit der Abschaffung des ehemaligen Wahlrechts dürfen bei der erstmaligen Anwendung der neuen Regelungen die zuvor erfassten finanziellen Vermögenswerte neu als *at fair value through profit or loss* oder *available*

²⁶⁴ IAS 39.9. Hierunter fallen beispielsweise Kreditforderungen, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, Finanzinvestitionen in Schuldinstrumente und Einlagen bei Kreditinstituten.

²⁶⁵ Ausgenommen hiervon sind Rückgänge aufgrund von Bonitätsverschlechterungen. In diesem Fall ist das Finanzinstrument als *available for sale* abzugrenzen, vgl. IAS 39.9.

²⁶⁶ Vgl. IAS 39.AG26

²⁶⁷ Vgl. IAS 39.9. Somit können bspw. Anteile an einem Investment oder ähnlichem Fond nicht als *loans and receivables* abgegrenzt werden.

²⁶⁸ Vgl. IAS 39.9.

for sale klassifiziert werden.²⁶⁹ Werden Finanzinstrumente der anderen Kategorien in die Kategorie *available for sale* umgegliedert, so sind die kumulativen *fair value* Änderungen erfolgsneutral bis zum Abgang oder *impairment* des Vermögenswerts in die Neubewertungsrücklage einzustellen. Im Falle einer Umklassifizierung müssen die Wertansätze im Abschluss der Vergleichsperiode analog umkategorisiert werden. Ferner ist der ehemalige Buchwert der umgegliederten Positionen der Vergleichsperiode anzugeben.²⁷⁰

Bei sämtlichen *available for sale* Finanzinstrumenten, unabhängig davon ob sie aus einer Reklassifizierung oder durch Neuzugang entstehen, müssen mit der Überarbeitung von IAS 39 Marktwertänderungen generell erfolgsneutral ins Eigenkapital eingestellt werden, sofern sie nicht auf *impairments*, Währungskurseffekte oder Dividendenzahlungen aus Eigenkapitaltiteln hervorgehen.²⁷¹

IAS 39.67 sieht im Falle eines eingetretenen *impairments* zunächst eine ergebniswirksame Auflösung der erfolgsneutral abgegrenzten Marktwertverluste vor.²⁷² Übersteigen die Verluste die erfolgsneutral abgegrenzten Beträge, so ist das Finanzinstrument auf seinen *fair value* erfolgswirksam abzuschreiben. Kann die Höhe des *impairments* nicht genau bestimmt werden, so ist die beste Schätzung (*best estimate*) heranzuziehen.²⁷³ Ein *impairment* liegt allerdings nur vor, sofern ein bzw. mehrere objektiv nachvollziehbare Ereignisse nach der Aktivierung des Finanzinstruments zu einer Minderung der erwarteten zukünftigen Cashflows des Finanzinstruments führt bzw. führen.²⁷⁴ Im Ergebnis bedeutet dies, dass *fair value* Änderungen, die auf veränderte Marktpreisrisiken zurückgehen und die keinen Effekt auf die zukünftigen Cashflows des assets haben, regelmäßig zu keinem *impairment* führen. Liegen hingegen objektiv nachvollziehbare Umstände für ein *impairment* vor (z. B. Veränderungen der Bonität der Vertragspartei) und führen diese dazu, dass die erwarteten Cashflows niedriger ausfallen als erwartet, so ist

²⁶⁹ Vgl. IAS 39.105. Mit dieser Ausnahmeregelung wird daher von IAS 39.50 abgewichen, der ein generelles Umklassifizierungsverbot vorsieht.

²⁷⁰ Vgl. IAS 39.105.

²⁷¹ IAS 39.55.

²⁷² Vgl. IAS 39.67. *Impairment* beziehen sich generell nur auf eingetretenen Wertminderungen, nicht jedoch auf zukünftig erwartete Verluste, vgl. IAS 39.BC109.

²⁷³ Vgl. hierzu IAS 39.AG86 i. V. m. IAS 37.39.

²⁷⁴ Grundsätzlich dürfen *impairments* erst nach der Aktivierung des *assets* berücksichtigt werden. Eine Berücksichtigung zum Zeitpunkt der Aktivierung ist unzulässig. Transaktionskosten sind nach der Effektivzinsmethode zu amortisieren, sofern das *available for sale* Finanzinstrument über feste und bestimmbare Zahlungsströme verfügt. Ansonsten sind die Transaktionskosten mit dem Abgang des *assets* oder Eintreten eines *impairments* zu berücksichtigen. Vgl. hierzu IAS 39.AG67.

die Wertminderung erfolgswirksam zu berücksichtigen. Die Abschreibungshöhe bemisst sich aus der Differenz zwischen den Anschaffungskosten (abzgl. Tilgungen und Amortisationsbeträgen) und dem *fair value* zum Bewertungsstichtag. Die Differenz ist um in vorhergehenden Perioden erfassten Wertminderungen zu kürzen.²⁷⁵

Im Regelfall ist bei einer späteren Wertaufholung das Finanzinstrument erfolgsneutral auf den gestiegenen *fair value* zuzuschreiben. Ausgenommen hiervon sind allerdings Schuld- und Eigenkapitaltitel, die auch nach Wegfall des Abschreibungsgrundes nicht erfolgswirksam zugeschrieben werden dürfen.²⁷⁶ Hier ist bei Schuldtiteln bei Wegfall des *impairments* erfolgswirksam zuzuschreiben, wenn die Wertaufholung auf ein Ereignis nach dem *impairment* zurückgeht.²⁷⁷ Wertaufholungen bei Eigenkapitaltitel sind hingegen erfolgsneutral ins Eigenkapital einzustellen.²⁷⁸

Währungskurseffekte sind bei monetären Finanzinstrumenten gem. IAS 21 so zu behandeln, als wenn das zugrunde liegende Instrument zu fortgeführten Anschaffungskosten bilanziert wird.²⁷⁹ Im Ergebnis bedeutet dies, dass Währungskurseffekte erfolgswirksam zu berücksichtigen sind. Handelt es sich hingegen um ein nicht monetäres Finanzinstrument (z. B. Eigenkapitaltitel), so sind die Währungskurseffekte erfolgsneutral ins Eigenkapital einzustellen.²⁸⁰ Darüber hinaus sind bei zinstragenden Finanzinstrumenten immer parallel die fortgeführten Anschaffungskosten zu ermitteln, damit der sich aus der Effektivzinsung ergebende Zinseffekt erfolgswirksam berücksichtigt werden kann.

Offene Beträge aus Dividendenzahlungen auf Eigenkapitaltitel sind mit Entstehung des Rechtsanspruchs auf Dividendenzahlung ergebniswirksam zu berücksichtigen.

Die erfolgsneutral abgegrenzten Wertänderungen sind mit Ausbuchung des Vermögenswerts ergebniswirksam zu realisieren.

²⁷⁵ IAS 39.68.

²⁷⁶ IAS 39.69 und .BC125.

²⁷⁷ Vgl. IAS 39.BC127.

²⁷⁸ Vgl. IAS 39.BC129.

²⁷⁹ Vgl. IAS 39 IG, E.3.2 und IAS 21.23 (a) und .28.

²⁸⁰ Vgl. IAS 39. AG83.

2.2.5. Sonstige financial liabilities

Sonstige *financial liabilities* sind sämtliche originären *financial liabilities*, die nicht der Kategorie *at fair value through profit or loss* angehören. Sie sind in Höhe ihrer fortgeführten Anschaffungskosten und unter Verwendung des Effektivzinssatzes zu bilanzieren.²⁸¹ Derivative *financial liabilities* gehören ebenfalls dieser Kategorie an, sofern ihre Erfüllung durch unnotierten *equity instrument* erfolgt und ihr *fair value* nicht zuverlässig ermittelt werden kann.²⁸² In diesem Fall sind derivative *financial liabilities* in Höhe ihrer Anschaffungskosten auszuweisen.²⁸³

Wertänderungen der zu fortgeführten Anschaffungskosten bilanzierten *liabilities* werden nur ergebniswirksam, sofern diese durch den Amortisationsprozess entstehen, das zugrunde liegende *financial instrument* ganz oder teilweise bilanziell ausgebucht wird oder ein *impairment* vorliegt.²⁸⁴

Eine besondere Form von *financial liabilities* bilden *financial assets*, deren *fair value* negativ ist. In diesem Fall führt der *asset* zu einer Nettobelastung für das Unternehmen und ist wie eine *liability* zu behandeln. Hierbei wird es sich häufig um derivative *financial assets* handeln, die gem. IAS 39.9 mit ihrem *fair value* zu bewerten sind. Sollten andere *financial assets* zu einem negativen Marktwert führen (z. B. die Beteiligung an einer Personengesellschaft, die ein negatives Kapital hat und dieses Kapital durch den Gesellschafter einzuzahlen ist), richtet sich ihre weitere Bilanzierung nach der vom Unternehmen unterstellten funktionellen Abgrenzung (*held to maturity, at fair value through profit or loss* oder *available for sale asset*).

2.2.6. Stillhalterverpflichtungen

Häufig emittieren Unternehmen Optionen bzw. Optionsscheine. Der Emittent übernimmt mit Ausgabe der Option das Risiko der weiteren Kursentwicklung des Basiswertes. Als Gegenleistung erhält er hierfür vom Optionsnehmer die Optionsprämie. Die Höhe der Optionsprämie ist gleichzeitig auch der maximal mögliche Gewinn, den der Emittent aus der Stillhalterverpflichtung erzielen kann. Dem steht auf der anderen Seite

²⁸¹ Vgl. IAS 39.47.

²⁸² Vgl. IAS 39.47 a).

²⁸³ Vgl. IAS 39.47 a).

²⁸⁴ Vgl. IAS 39.108

ein nahezu unbegrenztes Verlustpotential gegenüber, das der Emittent nur reduzieren kann, indem er über den Basiswerts verfügt bzw. ihn am Markt erwirbt. Stillhalterverpflichtungen dienen dem Unternehmen folglich einzig zur Generierung von Zusatzerträgen. Darüber hinaus handelt es sich bei Stillhalterverpflichtungen um ein derivatives Finanzinstrumente. Somit fallen Stillhalterverpflichtung generell in die Kategorie *at fair value through profit or loss* bzw. *held for trading* und müssen folglich ergebniswirksam zum *fair value* bilanziert werden. Die vom Optionsnehmer geleistete Prämie muss der Stillhalter bis zur Ausübung, dem Verfall oder der Glattstellung des Optionsrechts passivieren. Die weitere Kursentwicklung der Optionsprämie entspricht dem auszuweisenden Betrag: sinkt der Wert der Option, so ist die passivierte Optionsprämie auf den niedrigeren *fair value* abzuschreiben, wodurch ein Teil der Optionsprämie ergebniswirksam realisiert wird. Steigt hingegen der Wert der Option, so muss der Stillhalter die passivierte Prämie auf den gestiegenen *fair value* der Option zuschreiben.

2.2.7. Zusammenfassung

Als Zwischenergebnis lässt sich festhalten, dass *financial assets* in der Regel mit ihrem *fair value* auszuweisen sind. Von einer *fair value* Bewertung ist nur eine geringe Anzahl von *financial assets* ausgenommen. Den größten Anteil der von einer *fair value* Bewertung ausgeschlossenen *assets* bilden hierbei eindeutig Forderungen und Darlehen. Ihr Ausschluss erklärt sich vor allem dadurch, dass ein solcher Schritt eine zu weitreichende Abkehr von der bisherigen Rechnungslegungspraxis bedeuten würde.²⁸⁵ An eine Abgrenzung als *held to maturity investments* stellt IAS 39 allerdings derart hohe Anforderungen, dass sie in der Praxis nur von untergeordneter Bedeutung sind. Auch die dritte Möglichkeit, die zu einer *asset*-Bewertung zu Anschaffungskosten führt, nämlich die Unmöglichkeit der Bestimmung eines Marktwertes ist als Ausnahmetatbestand konzipiert und somit nur in wenigen Ausnahmefällen anwendbar.

Der Wertansatz von *financial liabilities* wird hingegen i. d. R. durch die fortgeführten Anschaffungskosten oder die Anschaffungskosten bestimmt. IAS 39 sieht allerdings in zwei Ausnahmefällen auch für *financial liabilities* eine *fair value*-Bewertung vor. Hierbei handelt es sich um *financial liabilities* die der Kategorie *at fair value through profit or loss* angehören und *financial assets*, die aller Voraussicht nach zu einer Nettobelas-

²⁸⁵ Vgl. GEBHARDT, G./NAUMANN, T. K. (1999), S. 1466.

tung für das Unternehmen führen werden.²⁸⁶ Die folgende Abbildung gibt einen Überblick über die Bilanzierung von *financial assets and liabilities*.

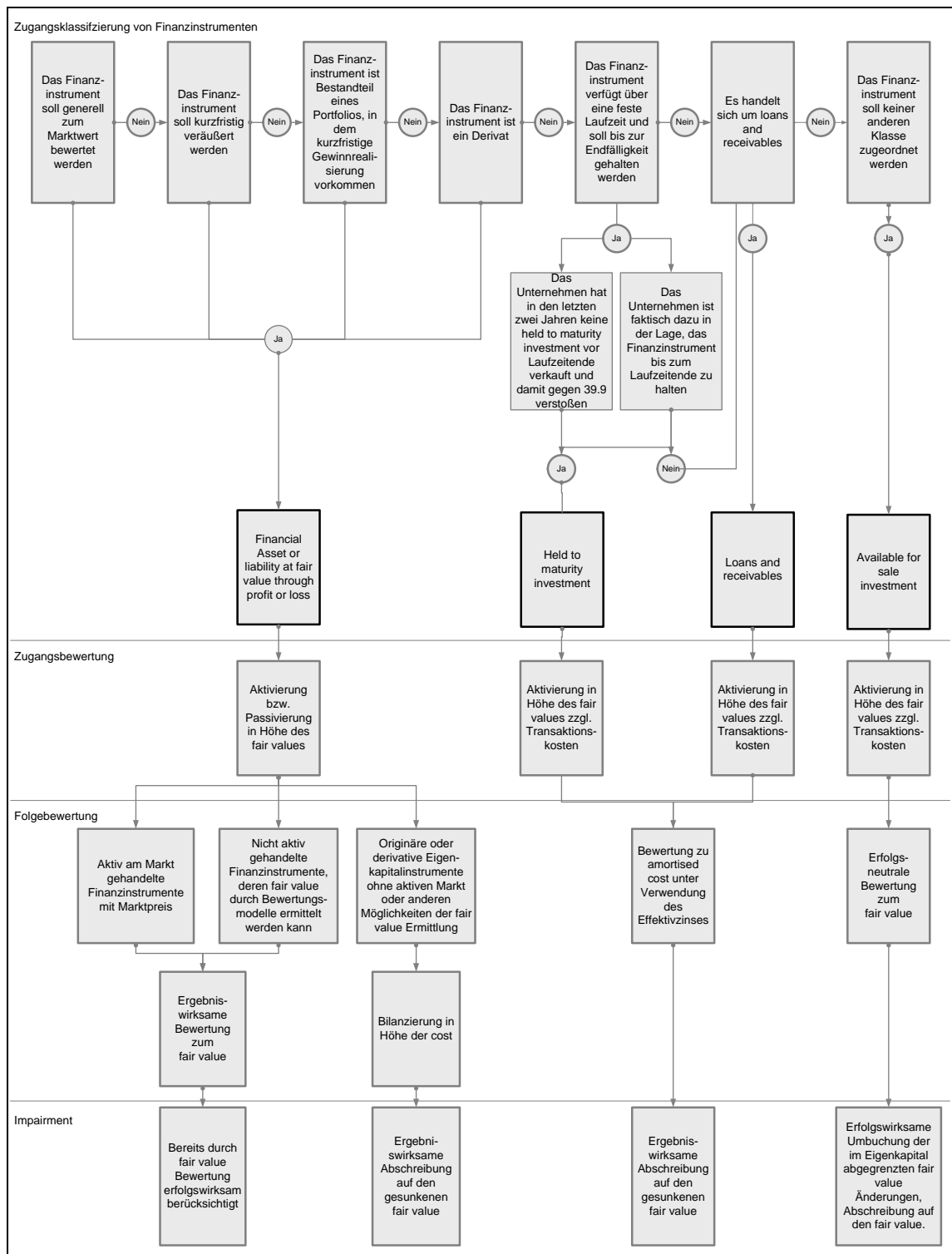


Abb. 12: Zusammenfassende Darstellung der Kategorisierung und Bewertung von Finanzinstrumenten

²⁸⁶

Hierunter fallen z. B. *financial assets*, die über einen negativen Marktwert verfügen.

2.3. Hedge accounting

IAS 39 nimmt sich in einem eigenen Abschnitt der Problematik des *hedge accountings* an.²⁸⁷ Die Anforderungen an die Abgrenzung von Sicherungszusammenhängen sind ausgesprochen hoch, so dass sie nur in wenigen Fällen zur Anwendungen gelangen werden. Der in IAS 39 verfolgte Ansatz zeigt deutlich eine Tendenz auf, die weg von der kompensatorischen Bewertung und hin zu einer sich aus der *fair value*-Bewertung ergebenden automatischen symmetrischen Erfassung der Ergebniswirkungen aus dem Grund- und Sicherungsgeschäft geht.

2.3.1. Bestandteile von Sicherungszusammenhängen

IAS 39.71 ff. regelt die bilanzielle Berücksichtigung von Sicherungszusammenhängen (*hedging*). Ein Sicherungszusammenhang besteht nach IAS 39.71 ff. aus einem oder mehreren Sicherungsgeschäft(en) (*hedging instrument*) und einem oder mehreren Grundgeschäft(en) (*hedged item*). Die Definition eines Grundgeschäfts setzt voraus, dass das Grundgeschäft für das Unternehmen ein *fair value* oder Cashflow Risiko beinhaltet und dieses Risiko durch eine Gegenposition gesichert wird.²⁸⁸ Ein Sicherungsinstrument muss hingegen dazu geeignet sein, die aus dem Grundgeschäft resultierenden Risiken zu kompensieren. Hierbei können Währungsrisiken sowohl durch originäre als auch derivative Finanzinstrumente abgesichert werden, während die einzelnen Vorschriften zum *hedge accounting* für die sonstigen Risikofaktoren (Zinsen, Marktpreis etc.) nur derivative Finanzinstrumente als Sicherungsinstrument zulassen.²⁸⁹ Als Sicherungsinstrument ausgeschlossen sind hingegen bestimmte derivative Finanzinstrumente, die zu Stillhalterverpflichtungen führen.²⁹⁰

2.3.1.1. Grundgeschäfte

Ein Grundgeschäft kann ein bilanzierter Vermögenswert, eine bilanzierte Verbindlichkeit, eine Verpflichtung aus schwebenden Geschäften (*firm commitment*), eine mit hoher Wahrscheinlichkeit erfolgende zukünftige Transaktion (*forecasted transaction*) oder

²⁸⁷ Vgl. IAS 39.71 ff.

²⁸⁸ Vgl. IAS 39.9.

²⁸⁹ Vgl. IAS 39.9 und .72.

²⁹⁰ Vgl. IAS 39.72.

ein Nettoinvestment in einen ausländischen Geschäftsbetrieb sein.²⁹¹ Darüber hinaus können auch zu Gruppen zusammengefasste *assets, liabilities, firm commitment* oder zukünftige Transaktionen ein Grundgeschäft bilden, sofern sie der gleichen Risikoart unterliegen.²⁹² Voraussetzung für die Abgrenzung originärer Finanzinstrumente als Grundgeschäft ist, dass (a) ihr *fair value* oder die aus ihnen erwarteten zukünftigen Cashflows einer Wertschwankung unterliegen und sie (b) Bestandteil eines Sicherungszusammenhangs sind.²⁹³ *Held to maturity investments* sind aufgrund der fixierten zukünftigen Geschäftskonditionen grundsätzlich nicht als Grundgeschäft abgrenzbar, da die während der Laufzeit erfolgenden Wertschwankungen keine Auswirkungen auf die finalen Geschäftskonditionen haben und damit keiner Sicherung bedürfen. Ausgenommen hiervon sind Währungs- und Kreditrisiken, die auch bei *held to maturity investments* als Grundgeschäft deklariert werden können.²⁹⁴ Ebenso können derivative Finanzinstrumente regelmäßig nicht als Grundgeschäfte abgegrenzt werden, da sie per Definition der Kategorie *held for trading* zuzuordnen sind und somit folglich sämtliche *fair value* Änderungen erfolgswirksam berücksichtigt werden müssen.²⁹⁵

Darüber hinaus können auch nicht finanzielle Vermögenswerte und Verbindlichkeiten als Grundgeschäft abgegrenzt werden. So erlaubt IAS 39 bspw. die Absicherung von Ölvorräten etc. Die Absicherung kann sich entweder ausschließlich auf Währungsrisiken beschränken oder aber sämtliche Risiken des nicht finanziellen Vermögenswert oder Verbindlichkeit beziehen. Die einzelne Absicherung der nicht währungsbezogenen Risikofaktoren (z. B. nur die Absicherung des Zinsrisikos) ist folglich unzulässig. Begründet wird dies in IAS 39.82 damit, dass die Effekte der einzelnen Risikofaktoren auf die erwarteten Cashflows oder dem *fair value* nur äußerst schwierig bestimmbar seien.

2.3.1.2. Sicherungsgeschäfte

IAS 39.76 erlaubt es, ein Derivat zur Absicherung mehrerer Risiken heranzuziehen, sofern die einzelnen Risiken des Grundgeschäfts klar identifiziert werden können, der Sicherungszusammenhang für jeden gesicherten Risikofaktor als effektiv einzustufen ist

²⁹¹ Vgl. IAS 39.78 (a).

²⁹² Vgl. IAS 39.78 (b).

²⁹³ Vgl. IAS 39.9.

²⁹⁴ Vgl. IAS 39.79.

²⁹⁵ Vgl. IAS 39, F2.1.

und die einzelnen Sicherungszusammenhänge klar abgegrenzt werden können.²⁹⁶ Ebenso können gem. IAS 39.77 mehrere Derivate vollständig oder aber auch nur teilweise gemeinsam als Sicherungsinstrument für ein Grundgeschäft herangezogen werden. Dies gilt auch, wenn die beteiligten Derivate herangezogen werden, um Risiken anderer Derivate des Sicherungszusammenhangs zu kompensieren. Ausgenommen hiervon sind grundsätzlich Stillhalterverpflichtungen.

Nach IAS 39.80 können grundsätzlich nur derivative Finanzinstrumente konzernfremder Dritter als Sicherungsinstrument deklariert werden.²⁹⁷ Es ist zwar zulässig, dass einzelne Konzerngesellschaften untereinander Sicherungsgeschäfte tätigen, jedoch sind diese im Rahmen der Konsolidierung zu eliminieren. Eine Besonderheit besteht bei Sicherungsstrategien, bei denen durch die zentrale Treasury Abteilung das aggregierte Residualrisiko des Konzerns extern abgesichert wird. Hier übernimmt die Treasury Abteilung häufig die Funktion des Sicherungsgebers und schließt ein internes derivatives Sicherungsgeschäft mit den einzelnen Tochterunternehmen ab. In diesem Fall erkennt auch IAS 39 interne Sicherungsgeschäfte auf Einzelgesellschaftsebene als Sicherungsinstrument an, sofern das Residualrisiko des Konzerns durch Abschluss eines externen Sicherungsgeschäfts seitens Treasury abgesichert wurde.²⁹⁸ Damit ist eine innerkonzernliche Absicherung auf Einzelabschlussebene möglich. Ausgenommen hiervon sind Währungskursrisiken aus innerkonzernlichen monetären Posten, die im Rahmen der Konsolidierung nicht vollständig aufgehoben werden und somit zu Währungskurseffekten führen. Nach IAS 39.80 i. V. m. IAS 21 treten Währungskurseffekte im Rahmen der Konsolidierung auf, sofern es zu monetären innerkonzernlichen Geschäftsvorfällen zwischen zwei Konzerngesellschaften kommt und beide Gesellschaften über eine unterschiedliche funktionale Währung verfügen.

Darüber hinaus kommen originäre Finanzinstrumente als Sicherungsinstrument in Betracht, sofern sie der Absicherung von Währungsrisiken (*foreign currency hedges*) dienen.²⁹⁹ Allerdings können sie auch in diesem Fall nur als Sicherungsinstrument eingesetzt werden, sofern der *fair value* des originären Finanzinstruments resp. die aus ihm erwarteten zukünftigen Cashflows dazu geeignet sind, die sich beim Grundgeschäft er-

²⁹⁶ Vgl. IAS 39.76. Siehe auch *Guidance on Implementing (IG)* F1.12 f. und F2.18.

²⁹⁷ Vgl. IAS 39.73

²⁹⁸ Vgl. IAS 39.73; F.2.14, F.2.15, F.2.16 i. V. m. IAS 39.BC165 bis .BC172

²⁹⁹ Vgl. IAS 39.72.

gebenden Wertschwankungen zu kompensieren.³⁰⁰ Stillhalterverpflichtungen aus Optionen dürfen daher gem. IAS 39 nicht als Sicherungsinstrument klassifiziert werden. Dies ist aufgrund der Risikostruktur eines solchen Instruments plausibel, da den unbegrenzten Verlustmöglichkeiten keine kompensatorische Größe gegenüberstehen kann. Ausgenommen hiervon sind Stillhaltverpflichtungen, wenn diese zur Glatstellung erworbener Optionen verwendet werden.³⁰¹ Grundsätzlich nicht als Sicherungsinstrument geeignet sind darüber hinaus sämtliche unternehmenseigene *equity securities*.³⁰² Ein Finanzinstrument kann auch nicht als Sicherungsinstrument deklariert werden, sofern sein *fair value* nicht zuverlässig ermittelbar ist. Ausgenommen hiervon sind originäre Finanzinstrumente in Fremdwährungen, die der Absicherung von Währungsrisiken dienen und deren Fremdwährungskomponente zuverlässig ermittelt werden kann.³⁰³

2.3.2. Arten von Sicherungszusammenhängen

Die Bilanzierung von Sicherungszusammenhängen hängt von ihrer Klassifizierung ab. IAS 39.86 unterscheidet zwischen drei Arten von Sicherungszusammenhängen. Sicherungszusammenhänge können hiernach in *fair value hedges*, *cash flow hedges* und *hedge of a net investment in a foreign operation* unterschieden werden.

2.3.2.1. Fair value hedges

Ziel eines *fair value hedges* ist es, die negativ korrelierten Wertänderungen von Grund- und Sicherungsgeschäft gleichmäßig und periodengerecht erfolgswirksam zu erfassen, um so eine Kompensation innerhalb des Ergebnisses zwischen den einzelnen Wertänderungen zu erreichen³⁰⁴. Die kompensatorische Wirkung bezieht sich hierbei ausschließlich auf Wertänderungen, die auf das gesicherte Risiko zurückzuführen sind. Die Vorschriften des *fair value hedge accountings* sind demnach für sämtliche Grundgeschäfte relevant, die ohne Abgrenzung als Sicherungszusammenhang zu Anschaffungskosten bilanziert werden oder deren *fair value* Änderungen ansonsten erfolgsneutral ins Eigenkapital eingestellt werden würden.

³⁰⁰ Vgl. IAS 39.10.

³⁰¹ Vgl. IAS 39.72; IAS 39.AG94; F.1.3

³⁰² Vgl. IAS 39.AG97

³⁰³ Vgl. IAS 39.126.

³⁰⁴ Vgl. hierzu und den folgenden Ausführungen auch COENENBERG, A. G. (2005), S. 275 f.

Unter den Begriff des *fair value hedge* werden alle Sicherungsgeschäfte subsumiert, die bestehende Bilanzpositionen oder schwebende Geschäfte gegen risikoinduzierte *fair value* Schwankungen absichern.³⁰⁵ Der Standard ist hierbei nicht nur auf Finanzinstrumente anzuwenden, vielmehr können auch nicht finanzielle Positionen Gegenstand eines Sicherungszusammenhangs sein.³⁰⁶ Es kann sowohl der gesamte *fair value* einer Bilanzposition oder eines schwebenden Geschäfts abgesichert werden als auch nur ein Teil, der einem genau bestimmbar Risiko ausgesetzt ist und dessen Wertschwankungen erfolgswirksam sind. In IAS 39 (2000) waren *fair value hedges* nur bei bilanzierten *assets* und *liabilities* zulässig.³⁰⁷ Mit der Überarbeitung des Standards sind nunmehr auch Sicherungen von Preisänderungsrisiken aus schwebenden Geschäften als *fair value hedge* abzugrenzen.³⁰⁸ Lediglich für Fremdwährungsrisiken aus schwebenden Geschäften besteht ein Wahlrecht, den Sicherungszusammenhang als *fair value hedge* oder *cash flow hedge* abzugrenzen.³⁰⁹

Ein derivatives Sicherungsinstrument wird, sofern es Bestandteil eines *fair value hedges* ist, unverändert zum *fair value* bilanziert. Veränderungen des *fair values* sind unmittelbar ergebniswirksam zu berücksichtigen.³¹⁰ Ebenso sind währungskursbedingte Wertänderungen gem. IAS 21 ergebniswirksam zu berücksichtigen, sofern ein originäres Finanzinstrument zur Absicherung von Fremdwährungsrisiken herangezogen wurde.³¹¹ Das Grundgeschäft ist ebenfalls in Höhe seines *fair values* auszuweisen. Generell werden sämtliche *fair value* Änderungen erfolgswirksam, die auf das gesicherte Risiko zurückgehen. Dies gilt für alle Grundgeschäfte unabhängig davon, ob sie außerhalb eines Sicherungszusammenhangs zu Anschaffungskosten bewertet werden müssten oder bilanziell nicht berücksichtigt werden würden. Auch Wertschwankungen, die gem. IAS 39.55 (b) normalerweise erfolgsneutral ins Eigenkapital eingestellt werden, müssen im Rahmen eines *fair value hedges* ergebniswirksam berücksichtigt werden.³¹² Werden zu fortgeführten Anschaffungskosten bilanzierte Bilanzposten aufgrund der *hedge accounting* Vorschriften zum *fair value* bilanziert, so ist ihr Buchwert in Höhe der sich aus dem abgesicherten Risiko ergebenden Marktwertänderungen anzupassen (*basis adjustment*). Die Effekte des *basis adjustments* sind frühestens mit ihrem erstmaligen auf-

³⁰⁵ Vgl. IAS 39.137.

³⁰⁶ Zum Beispiel Absicherung des Kerosinvorrats etc.

³⁰⁷ Vgl. IAS 39 (2000), .137 (a).

³⁰⁸ Vgl. IAS 39.AG104.

³⁰⁹ Vgl. IAS 39.87.

³¹⁰ Vgl. IAS 39.89.

³¹¹ Vgl. IAS 39.89.

³¹² Vgl. IAS 39.89 (b).

treten, spätestens aber zu dem Zeitpunkt zu amortisieren, an dem das Grundgeschäft nicht mehr an etwaige Marktwertänderungen aus dem gesicherten Risiko angepasst wird.³¹³ Ist der Sicherungszusammenhang nicht dazu geeignet, das gesicherte Risiko vollständig zu kompensieren, so geht der ineffektive Teil des *hedge* erfolgswirksam als Nettoverlust oder –gewinn in die GuV ein. Die Regelungen des IAS 39 führen dazu, dass sich die Bewertung des Grundgeschäfts an der Bewertung des Sicherungsgeschäfts ausrichtet (Umkehr der deutschen Rechnungslegungspraxis). *Fair value* Änderungen, die nicht auf das gesicherte Risiko zurückgehen und kein *impairment* darstellen, sind gem. IAS 39.90 i. V. m. .55 entweder unmittelbar erfolgswirksam zu berücksichtigen oder, im Falle von *available for sale financial assets*, erfolgsneutral ins Eigenkapital einzustellen.

Eine Besonderheit besteht bei *fair value hedges* auf schwebende Geschäfte. Da zum Zeitpunkt der Sicherungsbegründung kein *asset* bzw. keine *liability* bilanziell ausgewiesen wird, stellt sich die Frage, wie etwaige Wertänderungen aus dem gesicherten Risiko des Grundgeschäfts berücksichtigt werden sollen. Gemäß IAS 39.93 sind die Wertänderungen als eigenständiger Posten zu aktivieren bzw. zu passivieren und die korrespondierenden Gewinne oder Verluste erfolgswirksam zu berücksichtigen.

Ein *fair value hedge* ist nach IAS 39.91 zu beenden, sobald das Sicherungsgeschäft abläuft, veräußert, ausgeübt, durch das Unternehmen aufgehoben wird oder die in IAS 39.88 an einen Sicherungszusammenhang gestellten Anforderungen nicht mehr vorliegen.³¹⁴ Im Falle von dynamischen Sicherungsstrategien ist der Sicherungszusammenhang auch bei Kauf und Verkauf von Sicherungsinstrumenten nicht aufzulösen, sofern die dynamische Sicherungsstrategie dokumentiert wurde.³¹⁵ Führt die Absicherung eines schwebenden Geschäfts mit Eintreten des Geschäftsvorfalles zu einem Vermögenswert oder einer Verbindlichkeit, so ist der Posten bei seiner erstmaligen Bilanzierung um kumulierte Effekte aus dem Sicherungsgeschäft anzupassen.³¹⁶

Die oben dargestellten Sachverhalte sollen nun anhand eines Beispiels verdeutlicht werden. In dem Beispiel wird davon ausgegangen, dass ein Unternehmen zu Beginn des Jahres 01 eine festverzinsliche Anleihe in Höhe von 100 Euro erwirbt. Die Anleihe ist

³¹³ Vgl. IAS 39.92.

³¹⁴ Zu den Anforderungen vgl. unten Abschnitt 2.3.3, S. 137.

³¹⁵ Vgl. IAS 39.91 (a).

³¹⁶ Vgl. IAS 39.94.

als *available for sale financial asset* einzuordnen und damit in Höhe ihres *fair values* zu bilanzieren. Aufgrund des veränderten Zinsniveaus steigt der *fair value* der Anleihe bis zum Jahresende auf 110 Euro. Das Unternehmen stellt gem. IAS 39.55 (b) den Gewinn von 10 Euro erfolgsneutral ins Eigenkapital ein. Die Anleihe ist mit 110 Euro auszuweisen. Für die Folgeperioden möchte das Unternehmen den Gewinn absichern und erwirbt hierzu in 01 ein Derivat für 1 Euro. Am Ende des zweiten Jahres ändert sich das Zinsniveau erneut und der *fair value* der Anleihe soll um fünf Euro fallen, das Derivat um 5 Euro steigen.

Bilanz	01	02
Anleihe	110	105
Derivat	1	6
Eigenkapital	10	10
GuV		
Zuschreibung (Derivat)		5
Abschreibung (Anleihe)		5

Reagiert der *fair value* der Anleihe nicht mehr auf die Veränderung des gesicherten Zinsrisikos, so muss der im Eigenkapital abgegrenzte Bewertungsgewinn gem. IAS 39.92 amortisiert werden.

Grundsätzlich können nach der Equity-Methode konsolidierte Finanzinvestitionen nicht Gegenstand eines *fair value hedges* sein, da der auf das bilanzierende Unternehmen bzw. der konsolidierte Periodengewinn oder –verlust im Periodenergebnis des Mutterunternehmens erfolgswirksam zu erfassen ist und die *fair value* Änderung der Finanzinvestition daher bilanziell nicht berücksichtigt wird.

2.3.2.2. Cash flow hedges

Cash flow hedges sichern das Risiko schwankender Cashflows einzelner Bilanzpositionen, geplanter Transaktionen oder das aus Währungseffekten resultierende Risiko bei

schwebenden Geschäften. Das abzusichernde Risiko muss genau bestimmbar sein und sich unmittelbar auf das Ergebnis auswirken.³¹⁷

Erfüllt ein *cash flow hedge* die allgemeinen Anforderungen an einen Sicherungszusammenhang, so ist der Gewinn oder Verlust aus dem effektiven Teil des Sicherungsgeschäfts gem. IAS 39.95 erfolgsneutral ins Eigenkapital einzustellen.³¹⁸ Die abgegrenzten Erfolgsbeiträge werden zum Zeitpunkt der Realisierung des Grundgeschäfts, der geplanten Transaktion oder des schwebenden Geschäft (bei Absicherung von Cashflow Schwankungen aus Währungskursrisiken) ergebniswirksam.³¹⁹ Ausgenommen hiervon sind Wertänderungen aus Sicherungsinstrumenten, die der Absicherung eines zukünftigen Erwerbs oder Verkaufs eines *asset* oder einer *liability* dienen. In diesem Fall können die abgegrenzten Ergebnisbeiträge bei Zugang des *assets* oder der *liability* aufgelöst und mit dem jeweiligen *carrying amount* verrechnet werden.³²⁰ Die weitere Bilanzierung der verrechneten Sicherungsgewinne oder –verluste folgt dann der Bilanzierung des *assets* oder der *liability*.³²¹ Alternativ ist es zulässig, die im Eigenkapital abgegrenzten Beträge dort zu belassen, bis das Grundgeschäft das laufende Ergebnis berührt. Ist davon auszugehen, dass erfolgsneutral abgegrenzte Verluste zukünftig teilweise oder vollständig nicht wieder erlangt werden, so ist der erfolgsneutral abgegrenzte Verlust ergebniswirksam zu berücksichtigen.³²² Das bilanzierende Unternehmen muss einmalig festlegen, welches der beiden Verfahren angewendet werden soll und dieses stetig für sämtliche *cash flow hedges* anwenden, die den Zugang eines Vermögenswertes oder einer Verbindlichkeit nach sich ziehen.

Ein Nettogewinn oder –verlust aus dem ineffektiven Teil eines Hedges ist generell in der laufenden Periode erfolgswirksam zu berücksichtigen.³²³

Ein *cash flow hedge* endet gem. IAS 39.101 sobald

1. das Sicherungsinstrument abläuft, verkauft, fällig oder ausgeübt wird. Ausgenommen hiervon sind dokumentierte dynamische Sicherungsstrategien. In diesem Fall

³¹⁷ Vgl. IAS 39.86 (b).

³¹⁸ Zu den allgemeinen Anforderungen an Sicherungszusammenhängen vgl. unten Abschnitt 2.3.3, S. 137.

³¹⁹ Vgl. IAS 39.97 i. V. m. .100.

³²⁰ Vgl. IAS 39.98 (b).

³²¹ Vgl. IAS 39.98 (b).

³²² Vgl. IAS 39.98 (b).

³²³ Vgl. IAS 39.95 (b).

besteht mit dem Anschlussgeschäft der Sicherungszusammenhang weiterhin. Der erfolgsneutral ins Eigenkapital eingestellte kumulierte Gewinn oder Verlust aus dem Sicherungsgeschäft ist bis zur Realisation des Grundgeschäfts im Eigenkapital beizubehalten. Zum Zeitpunkt der Realisation ist der abgegrenzte Betrag gem. IAS 39.100 zu berücksichtigen oder gem. IAS 39.97 ff. – sofern das Grundgeschäft zu einem Zugang von *assets* oder *liabilities* führt – zu behandeln;

2. der Sicherungszusammenhang nicht mehr die in IAS 39.88 gestellten Anforderungen erfüllt.³²⁴ Der abgegrenzte Gewinn oder Verlust ist wie unter (a) zu behandeln;
3. die erwartete zukünftige Transaktion oder das schwebende Geschäft aller Voraussicht nach nicht eintreten bzw. realisiert werden wird. In diesem Fall ist der erfolgsneutral ins Eigenkapital eingestellte kumulierte Gewinn oder Verlust in der laufenden Periode erfolgswirksam zu berücksichtigen.
4. das Unternehmen den Sicherungszusammenhang für aufgehoben erklärt. Die Aufhebung erfolgt prospektiv, d. h. der Gewinn oder Verlust aus dem effektiven Teil des ehemaligen Sicherungszusammenhangs verbleibt bis zur Realisation des Grundgeschäfts im Eigenkapital. Zum Zeitpunkt der Realisation ist der abgegrenzte Betrag gem. IAS 39.100 zu berücksichtigen oder gem. IAS 39.97 ff. – sofern das Grundgeschäft zu einem Zugang von *assets* oder *liabilities* führt – zu behandeln. Ist mit dem Eintritt der erwarteten Transaktion nicht mehr zu rechnen, so sind die erfolgsneutral im Eigenkapital abgegrenzten Beträge ergebniswirksam zu berücksichtigen.

2.3.2.3. Hedge of a net investment

Nettoinvestitionen in einen ausländischen Geschäftsbetrieb (*hedges of a net investment*) sind entsprechend den Regelungen des IAS 21 zu bilanzieren. IAS 39 ergänzt die Vorschriften des IAS 21 um Regelungen für die Absicherung derartiger Investments. Darüber hinaus fallen Fremdwährungsderivate nicht unter IAS 21 sondern sind entsprechend den Vorschriften des IAS 39 zu bilanzieren.

Unter den Begriff des Geschäftsbetriebs fallen hierbei die wirtschaftlichen Teileinheiten eines Konzerns (Tochterunternehmen, assoziierte Unternehmen, Gemeinschaftsunternehmen oder Niederlassungen), deren Geschäftstätigkeiten sich auf ein anderes Land als das des Mutterunternehmens erstreckt.³²⁵ Gegenstand der Absicherung sind hierbei

³²⁴ Vgl. unten Abschnitt 2.3.3, S. 137.

³²⁵ Vgl. IAS 21.8 und COENENBERG, A. G. (2005), S. 276.

nicht die Einzelwerte (Vermögenswerte und Verbindlichkeiten) des Geschäftsbetriebs, sondern ein sich aus der Nettoinvestition ergebender Vermögenswert.³²⁶

Die bilanzielle Berücksichtigung von *hedges of a net investment* erfolgt analog zur Bilanzierung von *cash flow hedges*.³²⁷ Dementsprechend ist der effektive Teil eines Sicherungszusammenhangs erfolgsneutral ins Eigenkapital einzustellen.³²⁸ Der ineffektive Teil eines Sicherungszusammenhangs ist i. d. R. unmittelbar erfolgswirksam zu berücksichtigen. Ausgenommen hiervon sind originäre Sicherungsinstrumente. In diesem Fall ist der ineffektive Teil des Sicherungszusammenhangs nach IAS 21.19 zu behandeln und somit erfolgsneutral ins Eigenkapital einzustellen.³²⁹ Die erfolgsneutral abgegrenzten Beiträge werden erst mit der Veräußerung des *net investments* ergebniswirksam.³³⁰

2.3.3. Anforderungen an die Abgrenzung von Sicherungszusammenhängen

IAS 39.88 stellt an die Abgrenzung der einzelnen Sicherungszusammenhänge gemeinsame Kriterien, die zwingend vorliegen müssen, damit der Sicherungszusammenhang unter die Vorschriften des *hedge accountings* fällt.³³¹ Gemäß IAS 39.88 dürfen die Vorschriften des *hedge accountings* angewendet werden, sofern die folgenden Voraussetzungen kumulativ erfüllt sind:

- § Der Sicherungszusammenhang wurde bei Abschluss formal designiert und dokumentiert. In der Dokumentation ist zu erläutern, welche Ziele mit der Sicherungsstrategie verfolgt werden. Es ist das Grundgeschäft, das gesicherte Risiko, das Sicherungsinstrument sowie die Art und Weise, wie die Effektivität des Sicherungszusammenhangs bemessen wird, zu dokumentieren
- § Der Sicherungszusammenhang muss hochgradig effektiv sein und folglich dazu führen, dass auftretende *fair value*- oder Cashflow-Änderungen beim Grundgeschäft ganz oder teilweise durch gegenläufige Wertentwicklungen beim Sicherungsinstrument entsprechend der ursprünglich dokumentierten Sicherungsstrategie kompensiert werden.

³²⁶ Es ist zu beachten, dass zukünftige Dividenden und Gewinne von verbundenen Unternehmen nicht gegen Fremdwährungsrisiken abgesichert werden dürfen.

³²⁷ Vgl. IAS 39.102.

³²⁸ Vgl. IAS 39.102 (a) und COENENBERG, A. G. (2005), S.276.

³²⁹ Vgl. IAS 39.102 (b) und COENENBERG, A. G. (2005), S.276.

³³⁰ Vgl. IAS 21.48 i. V. m. IAS 39.102.

³³¹ Vgl. hierzu und den folgenden Ausführungen COENENBERG, A. G. (2005), S. 274 f.

- § Im Falle eines Cashflow Hedges muss der Eintritt der zukünftigen Transaktion sehr wahrscheinlich sein und die erwarteten Cashflows müssen risikoinduzierten Schwankungen unterliegen und somit voraussichtlich zu Ergebniseffekten führen.
- § Die Effektivität des Sicherungszusammenhangs muss zuverlässig bemessen werden können.
- § Die Effektivität des Sicherungszusammenhangs muss über die gesamte Laufzeit überwacht werden und für die gesamte Laufzeit als hochgradig effizient einstuftbar sein.

Sicherungszusammenhänge sind nach IFRS 7.22 ff. zu dokumentieren. Das Unternehmen muß die vom Risikomanagement unterstellte Hedgingstrategie sowie die mit ihr verfolgten Ziele darstellen.³³² Die einzelnen Bestandteile des Sicherungszusammenhangs (Grund- und Sicherungsgeschäfte) sind klar abzugrenzen und zu dokumentieren. Ferner ist die Art des gesicherten Risikos darzustellen.³³³ Letztlich muss das Unternehmen auch die zur Bestimmung der Effektivität des Sicherungszusammenhangs verwendete Methode dokumentieren.³³⁴

Von zentraler Bedeutung für die Abgrenzbarkeit von Sicherungszusammenhängen ist das Kriterium der Effektivität.³³⁵ Ein Sicherungszusammenhang kann grundsätzlich nur als effektiv betrachtet werden, sofern die Wertkompensation zwischen Grund- und Sicherungsgeschäft zu einem nahezu vollständigen Ausgleich der gegenläufigen Effekte führt.³³⁶ Die Effektivität ist hierbei bereits zum Zeitpunkt der Designation und Dokumentation des Sicherungszusammenhangs nachzuweisen. Darüber hinaus ist an jedem Bilanzstichtag die Hedgeeffektivität nachträglich für das abgelaufene Geschäftsjahr zu überprüfen. Eine Wertkompensation gilt nach IAS 39.AG105 als effektiv, sofern sich die Gewinn- und Verlustkompensation in einem Korridor zwischen 80 und 125 Prozent bewegt. Der Grad der Wertkompensation kann hierbei anhand jedes geeigneten Modells ermittelt werden. Das Modell ist mit Begründung der Sicherungsbeziehung zu dokumentieren und über die Laufzeit stetig anzuwenden. Von einem nahezu perfekten Hedge ist immer auszugehen, sofern die entscheidenden vertraglichen Regelungen (Volumen etc.) des Grund- und Sicherungsgeschäft in Hinblick auf das zu sichernde Risiko über-

³³² Vgl. IAS 39.88 a).

³³³ Vgl. IAS 38.88 a).

³³⁴ Vgl. IAS 39.AG105 ff.

³³⁵ Vgl. IAS 39.88 e).

³³⁶ Vgl. IAS 39.AG105.

einstimmen.³³⁷ Auch im Falle eines perfekten Hedges ist der Effektivitätstest regelmäßig durchzuführen.³³⁸ Wird der Korridor während der Laufzeit verlassen und ist daher davon auszugehen, dass die Effektivität des Hedges nicht mehr gewährleistet ist, muss der Sicherungszusammenhang gemäß IAS 39.101 (b) i. V. m. IAS 39.AG113 aufgelöst werden. Wurden während der Laufzeit Marktwertänderungen des Sicherungsinstruments erfolgsneutral im Eigenkapital abgegrenzt, so sind sämtliche bisher abgegrenzten Beträge als separater Posten im Eigenkapital beizubehalten, bis die erwartete Transaktion aus dem Grundgeschäft eintritt.³³⁹ Für die Zeit, in der die Effektivität des Hedges nicht mehr gewährleistet ist, erfolgt die Bewertung des Derivats gemäß der Kategorie *held for trading*.

Gemäß IAS 39 F.2.17 kann ein Grundgeschäft sowohl über die gesamte Laufzeit als auch nur für Teile der Laufzeit abgesichert werden. Darüber hinaus ist es auch zulässig, nur Teile eines Sicherungsinstruments als solches abzugrenzen. Unzulässig ist es hingegen, nur Teile der Laufzeit eines Sicherungsinstruments als Sicherungszusammenhang abzugrenzen.³⁴⁰ Dies bedeutet allerdings nicht, dass eine Laufzeitkongruenz zwischen Grund- und Sicherungsgeschäft bestehen muss. Es ist nach IAS 39 F2.17 zulässig, ein Sicherungsinstrument mit einer kürzeren Laufzeit als das Grundgeschäft als Sicherungszusammenhang zu deklarieren. Hierbei ist zu beachten, dass Sicherungszusammenhänge grundsätzlich unzulässig sind, sofern die Grund- und Sicherungsgeschäfte den gleichen Ansatz- und/oder Bewertungsgrundsätzen unterliegen. Die Absicherung von marktbewertungsfähigen Grundgeschäften durch derivative Finanzinstrumente unterliegt folglich nicht dem *hedge accounting*, da derivative Finanzinstrumente i. d. R. auch in Höhe ihres *fair value* bewertet werden und sich somit Gewinne und Verluste aus *fair value*-Änderungen beim Grund- und Sicherungsgeschäft automatisch in der GuV ausgleichen.

2.3.4. Sicherungsebene

IAS 39 setzt voraus, dass der Sicherungszusammenhang der Absicherung eines genau spezifizierten und dokumentieren Risikos dient. Der restriktiv auszulegende Effektivitätsnachweis verlangt eine eindeutige Zuordnung der wertkompensierenden Erfolgsbei-

³³⁷ Vgl. IAS 39.AG108.

³³⁸ Vgl. IAS 39.IG.F.4.7.

³³⁹ Vgl. IAS 39.101 (b).

³⁴⁰ Vgl. IAS 39.75.

träge auf die einzelnen im Sicherungszusammenhang befindlichen Positionen. Die Absicherung eines unspezifizierten globalen Unternehmensrisikos ist nicht zulässig. IAS 39 geht somit grundsätzlich nicht von einer Zulässigkeit von Macro- und Portfolio-Hedges aus. Mit der Überarbeitung von IAS 39 (2000) ist allerdings nunmehr in IAS 39 vorgesehen, dass unter bestimmten Bedingungen Zinsrisiken auf Portfoliobasis abgesichert werden dürfen.³⁴¹ Neben dieser Ausnahmeregelung lassen sich Macro- und Portfolio-Hedges für Finanzinstrumente nach IAS 39 realisieren, indem die risikobehafteten Positionen der Kategorie *at fair value through profit and loss* zugeordnet werden. In diesem Fall würden sich etwaige Effekte aus den einzelnen Risikofaktoren sowohl beim Grund- als auch Sicherungsgeschäft unmittelbar im Ergebnis niederschlagen und es kommt zu einer faktischen Kompensation innerhalb der Gewinn und Verlustrechnung.

IAS 39.83 ermöglicht darüber hinaus, gleichartige Vermögenswerte und Verbindlichkeiten zu einem Portfolio zusammenzufassen und gemeinsam abzusichern, sofern die Risiken anteilig auf die einzelnen Posten des Portfolios fallen. Folglich muss eine Änderung des abzusichernden Risikofaktors zu einer annähernd proportionalen Veränderung des *fair values* der einzelnen Posten führen. IAS 39.84 läßt hierbei eine abstrakte Absicherung einer Nettorisikoposition nicht zu, sondern verlangt die Zuordnung des Sicherungsinstruments auf eine Bilanzposition. Soll beispielsweise dass sich aus einem festverzinslichen Vermögensgegenstand (100 TEUR) und einer festverzinslichen Verbindlichkeit (90 TEUR) gleicher Laufzeit ergebende aktivische Residualrisiko (10 TEUR) abgesichert werden, so muss ein Teil (10 TEUR) des Vermögensstands als Grundgeschäft abgegrenzt werden.³⁴²

2.4. Embedded Derivatives

Finanzinstrumente werden in jüngerer Zeit zunehmend komplexer. Eine Vielzahl von Finanzinstrumenten setzt sich aus verschiedenen Komponenten zusammen. Diese sogenannten strukturierten Produkte bestehen meistens aus einer derivativen Komponente (*embedded derivative*) und einer originären oder realwirtschaftlichen Komponente (*host contract*).³⁴³ Der *host contract* wird durch die derivative Komponente um deren Wesensmerkmale (Ausübungswahlrechte etc.) erweitert. Der Einsatz solcher struktu-

³⁴¹ Vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S.274.

³⁴² Vgl. hierzu auch das Beispiel in IAS 39.AG101 und COENENBERG, A. G. (2005), S. 275.

³⁴³ Strukturierte Produkte werden häufig auch als hybride Finanzinstrumente oder *compound instruments* bezeichnet. Vgl. IAS 39.11.

rierten Produkte erlaubt es, die Markterwartungen des Unternehmens umzusetzen und durch den Eingang zusätzlicher Risiken weitere Erträge zu generieren.³⁴⁴

Die Kombination von *host contracts* und derivativen Geschäften führt dazu, daß ein Teil der aus dem Geschäft resultierenden Cashflows den gleichen Risiken wie bei einem reinen Derivat unterliegen.³⁴⁵ Gem. IAS 39.11 sind daher der *host contract* und das eingebettete Derivat zum Zeitpunkt ihrer bilanziellen Berücksichtigung separat auszuweisen, um eine aussagefähige Abbildung im Jahresabschluss zu gewähren.³⁴⁶ Die Aufspaltung der kombinierten Instrumente entspricht hierbei der wirtschaftlichen Sichtweise, dass *embedded derivatives* aus zwei oder mehreren Geschäften bestehen. Damit bricht IAS 39 mit einer ausschließlich an der zivilrechtlichen Struktur orientierten Sichtweise.³⁴⁷ Entscheidend für die Notwendigkeit einer Aufspaltung ist gem. IAS 39.11 (a) die Frage, ob sich die Komponenten in ihren wirtschaftlichen Gegebenheiten und Risiken gleichen. Eine Aufspaltung ist vorzunehmen, sofern dies nicht der Fall ist und das eingebettete Derivat die in IAS 39.9 gestellten Anforderungen an ein Derivat erfüllt.³⁴⁸ Der Trägerkontrakt sowie das eingebettete Derivat müssen somit unterschiedlichen *asset*-Klassen angehören und verschiedenen makroökonomischen Risiken (Zins-, Währungs-, Kursrisiko) unterliegen. Ferner müssen strukturierte Produkte auch dann aufgespalten werden, wenn sie zwar der gleichen *asset*-Klasse angehören, aber gravierende Unterschiede in den wirtschaftlichen Gegebenheiten oder Risiken bestehen. Eine Abspaltung des Derivats erübrigt sich gem. IAS 39.11 (c), sofern das kombinierte Instrument als *at fair value through profit or loss* klassifiziert wird und somit insgesamt ergebniswirksam zum *fair value* bewertet werden muß.³⁴⁹

Schwierigkeiten bereitet vor allem die Abgrenzung der Kongruenz zwischen den wirtschaftlichen Gegebenheiten und Risiken. Es ist fallweise zu entscheiden, ob eine Aufspaltung nach IAS 39.11 notwendig ist. Zur Veranschaulichung geht IAS 39.AG30 beispielhaft auf einige aufspaltungspflichtige strukturierte Finanzinstrumente ein während IAS 39.AG33 Beispiele für nicht aufspaltungspflichtige strukturierte Produkte nennt.³⁵⁰

³⁴⁴ Vgl. GEBHARDT, G./NAUMANN, T. K. (1999), S. 1463.

³⁴⁵ Vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 261.

³⁴⁶ Eine Aufspaltung ergibt sich darüber hinaus ohnehin aus der Notwendigkeit für das Risikomanagement, die einzelnen Risikoparameter zu bestimmen. Vgl. NEUß, A. (1998), S. 45 und die dort angegebene Literatur.

³⁴⁷ Vgl. GEBHARDT, G./NAUMANN, T. K. (1999), S. 1463.

³⁴⁸ Vgl. IAS 39.11 (b).

³⁴⁹ Vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 261.

³⁵⁰ Vgl. hierzu auch GEBHARDT, G./NAUMANN, T. K. (1999), S. 1463.

Die Bewertung des *host contracts* hat den Vorschriften aus IAS 39 zu folgen, sofern es sich bei dem *host contract* um ein Finanzinstrument handelt. Handelt es sich bei dem *host contract* um kein Finanzinstrument, so sind die entsprechenden IFRS anzuwenden.³⁵¹ Das Derivat ist als *held for trading* einzuordnen und dementsprechend zu bewerten.³⁵²

Zusammenfassend ergibt sich für die Bilanzierung von strukturierten Produkten das folgende Bild:³⁵³

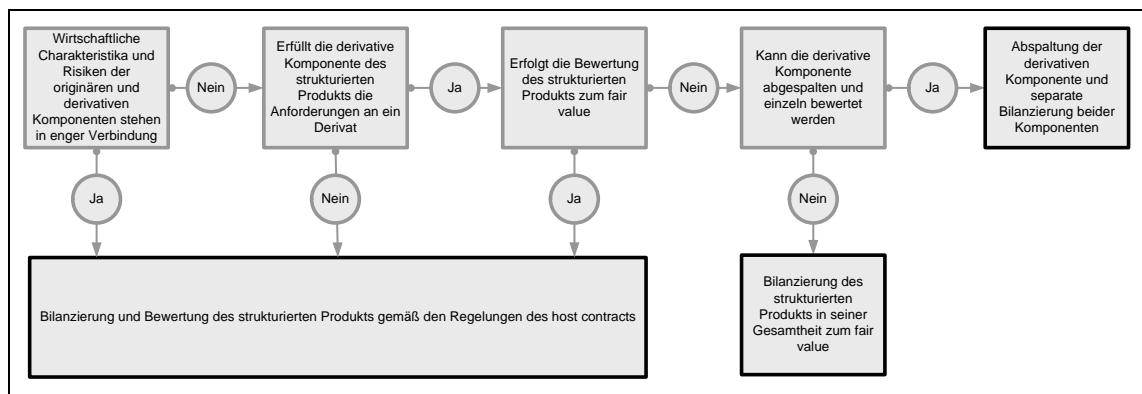


Abb. 13: Bilanzierung strukturierte Produkte (in Anlehnung an Barckow (2004), S. 139)

3. Trade day versus settlement day accounting

IAS 39.38 i. V. m. IAS 39.AG53 ff. konkretisiert den Zugangszeitpunkt so genannter *regular way contracts*. Derartige Verträge beinhalten den Kauf oder Verkauf eines *financial asset* innerhalb eines für die Transaktion am Markt üblichen Zeitraums.³⁵⁴ Hierbei handelt es sich aufgrund der kurzen Zeitspanne zwischen dem Vertragsabschluss (*trade day*, IAS 39.AG55) und der Vertragserfüllung (*settlement day*, IAS 39.AG56) nicht um derivative Termingeschäfte.³⁵⁵ Dennoch fallen *regular way contracts* gem. IAS 39.38 in die Kategorie der *financial instruments*. Die Bilanzierung eines erworbenen oder verkauften *financial assets* kann wahlweise nach dem *trade day* oder *settle-*

³⁵¹ Vgl. IAS 39.11.

³⁵² Vgl. oben Abschnitt 2.2.1, S. 116.

³⁵³ COENENBERG, A. G. (2005), S. 262.

³⁵⁴ Vgl. IAS 39.38. IAS 39 bezieht sich hierbei ausschließlich auf Vermögenswerte, nicht jedoch auf Verbindlichkeiten, die gemäß den allgemeinen Regelungen des IAS 39.14 zu erfassen sind.

³⁵⁵ Ausgenommen hiervon sind Verträge, die bei Ablauf des Vertrags eine Nettozahlung in Höhe der aufgetretenen fair value Änderung erlauben oder vorsehen. In diesem Fall handelt es sich gem. IAS 39.AG54 um ein Derivat und ist entsprechend zum fair value zu bilanzieren.

ment day accounting erfolgen. Die gewählte Methode ist für die fünf in IAS 39.9 aufgeführten *financial asset* Arten festzulegen und auf die jeweilige Kategorie von *financial assets* einheitlich anzuwenden. Die Kategorie *at fair value through profit or loss* und ihre Unterkategorie *held for trading* sind hiernach separat als eigenständige Kategorien zu behandeln, für die jeweils festgelegt werden muss, ob für die Kategorie *trade day* oder *settlement day accounting* angewendet werden soll.³⁵⁶ Der wesentliche Unterschied zwischen den beiden *accounting* Methoden liegt in ihrer zeitlichen Abgrenzung der bilanziellen Berücksichtigung des *assets*. Das *settlement day accounting* berücksichtigt einen erworbenen *asset* als solchen erst mit Übergang des eigentlichen Besitzes in der Bilanz, während das *trade day accounting* einen *asset* bereits vor der Verschaffung des Besitzes ihn als solchen bilanzwirksam berücksichtigt. Mit der Aktivierung des *asset* muss beim *trade day accounting* der Bilanzierende gleichzeitig eine *liability* über die Zahlungsverpflichtung ausweisen.³⁵⁷

Die Berücksichtigung einer Veränderung des *fair values* und die mit ihr einhergehenden Ergebniswirkungen hängen sowohl beim *settlement day* als auch beim *trade day accounting* unmittelbar von der Bewertung des zugrundeliegenden *assets* ab. Der Zugangszeitpunkt (*trade* oder *settlement day*) ist hierbei nur für die Art der bilanziellen Berücksichtigung der Wertänderungen relevant. Während beim *trade day accounting* die Ergebniswirkungen in der Bilanz durch einen veränderten *fair value* ausgewiesen werden, sind sie beim *settlement day accounting* als Forderung resp. Verbindlichkeit auszuweisen. Allein die Art der Bewertung des *asset* ist ausschlaggebend, ob eine Wertänderung unmittelbar ergebniswirksam wird oder erfolgsneutral im Eigenkapital abgegrenzt werden darf. Muß der *asset* in Höhe seines *fair values* bewertet werden (z. B. *held for trading assets*) und treten zwischen dem *trade* und *settlement day* beim *asset* Wertänderungen auf, so sind diese unmittelbar ergebniswirksam zu berücksichtigen. Gehört der zugrunde liegende Vermögenswert hingegen einer Kategorie an, deren Wertänderungen erfolgsneutral ins Eigenkapital eingestellt werden (z. B. *available for sale financial assets*), so sind die Wertänderungen ebenfalls bis zum *trade day* erfolgsneutral ins Eigenkapital einzustellen. Wird der zugrundeliegende Vermögenswert hingegen in Höhe seiner Anschaffungskosten oder fortgeführten Anschaffungskosten ausgewiesen (z. B. *held to maturity investments*), so sind nur *impairment losses* ergebniswirksam zu berücksichtigen.

³⁵⁶ Vgl. IAS 39.AG53.

³⁵⁷ Vgl. IAS 39.AG55.

Ein Beispiel soll die Unterschiede zwischen *trade day* und *settlement day accounting* verdeutlichen.³⁵⁸ Im Beispiel unterschreibt ein Unternehmen am 29.12.06 (*trade day*) einen Kaufvertrag über den Erwerb eines *asset*.³⁵⁹ Der Kaufpreis und *fair value* des *asset* beträgt zum Zeitpunkt der Vertragsabschlusses 1.000 Euro. Der *fair value* des *asset* steigt bis zum 31.12.06 auf 1002 Euro. Der *asset* wird zum 04.01.07 an das Unternehmen ausgeliefert (*settlement day*). Sein *fair value* beträgt zu diesem Zeitpunkt 1003 Euro. Der *asset* wurde zu Handelszwecken erworben und Wertänderungen müssen demnach unmittelbar ergebniswirksam berücksichtigt werden.

1. Settlement Day Accounting

Bilanz	29.12.06	31.12.06	04.01.07
Forderungen		2	
Financial asset			1003
Liability			--
Bilanzgewinn		(2)	(3)

2. Trade Day Accounting

Bilanz	29.12.06	31.12.06	04.01.07
Forderungen			
Financial asset	1000	1002	1003
Liability	(1000)	(1000)	
Bilanzgewinn		(2)	(3)

Der Ausweis eine Forderung

4. Derecognition

4.1. Abgang von financial assets

Mit der Überarbeitung des IAS 39 kommt nunmehr dem Abgang und der Übertragung von finanziellen Vermögenswerten eine zentrale Rolle zu. Gemäß IAS 39.16 ist zu-

³⁵⁸ Vgl. hierzu auch IAS 39.IG.D2.

³⁵⁹ Zur bilanziellen Abgrenzung von *asset* vgl. IFRS FRAMEWORK, Ziffer 89.

nächst festzulegen, auf welche Bestandteile des Vermögenswerts die Regelungen zum Abgang und Transfer von Vermögenswerten anzuwenden sind. Hierbei kann nur davon ausgegangen werden, dass ein Teil eines Vermögenswerts oder Teile eines Portfolios gleichartiger Vermögenswerte abgegangen ist, wenn die drei folgenden Bedingungen kumulativ erfüllt sind und somit³⁶⁰

- § der abgehende Teil nur einzelne identifizierbare Cashflows aus dem Teil der Vermögenswerts bzw. des Portfolios an Vermögenswerten enthält oder
- § der Teil des übertragenen Vermögenswert sich proportional zu den übertragenen Cashflows verhält, wobei es bei einer Übertragung an mehrere Parteien genügt, dass das übertragene Unternehmen einen im Verhältnis zum verbleibenden Teil des Vermögenswerts proportionalen Anteil an den Cashflows behält oder
- § eine Kombination der beiden vorherigen Bedingungen vorliegt und somit ein proportionaler Anteil einzelner identifizierbarer Cashflows eines Vermögenswerts oder eines Portfolios von Vermögenswerten übertragen wird. Auch hier genügt es, dass bei einer Übertragung an mehrere Parteien das übertragene Unternehmen einen im Verhältnis zum verbleibenden Teil des Vermögenswerts proportionalen Anteil an den einzelnen identifizierten Cashflows behält

Liegen nicht alle Bedingungen kumulativ vor, so ist der veräußerte oder übertragene Teil des Vermögenswerts als Ganzes gem. IAS 39.17 bis .23 zu bilanzieren. Im Folgenden dieses Abschnitts bezieht sich der Begriff des finanziellen Vermögenswertes (*financial asset*) auf die gem. IAS 39.16 abgegrenzten Vermögenswerte.

IAS 39.17 regelt den Abgangszeitpunkt von finanziellen Vermögenswerten. Hiernach scheiden sie teilweise oder vollständig aus der Bilanz aus, sobald die sie charakterisierenden und die Cashflows begründenden vertraglichen Rechte auslaufen.³⁶¹ Hiervon ist auszugehen, sofern das Unternehmen den Vertrag realisiert, auf die vertraglichen Rechte verzichtet oder der Vertrag ausläuft. Darüber hinaus kann die Übertragung von finanziellen Vermögenswerten gemäß IAS 39.18 f. ebenfalls zu einem Abgang führen, sofern die Kriterien des IAS 39.20 erfüllt sind. Eine Übertragung bzw. ein Transfer liegt vor, sofern die Cashflows generierenden vertraglichen Regelungen auf einen Dritten übergehen oder aufgrund vertraglicher Vereinbarungen die Cashflows aus dem finanziellen

³⁶⁰ Vgl. hierzu auch IAS 39.16.

³⁶¹ Vgl. IAS 39.17 (a).

Vermögenswert unmittelbar an einen Dritten weitergegeben werden (*pass-through arrangement*).³⁶² Die Übertragung von finanziellen Vermögenswerten führt nur zu einem Abgang, sofern seine Risiken und Chancen ebenfalls weitestgehend auf den Empfänger übergehen.³⁶³ Werden unwesentliche Teile der Rechte und Risiken nicht übertragen, so sind die verbleibenden Risiken und Recht separat als Vermögenswert oder Verbindlichkeit zu erfassen. Verbleiben die Risiken und Chancen im Wesentlichen beim übertragenen Unternehmen, so ist der finanzielle Vermögenswert unverändert beim übertragenden Unternehmen zu bilanzieren.³⁶⁴ In diesem Fall ist der erhaltene Kaufpreis als Verbindlichkeit auszuweisen. Eine Saldierung des finanziellen Vermögenswerts mit der Kaufpreisverbindlichkeit ist ebenso unzulässig wie eine Aufrechnung der aus ihnen resultierenden Beträge.³⁶⁵ Überträgt oder behält das Unternehmen weder die wesentlichen Rechte und Chancen des finanziellen Vermögenswerts, so tritt an Stelle des „Risiko und Chancen Prinzips“ das Prinzip der Kontrolle.³⁶⁶ Hiernach ist der Vermögenswert bei dem Unternehmen zu bilanzieren, das die Kontrolle über den finanziellen Vermögenswert ausübt. Ist auch die Kontrolle nicht vollständig übergegangen, so ist der finanzielle Vermögenswert in Höhe des verbleibenden Anteils zu bilanzieren.³⁶⁷ Die Ausbuchung einer finanziellen Vermögenswerts kann anhand der in IAS 39.AG36 dargestellten Illustration geprüft werden:

³⁶² Vgl. IAS 39.18. Ein *pass through arrangement* muss allerdings wiederum die Anforderungen des IAS 39.19 erfüllen. Vgl. hierzu auch unten Abschnitt 5, S. 149.

³⁶³ Vgl. IAS 39.20 (a).

³⁶⁴ Vgl. IAS 39.20 (b).

³⁶⁵ Vgl. IAS 39.36.

³⁶⁶ Zur Abgrenzung der Risiken und Chancen vgl. IAS 39.21 i. V. m. IAS 39.AG39 f. Zum Kontrollprinzip vgl. IAS 39.AG42 - .AG44.

³⁶⁷ Vgl. IAS 39.20 (c).

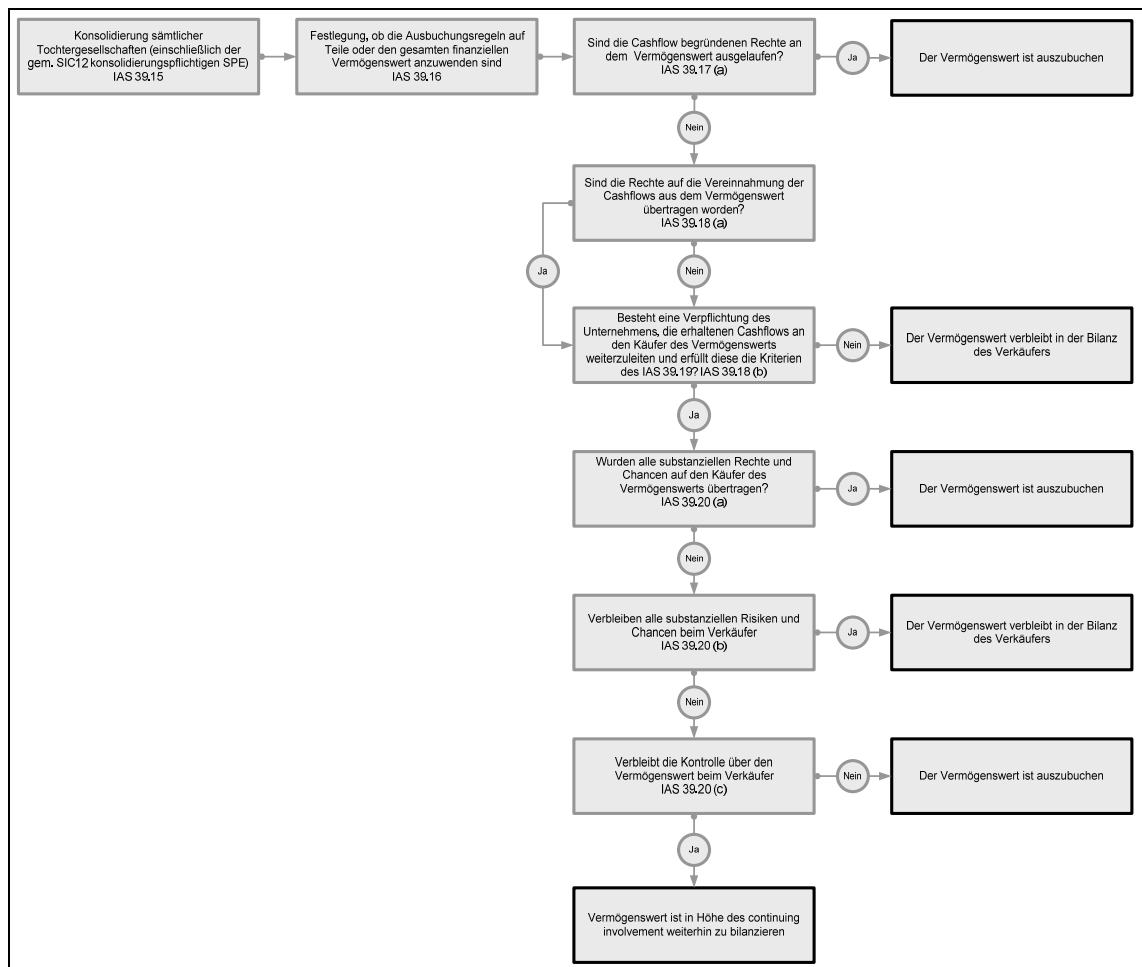


Abb. 14: Abgang von finanziellen Vermögenswert (IAS 39.AG36)

Mit dem Abgang des finanziellen Vermögenswerts aus der Bilanz ist die Differenz zwischen dem Buchwert und dem erhaltenen Kaufpreis ergebniswirksam zu realisieren. Wurden zuvor Marktwertänderungen erfolgsneutral ins Eigenkapital eingestellt, so sind diese in der laufenden Periode ergebniswirksam auszubuchen.³⁶⁸ Wird ein finanzieller Vermögenswert nur anteilig an ein anderes Unternehmen transferiert, so ist zunächst der *fair value* des Vermögenswerts zu ermitteln. Anschließend ist die prozentuale Verteilung des *fair values* auf die einzelnen Teile des *asset* zu ermitteln. Der Buchwert des verbleibenden Anteils am finanziellen Vermögenswert wird durch den prozentualen Anteil der Restposition am ehemaligen Buchwert des finanziellen Vermögenswerts bestimmt.³⁶⁹ Der veräußerte Teil ist ergebniswirksam zu berücksichtigen. Wurden *fair value* Änderungen des finanziellen Vermögenswerts erfolgsneutral ins Eigenkapital eingestellt, so sind die auf den veräußerten Anteil entfallenden Beträge ergebniswirk-

³⁶⁸ Vgl. IAS 39.26.

³⁶⁹ Vgl. IAS 39.27.

sam zu berücksichtigen.³⁷⁰ Verbleiben nach dem Abgang des finanziellen Vermögenswerts noch zukünftige wirtschaftliche Vorteile und / oder Verpflichtungen, so sind diese als eigenständige Vermögensgegenstände resp. Schulden zu behandeln.³⁷¹

Führt der Abgang eines finanziellen Vermögenswert gleichzeitig zu einem neuen finanziellen Vermögenswert oder einer neuen finanziellen Verbindlichkeit oder einer Abwicklungsverbindlichkeit, so ist das neue Finanzinstrument zum *fair value* einzubuchen.³⁷²

Die Vorschriften zur Ausbuchung von finanziellen Vermögenswerten werden innerhalb von IAS 39.15 auch für den Konzernabschluss geregelt. Hiernach sind die Regelungen für den Abgang und Transfer von finanziellen Vermögenswerten auch auf konsolidierter Basis anzuwenden. Folglich ist zunächst eine Konsolidierung der Tochterunternehmen gem. IAS 27 und SIC-12 durchzuführen, um anschließend die Vorschriften zur Ausbuchung auf den Gesamtkonzern anzuwenden.

4.2. Abgang von financial liabilities

Eine *financial liability* sollte nach IAS 39.39 nur dann vollständig oder anteilig ausgebucht werden, sofern die sich aus der *liability* ergebende Verpflichtung erloschen ist. Eine Verpflichtung erlischt, sobald der zugrunde liegende Vertrag beglichen wurde, er abgelaufen ist oder aufgelöst wurde. Der Unterschiedsbetrag zwischen den geleisteten Zahlungen und dem Buchwert der *liability* (zzgl. der noch nicht amortisierten Kosten der *liability*) ist in der laufenden Periode ergebniswirksam zu berücksichtigen.³⁷³ Analog ist vorzugehen, wenn eine *liability* abläuft oder übertragen wird. Führt der Abgang der *liability* zum Zugang eines neuen Finanzinstruments, so entspricht die Bilanzierung der Vorgehensweise bei neuen Finanzinstrumenten aus ausscheidenden *financial assets*.

³⁷⁰ Vgl. IAS 39.27.

³⁷¹ Vgl. IAS 39.30.

³⁷² Vgl. IAS 39.25. Der *fair value* ist anhand der allgemeinen Kriterien des IAS 39.AG69-82 zu bestimmen. IAS 39.AG52 veranschaulicht die Vorgehensweise anhand eines Beispiels.

³⁷³ Vgl. IAS 39.41.

5. Bilanzierung von Asset Backed Securities

Die Bilanzierung von ABS-Transaktionen ist innerhalb der IFRS nicht explizit geregelt. Allerdings nimmt sich IAS 39.19 indirekt ihrer Problematik an. Da ABS-Maßnahmen zwar häufig der Verkauf des finanziellen Vermögenswerts vorsehen, die eigentlichen Zahlungsströme aus dem Vermögenswert jedoch unverändert an den Veräußerer fließen, müssen die Kriterien für so genannte *pass-through arrangements* erfüllt sein, bevor der Vermögenswert ausgebucht werden darf. Gem. IAS 39.19 darf ein finanzieller Vermögenswert nur ausgebucht werden sofern:

- § für das Unternehmen keinerlei Zahlungsverpflichtungen gegenüber dem Käufer bestehen, es sei denn, dem Unternehmen fließen entsprechende Beträge aus dem Vermögenswert zu und
- § das Unternehmen nicht dazu berechtigt ist, den veräußerten finanziellen Vermögenswert zu verkaufen oder zu verpfänden und
- § das Unternehmen verpflichtet ist, die erhaltenen Cashflows zeitnah an den Erwerber des finanziellen Vermögenswerts weiterzuleiten. Das Unternehmen ist für die Zeit zwischen Zahlungsempfang und Weiterleitung nicht dazu berechtigt, die erhaltenen Cashflows für andere Zwecke zu reinvestieren als in Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente. Etwaige hieraus resultierende Zinserträge müssen ebenfalls an den Erwerber weitergegeben werden.

Die restriktiven Anforderungen, die kumulativ erfüllt sein müssen, führen dazu, dass die Ausbuchung einer Vielzahl von ABS-Maßnahmen nicht mehr zulässig ist. Gerade im Fall eines rollierenden ABS-Programms dürfte hierbei das Kriterium der zeitnahen Weiterleitung der Cashflows häufig nicht erfüllt sein.

Auch die Regelungen des IAS 39.15 i. V. m. SIC 12 schränken die Möglichkeiten des Verkaufs finanzieller Vermögenswerte an so genannte Zweckgesellschaften (*spezial purpose entities*) weiter ein. Die angestrebte Bilanzentlastung durch den Verkauf von Vermögenswerten an Zweckgesellschaften kann auf Einzelabschlussebene durchaus eintreten, aufgrund der Vorschriften des IAS 39.15 ist die Ausbuchung im Konzern jedoch unwirksam, sofern die Zweckgesellschaft gemäß SIC 12 konsolidierungspflichtig ist. In diesem Fall sind die im Einzelabschluss ausbuchbaren Vermögenswerte im Konzernabschluss weiterhin zu behalten.

Mit dem Abgang des *asset* muss die Differenz zwischen dem Buchwert des *asset* (oder des veräußerten Anteils am *asset*) und der Summe aus den erhaltenen oder noch ausstehenden Einnahmen und den zuvor erfolgsneutral ins Eigenkapital eingestellte *fair value* Anpassungen ergebniswirksam berücksichtigt werden.³⁷⁴ Die Bilanzierung der emittierten und erworbenen Wertpapiere folgt den allgemeinen Bewertungsgrundsätzen aus IAS 39.

6. Erläuterungspflichten

Mit der Verabschiedung des IFRS 7 wurden die bisher auf IAS 30, IAS 32 und IAS 39 verteilten Offenlegungsvorschriften weitestgehend in einen einheitlichen Standard überführt. Neben einer reinen Umgliederung bestehender Regelungen sieht IFRS 7 allerdings neue, weitergehende Offenlegungsvorschriften vor. Unberührt bleiben die Vorschriften des IAS 1 zur Berücksichtigung von Wesentlichkeitsaspekten bei der Beurteilung der Unterlassung von Angabepflichten. Damit sind unabhängig von den bestehenden Ausweissvorschriften sämtliche wesentlichen Sachverhalte auszuweisen, sofern diese maßgebliche Auswirkungen auf einzelne Geschäftsvorfälle oder die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens haben könnten bzw. hatten.³⁷⁵

IFRS 7 Zielsetzung besteht in der Bereitstellung entscheidungsrelevanter Informationen über die Bedeutung von Finanzinstrumenten für die finanzwirtschaftliche Position und Leistung des Unternehmens sowie einer Darstellung der Unternehmensrisiken und der vom Unternehmen gegen sie ergriffenen Risikomanagementmaßnahmen.³⁷⁶ Im Ergebnis sollen es die Offenlegungsvorschriften dem Jahresabschlussadressaten ermöglichen, die Bedeutung von Finanzinstrumenten für die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens einzuschätzen.³⁷⁷

Die Transparenz der Angaben soll erhöht werden, indem IFRS 7.6 eine Kategorisierung der einzelnen Finanzinstrumente vorsieht. Die Kategorien sollen hierbei so gebildet werden, dass eine optimale Vermittlung des jeweils angestrebten Informationsgehalts erreicht wird. Der Standard bleibt hierbei wenig konkret und grenzt keine festen Kate-

³⁷⁴ Vgl. IAS 39.26.

³⁷⁵ Vgl. IFRS 7.IG6

³⁷⁶ Vgl. IFRS 7.1.

³⁷⁷ Vgl. IFRS 7.7 und .7.BC13

gorien ab, verlangt aber von den jeweils ausgewiesenen Angaben eine Überleitbarkeit auf die jeweiligen Bilanz-Positionen.³⁷⁸

Die weitergehenden Erläuterungspflichten des IFRS 7 gliedern sich im Wesentlichen in zwei Abschnitte: „Angaben zur Bedeutung von Finanzinstrumenten für die finanzwirtschaftliche Lage und Leistung des Unternehmens“ sowie „Risiken aus Finanzinstrumenten“. Der inhaltlichen Struktur wird in den nächsten Abschnitten gefolgt.

6.1. Angaben zur Bedeutung von Finanzinstrumenten für die finanzwirtschaftliche Lage und Leistung des Unternehmens

IFRS 7.7 verlangt von dem offenkundigspflichtigen Unternehmen den Ausweis von Angaben, die dem externen Betrachter des Jahresabschlusses eine Einschätzung der Bedeutung von Finanzinstrumenten für die wirtschaftliche Lage und Leistung des Unternehmens erlaubt. Grundsätzlich müssen hiernach zunächst die angewandten Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden dargestellt werden.³⁷⁹ Darüber hinaus muss für jede Kategorie von Finanzinstrumenten der *fair value* dergestalt ausgewiesen werden, dass er seinem *carrying amount* gegenübergestellt werden kann.³⁸⁰ Die zur Ermittlung des *fair value* verwendete Methode und die ihr zugrunde liegenden Annahmen sind anzugeben.³⁸¹ Werden zum *fair value* bewertete Finanzinstrumente in eine anschaffungskostenbasierte Bewertung umgegliedert et vice versa, so ist der umgegliederte Betrag auszuweisen und der Grund für die veränderte Bilanzierung anzugeben.³⁸²

Weitere Angaben werden für nicht börsennotierte Eigenkapitalinstrumente und Derivate, die sich auf diese beziehen notwendig, da hier der *fair value* nicht zuverlässig ermittelt werden kann und die *assets* dementsprechend zu fortgeführten Anschaffungskosten oder den Anschaffungskosten bilanziert werden müssen.³⁸³ In diesem Fall ist zu erklären, warum der *fair value* nicht bestimmt werden kann. Ferner sind die einzelnen *financial assets* auszuweisen, ihr Buchwert ist anzugeben und – wenn möglich – ist der Intervall zu bestimmen und auszuweisen, in dem sich der *fair value* wahrscheinlich be-

³⁷⁸ Vgl. IFRS 7.6.

³⁷⁹ Vgl. IFRS 7.21.

³⁸⁰ Vgl. IFRS 7.8 i. V. m. .25. Im Falle eines *fair value accountings* nach IAS 39.9 sind bei *loans or receivables* und *financial liabilities* darüber hinaus noch weitere Angaben notwendig, vgl. IFRS 7.9 ff.

³⁸¹ Vgl. IFRS 7.27.

³⁸² Vgl. IFRS 7.12.

³⁸³ Vgl. IFRS 7.29 (b).

wegt. Werden derartige *financial assets* verkauft, ist darüber hinaus der Verkauf, der Buchwert zum Verkaufszeitpunkt und der Gewinn oder Verlust aus dem Verkauf auszuweisen.³⁸⁴

Unabhängig davon, ob die *fair value* Änderungen ergebniswirksam erfasst oder erfolgsneutral ins Eigenkapital eingestellt wurden, sind alle wesentlichen Erträge, Aufwendungen, Gewinne und Verluste auszuweisen, die auf *financial assets* oder *liabilities* zurückgehen. In diesem Zusammenhang sind gem. IFRS 7.20 folgende Angaben auszuweisen:

1. Ergebniseffekte aus Finanzinstrumenten, die zum *fair value at profit or loss* bilanziert werden. Ergebnisse aus Handelsbeständen und aus Finanzinstrumenten, die bei ihrer Erfassung als *fair value at profit or loss* designiert wurden sind hierbei separat auszuweisen.
2. Ergebniseffekte aus available for sale Finanzinstrumenten. Hierbei sind unterjährig im Eigenkapital erfolgsneutral erfasste Gewinne und Verluste sowie erfolgswirksam aus dem Eigenkapital ausgebuchte Beträge separat auszuweisen.
3. Sämtliche Ergebniseffekte *aus held to maturity, loans and receivables* und zu amortisierten Anschaffungskosten bilanzierte *other liabilities*.
4. Der Gesamtzinsertrag und –zinsaufwand (beide auf Basis des Effektivzins) aus Finanzinstrumenten, die nicht zum *fair value* bilanziert werden, ist separat auszuweisen.
5. Erträge und Aufwendungen aus Gebühren und Provisionen, die im Effektivzins nicht berücksichtigt wurden und aus nicht zum fair value bilanzierte Finanzinstrumenten resultieren. Hierunter fallen auch Erträge und Aufwendungen aus fiduziärischen Aktivitäten.
6. Zinserträge aus nach IS 39.AG93 wertgeminderten finanziellen Vermögensgegenständen.
7. Verluste aus Wertminderungen, separat für jede Kategorie von Finanzinstrumenten.

IFRS 7.22 ff. enthält Ausweisvorschriften für Sicherungszusammenhänge. Hiernach sind für jede Sicherungsart (*fair value hedges, cash flow hedges, hedges of a net investment in a foreign entity*) die folgenden Angaben auszuweisen:³⁸⁵

³⁸⁴ Vgl. IFRS 7.30.

³⁸⁵ Vgl. IFRS 7.22.

1. Jede Art von Sicherungszusammenhang ist darzustellen.
2. Es ist auf die Art der verwendeten Sicherungsinstrumente einzugehen. Ferner ist der *fair value* des Sicherungsinstruments zum Bilanzstichtag auszuweisen.
3. Die Art des gesicherten Risikos ist darzustellen.

Bei der Absicherung von Cashflows ist darüber hinaus der erwartete Zeitpunkt des Eintritts der Cashflows auszuweisen und der Zeitpunkt zu bestimmen, ab dem die Transaktion voraussichtlich ergebniswirksam wird. Ferner ist separat auf alle zukünftigen Transaktionen einzugehen, mit deren Eintritt nicht mehr gerechnet wird und die bisher unter die Vorschriften des *hedge accountings* fielen. Wurden bei Cashflow Hedges Wertänderungen des Sicherungsinstruments erfolgsneutral ins Eigenkapital eingestellt, so ist die Höhe des in der laufenden Periode eingestellten Betrags auszuweisen. Ebenso ist der Betrag auszuweisen, um den die zuvor erfolgsneutral ins Eigenkapital eingestellten Erfolgsbeiträge ergebniswirksam wurden. Dabei ist genau aufzuzeigen, in welche GuV Positionen die ehemals erfolgsneutral im Eigenkapital abgegrenzten Beträge eingegangen sind. Weiter ist der Betrag auszuweisen, um den erfolgsneutral ins Eigenkapital eingestellte Gewinne und Verluste mit den Anschaffungskosten oder dem Buchwert von *assets* oder der *liability* verrechnet wurden.³⁸⁶ Gemäß IFRS 7.24 sind darüber hinaus auch Ergebniseffekte auszuweisen, die auf den ineffektiven Teil von Cashflow Hedges zurückgehen. Analog ist der ineffektive Teil von *hedges of net investments in foreign operations* auszuweisen.³⁸⁷

Für *fair value hedges* sind sämtliche beim Grund- und Sicherungsgeschäft eingetretenen Ergebniseffekte auszuweisen.³⁸⁸

6.2. Risiken aus Finanzinstrumenten

IFRS 7.31 ff. sieht eine ausführliche Risikoberichterstattung vor. Hiernach müssen Unternehmen Informationen bereitstellen, die es dem Jahresabschlussadressaten ermöglichen, die Art und den Umfang der sich aus Finanzinstrumenten ergebenden Risiken einzuschätzen. Hierzu sind sowohl qualitative Informationen zum Risikomanagement

³⁸⁶ Vgl. IFRS 7.23.

³⁸⁷ Vgl. IFRS 7.24 (c).

³⁸⁸ Vgl. IFRS 7.24 (a).

des Unternehmens als auch quantitative Informationen zu einzelnen Risiken auszuweisen.

Der Umfang der qualitativen Angabepflichten ist hierbei gering. IFRS 7.33 verlangt den Ausweis der aus den einzelnen Finanzinstrumenten resultierenden Risiken, des Risikoumfangs und der Risikoursache. Entsprechend sind auch die von Unternehmen getroffenen Risikomanagementmaßnahmen und Methoden zur Risikoquantifizierung auszuweisen sowie Veränderungen gegenüber der vorherigen Berichtsperiode darzustellen.

Sehr viel umfangreicher sind die neuen Vorschriften zum Ausweis von quantitativen Informationen. Die IFRS sehen hierbei erstmals für alle Unternehmen verbindlich vor, quantifizierte Verlustpotentiale aus Finanzinstrumenten auszuweisen. Gemäß IFRS 7.34 sind hierbei für jede bestehende Risikokategorie quantitative Daten über das Risiko ausmaß bereitzustellen. Die Angaben sollen hierbei den intern verwendeten Informationen entsprechen, die das Unternehmen zur Risikoberichterstattung an Schlüsselpersonen (Geschäftsführung, Aufsichtsorgane, etc.) einsetzt.

IFRS Kategorisiert Risiken in Kredit-, Liquiditäts- und Marktrisiken. Für jede Risikokategorie sind aggregierte quantitative Angaben zum am Stichtag bestehenden Risiko auszuweisen.³⁸⁹ Das Kreditrisiko bildet hierbei Risiken ab, die sich aus der Möglichkeit ergeben, dass eine Vertragspartei des Finanzinstruments ihren Verpflichtungen nicht nachkommt und im Ergebnis der anderen Vertragspartei hierdurch einen finanziellen Schaden zufügt.³⁹⁰ Das bilanzierende Unternehmen muß gem. IFRS 7.36 (a) den Betrag ausweisen, der das maximale Verlustrisiko aus Kreditrisiken am Bilanzstichtag widerspiegelt. Das Verlustrisiko darf nicht um erhaltene Sicherheiten oder risikomindernde Vereinbarung reduziert werden. Die Ermittlung des Verlustpotentials ist bei bilanzwirksamen Finanzinstrumenten unproblematisch: hier entspricht der ausgewiesene Buchwert dem maximalen Kreditrisiko. Neben dem eigentlichen Verlustpotential sind darüber hinaus noch:

§ Beschreibung erhaltener Kreditsicherheiten sowie sonstiger risikomindernder Vereinbarungen

³⁸⁹ Vgl. IFRS 7.34 (a).

³⁹⁰ Vgl. IFRS 7, Appendix A.

- § Angaben zur Kreditqualität von nicht fälligen und nicht wertberichtigten finanziellen Vermögenswerten
- § der Bucherwert finanzieller Vermögenswerte, deren Konditionen sich verändert haben, die aber auf Basis der ehemaligen Konditionen fällig oder wertgemindert worden wären.³⁹¹

Im Zusammenhang von Vermögenswerten sieht IFRS 7.37 für jede Klasse an Vermögenswert den Ausweis folgender Angaben vor:

- § eine Analyse der Überfälligkeitsstruktur fälliger, aber noch nicht wertgeminderter finanzieller Vermögenswerten,
- § eine Analyse einzelwertberichtigter finanzieller Vermögenswerte, einschließlich einer Darstellung der Abwertungsgründe,
- § eine Beschreibung der für die angegebenen Beträge erhaltenen Sicherheiten und der sonstigen risikomindernden Vereinbarungen,
- § der *fair value* der Vermögenswerte, sofern deren Ermittlung praktisch möglich ist.

Liquiditätsrisiken ergeben sich aus dem allgemeinen unternehmerischen Risiko, nicht über ausreichende finanzielle Mittel zu verfügen, um den sich aus Finanzinstrumenten ergebenden Zahlungsverpflichtungen nachkommen zu können. Im Zusammenhang mit Liquiditätsrisiken sind die folgenden Angaben auszuweisen:

- § Darstellung einer Fälligkeitsanalyse, die einen Einblick in die vertraglichen Restlaufzeiten und etwaige bestehen frühzeitige Kündigungsmöglichkeiten ermöglicht,
- § Beschreibung, wie bestehenden Liquiditätsrisiken begegnet wird.³⁹²

Eine gravierende Neuerung des IFRS 7 besteht im Ausweis von quantifizierten Marktpreisrisiken. Im Einzelnen fallen unter Marktpreisrisiken Zins-, Währungs-, Aktien-, Restwert- und Warenpreisrisiken sowie das Risiko vorzeitiger Rückzahlungen.³⁹³ IFRS 7.40 sieht als Methode zur Risikoquantifizierung den Einsatz von Sensitivitätsanalysen vor. Hierbei ist für jede Marktpreisrisikoart, der das Unternehmen zum Stichtag ausgesetzt ist, das bestehende Risiko zu quantifizieren und auszuweisen. Die Sensitivitätsana-

³⁹¹ Vgl. IFRS 7.36.

³⁹² Vgl. IFRS 7.39 i. V. m. IFRS 7.39 (a).

³⁹³ Vgl. IFRS 7, Appendix A und IFRS 7.IG32.

lyse soll hierbei aufzeigen, wie der Gewinn und Verlust bzw. das Kapital des Unternehmens betroffen gewesen wäre, wenn für die Risikovariablen unterschiedliche und zum Stichtag vorstellbare Werte (*reasonably possible*) unterstellt werden. IFRS 7.40 (a) impliziert mit der Einschränkung auf Werte, die zum Stichtag als „*reasonably possible*“ eingeschätzt werden, dass lediglich unter normalen Marktbedingungen zu erwartende Schwankungen, nicht jedoch Extremwerte berücksichtigt werden müssen. Dies wird in IFRS 7.B19 (a) durch den Ausschluss von extremen Szenarien unterstrichen. Darüber hinaus ist die eingesetzte Analyseverfahren sowie die ihr zugrundeliegenden Annahmen zu erläutern. Wurden in der laufenden Periode die Methode bzw. die für die Sensitivitätsanalyse getroffenen Annahmen geändert, so sind der Grund hierfür und die vorgenommenen Änderungen darzustellen.³⁹⁴ Grundsätzlich können Unternehmen auch die Ergebnisse intern eingesetzte Verfahren zur Risikoquantifizierung (z. B. *valu at risk*, etc.), die interdependente Wechselbeziehungen zwischen den einzelnen Risikoparametern berücksichtigen, anstelle der in IFRS 7.40 dargestellten einfachen Sensitivitätsanalyse ausweisen.³⁹⁵ Analog sind auch hier die Methodik und die unterstellten Annahmen des Modells zur Risikoquantifizierung darzustellen. Darüber hinaus ist darzustellen, mit welchen Zielsetzungen die alternative Methodik eingesetzt wurde und inwieweit sie zu Einschränkungen bzgl. des Aussagegehalts zum *fair value* der betroffenen Vermögenswerte und Verbindlichkeiten führt.³⁹⁶ Sofern die offengelegten Ergebnisse der Sensitivitätsanalysen nicht das inhärente Risiko der Finanzinstrumente vollständig widerspiegeln, so ist dieser Umstand auszuweisen und vom Unternehmen darzulegen, wieso es zu dieser Schlussfolgerung gelangt ist.³⁹⁷

Darüber hinaus verlangt IFRS 7.34 (c) den Ausweis von Angaben zur „*concentration of risk*“ bzw. „Risikokonzentration“, sofern diese nicht bereits aus IFRS 7.34 (a) und (b) ersichtlich wird. Im Einzelnen sind dies:

- § eine Darstellung, wie das Management die Risikokonzentration ermittelt
- § Beschreibung der zugrundegelegten Charakteristika, die für die Bildung der Risikokonzentration herangezogen wurde (z. B. Vertragspartner, Währungen, etc.)
- § Der Betrag, der sich aus der Risikokonzentration ergibt.³⁹⁸

³⁹⁴ Vgl. IFRS 7.40.

³⁹⁵ Vgl. IFRS 7.41.

³⁹⁶ Vgl. IFRS 7.41.

³⁹⁷ Vgl. IFRS 7.42.

³⁹⁸ Vgl. IFRS 7.B8.

Die Ausweisvorschriften zum Risiko beziehen sich hierbei ausschließlich auf Stichtagswerte, Angaben zur durchschnittlichen unterjährigen Risikostruktur werden nur notwendig, sofern die Risikostruktur zum Stichtag nicht repräsentativ für die unterjährige Struktur ist.³⁹⁹ In diesem Ausnahmefall sind weitere Angaben, wie beispielsweise das höchste, das niedrigste und mittlere Risikomaß zu machen.

³⁹⁹ Vgl. IFRS 7.BC48 i. V. m. IFRS 7.IG20.

C. Bilanzierung von Finanzinstrumenten nach US-GAAP

Die Bilanzierung von derivativen Finanzinstrumenten und bestehenden Absicherungszusammenhängen wird umfassend in *Financial Accounting Standard (FAS) 133* geregelt.⁴⁰⁰ Im Gegensatz zu IAS 39 umfasst FAS 133 „*Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities*“ allerdings keine originären Finanzinstrumente, die sich in keinem Sicherungszusammenhang befinden. Ihre Bilanzierung erfolgt nach wie vor anhand unterschiedlichster US-GAAP-Standards. Damit sieht FAS 133 kein geschlossenes System der Bilanzierung von Finanzinstrumenten vor. Die Bilanzierung freistehender originärer Finanzinstrumente wird vor allem in APB 21, FAS 52, 114 und 115 geregelt. Im Folgenden wird zunächst auf die Bewertung freistehender originärer und derivativer Finanzinstrumente eingegangen werden. Anschließend soll die Bilanzierung von Sicherungszusammenhängen nach FAS 133 dargestellt werden.

1. Bilanzierung freistehender Finanzinstrumente

1.1. Originäre Finanzinstrumente

1.1.1. Liquide Mittel

Die Bilanzierung liquider Mittel weicht von den deutschen Rechnungslegungsvorschriften nicht ab. Es besteht eine generelle Ansatzpflicht in Höhe des Nennwerts. Ein Unterschied zwischen US-GAAP und den deutschen Rechnungslegungsvorschriften besteht lediglich in dem in § 246 Abs. 2 HGB geregelten Saldierungsverbot. Nach US-GAAP dürfen kurzfristige Bankverbindlichkeiten mit kurzfristigen Bankguthaben saldiert werden, auch wenn die Positionen bei unterschiedlichen Kreditinstituten bestehen.

⁴⁰⁰ Vgl. hierzu und den folgenden Ausführungen auch COENENBERG, A. G. (2005), S. 250 ff.

1.1.2. Schecks, Kassenbestände, Bundesbankguthaben und Guthaben bei Kreditinstituten

Die US-GAAP Regelungen entsprechen dem HGB. Kassenbestände und Bundesbankguthaben sind mit ihrem Nennbetrag auszuweisen. Kurzfristige Sortenbestände sind mit ihrem Stichtagskurs umzurechnen. Die Bilanzierung von Schecks und Guthaben bei Kreditinstituten folgt der Bewertung von Forderungen.

1.1.3. Kurzfristige Forderungen

Kurzfristige Forderungen (insbesondere *current accounts receivables*) und kurzfristige Forderungspapiere (*notes receivables* mit einer Laufzeit von unter drei Monaten) sind nach US-GAAP in Höhe ihres *net realizable values* auszuweisen. Der *net realizable value* ist hierbei der voraussichtlich eingehende Forderungsbetrag. Für die Bestimmung des *net realizable values* muß der Forderungsnennbetrag um etwaige Erlösschmälerungen (z. B. Rabatte und Skonti) und voraussichtlich anfallende Forderungsausfälle gemindert werden. Eine Zinsabgrenzung ist bei Forderungen mit einer Laufzeit von unter einem Jahr nicht nötig. Fremdwährungsforderungen sind am Stichtag mit dem Geldkurs umzurechnen.

1.1.4. Langfristige Forderungen

Langfristige Forderungen und Forderungspapiere sind mit ihrem *present value* auszuweisen. Der *present value* entspricht dem Nennbetrag zzgl. eines *premiums* bei Überverzinslichkeit resp. abzgl. eines *discounts* bei Unterverzinslichkeit. Der verrechnete *premium* oder *discount* ist über die Laufzeit erfolgswirksam abzuschreiben resp. aufzulösen und muss zeitanteilig als Zinsertrag bzw. Zinsertragsminderung erfasst werden. Eine langfristige Forderung ist erfolgswirksam abzuschreiben, sobald das Unternehmen mit großer Sicherheit davon ausgehen muss, dass der Schuldner nicht dazu in der Lage ist, seinen Zahlungsverpflichtungen (Tilgung und Zinszahlungen) nachzukommen. Der Abschreibungsbedarf errechnet sich aus der Differenz zwischen dem Buchwert der Forderung (Nennwert zzgl. Zinsabgrenzung) und den erwarteten, mit dem historischen Zinssatz diskontierten zukünftigen Zahlungsströmen. Besteht ein repräsentativer Marktwert für die Forderung kann alternativ auf diesen abgeschrieben werden. Nach US-GAAP besteht bei Wegfall des Abschreibungsgrundes ein Wertaufholungsverbot.

Fremdwährungsforderungen sind am Stichtag mit dem Geldkurs umzurechnen. Führen Wechselkursschwankungen zu einem fair value über den historischen Anschaffungskosten, so ist über die Anschaffungskosten hinaus auf den fair value zuzuschreiben.⁴⁰¹

1.1.5. Wertpapiere

Die Bewertung von Gläubigerpapieren (*debt securities*) und Anteilsscheinen, Optionen sowie Optionsscheinen (*equity securities*) folgt der Bilanzierung derivativer Finanzinstrumente. Gläubigerpapiere werden gem. FAS 115 in die drei Kategorien *held-to-maturity*, *trading* und *available for sale securities* unterschieden. Anteilsscheine, Optionen und Optionscheine können hingegen nur in die zwei Kategorien *held for trading* und *available for sale* eingeordnet werden. Darüber hinaus werden von FAS 115 nur Wertpapiere erfaßt, aus denen sich für das Unternehmen kein maßgeblicher Einfluss (*equity*-Bewertung) und kein Kontrollverhältnis (Konsolidierung) ergibt. Die Bewertung von *held for trading* resp. *available for sale* Anteilsscheine, Optionen und Optionsscheinen entspricht der Bilanzierung von Gläubigerpapieren gleicher Kategorie. Inhaltlich stimmen die Kategorien mit den Regelungen des IAS 39 überein.⁴⁰²

Debt und *equity securities*, die mit dem Ziel der Weiterveräußerung (*held for trading*) erworben wurden, sind mit ihren Anschaffungskosten (inkl. etwaiger *premiums* oder *discounts*) einzubuchen. In den Folgeperioden sind sie mit ihrem Marktwert auszuweisen, sofern dieser zuverlässig ermittelt werden kann. Marktwertänderungen sind unmittelbar erfolgswirksam zu berücksichtigen. Liegt kein Marktwert vor, so sind die Anschaffungskosten der Papiere beizubehalten (*cost method*). Lediglich ein *impairment* ist erfolgswirksam zu berücksichtigen. Die Umgliederung eines Gläubigerpapiers *held for trading* in die Kategorie *available for sale* führt zu keinerlei Ergebniswirkungen. Die Umgliederung erfolgt zum *fair value* und die nach der Umgliederung auftretenden Wertänderungen sind in das *other comprehensive income* einzustellen.

Wurden die Gläubigerpapiere mit der Intention erworben, sie bis zum Laufzeitende zu halten (*held to maturity securities*) und ist das Unternehmen nachweislich hierzu in der Lage, so sind die Papiere in Höhe ihrer Anschaffungskosten (inkl. *premium* oder *discount*) zu aktivieren. In den Folgeperioden erfolgt die Bilanzierung zu fortgeführten

⁴⁰¹ Vgl. SFAS 52.15 f.

⁴⁰² Vgl. IAS 39.10.

Anschaffungskosten und ein etwaiger *premium* oder *discount* ist über die Laufzeit aufzulösen. Marktwertänderungen sind nur zu berücksichtigen, sofern eine dauerhafte Wertminderung vorliegt. Hier besteht eine Abschreibungspflicht. Eine vorgenommene Abschreibung darf nach US-GAAP auch nach Wegfall des Abschreibungsgrundes nicht mehr aufgehoben werden. Entscheidet sich das Unternehmen, ein *held to maturity* Gläubigerpapier in die Kategorie *available for sale* umzugliedern, so sind die bisher nicht berücksichtigten Wertänderungen erfolgsneutral ins *other comprehensive income* einzustellen.

Gehört ein Gläubigerpapier weder der Kategorie *held for trading* noch der Gruppe *held to maturity* an, so ist es als *available for sale* Gläubigerpapier einzuordnen. *Available for sale securities* sind mit ihren Anschaffungskosten zu aktivieren. In der Folgebewertung sind sie in Höhe ihres Marktpreises auszuweisen. Wertänderungen müssen in das *other comprehensive income* eingestellt werden. Lediglich als dauerhaft einzuordnende Wertminderungen sind in der laufenden Periode ergebniswirksam abzuschreiben. Anders als bei *held to maturity securities* kann bei *available for sale securities* nach Wegfall des Abschreibungsgrundes eine erfolgsneutrale Wertaufholung über das *other comprehensive income* erfolgen. Die Umgliederung eines *available for sale* Papiers in die Kategorie *held for trading* führt dazu, dass bisher erfolgsneutral ins *other comprehensive income* eingestellte Wertänderungen unmittelbar ergebniswirksam zu berücksichtigen sind. Die Umgliederung eines *available for sale* Papiers in die Kategorie *held to maturity* führt hingegen zu keinen Ergebnismwirkungen. Die abgegrenzten Beträge sind im *other comprehensive income* beizubehalten und über die Restlaufzeit zu amortisieren.

1.1.6. Verbindlichkeiten

SFAC No. 6 definiert *liabilities* als wahrscheinliche zukünftige Opfer ökonomischen Nutzens, die aus bestehenden Verpflichtungen hervorgegangen sind. Eine *liability* weist drei wesentliche Merkmale auf:

1. Die bestehende Verpflichtung eines Unternehmens muss das Unternehmen aller Voraussicht nach durch einen Vermögenstransfer erfüllen.

2. Die Verpflichtung ist bindend und lässt dem Unternehmen somit keinen oder nur einen geringen Ermessensspielraum, den zukünftigen Vermögensabgang zu vermeiden.
3. Das Unternehmen wurde durch ein bereits bestehendes Ereignis oder eine bereits erfolgte Transaktion verpflichtet.

Die Verpflichtung muss somit immer auf einem vergangenen Geschäftsvorfall oder ein vergangenes Ereignis zurückgehen. Damit können *liabilities* nicht nur auf rechtlich bereits entstandene, in ihrer Höhe feststehende und einklagbare Verpflichtungen zurückgehen, sondern auch auf ungewisse, rechtlich noch nicht eingetretene aber wirtschaftlich verursachte Verpflichtungen beruhen. Faktische, aus moralischen oder freiwilligen Gründen eingegangene Verpflichtungen sind folglich zu bilanzieren. Eine Verpflichtung gilt nach dem *matching principle* als wirtschaftlich verursacht, wenn die zukünftigen Ausgaben den durch sie bewirkten Erträgen zuzurechnen sind.⁴⁰³ *Liabilities* sind in Höhe ihres *present values* auszuweisen. Der *present value* entspricht dem Nennbetrag zzgl. eines *premiums* bei Überverzinslichkeit resp. abzgl. eines *discounts* bei Unterverzinslichkeit. Der verrechnete *premium* oder *discount* ist über die Laufzeit erfolgswirksam abzuschreiben resp. aufzulösen. Sie sind zeitanteilig als Zinsertrag bzw. Zinsertragsminderung zu erfassen. Von einer Zinsabgrenzung kann bei kurzfristigen Verbindlichkeiten mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr (*current liabilities*) abgesehen werden. In diesem Fall ist die Verbindlichkeit mit ihrem Rückzahlungsbetrag zu passivieren. Bei langfristigen Verbindlichkeiten ist hingegen zwingend eine Zinsabgrenzung vorzunehmen. Zinssatzänderungen sind hierbei nach der Einbuchung nicht mehr zu berücksichtigen. Valutaverbindlichkeiten sind mit ihrem Stichtagskurs (Briefkurs) umzurechnen.

Nach den US-GAAP dürfen somit nur *liabilities* ausgewiesen werden, die auf einer Verpflichtung gegenüber Dritten beruhen und folglich einen Schuldcharakter besitzen und/oder wirtschaftlich verursacht wurden. Eine reine Aufwandsrückstellung darf nicht gebildet werden. Die Bildung einer Rückstellung für eine Verpflichtung mit Schuldcharakter beruht auf dem *matching principle*, das eine Aufwandsberücksichtigung in der Periode der wirtschaftlichen Verursachung vorschreibt.⁴⁰⁴ Eine bilanzierungsfähige Rückstellung muss zwingend in der Bilanz ausgewiesen werden, Rückstellungswahlrechte bestehen nicht.

⁴⁰³ Vgl. KUPSCH, P. (1995), S. 106.

⁴⁰⁴ Vgl. HALLER, A. (1993), S. 295.

1.2. Derivative Finanzinstrumente

Gemäß FAS 133.17 sind derivative Finanzinstrumente *assets* bzw. *liabilities* und damit aktivierungs- resp. passivierungspflichtig.⁴⁰⁵ Nach FAS 133.6 sind Derivative sämtliche Finanzinstrumente oder Verträge, die alle der folgenden drei Kriterien erfüllen:

1. Ihr Wert hängt direkt von einem oder mehreren *underlyings* (Zinssätze, Wechselkurse, Wertpapierpreise, Kreditratings, Preisindizes etc.) ab. Das Finanzinstrument oder der Vertrag beinhaltet dabei einen oder mehrere Nominalbeträge (z. B. einen Geldbetrag, eine bestimmte Anzahl von Anteilsscheinen oder jede andere beliebige Maßeinheit) bzw. eine oder mehrere Zahlungsbestimmung(en) oder beides.⁴⁰⁶
2. Der Erwerb verlangt, im Verhältnis zu vergleichbaren Verträgen, die ähnlich auf Veränderungen der Marktbedingungen reagieren, keine oder nur eine geringe Nettzahlung.⁴⁰⁷
3. Die vertraglichen Regelungen des Finanzinstruments oder Vertrags verlangen oder erlauben die Glattstellung der Ansprüche und Forderung (z. B. durch Zahlung oder gegenläufige Verträge). Der Zahlungsausgleich kann aber auch durch eine physische Transaktion erfolgen (z. B. Lieferung / Abnahme eines *asset*).⁴⁰⁸

Das Ansatzgebot für derivative Finanzinstrumente leitet das FASB aus dem Umstand ab, dass Derivate häufig die Anforderungen an *assets* bzw. *liabilities* erfüllen und sie folglich auch nicht anders behandelt werden dürfen, als die übrigen *assets* und *liabilities*.⁴⁰⁹ Freistehende derivative Finanzinstrumente sind gem. FAS 133.17 in Höhe ihres *fair values* zu bilanzieren.⁴¹⁰ *Fair value*-Änderungen sind gem. 133.18 (a) unmittelbar ergebniswirksam zu berücksichtigen. Entgegen IAS 39 geht FAS 133 nicht darauf ein, ob Transaktionskosten in den Bilanzansatz eingehen oder nicht. Da die US-GAAP hier nicht eindeutig sind, kann m. E. somit von einem faktischen Aktivierungswahlrecht ausgegangen werden.

⁴⁰⁵ Vgl. Hierzu und den folgenden Ausführungen auch COENENBERG, A. G. (2005), S. 263.

⁴⁰⁶ Vgl. FAS 133.6 (a) i. V. m. .7.

⁴⁰⁷ Vgl. FAS 133.6 (b) i. V. m. .8.

⁴⁰⁸ Vgl. FAS 133.6 (c) i. V. m. .9.

⁴⁰⁹ Vgl. ORDELHEIDE, D. (1998), S. 608.

⁴¹⁰ Vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 263.

Unter die Regelungen des FAS 133 fallen grundsätzlich keine Geschäfte, die aufgrund des zeitlichen Abstands zwischen *trade-* und *settlement-day* eigentlich als Termingeschäfte klassifiziert werden müssten, wenn dieser Abstand auf börsenübliche Usancen zurückgeht.⁴¹¹ Anders als IAS 39 geht FAS 133 somit nicht auf die Bilanzierung so genannter *regular way contracts* ein. Ferner fallen Käufe und Verkäufe, die im Rahmen der normalen Geschäftstätigkeit anfallen, explizit nicht unter FAS 133.⁴¹² Ausgenommen hiervon sind Käufe und Verkäufe, deren Preis von einem Basisinstrument abhängig gemacht wird, das in keinem Zusammenhang mit dem Geschäftsvorfall steht (z. B. die Lieferung eines Vermögensgegenstandes auf Termin, dessen Preis von der Entwicklung des DAX abhängig gemacht wird). Käufe und Verkäufe im Rahmen der normalen Geschäftstätigkeit fallen auch unter FAS 133, sofern sie in einer Fremdwährung erfolgen, die nicht die Anforderungen aus FAS 133.15 (a) und (b) erfüllt.⁴¹³ Demnach fallen sämtliche Verträge, deren Basisvertrag kein Finanzinstrument ist unter die Regelungen des FAS 133.12 sofern:

- § der Vertrag zu Zahlungen in der funktionalen Währung mindestens einer der Vertragsparteien führt oder
- § die Waren- oder Dienstleistung üblicherweise am Markt in der entsprechenden Vertragswährung gehandelt wird (z. B. Rohöl in USD).⁴¹⁴

Verträge, die vor der physischen Erfüllung aufgrund einer vertraglichen Regelungen glattgestellt werden können und damit gem. FAS 133.9 (a) und (b) in den Regelungskreis des FAS 133 fallen, dürfen als normaler Kauf oder Verkauf deklariert werden, sofern das Unternehmen keine Glattstellungsabsicht hat und es somit am Ende der Vertragslaufzeit zu einer physischen Geschäftserfüllung kommen wird.⁴¹⁵ Das Unternehmen muss darstellen, worauf die Abgrenzung als normaler Kauf oder Verkauf beruht. Auch bedingte Zahlungen aus Unternehmenszusammenschlüssen, die den Regelungen der Opinion 16.18 „*contingent considerations*“ unterliegen sowie Bürgschaften, Garantien und Versicherungsverträge werden nicht von FAS 133 erfasst.⁴¹⁶ Emittenten dürfen darüber hinaus keine Verträge berücksichtigen, die innerhalb des Eigenkapitals ausgewiesen werden und damit die Höhe des Kapitals berühren sowie sämtliche Verträge, die

⁴¹¹ Vgl. FAS 133.10 (a).

⁴¹² Vgl. FAS 133.10 i. V. m. FAS 138.4 (a).

⁴¹³ Vgl. FAS 138.4 (a).

⁴¹⁴ Vgl. FAS 133.15 (a) und (b).

⁴¹⁵ Vgl. FAS 138.4 (a).

⁴¹⁶ Vgl. BARCKOW, A./ROSE, S. (1997), S. 792 und APB 16.77 ff.

einer erfolgsabhängigen Vergütung (*stock based compensation*) nach FAS 121 unterliegen.⁴¹⁷

1.3. Embedded Derivatives

Erfüllt ein Vertrag nicht die Kriterien eines Derivativs wie z. B. Bonds oder Versicherungspolicen, so fallen sie dennoch unter die Regelungen des FAS 133 sofern der Vertrag über eine derivative Komponente verfügt.⁴¹⁸ Ein Vertrag beinhaltet eine derivative Komponente, sofern er direkte oder indirekte Regelungen enthält, die unmittelbar Auswirkungen auf die erwarteten Cashflows (oder andere Tauschgegenstände) haben und die Regelungen ihrem Charakter nach als Derivat einzuordnen sind. Die derivative Komponente hat hierbei die Aufgabe, das eigentliche Grundgeschäft (*host contract*) in Bezug auf ein oder mehrere *underlyings* zu modifizieren.⁴¹⁹ Analog zu IAS 39 sind auch nach FAS 133.11 die verbundenen Geschäfte aufzusplitten. Die Bilanzierung des *host contracts* folgt den jeweiligen Rechnungslegungsvorschriften. Die derivative Komponente ist nach FAS 133 zu bilanzieren, sofern sie die folgenden Kriterien kumulativ erfüllt:

1. Die wirtschaftlichen Charakteristika und Risiken des eingebetteten Derivats stehen in keiner engen Beziehung zu denen des *host contracts*. D. h., das Derivat und der *host contract* unterscheiden sich sowohl in ihrer wirtschaftlichen Gestaltung als auch in ihrer Risikostruktur.
2. Das Gesamtgeschäft (*host contract* und *embedded derivative*) wird nach US-GAAP nicht erfolgswirksam zum *fair value* bewertet.
3. Ein eigenständiges Derivat, das in seiner Ausgestaltung dem eingebetteten Derivat entspricht, würde unter die Regelungen des FAS 133.6 ff. fallen.

Im Ergebnis unterscheiden sich die Abgrenzungskriterien für separat zu bilanzierende eingebettete Derivate somit nicht von den Regelungen des IAS 39.

Analog zur Vorgehensweise in IAS 39 nimmt sich auch FAS 133 Sicherungszusammenhängen in einem eigenen Abschnitt an. Im Falle von Sicherungszusammenhängen

⁴¹⁷ Vgl. FAS 133.11 (c) und BARCKOW, A./ROSE, S. (1997), S. 792.

⁴¹⁸ Vgl. hierzu und den folgenden Ausführungen COENENBERG, A. G. (2005), S. 264.

⁴¹⁹ Vgl. FAS 133.12.

gelten die Vorschriften für freistehende originäre und derivative Finanzinstrumente nicht und werden durch die geltenden *hedge accounting*-Vorschriften ersetzt. Bei Sicherungszusammenhängen folgt die Bilanzierung des Grundgeschäfts dabei der Bilanzierung des Sicherungsgeschäfts.

1.4. Asset Backed Securities

Das FASB hat sich in FAS 125 „*Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities*“ der Problematik der Übertragung von Finanzaktiva angenommen. Hierbei geht FAS 125 vom *financial component approach* aus.⁴²⁰ Nach dem *financial component approach* ist ein *asset* zu aktivieren, sofern der Bilanzierende die tatsächliche Verfügungsmacht (*effective control*) über die wirtschaftlichen Vorteile und Verpflichtungen aus dem *asset* hat. Der physische Besitz an dem *asset* ist dabei keine notwendige Voraussetzung für die Aktivierung. Vielmehr wird auf die resultierenden Cashflows aus dem *asset* abgestellt. Diese Cashflows können ausschließlich einer Partei oder einer Vielzahl von Parteien zu Gute kommen. Der *asset* ist folglich vollständig oder anteilig beim Bilanzierenden auszuweisen. Jede Partei muss den Teil an den aus dem *asset* resultierenden Cashflows aktivieren, über den sie die Verfügungsmacht inne hat.

Eine bilanzentlastende Verbriefung von *assets* tritt gem. FAS 125.9 nur ein, sofern

- § der Originator und seine Gläubiger nach der Verbriefung keinen Zugriff mehr auf den transferierten *asset* haben (*isolation of transferred asset*) und
- § der Erwerber entweder (a) das Recht hat, die verbrieften *assets* zu verpfänden oder gegen andere *financial assets* einzutauschen oder (b) eine *qualifying special purpose entity* ist und ihre Anteilseigner dazu berechtigt sind, die Anteile an der SPE zu verpfänden oder gegen andere Anteile einzutauschen und
- § der Originator nach der Verbriefung der *assets* keine Verfügungsmacht (*effective control*) mehr über diese hat. Ferner darf der Originator vertraglich nicht dazu verpflichtet oder berechtigt sein, die *assets* vor ihrer Fälligkeit zurückzukaufen oder abzulösen. Letzteres gilt auch für *assets*, die zwar verbrieft wurden, aber zum Zeitpunkt der Verbriefung noch nicht verfügbar waren.

⁴²⁰ Vgl. FAS 125.107.

Von zentraler Bedeutung ist dabei insbesondere das Kriterium der Isolation der *assets* vom Originator und seinen Gläubigern. Es darf auch im Konkurs- oder Vergleichsfall des Originators kein Zugriff durch den Insolvenzverwalter oder den Gläubigern des Originators auf die verbrieften *assets* mehr möglich sein.⁴²¹ I. d. R. wird die Isolation der verbrieften *asset* durch eine SPE erreicht. Die SPE muss so konstruiert sein, dass sie einen Zugriff auf die verbrieften *assets* durch den Originator oder seine Gläubiger vollkommen ausschließt. Hierzu darf die SPE nicht zum Konsolidierungskreis des Originators gehören und muss somit rechtlich unabhängig sein. Darüber hinaus darf die SPE, die als Kapitalgesellschaft, als Trust oder in jeder anderen Rechtsform errichtet werden kann, gem. FAS 125.26 nur bestimmte, im Gesellschaftsvertrag fixierte Geschäfte der folgenden Art ausüben:

- § Erwerb des Eigentums an den übertragenen *financial assets*
- § Emission von Wertpapieren (Gäubiger- und Teilhaberpapiere)
- § Einzug und Anlage der Cashflows aus den *financial assets*
- § Auszahlung der Cashflows an die Wertpapierinhaber⁴²²

Erfolgt der Verkauf der *assets* an die SPE durch Zahlung eines festen Kaufpreises und bestehen nach dem Verkauf für den Originator keinerlei weitere Verpflichtungen gegenüber der SPE oder den Finanzaktiva, so liegt gem. FAS 125.55 ein *true sale* vor. Problematisch ist es hingegen, wenn die SPE sich z. B. durch Subordination refinanziert und der Originator die Junior Class Papiere zurückkauft. Da hier nur eine Zweckgesellschaft zwischen dem Originator und den Gläubigern der SPE zwischengeschaltet ist, wird auch von einer *single step securitization* gesprochen. In diesem Fall hat der Originator weiterhin Interessen an den transferierten *assets*, da er unmittelbar bei einem Adressenausfall betroffen ist (*continuing involvement*). Es ist fraglich, ob hier eine Isolation der *transferred assets* vorliegt und die Transaktion somit auch vor Gericht als *true sale* Bestand hat. US-Unternehmen, die unter den *US Bankruptcy Code* fallen, bedienen sich so genannter *two step securitization* Konstruktionen, um unabhängig von den jeweiligen *credit enhancements* einen *true sale* zu realisieren.⁴²³

⁴²¹ Vgl. FAS 125.23.

⁴²² Vgl. auch FINDEISEN, K.-D. (1998), S. 483.

⁴²³ Vgl. FAS 125.57. Für Unternehmungen, die nicht unter den *US Bankruptcy Code* fallen existieren auch andere Securitization Modelle.

Die rechtliche Konstruktion einer *two step securitization* unterscheidet sich im wesentlichen durch die Ausgestaltung und Anzahl der Zweckgesellschaften. Anders als bei der *single step securitization* werden bei der *two step securitization* zwei Zweckgesellschaften zwischen dem Originator und der eigentlichen Wertpapieremission zwischengeschaltet.⁴²⁴ Die erste Zweckgesellschaft ist eine so genannte *special purpose company* (SPC). Sie ist ein hundertprozentiges Tochterunternehmen der übertragenden Unternehmung. Das Tochterunternehmen muss rechtlich so gestaltet sein, dass weder das Mutterunternehmen noch deren Gläubiger Zugriff auf das Vermögen der SPC haben. Darüber hinaus wird die *asset*-Übertragung nur dann als *true sale* anerkannt, sofern der Originator keine übermäßigen Ausfalls- und Zinsrisiken aus den *assets* übernimmt, er keine *effective control* über die transferierten *assets* hat und die SPC frei über die *assets* verfügen kann. Gem. FAS 125.27 liegt kein rechtswirksamer Verkauf der *assets* sondern eine Darlehensgewährung an die SPC vor, sofern der Originator die *assets* zurückkaufen kann und:

- § es sich bei den zurückgekauften *assets* um die gleichen oder im wesentlichen gleichen⁴²⁵ *assets* handelt und
- § der Rückkauf oder Ersatz der *assets* zu im wesentlichen gleichen Bedingungen erfolgt und
- § die *assets* vor ihrer Fälligkeit zu einem festen oder bestimmbaren Preis durch den Originator zurückgekauft werden und
- § die Vereinbarungen zu Beginn der ABS-Transaktionen erfolgten.

Es müssen allerdings alle genannten Kriterien erfüllt sein, bevor die ABS-Transaktion nicht als Verkauf sondern als Darlehen gewertet wird.

In einem zweiten Schritt überträgt die SPC die *assets* an einen Trust. Die SPC haftet dabei gegenüber dem Trust für das Adressenausfalls- und Zinsrisiko (z. B. durch Übersicherung, Subordination etc.).⁴²⁶ Die rechtliche Gestaltung der SPC (Beschränkung des Geschäfts auf ABS-Transaktionen, keine Begründung von Verbindlichkeiten) i. V. m. den *credit enhancements* schließt dabei die Möglichkeit eines Konkurses der SPC aus.

⁴²⁴ Vgl. unten Abb. 15, S. 169.

⁴²⁵ Zur Abgrenzung, ab wann „im wesentlichen gleiche“ Bedingungen vorliegen, vgl. FAS 125.28.

⁴²⁶ Aufgrund der Risikoübernahme liegt kein *true sale at law*, sondern nur ein im Falle des Konkurses des Trusts rechtlich nicht anerkannten *US-GAAP sale* vor.

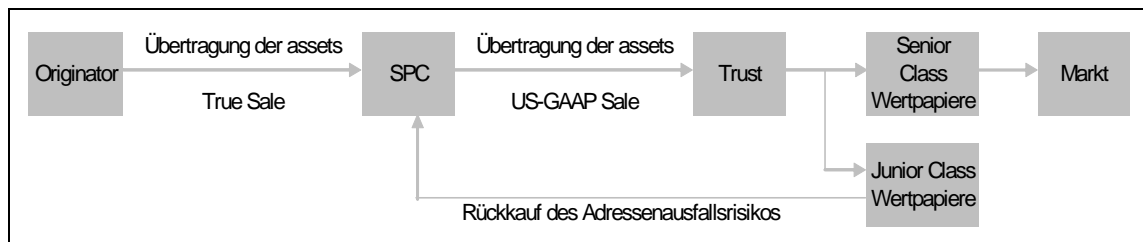


Abb. 15: Two Step Securitization durch Subordination

ABS-Transaktionen führen für den Originator zu keiner Folgebewertung, da die *assets* aus seiner Bilanz ausgeschieden sind. Der Erlös aus dem Verkauf der *assets* geht unmittelbar in die liquiden Mittel ein. Der Trust muss die erhaltenen *assets* aktivieren und die ausgegebenen Wertpapiere oder Schuldscheine passivieren. Die aktivierten *assets* sind anhand der jeweiligen Rechnungslegungsvorschriften zu bewerten.⁴²⁷ Die emittierten Wertpapiere sind als *held to maturity investment* einzuordnen und dementsprechend in Höhe ihrer Anschaffungskosten zu passivieren.⁴²⁸ Erwirbt die SPC vom Trust die Junior Class Papiere, so hängt ihre weitere Bilanzierung von der Intention der SPC ab: sollen die Papiere bis zu ihrer Endfälligkeit gehalten werden, so liegt ein *held to maturity investment* vor und die Papiere sind ebenfalls in Höhe ihrer Anschaffungskosten zu bewerten.⁴²⁹ Hat die SPC hingegen die Absicht, die Junior Class Papiere weiter zu veräußern, so sind sie als *held for trading investment* zu kategorisieren und dementsprechend mit ihrem Marktwert zu bewerten.⁴³⁰

1.5. Stillhalterverpflichtungen

Die Bilanzierung von Stillhalterverpflichtungen entspricht den IFRS Regelungen: Stillhalterverpflichtungen fallen generell in die Kategorie *held for trading* und müssen folglich ergebniswirksam zum *fair value* bilanziert werden. Die vom Optionsnehmer geleistete Prämie muss der Stillhalter bis zur Ausübung, dem Verfall oder der Glattstellung des Optionsrechts passivieren. Die weitere Kursentwicklung der Optionsprämie entspricht dem auszuweisenden Betrag: sinkt der Wert der Option, so ist die passivierte Optionsprämie auf den niedrigeren *fair value* abzuschreiben, wodurch ein Teil der Optionsprämie ergebniswirksam realisiert wird. Steigt hingegen der Wert der Option, so

⁴²⁷ Vgl. oben Abschnitt 2.2, S. 116.

⁴²⁸ Zur Folgebewertung von *held to maturity investments* vgl. oben Abschnitt 2.2.2, S. 119.

⁴²⁹ Zur Folgebewertung von *held to maturity investments* vgl. oben Abschnitt 2.2.2, S. 119.

⁴³⁰ Zur Folgebewertung von *held for trading investments* vgl. oben Abschnitt 2.2.2, S. 119.

muss der Stillhalter die passivierte Prämie ergebniswirksam auf den gestiegenen *fair value* der Option zuschreiben.

2. Bilanzierung von Sicherungszusammenhängen (hedge accounting)

FAS 133.4 unterscheidet zwischen *fair value*, *cash flow* und *foreign currency hedges* und entspricht damit der Unterscheidung des IAS 39. Im Folgenden wird zunächst die jeweilige Sicherungsart abgegrenzt. Anschließend wird auf die bilanzrechtlichen Anforderungen eingegangen werden. Hierauf aufbauend wird auf die einzelnen möglichen Bestandteile des Sicherungszusammenhangs eingegangen. Den Abschluss der Darstellung bilden die sich ergebenden Bewertungsfragen.

2.1. Fair value hedges

2.1.1. Begriffsdetermination

Fair value hedges dienen der Absicherung von Marktpreisrisiken bestehender Bilanzpositionen und schwebender Grundgeschäfte (*firm commitments*).⁴³¹ Voraussetzung für die Berücksichtigung eines schwebenden Grundgeschäfts ist jedoch, dass die getroffenen Vereinbarungen rechtlich geltend gemacht werden können. Ziel der Absicherung ist es, den Wertansatz der jeweiligen Position gegen Marktschwankungen abzusichern. Dabei kann das Sicherungsgeschäft sowohl das globale Marktpreisrisiko des Grundgeschäfts als auch nur einen bestimmten Teil des Marktpreisrisikos (Zins-, Währungs- oder Ausfallrisiko) absichern.⁴³²

2.1.2. Anforderungen an fair value hedges

FAS 133 erkennt *fair value hedges* nur an, wenn der Sicherungszusammenhang ab seiner Begründung und über die Laufzeit hinweg nachweislich hochgradig effektiv (*highly effective*) ist.⁴³³ Die Art des Effektivitätsnachweises konkretisiert FAS 133 nicht und

⁴³¹ Vgl. hierzu und den folgenden Ausführungen auch COENENBERG, A. G. (2005), S. 278. Hier besteht ein Unterschied zu IAS 39, wonach die Absicherung schwebender Grundgeschäfte als *cash flow hedge* abzugrenzen ist.

⁴³² Vgl. FAS 133.20.

⁴³³ Vgl. FAS 133.22 (b) und COENENBERG, A. G. (2005), S. 278.

überlässt es somit dem Risikomanagement des Unternehmens, bei Festlegung des Sicherungszusammenhangs eine zweckmäßige Methode vorzuschlagen und diese über die Laufzeit des Sicherungszusammenhangs anzuwenden.⁴³⁴ Eine Änderung des Effektivitätsnachweises ist nur möglich, indem der Sicherungszusammenhang aufgelöst und anschließend neu deklariert wird.⁴³⁵ Der Effektivitätsnachweis gilt als zweckmäßig, sofern durch ihn der Hedge-Erfolg, die Erfolgswirkungen und der ineffektive Teil des *Hedges* ermittelt werden können.⁴³⁶ Damit lässt FAS 133 neben einer rein statischen Sicherungsstrategie auch Raum für dynamische Sicherungsstrategien, sofern ihre Effektivität anhand eines Effektivitätsnachweises erbracht werden kann. Der Nachweis, daß sich die Wertänderungen des Grund- und Sicherungsgeschäfts ausgleichen, ist mindestens alle drei Monate anhand des Effektivitätstests zu erbringen.⁴³⁷ Es ist vom Bilanzierenden zu bestimmen, ob die Hedge-Effektivität anhand des Gesamtwerts des Sicherungsinstruments bestimmt wird oder zur Überprüfung lediglich einzelne Wertkomponenten (z. B. der Zeitwert) des Sicherungsinstruments herangezogen werden.⁴³⁸ In diesem Fall sind die vom Sicherungszusammenhang ausgeschlossenen Teile (z. B. der innere Wert) ebenso wie der ineffektive Teil eines Sicherungszusammenhangs, unmittelbar in der laufenden Periode ergebniswirksam zu berücksichtigen.⁴³⁹ Der Umfang der im Effektivitätstest einbezogenen Wertkomponenten (innerer Wert, Zeitwert etc.) ist einheitlich für alle Sicherungsgeschäfte festzulegen.⁴⁴⁰ Darüber hinaus müssen vergleichbare Sicherungszusammenhänge mit dem gleichen Effektivitätsnachweis überprüft werden. Die Verwendung unterschiedlicher Tests für ähnliche Sicherungszusammenhänge muss das Unternehmen begründen.⁴⁴¹ Ferner ist der Sicherungszusammenhang zu dokumentieren. In der Dokumentation muss das Ziel und die Strategie des Risikomanagements dargestellt werden.⁴⁴² Weiter ist auf die einzelnen Bestandteile des Sicherungszusammenhangs sowie auf die Art des zugrunde liegenden Risikos einzugehen.⁴⁴³

⁴³⁴ Vgl. FAS 133.20 (b) und .62. sowie COENENBERG, A. G. (2005), S. 278.

⁴³⁵ Vgl. FAS 133.62.

⁴³⁶ Vgl. FAS 133.62.

⁴³⁷ Vgl. FAS 133.20 (b).

⁴³⁸ Vgl. FAS 133. 20 (a) und .63.

⁴³⁹ Vgl. FAS 133.63.

⁴⁴⁰ Vgl. FAS 133.63.

⁴⁴¹ Vgl. FAS 133.62.

⁴⁴² Vgl. FAS 133.20 (a).

⁴⁴³ Vgl. FAS 133.20 (a).

2.1.3. Fair value hedge Bestandteile

2.1.3.1. Micro-, Macro- und Portfolio-Hedges

Sicherungsgeschäfte können bei *fair value hedges* sowohl auf Micro- als auch auf Portfolio-Ebene abgeschlossen werden.⁴⁴⁴ Unabhängig davon, ob der Gegenstand der Absicherung aus einem oder mehreren Grundgeschäften besteht, muss der Gegenstand der Sicherung explizit genannt werden. Grundsätzlich unzulässig sind folglich Macro-Hedges, sofern hierunter eine Absicherung des globalen Unternehmensrisikos verstanden wird. Ein Portfolio-Hedge ist nur zulässig, sofern sich die einzelnen Grundgeschäfte ähneln und demselben Risiko unterliegen.⁴⁴⁵ Weitere Voraussetzung für ein Portfolio-Hedge ist, dass die auf das gesicherte Risiko zurückgehenden Marktwertänderungen der einzelnen Positionen proportional zur risikobedingten Marktwertänderung des Gesamtportfolios verlaufen. Konkret bedeutet dies, dass die einzelnen Positionen innerhalb eines sehr eng zu fassenden Intervalls einer Parameteränderung des gesicherten Risikos folgen müssen. Verändert sich z. B. aufgrund der Parameterveränderung des Risikos der *fair value* des Portfolios um zehn Prozent, so müssen die einzelnen Bestandteile des Portfolios aufgrund des veränderten Risikoparameters ebenfalls ungefähr einer Wertänderung von zehn Prozent unterliegen. Dies soll anhand eines Beispiels verdeutlicht werden. In der folgenden Tabelle sind sämtliche US-Dollar-Positionen eines Unternehmens dargestellt:

Dollarsensitive Werte (in USD)			
AKTIVA		PASSIVA	
Liquide Mittel	10,00	Verbindlichkeiten	150,00
Forderungen	140,00		
Anteilscheine	150,00	Risk Exposure	150,00
	<u>300,00</u>		<u>300,00</u>

Das Netto-Fremdwährungsrisiko beträgt somit 150 USD. Die Positionen dürfen gem. FAS 133.21 (a) nur als Portfolio abgesichert werden, sofern die Wertänderungen des Portfolios proportional zur Wertänderung der einzelnen Grundgeschäfte verläuft. Dies ist hier gegeben. Der Nettoportfoliowert beträgt 150 USD. Zum Zeitpunkt der Absicherung soll der Wechselkurs 1:1,50 Dollar/Euro betragen. Umgerechnet sieht das Portfolio wie folgt aus:

⁴⁴⁴ Vgl. FAS 133.21 (a) und COENENBERG, A. G. (2005), S. 278.

⁴⁴⁵ Vgl. FAS 133.21.

AKTIVA	Dollarsensitive Werte (in EUR)		PASSIVA
Liquide Mittel	15,00	Verbindlichkeiten	225,00
Forderungen	210,00		
Anteilsscheine	225,00	Risk Exposure	225,00
	450,00		450,00
	450,00		450,00

Steigt der Dollar nun um zehn Prozent auf 1,65 Euro, so müsste die Wertänderung des Gesamtportfolios proportional zur Wertänderung der Einzelpositionen verlaufen. Der Nettoportfoliowert beträgt zum Zeitpunkt der Absicherung aufgrund des Wechselkurses 225 Euro. Durch den veränderten Wechselkurs beträgt der Wert nun 247,50. Der Portfolio Wert ist um zehn Prozent gestiegen. Die einzelnen Positionen verändern sich wie folgt:

AKTIVA	Dollarsensitive Werte (in EUR)		PASSIVA
Liquide Mittel	16,50	Verbindlichkeiten	247,50
Forderungen	231,00		
Anteilsscheine	247,50	Risk Exposure	247,50
	495,00		495,00
	495,00		495,00

Damit ist durch die Veränderung des Risikoparameters jede einzelne Position proportional zum Portfolio um zehn Prozent gestiegen. In diesem Fall wäre eine Portfolio-Absicherung gem. FAS 133.21 (a) zulässig.⁴⁴⁶ Die Abweichung zwischen der *fair value*-Änderung des Portfolios und die der Einzelgeschäfte darf gem. FAS 133.21 nur um die +/- 1 Prozentpunkte betragen. Von einer proportionalen Entwicklung zwischen dem Gesamtportfolio-Risiko und dem Einzelgeschäftsrisko ist nicht mehr auszugehen, sofern die prozentuale Abweichung über +/- 3 Prozentpunkte liegt.⁴⁴⁷ Zulässig ist nicht nur die vollständige *fair value* Absicherung eines Grundgeschäfts. Vielmehr darf auch nur ein Teil des *fair value* gegen ein bestehendes Risiko abgesichert werden.⁴⁴⁸

⁴⁴⁶ Das Ergebnis ist natürlich bei einem Fremdwährungsportfolio wenig überraschend. Sehr viel seltener wird hingegen ein proportionaler Verlauf zwischen Portfolio und Einzelgeschäften bei zins-sensitiven Werten vorliegen.

⁴⁴⁷ Vgl. auch FAS 133.21 (a) Nr. 1.

⁴⁴⁸ Vgl. FAS 133.21 (a)

2.1.3.2. Abgrenzung der Grund- und Sicherungsgeschäfte

Assets, liabilities und *firm commitments* können gem. FAS 133.21 (b) nur als Grundgeschäft abgegrenzt werden, sofern ihr *fair value* einem absicherbaren Risiko unterliegt. Veränderungen des *fair values*, die auf das zu sichernde Risiko zurückgehen, müssen darüber hinaus unmittelbar ergebniswirksam werden. Weiter muss der *fair value* des Grundgeschäfts zuverlässig ermittelbar sein.⁴⁴⁹ Als Grundgeschäft dürfen grundsätzlich die folgenden Bilanzpositionen nicht abgegrenzt und damit auch nicht gesichert werden:

- § Bilanzpositionen, die per se zum *fair value* bilanziert werden müssen und deren *fair value* Änderungen unmittelbar ergebniswirksam zu berücksichtigen sind.
- § Das Zinsrisiko einer *held to maturity* Anleihe (*debt securities*)
- § Sämtliche Beteiligungen, die nach der *equity*-Methode bilanziert werden.
- § Minderheitsbeteiligungen an Konzernunternehmen
- § Eigene Anteile.⁴⁵⁰

Assets oder *liabilities*, die keine Finanzinstrumente sind und in der obigen Auflistung nicht enthalten sind, können als Grundgeschäft abgegrenzt werden. In diesem Fall ist das abzusichernde Risiko immer das Gesamtrisiko der zukünftigen *fair value*-Entwicklung. Es dürfen hierbei nur *fair value*-Risiken abgesichert werden, die auch tatsächlich am Standort des *assets* oder der *liability* vorliegen. Die Absicherung eines Risikos, das am *asset*- oder *liability*-Standort nicht vorliegt, aber in einem anderen Land, einem anderen Ort etc. besteht, ist grundsätzlich unzulässig.⁴⁵¹ Risiken aus wesentlichen „*ingredients*“ des *asset* (z. B. Benzinverbrauch) dürfen nicht abgesichert werden. Das Sicherungsgeschäft muss vielmehr unmittelbar über ein direktes Risiko des Grundgeschäfts laufen. Die indirekte Absicherung eines Benzinpreises über einen Ölfuture ist bspw. unzulässig.⁴⁵² Im Falle von Finanzinstrumenten, Ansprüchen aus der Darlehenstilgung und -verzinsung (*loan servicing rights*) und nichtfinanzwirtschaftlichen *firm commitments*, die aber eine finanzwirtschaftlicher Komponente enthalten, kann das abzusichernde Risiko:

⁴⁴⁹ Vgl. MAULSHAGEN, A./MAULSHAGEN, O. (1998), S. 2152 und COENENBERG, A. G. (2006), S. 278.

⁴⁵⁰ Vgl. FAS 133.21, BARCKOW, A./ROSE, S. (1997), S. 794 und COENENBERG; A. G. (2006), S. 278.

⁴⁵¹ Vgl. FAS 133.21 (e).

⁴⁵² Vgl. FAS 133.21 (e).

- § der gesamte *fair value*,
- § ein Zinsrisiko ,
- § ein Währungsrisiko oder
- § das Risiko eines unvorteilhaften Ratings der Kreditwürdigkeit des Kreditnehmers

sein.⁴⁵³ Wird als abzusichernder Risikoparameter nicht der gesamte *fair value* gewählt, so darf das Grundgeschäft auf zwei oder mehrere Risiken (z. B. Zins- und Währungsrisiko) gleichzeitig abgesichert werden.⁴⁵⁴ Die Absicherung bestehender Adressenausfallsrisiken bei geleisteten Vorauszahlungen ist hingegen unzulässig.⁴⁵⁵ Lediglich wenn die Vorauszahlung eine optionale Komponente enthält, kann der Wert dieser Option als Grundgeschäft deklariert und ihr *fair value* abgesichert werden.⁴⁵⁶ Das absicherbare Zinsrisiko wird nicht durch den Marktzinssatz sondern durch die so genannte *benchmark interest rate* bestimmt.⁴⁵⁷ Ähnlichen Sicherungszusammenhängen muß hierbei im Einklang mit FAS 133.62 die gleiche *benchmark interest rate* zugrunde gelegt werden. Eine Abweichung von der *benchmark interest rate* bei ähnlichen Sicherungszusammenhängen ist zu begründen.⁴⁵⁸ Das FASB definiert hierbei die *benchmark interest rate* als einen risikolosen, allgemein anerkannten und häufig zitierten Zinssatz, der hierbei das allgemeine Zinsniveau für sehr kreditwürdige Schuldner widerspiegelt.⁴⁵⁹ Liegen die genannten Anforderungen für mehrere Zinssätze vor, so dürfen nur die zwei am häufigsten in der Wirtschaft verwendeten Referenzzinssätze als *benchmark interest rate* abgegrenzt werden. Als Beispiele für eine *benchmark interest rate* werden unter anderem für einige Märkte die Verzinsung von Staatsanleihen, der Interbanken-Zinssatz oder der LIBOR-Swap- Zinssatz genannt.⁴⁶⁰

Die Absicherung des Grundgeschäfts darf grundsätzlich nur durch derivative Finanzinstrumente erfolgen.⁴⁶¹ Ausgenommen hiervon sind *fair value hedges* von Bilanzpositio-

⁴⁵³ Vgl. FAS 133.21 (f). Währungsrisiken dürfen gem. FAS 138.4b. (1) entgegen FAS 133.21 (d) nunmehr auch bei *held to maturity*-Gläubigerpapieren abgesichert werden.

⁴⁵⁴ Vgl. FAS 133.21 (f).

⁴⁵⁵ Vgl. FAS 133.21 (f).

⁴⁵⁶ Vgl. FAS 133.21 (f).

⁴⁵⁷ Vgl. FAS 138.4 (b) 7.

⁴⁵⁸ Vgl. FAS 138.4 (b) 7.

⁴⁵⁹ Vgl. FAS 138.4 (z) jj.

⁴⁶⁰ Vgl. FAS 138.4 (z), jj.

⁴⁶¹ Vgl. FAS 133.20. Zu den Anforderungen an derivative Finanzinstrumente vgl. oben Abschnitt 1.2, S. 163.

nen in Fremdwährung sowie *firm commitments* in Fremdwährung. Hier dürfen auch andere Instrumente zur Absicherung verwendet werden.⁴⁶²

2.1.4. Bilanzierung

Die Grund- und Sicherungsgeschäfte sind in Hohede ihres *fair value* auszuweisen. Wertschwankungen, die auf das gesicherte Risiko zurückgehen, sind unmittelbar ergebniswirksam zu berücksichtigen.⁴⁶³ Die kompensatorische Wirkung des Sicherungszusammenhangs wird somit unmittelbar über die GuV realisiert. Ist der Sicherungszusammenhang nicht dazu geeignet, die Gewinne und Verluste beim Grund- und Sicherungsgeschäft vollständig zu kompensieren, so tritt folglich ein ergebniswirksamer Nettoverlust oder –gewinn auf.

2.2. Cash Flow Hedges

2.2.1. Begriffsdetermination

Erwartete zukünftige Zahlungsströme (*cash flows*) können Wertschwankungen unterliegen.⁴⁶⁴ Diese Wertschwankungen dürfen, sofern sie auf ein bestimmtes Risiko zurückgehen, gem. FAS 133.28 durch den Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten abgesichert werden. *Cash flow hedges* dienen der Absicherung von Zahlungsströmen aus bestehenden *assets* und *liabilities* sowie der Absicherung von erwarteten Zahlungen aus zukünftigen Transaktionen.

2.2.2. Anforderungen an Cash Flow Hedges

Generell kann ein *cash flow hedge* nur auf bestehende Bilanzpositionen oder zukünftige Transaktionen abgeschlossen werden. Der Sicherungszusammenhang ist bei seiner Begründung zu dokumentieren. Es ist die mit der Absicherung vom Risiko-Management verfolgte Zielsetzung und Strategie darzustellen. Hierzu ist das Grund- und Sicherungsgeschäft, die Art des gesicherten Risikos und die Effektivität des Sicherungszusammen-

⁴⁶² Vgl. FAS 133.20 (c) i. V. m. .37. Zur Abgrenzung und Bilanzierung von *foreign currency hedges* vgl. auch unten Abschnitt 2.3, S. 182.

⁴⁶³ Vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 279.

⁴⁶⁴ Vgl. hierzu und den folgenden Ausführungen COENENBERG, A. G. (2005), S. 279 f.

hangs (Effektivitätstest) zu dokumentieren.⁴⁶⁵ Anhand des Effektivitätstests muss nachgewiesen werden, dass der Sicherungszusammenhang hochgradig effektiv ist.⁴⁶⁶ Analog zur Vorgehensweise bei *fair value hedges* kann der Bilanzierende auch im Falle von *cash flow hedges* bestimmte Wertkomponenten des Derivativs vom Effektivitätstest ausschließen. Es ist somit zulässig, die Effektivität des Sicherungszusammenhangs nur anhand des inneren Wertes des Derivativs zu ermitteln oder den Zeitwert teilweise mit einzubeziehen.⁴⁶⁷ Wertänderungen beim vom Effektivitätsnachweis ausgeschlossenen Teil (z. B. der Zeitwert) sind dann, ebenso wie der ineffektive Teil eines Sicherungszusammenhangs, unmittelbar in der laufenden Periode ergebniswirksam zu berücksichtigen.⁴⁶⁸ Ferner muss die Dokumentation Aufschluss über alle relevanten Details des Sicherungszusammenhangs geben. Hierzu gehören beispielsweise das Datum oder die Periode, in der die zukünftige Transaktion voraussichtlich erfolgt und die Art des einbezogenen *asset* oder der einbezogenen *liability*. Handelt es sich bei dem Grundgeschäft um eine Fremdwährungsposition, so muss weiter die Höhe des gesicherten Fremdwährungsbetrags ausgewiesen werden. Ist das gesicherte Risiko kein Währungsrisiko, so muss darüber hinaus die Zahl (oder die Höhe der jeweiligen Maßeinheit) der Gegenstände angegeben werden, aus der die abgesicherte zukünftige Transaktion besteht.⁴⁶⁹

Eine erwartete zukünftige Transaktion darf nur abgesichert werden, sofern ihr Eintritt wahrscheinlich ist.⁴⁷⁰ Eine weitere Voraussetzung für die Abgrenzung einer zukünftigen Transaktion als Grundgeschäft ist, dass die aus ihr resultierenden Cashflows Schwankungen unterliegen. Die variierenden Cashflows müssen dabei auf das abzusichernde Risiko zurückgehen und voraussichtlich das Ergebnis berühren.⁴⁷¹ Eine erwartete Transaktion darf auch nur abgesichert werden, sofern sie mit konzernfremden Dritten besteht.⁴⁷² Konzerninterne Zahlungsströme dürfen somit nicht als Grundgeschäft abgegrenzt werden. Grundsätzlich unzulässig ist die Absicherung von zukünftigen Transaktionen, die aus *Business Combinations* stammen und den Vorschriften der Opinion 16

⁴⁶⁵ Vgl. FAS 133.28 (a).

⁴⁶⁶ Vgl. FAS 133.28 (b). Zur Durchführung des Effektivitätstest vgl. oben Abschnitt 2.1.2, S. 170 und FAS 133.62 ff.

⁴⁶⁷ Vgl. FAS 133.28 (a) i. V. m. .63.

⁴⁶⁸ Vgl. FAS 133.63.

⁴⁶⁹ Vgl. FAS 133.28 (a).

⁴⁷⁰ Vgl. FAS 133.29 (b).

⁴⁷¹ Vgl. FAS 133.29 (c).

⁴⁷² Ausgenommen hiervon sind gem. FAS 133.40 *foreign currency hedges*.

unterliegen.⁴⁷³ Darüber hinaus dürfen die erwarteten Transaktionen auch nicht aus Beteiligungsverhältnissen stammen.⁴⁷⁴

2.2.3. Cash Flow Hedge-Bestandteile

2.2.3.1. Micro-, Macro- und Portfolio-Hedges

Zukünftige Zahlungsströme können nur das Grundgeschäft eines Sicherungszusammenhangs bilden, sofern sie eindeutig abgegrenzt werden können und aus einer oder mehreren Einzeltransaktionen bestehen. Mehrere Einzeltransaktionen dürfen nur zusammengefasst und gemeinsam abgesichert werden, sofern sie dem gleichen Risiko unterliegen und dieses Risiko Gegenstand der Absicherung ist.⁴⁷⁵ Damit sind gem. FAS 133.29 (a) sowohl Micro- als auch Portfolio-Hedges zulässig.⁴⁷⁶ Unzulässig ist hingegen die Absicherung eines globalen Unternehmensrisikos, da sich ein solches zwingend aus einer Vielzahl von einzelnen Risikoarten (Zins-, Währungs-, Marktpreisrisiken etc.) zusammensetzt.

2.2.3.2. Abgrenzung der Grund- und Sicherungsgeschäfte

Cash flow hedges bestehen aus einem Grundgeschäft und einem Sicherungsgeschäft. Als Sicherungsgeschäft dürfen allgemein nur Derivative verwendet werden. Das Grundgeschäft bilden grundsätzlich zukünftige Zahlungsströme. FAS 133 unterscheidet zukünftige Zahlungsströme in Zahlungsströme aus *non financial assets* oder *liabilities* und Zahlungsströme aus *financial assets* oder *liabilities*.

Handelt es sich bei der zu sichernden zukünftigen Transaktion um den Erwerb oder Verkauf eines *non financial asset*, so muss das abzusichernde Risiko

1. das Wechselkursrisiko zwischen der funktionalen Währung des Unternehmens und der Währung der erwarteten zukünftigen Cashflow-Zahlungen oder
2. das Gesamtkauf- oder Verkaufspreisrisiko des *asset* und seine Auswirkungen auf die Entwicklung der zukünftigen Cashflows sein. So darf beispielsweise der Erwerb ei-

⁴⁷³ Vgl. APB 16, No. .1 bis .3.

⁴⁷⁴ Vgl. FAS 133.29 (f).

⁴⁷⁵ Vgl. FAS 133.29 (a).

⁴⁷⁶ Vgl. auch COENENBERG, A. G. (2005), S. 279.

nes Bronzebarrens nicht gegen den Preisverfall von Kupfer (als chemische Komponente der Bronzelegierung) abgesichert werden, sondern es muss das Gesamtrisiko des Bronzepreisverfalls abgesichert werden.⁴⁷⁷

Handelt es sich bei der zu sichernden zukünftigen Transaktion um den Erwerb oder Verkauf eines *financial asset* bzw. einer *liability* oder um die Absicherung schwankender Cashflow-Ströme aus bestehenden finanzwirtschaftlichen Positionen, so dürfen gem. FAS 133.29 folgende Risiken abgesichert werden:

1. das Risiko einer Veränderung der erwarteten Cashflows aus dem gesamten *asset* oder der gesamten *liability* (z. B. die Veränderung des Kaufs- bzw. Verkaufspreises des *asset*);
2. das Risiko einer zinsinduzierten Veränderung der erwarteten Cashflows durch eine Veränderung der *benchmark interest rate*;⁴⁷⁸
3. das Risiko variierender Cashflows aufgrund eines veränderten Wechselkurses zwischen der funktionalen Währung des Unternehmens und der Fremdwährung der *cash flows*;
4. das Risiko veränderter Cashflows aufgrund einer Neueinstufung der Kreditwürdigkeit des Schuldners.⁴⁷⁹

Gegenstand der Absicherung dürfen gem. FAS 133.29 (h) zwei der genannten Risikoarten gleichzeitig sein. Unzulässig ist hingegen die Absicherung von Risiken aus geleisteten Vorauszahlungen.⁴⁸⁰

Generell dürfen zukünftige Transaktionen jedoch nicht abgesichert werden, sofern es bei ihrer Erfüllung zum Zugang eines *asset* oder einer *liability* kommt, deren aus dem gesicherten Risiko resultierende Wertänderungen aufgrund einer vorgeschriebenen *fair value*-Bewertung ohnehin unmittelbar ergebniswirksam berücksichtigt werden müssen. In diesem Fall erübrigt sich die Abgrenzung eines Sicherungszusammenhangs, da sich die korrespondierenden Gewinne und Verluste innerhalb des faktisch bestehenden Si-

⁴⁷⁷ Vgl. FAS 133.29 (g).

⁴⁷⁸ Zur begrifflichen Abgrenzung der *benchmark interest rate* vgl. oben Abschnitt 2.1.3.2, S. 175. Ähnlichen Sicherungszusammenhängen muß hierbei in Einklang mit FAS 133.62 die gleiche *benchmark interest rate* zugrundegelegt werden. Eine Abweichung von der *benchmark interest rate* bei ähnlichen Sicherungszusammenhängen ist zu begründen. Vgl. FAS 138.40, 21(f).

⁴⁷⁹ Vgl. FAS 133.29 (h) i. V. m. FAS 138.4 (c) 3 ff.

⁴⁸⁰ Vgl. FAS 133.29 (h).

cherungszusammenhangs automatisch in der GuV ausgleichen. Sicherungszusammenhänge fallen somit nur unter die Regelungen des *hedge accounting*, sofern die zukünftige Transaktion zum Zugang eines *asset* oder einer *liability* führt, deren Bewertung nicht zum *fair value* erfolgt.⁴⁸¹ Obwohl dies bei *held to maturity* Gläubigerpapieren gem. FAS 115.7 der Fall ist (Bilanzierung zu fortgeführten Anschaffungskosten), darf hier jedoch das Risiko einer veränderten Kreditwürdigkeit des Gläubigers abgesichert werden, wenn diese zu schwankenden Cashflows beim Gläubigerpapier führen können. Zulässig ist mit der neuesten Überarbeitung von FAS 133 auch bei *held to maturity* Gläubigerpapieren die Absicherung von Zinsrisiken.⁴⁸²

2.2.4. Bilanzierung

Ein *cash flow hedge* besteht aus einem bilanzierungspflichtigen Derivat und einem bilanziell bisher nicht erfassten zukünftigen Zahlungsstrom. Um einen Ausgleich zwischen den gegenwärtig erfolgenden und bilanziell zu berücksichtigenden Wertschwankungen beim Derivat und den bilanziell nicht erfassten Wertschwankungen der zukünftigen Transaktion zu schaffen, müssen die sich aufhebenden Wertänderungen (effektiver Teil eines Sicherungszusammenhangs) erfolgsneutral abgegrenzt werden. Gleichen sich die korrespondierenden Gewinne und Verluste innerhalb des Sicherungszusammenhangs nicht vollständig aus (ineffektiver Teil eines Sicherungszusammenhangs), so ist der aus der Über- oder Untersicherung resultierende Nettogewinn oder –verlust generell in der laufenden Periode erfolgswirksam zu berücksichtigen.⁴⁸³ Der effektive Teil des Sicherungszusammenhangs muss hingegen erfolgsneutral ins *other comprehensive income* eingestellt werden.⁴⁸⁴ Grundsätzlich dürfen allerdings nur Wertänderung in das *other comprehensive income* eingestellt werden, die Teil des dokumentierten Sicherungszusammenhangs sind und damit beim Effektivitätstest Berücksichtigung finden. Wurde bspw. der Zeitwert des Derivativs aus dem Effektivitätstest ausgeschlossen, so ist eine Veränderung des Zeitwerts unmittelbar ergebniswirksam zu erfassen. Die Höhe des ins *other comprehensive income* einzustellenden Betrages errechnet sich aus dem niedrigeren der beiden folgenden Beträge:

⁴⁸¹ Vgl. FAS 133.29 (d).

⁴⁸² Ursprünglich verbot FAS 133.29 (e) die Absicherung von Zinsrisiken bei Gläubigerpapieren. Mit der Ergänzung von FAS 133 durch FAS 138.4 (c) ist nunmehr jedoch sowohl die Absicherung des Währungsrisikos, des Zinsrisikos oder beider Risiken gleichzeitig möglich.

⁴⁸³ Vgl. FAS 133.30.

⁴⁸⁴ Vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 279 f.

1. Der kumulierte Gewinn oder Verlust aus dem Sicherungsgeschäft, der sich seit der Begründung des *Hedges* aufgrund der beim Derivativ erfolgten Wertänderungen ergeben hat abzüglich (a) etwaiger, vom Effektivitätstest ausgeschlossener Komponenten (Zeitwert etc.) und (b) der bereits zuvor erfolgswirksam aus dem akkumulierten *other comprehensive income* ausgebuchten Erfolgsbeiträge.
2. Der kumulierte Gewinn oder Verlust aus dem Sicherungsgeschäft, der notwendig ist, um die bei den erwarteten Cashflows eingetretenen Veränderungen auszugleichen. Von dem Betrag sind allerdings die zuvor erfolgswirksam aus dem akkumulierten *other comprehensive income* ausgebuchten Erfolgsbeiträge abzuziehen.⁴⁸⁵

Die Anpassung des *other comprehensive income* auf den niedrigeren der beiden genannten Beträge sowie die Wertänderungen beim Derivativ, die über die zur Gewinn- oder Verlustkompensation der beim Grundgeschäft aufgetretenen Wertänderungen benötigten Beträge hinausgehen, müssen unmittelbar in der laufenden Periode ergebniswirksam berücksichtigt werden.⁴⁸⁶

Die im *other comprehensive income* akkumulierten Beträge werden erst ergebniswirksam, wenn die zukünftige Transaktion ebenfalls ergebniswirksam wird, mit dem Eintritt der zukünftigen Transaktion nicht mehr zu rechnen ist oder der Sicherungszusammenhang beendet wird.⁴⁸⁷ Führt der Eintritt der zukünftigen Transaktion zu einem *asset* oder *liability* Zu- oder Abgang, so werden die erfolgsneutral ins *other comprehensive income* eingestellten Beträge ergebniswirksam, sobald der *asset* oder die *liability* das laufende Ergebnis berührt (z. B. durch Abschreibungen, Zinszahlungen etc.). Ein Nettoverlust muss jedoch generell in der laufenden Periode erfolgswirksam berücksichtigt werden. Von einem Nettoverlust ist auszugehen, sobald ein ins *other comprehensive income* eingestellter Verlust aus dem Sicherungsgeschäft aller Voraussicht nach nicht mehr durch korrespondierende Gewinne beim Grundgeschäft et vice versa ausgeglichen werden kann.⁴⁸⁸ Ein Sicherungszusammenhang endet gem. FAS 133.32, sobald einer der drei folgenden Kriterien vorliegt:

1. die Voraussetzungen an Sicherungszusammenhänge aus FAS 133.28 und .29 liegen nicht mehr vor,

⁴⁸⁵ Vgl. FAS 133.30 (b).

⁴⁸⁶ Vgl. FAS 133.30 (c).

⁴⁸⁷ Vgl. FAS 133.31, .32 und .33.

⁴⁸⁸ Vgl. FAS 133.31.

2. das Derivat wird glattgestellt, ausgeübt, verkauft oder läuft aus,
3. das Unternehmen löst den Sicherungszusammenhang auf.⁴⁸⁹

Eine Besonderheit tritt bei Zahlungsströmen aus bestehenden *assets* oder *liabilities* auf, wenn es bei dem *asset* oder der *liability* zu einem *impairment* kommt und das *impairment* zu veränderten Cashflows führt. In diesem Fall ist die Differenz zwischen den bisher ins *other comprehensive income* eingestellten und den aufgrund der veränderten Zahlungsströme einzustellenden Beträge ergebniswirksam zu berücksichtigen.⁴⁹⁰ Allerdings sind nur die erwarteten Zahlungsströme aus einem bestehenden *asset* oder einer bestehenden *liability* Gegenstand eines *impairment*-Tests. Der *fair value* der erwarteten Zahlungsströme aus einem Derivat ist explizit vom *impairment*-Test ausgeschlossen.⁴⁹¹

2.3. Foreign Currency Hedges

FAS 133.36 ff. regelt die Absicherung von Bilanzpositionen gegen Wechselkursrisiken. FAS 133 unterscheidet die Absicherung von Währungsrisiken in *fair value hedges*, *cash flow hedges* und *hedges in a foreign currency exposure of a net investment in a foreign operation* (Translationsrisiko-Hedge). Die Bilanzierung der beiden ersten Kategorien entspricht im Wesentlichen der Bilanzierung von *cash flow hedges* und *fair value hedges*.⁴⁹² Die letztgenannte Kategorie ist lediglich eine Ergänzung zu den geltenden Vorschriften des FAS 52. Es sollen nun kurz die allgemeinen Anforderungen an *foreign currency hedges* dargestellt werden. Anschließend wird auf die einzelnen *hedge*-Bestandteile der drei Kategorien und ihre Bilanzierung eingegangen werden.

2.3.1. Allgemeine Anforderungen an foreign currency hedges

Als Grundgeschäft dürfen (unter Berücksichtigung des funktionalen Währungskonzepts aus FAS 52) gem. FAS 133.36 nur folgende Positionen abgegrenzt werden:

1. Marktpreisrisiken aus *firm commitments*, bilanzierten Fremdwährungsgläubigerpapieren oder *available for sale* Wertpapieren (*fair value hedges*).

⁴⁸⁹ Vgl. FAS 133.32.

⁴⁹⁰ Vgl. FAS 133.34 und .35.

⁴⁹¹ Vgl. FAS 133.34.

⁴⁹² Vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 280.

2. Zahlungsströme aus zukünftigen Fremdwährungstransaktionen, einem nichtbilanzierten *firm commitment*, einem bilanzierten Fremdwährungsgläubigerpapier oder aus zukünftigen Fremdwährungskonzerntransaktionen bzw. Fremdwährungstransaktionen zwischen verbundenen Unternehmen (*cash flow hedges*).
3. Das Währungsrisiko aus einem Nettoinvestment in ausländische Beteiligungen oder ausländische Betriebsstätten (Translationsrisiko-Hedge).

Grundsätzlich dürfen nur bestehende und zukünftige Fremdwährungspositionen abgesichert werden, die nicht erfolgswirksam zum *fair value* bilanziert werden müssen.⁴⁹³ Die Abgrenzung eines Sicherungszusammenhangs erübrigt sich auch hier, da in diesem Fall sowohl das Grund- als auch das Sicherungsgeschäft ergebniswirksam zum *fair value* ausgewiesen werden und sich die korrespondierenden Gewinne- und Verluste somit automatisch in der GuV ausgleichen.

2.3.2. Foreign currency fair value hedges

Die Absicherung bestehender Bilanzpositionen gegen Fremdwährungsrisiken folgt der Bilanzierung von *fair value hedges*.⁴⁹⁴ Damit sind *fair value*-Änderungen beim Grund- und Sicherungsgeschäft in der laufenden Periode ergebniswirksam zu berücksichtigen.⁴⁹⁵ Besonderheiten ergeben sich bei *firm commitments* und Wertpapieren.

Firm commitments dürfen sowohl durch derivative als auch durch originäre Finanzinstrumente gegen Fremdwährungsrisiken abgesichert werden. Originäre Finanzinstrumente dürfen allerdings nur herangezogen werden, sofern sie eine Fremdwährungstransaktion beinhalten, die gem. FAS 52 voraussichtlich zu einem Fremdwährungsgewinn oder –verlust führen wird.⁴⁹⁶ Voraussetzung für den Ausweis als Sicherungszusammenhang ist, daß das originäre oder derivative Finanzinstrument die Anforderungen an einen *fair value hedge* erfüllt und darüber hinaus dazu geeignet ist, auftretende Währungsgewinne und –verluste beim Grundgeschäft auszugleichen. Grund- und Sicherungsgeschäft müssen folglich negativ korreliert sein.⁴⁹⁷ Das Grundgeschäft kann hier-

⁴⁹³ Dies ist bspw. der Fall, wenn Gläubigerpapiere oder erwartete zukünftige Transaktionen gem. FAS 52.15 zum *fair value* bilanziert werden müssen. Vgl. auch FAS 138.4 (j) 4.

⁴⁹⁴ Vgl. FAS 133.21 (f) und oben Abschnitt 2.1, S. 170 ff.

⁴⁹⁵ Vgl. FAS 133.22.

⁴⁹⁶ Vgl. FAS 133.37.

⁴⁹⁷ Vgl. FAS 133.37. Zu den Anforderungen an *fair value hedges* vgl. oben Abschnitt 2.1.2, S. 170.

bei vollständig oder aber auch nur anteilig gegen das bestehende Währungsrisiko abgesichert werden.⁴⁹⁸

Der *fair value* eines *available for sale* Wertpapiers darf gegen Währungsrisiken nur durch den Einsatz derivativer Finanzinstrumente abgesichert werden.⁴⁹⁹ Originäre Finanzinstrumente kommen dementsprechend als Sicherungsinstrument nicht in Betracht. *Available for sale* Wertpapiere unterteilen sich in *debt securities* (Gläubigerpapiere) und *equity securities* (Anteilsscheine, Optionen sowie Optionsscheine).⁵⁰⁰ Der *fair value* einer *debt security* darf vollständig oder teilweise durch den Einsatz derivativer Finanzinstrumente gegen etwaige Währungsrisiken abgesichert werden, sofern die in FAS 133.20 f. genannten Anforderungen an einen *fair value hedge* vorliegen.⁵⁰¹ Die Bilanzierung entspricht der in FAS 133.22 ff. geregelten Bilanzierung von *fair value hedges*.⁵⁰² Entsprechendes gilt für *equity securities*, allerdings müssen diese noch zwei weitere Voraussetzungen erfüllen, bevor sie als *foreign currency fair value hedge* abgegrenzt werden dürfen. *Equity securities* dürfen nur gegen Währungsrisiken abgesichert werden, sofern

1. sie ausschließlich an ausländischen Börsen (oder einem vergleichbaren Handelsplatz) gehandelt werden und somit für das Wertpapier kein Marktwert in der funktionalen Währung des Unternehmens vorliegt und
2. sämtliche *cash flows* aus dem Wertpapier (Dividenden etc.) in der Währung erfolgen, in der auch der Verkauf des Wertpapiers erfolgen würde.⁵⁰³

Veränderungen des *fair values*, die auf das gesicherte Währungsrisiko aus der *available for sale equity security* zurückgehen, sind ausdrücklich nicht ins *other comprehensive income* einzustellen, sondern ergebniswirksam zu berücksichtigen.⁵⁰⁴ Wurde ein Gläubigerpapier durch originäre Finanzinstrumente abgesichert, so ist sowohl der Währungsgewinn oder –verlust beim originären Finanzinstrument als auch der Gewinn oder Verlust beim schwebenden Geschäft ergebniswirksam zu berücksichtigen.

⁴⁹⁸ Vgl. FAS 133.37.

⁴⁹⁹ Vgl. FAS 133.38.

⁵⁰⁰ Vgl. FAS 115.137.

⁵⁰¹ Vgl. FAS 133.38. Zu den Anforderungen an *fair value hedges* vgl. oben Abschnitt 2.1.2, S. 170.

⁵⁰² Zur Bilanzierung von *fair value hedges* vgl. oben Abschnitt 2.1.4, S. 176.

⁵⁰³ Vgl. FAS 133.38.

⁵⁰⁴ Vgl. FAS 133.38.

2.3.3. Foreign currency cash flow hedges

Die Bilanzierung von *cash flows* aus bestehenden Bilanzpositionen folgt den allgemeinen Vorschriften für *cash flow hedges* aus FAS 133.30 ff.⁵⁰⁵ Neben *cash flows* aus bestehenden Bilanzpositionen könne *cash flows* auch aus Geschäftsvorfällen mit konzernfremden Unternehmen als auch aus konzerninternen Geschäften resultieren. Es dürfen Währungsrisiken aus Fremdwährungsgläubigerpapieren, *firm commitments* sowie aus konzerninternen und -externen Transaktionen abgesichert werden.⁵⁰⁶ Grundsätzlich dürfen als Sicherungsinstrument nur derivative Finanzinstrumente verwendet werden.⁵⁰⁷ Das Währungsrisiko aus zukünftigen Zahlungsströmungen darf allerdings nur abgesichert werden, sofern alle der folgenden Voraussetzungen erfüllt sind:

1. Die Geschäftseinheit, bei der das Währungsrisiko besteht, ist Vertragspartei beim Sicherungsgeschäft (hierbei kann das Sicherungsgeschäft auch zwischen Mutter- und Tochterunternehmen geschlossen werden).
2. Die Zahlungsströme aus dem Grundgeschäft erfolgen in einer anderen Währung als der funktionalen Währung des berichterstattenden Unternehmens.
3. Im Falle einer zukünftigen Transaktion, muss sie die Anforderungen aus FAS 133.28 f. erfüllen, um überhaupt als absicherbares Grundgeschäft herangezogen werden zu können. Die Kriterien des FAS 133.28 und .29 müssen hierbei kumulativ vorliegen, lediglich FAS 133.29 (c) muss nicht vorliegen. Nach FAS 133.29 (c) muss die zukünftige Transaktion zwischen dem Unternehmen und einem konzernfremden Unternehmen erfolgen.⁵⁰⁸
4. Die Absicherung des addierten Währungsrisikos aus mehreren zusammengefassten Einzeltransaktionen ist nur zulässig, sofern innerhalb des Portfolios keine *cash inflows* mit *cash outflows* saldiert werden. Es dürfen folglich nur *cash inflows* oder nur *cash outflows* im Portfolio additiv gesichert werden.
5. Fremdwährungs-Cashflows aus einem bestehenden *asset* oder einer bestehenden *liability* dürfen nur abgesichert werden, sofern das Sicherungsgeschäft dazu geeignet ist, sämtliche Cashflow Schwankungen abzusichern. Es ist z. B. nicht zulässig,

⁵⁰⁵ Vgl. FAS 133.41.

⁵⁰⁶ Vgl. FAS 133.40 i. V. m. FAS 138.4 (m).

⁵⁰⁷ Vgl. FAS 133.40 und oben Abschnitt 2.2.2, S. 176.

⁵⁰⁸ Zu den einzelnen Anforderungen an *cash flow hedges* vgl. oben Abschnitt 2.2.2, S. 176.

Cashflows aus einem variabel verzinslichen Asset gegen ein bestehendes Fremdwährungsrisiko abzusichern, ohne gleichzeitig das Zinsrisiko mit abzusichern.⁵⁰⁹

Die Bilanzierung von *foreign currency cash-flow hedges* folgt der Bilanzierung von *cash flow hedges*.⁵¹⁰

Ein derivatives Finanzinstrument, das innerhalb des Konsolidierungskreises zwischen zwei Konzernunternehmen zur Sicherung von Wechselkursrisiken abgeschlossen wird, darf nur als *cash flow hedge* deklariert werden, sofern es die folgenden zwei Bedingungen erfüllt:

1. Das Konzernunternehmen (sicherndes Konzernunternehmen), das ein Fremdwährungsrisiko durch einen konzerninternen *cash flow hedge* absichern möchte, muss die Anforderungen an *foreign currency cash flow hedges* aus FAS 133.40 erfüllen.⁵¹¹
2. Das Konzernunternehmen, das lediglich Vertragspartei ist ohne jedoch das derivative Finanzinstrument als Sicherungsgeschäft zu verwenden (Stillhalter), muss entweder (a) das aus der konzerninternen Stillhalterverpflichtung entstehende Risiko durch Abschluss eines Sicherungsgeschäfts mit einer konzernfremden Partei aufheben oder (b) mehrere Stillhalterverpflichtungen, die über die gleiche Währung laufen, saldieren oder aggregieren und das bestehende Nettorisiko durch Abschluss eines Sicherungsgeschäfts mit einem konzernfremden Dritten absichern. Interne Sicherungsgeschäfte sind unzulässig, sofern das (Netto)Risiko aus der (den) konzerninternen Stillhalterverpflichtung(en) nicht an eine dritte Partei weitergegeben wird.⁵¹²

Entscheidet sich das Unternehmen, konzerninterne Fremdwährungsrisiken auf saldierter (Portfolio-Hedge) oder aggregierter Basis zu sichern, so kann die Nettostillhalterposition innerhalb des Konsolidierungskreises nur als *foreign currency cash flow hedge* abgegrenzt werden, sofern alle der folgenden Bedingungen erfüllt sind:⁵¹³

⁵⁰⁹ Vgl. FAS 133.40 i. V. m. FAS 133.40 (e).

⁵¹⁰ Zur Bilanzierung von *cash flow hedges* vgl. oben Abschnitt 2.1.4, S. 176.

⁵¹¹ Vgl. FAS 138.4 (o) 40 A.

⁵¹² Vgl. FAS 138.4 (o) 40 A.

⁵¹³ Vgl. FAS 138.4 (o) 40 B.

1. Das Konzernunternehmen muss das saldierte oder aggregierte Währungsrisiko für jede einzelne Fremdwährung, für die es als Stillhalter das Währungsrisiko übernommen hat, durch ein Sicherungsgeschäft mit einem konzernfremden Dritten absichern. Hierbei muss das Sicherungsgeschäft dazu geeignet sein, die Gewinne und Verluste aus der saldierten bzw. aggregierten Fremdwährungsposition nahezu vollständig zu kompensieren.
2. In die saldierte oder aggregierte Stillhalter-Konzernfremdwährungsposition, die durch ein Sicherungsgeschäft mit einer Dritten Partei abgesichert wird, dürfen weder interne derivative Geschäfte, die nicht der Absicherung dienen, noch originäre Vertragsverhältnisse eingehen.
3. Eine saldierte oder aggregierte Fremdwährungsposition, die netto durch ein einzelnes Sicherungsgeschäft mit einer konzernfremden Partei gesichert und innerhalb der nächsten 31 Tage fällig wird, darf nur durch ein konzernexternes Sicherungsgeschäft abgesichert werden, das über den gleichen Fremdwährungsbetrag läuft und damit geeignet ist, die saldierten oder aggregierten Gewinne und Verluste aus der Nettoposition nahezu vollständig zu kompensieren. Das Sicherungsgeschäft muss ebenfalls innerhalb der nächsten 31 Tage fällig und innerhalb von drei Tagen abgeschlossen werden, nachdem die konzernintern derivativen Finanzinstrumente als Sicherungszusammenhang deklariert wurden.
4. Das Konzernunternehmen, das als Stillhalter fungiert, muss jedes einzelne Währungsrisiko, das es von einem anderen Konzernunternehmen durch die Stillhalterverpflichtung übernommen hat, zurückverfolgen und dokumentieren. Die Dokumentation muß hierbei sowohl die einzelnen internen derivativen Grund- und Sicherungsgeschäfte auflisten als auch das (die) mit dem konzernfremden Unternehmen getätigte(n) Sicherungsgeschäft(e) darstellen.
5. Das stillhaltende Konzernunternehmen darf das konzernexterne Sicherungsgeschäft nicht ändern oder beenden, es sei denn, das sichernde Konzernunternehmen beauftragt es hiermit. Ändert oder beendet das stillhaltende Konzernunternehmen das externe Sicherungsgeschäft, was die Ausnahme sein sollte, so muss das sichernde Konzernunternehmen den konzerninternen Sicherungszusammenhang auflösen, für den kein externes Sicherungsgeschäft mehr besteht.

Grundsätzlich dürfen interne Sicherungsgeschäfte auf bestehende Fremdwährungsrisiken aus bilanzierten Gläubigerpapieren nicht bei der Ermittlung des extern zu sichernden aggregierten oder saldierten Fremdwährungsrisikos berücksichtigt werden.⁵¹⁴

2.3.4. Hedges of the foreign currency exposure of a net investment in a foreign operation (Absicherung von Translationsrisiken)

Hedges of the foreign currency exposure of a net investment in a foreign operation dienen der Absicherung von fremdwährungsbedingten Translationsrisiken aus Beteiligungsverhältnissen. Bisher hat sich FAS 52 der Thematik von Translationsrisiken angenommen und die Regelungen bleiben neben FAS 133 auch weiterhin bestehen. Der Begriff „Translationsrisiko“ umfasst hierbei Wechselkursrisiken aus zukünftigen Zahlungsströmen bestehender oder geplanter Währungspositionen, die zwischen Entstehen der Position und dem Zahlungszeitpunkt auftreten können.⁵¹⁵ Das Währungsrisiko eines Nettoinvestments in eine ausländische Beteiligung kann sowohl durch originäre als auch durch derivative Finanzinstrumente abgesichert werden.⁵¹⁶ Die Absicherung eines Nettoinvestments ist nur zulässig, sofern die in FAS 52.20 gestellten Anforderungen an die Zusammenfassung unterschiedlicher *assets* und *liabilities* zu einem Portfolio erfüllt sind. Dies steht eigentlich im Widerspruch zu FAS 133.21, wonach lediglich das Risiko ähnlicher *assets* und *liabilities* gemeinsam abgesichert werden darf. Das FASB hält aber an den Regelungen des FAS 52 fest und erklärt die Portfolio-Absicherung des Fremdwährungsrisikos aus Nettoinvestments in Beteiligungen für zulässig.⁵¹⁷ Der effektive Teil des *Hedges*, ermittelt als Differenz zwischen den auf das gesicherte Risiko zurückgehenden Bewertungsgewinnen und –verlusten beim Sicherungsgeschäft und dem sich aus der Konsolidierung der Beteiligung ergebenden Umrechnungsergebnis, darf erfolgsneutral in einem *translation adjustment* abgegrenzt werden.⁵¹⁸

3. Derecognition

Ein *financial asset* ist auszubuchen, sobald der Empfänger des *financial asset* das Recht hat, den *asset* zu verkaufen oder zu verpfänden und darüber hinaus der Leistende nicht

⁵¹⁴ Vgl. FAS 138.4 (o) 40 C.

⁵¹⁵ Vgl. STAUDT, A./WEINBERGER, G. (1997), S. 44.

⁵¹⁶ Zur Begründung vgl. FAS 133.476. Siehe auch COENENBERG, A. G. (2005), S. 280.

⁵¹⁷ Vgl. FAS 133.477 und COENENBERG, A. G. (2005), S. 280.

⁵¹⁸ Vgl. FAS 133.42, COENENBERG, A. G. (2005), S. 280 und PWC (Hrsg.) (2000), S. 67.

mehr das Recht hat, den gelieferten *asset* zurückzukaufen. Ein *financial asset* ist selbst bei einem bestehenden Rückkaufrecht auszubuchen, sofern der *asset* am Markt frei erhältlich ist oder der Rückkaufpreis zum Rückkaufzeitpunkt mit dem *fair value* des *asset* übereinstimmt. Darüber hinaus darf ein Vermögensgegenstand erst ausgebucht werden, wenn der gelieferte *asset* rechtlich unabhängig vom Leistenden ist.

Eine *financial liability* ist vollständig (oder teilweise) auszubuchen, sobald der Schuldner vollständig (oder teilweise) von der Verpflichtung rechtlich entbunden ist oder die *liability* durch den Gläubiger erlassen wird.

4. Erläuterungspflichten

FAS 133 sieht umfangreiche Erläuterungspflichten vor. Die Gliederung der Erläuterungspflichten folgt der Unterteilung von Sicherungszusammenhängen in *fair value*, *cash flow* und *foreign currency hedges*. Die Erläuterungspflichten sind für jede einzelne der drei Arten von Sicherungszusammenhängen und für die freistehenden Derivative einzeln darzustellen. Neben den speziellen Erläuterungspflichten bestehen allerdings auch allgemeine Erläuterungspflichten, die für sämtliche Finanzinstrumente zu beachten sind. Es wird nun zunächst auf die allgemeinen Erläuterungspflichten eingegangen werden. Anschließend sollen die speziell für *fair value*, *cash flow* und *foreign currency hedges* geltenden Vorschriften dargestellt werden. Neben den FAS Vorschriften treten darüber hinaus für börsennotierte Unternehmen die Erläuterungsvorschriften der SEC (Securities and Exchange Commission). Auf sie wird am Ende des Kapitels abschließend eingegangen werden.

4.1. Allgemeine Erläuterungspflichten

Das Unternehmen muss die mit dem Erwerb oder der Ausgabe von Finanzinstrumenten verfolgten Zielsetzungen darstellen, sofern es derivative Finanzinstrumente (oder originäre Finanzinstrumente, die zur Absicherung von Grundgeschäften dienen) erworben oder ausgegeben hat. Die für das Verständnis der Zielsetzungen notwendigen Zusammenhänge sowie die zur Umsetzung der Zielsetzungen verfolgten Strategien sind zu erläutern.⁵¹⁹ Der Grund für den Erwerb oder die Ausgabe freistehender Derivate ist dar-

⁵¹⁹ Vgl. FAS 133.44 und COENENBERG, A. G. (2005), S. 281.

zustellen. Darüber hinaus ist für jede der drei Arten von Sicherungszusammenhängen (*fair value*, *cash flow* und *foreign currency hedges*) getrennt die Risikomanagementpolitik des Unternehmens darzustellen. Ferner muss das Unternehmen die abgesicherten Positionen bzw. Transaktionen explizit ausweisen. Allgemeine qualitative Angaben zum Gesamtrisikomanagement des Unternehmens sind gem. FAS 133.44 wünschenswert, aber nicht vorgeschrieben. Darüber hinaus erlaubt das FASB eine Erweiterung der bei Derivate anfallenden quantitativen Angaben. So dürfen die Erläuterungspflichten um Erläuterungen über die mit dem Derivat in Verbindung stehenden Finanzinstrumente und realwirtschaftlichen *assets* bzw. *liabilities* erweitert werden, sofern die zusätzlichen Erläuterungen dazu geeignet sind, die vorgeschriebenen quantitativen Angaben zu verdeutlichen.⁵²⁰

4.2. Fair value hedges

Fair value hedges sind häufig nicht dazu geeignet, die Wertänderungen des korrespondierenden Geschäfts vollständig auszugleichen. In diesem Fall lässt sich ein *fair value hedge* in einen effektiven und ineffektiven Teil zerlegen. Während der effektive Teil eines *fair value hedges* netto keine Auswirkungen auf die GuV des Unternehmens hat, da sich die Gewinne und Verluste vollständig innerhalb der GuV ausgleichen, führt der ineffektive Teil eines Sicherungszusammenhangs unmittelbar zu einer Veränderung des laufenden Ergebnisses. Der durch den ineffektiven Teil des Sicherungszusammenhangs in der laufenden Periode aufgetretene und ergebniswirksam berücksichtigte Nettogewinn oder –verlust ist auszuweisen. Wurden bei der Ermittlung der Effektivität des Sicherungszusammenhangs bestimmte Wertkomponenten des Derivativs vom Sicherungszusammenhang ausgeschlossen, so ist der erfolgswirksam berücksichtigte Gewinn oder Verlust aus der ausgeschlossenen Wertkomponente auszuweisen, und es ist zu erläutern, in welchen Positionen ihre Ergebnisbeiträge berücksichtigt wurden. Ergebniswirkungen treten auch auf, wenn ein abgesichertes *firm commitment* nicht mehr die Anforderungen an einen *fair value hedge* erfüllt. In diesem Fall ist der Betrag auszuweisen, der aufgrund der Auflösung des Sicherungszusammenhangs erfolgswirksam berücksichtigt wurde.⁵²¹

⁵²⁰ Vgl. FAS 133.45. Die anfallenden quantitativen Angaben werden in den folgenden Abschnitten dargestellt werden.

⁵²¹ Vgl. FAS 133.45 (a).

4.3. Cash flow hedges

Cash flow hedges führen zu einer Vielzahl von Ausweispflichten. Analog zu *fair value hedges* muss der in der laufenden Periode ergebniswirksam berücksichtigte Nettogewinn oder –verlust aus dem ineffektiven Teil des *Hedges* ausgewiesen werden. Der Ausschluss von bestimmten Wertkomponenten aus dem Sicherungszusammenhang führt auch hier zu einer Ausweispflicht des erfolgswirksam berücksichtigten Gewinns oder Verlustes, der auf die ausgeschlossenen Wertkomponenten zurückgeht. Darüber hinaus ist zu erläutern, in welche Positionen die Ergebnisbeiträge aus den nichtberücksichtigten Komponenten eingegangen sind.⁵²²

Bewertungsgewinne und –verluste aus Derivativen, die Teil eines *cash flow hedges* sind, müssen gem. FAS 133.30 und .41 erfolgsneutral im *other comprehensive income* abgegrenzt werden. Das Unternehmen muss die Begründung und Beendigung akkumulierter derivativer Gewinne und Verluste ausweisen und die mit den Sicherungstransaktionen der laufenden Periode einhergehende Nettoveränderung der Position innerhalb des *other comprehensive income* erläutern sowie die Höhe des ergebniswirksam gewordenen Nettogewinns oder –verlustes ausweisen.⁵²³ Hierbei ist die Höhe des sich ergebenden Nettogewinns oder –verlusts gem. FAS 133.46 in einer eigenen Kategorie innerhalb des *other comprehensive income* auszuweisen. Ist davon auszugehen, dass aufgrund eines Ereignisses oder einer Transaktion die gesicherte zukünftige Transaktion voraussichtlich nicht mehr eintritt und wird der Sicherungszusammenhang daher aufgelöst, so ist die Höhe des ergebniswirksam aus dem *other comprehensive income* ausgebuchten Betrages auszuweisen.⁵²⁴ Außerdem müssen die Ereignisse und Transaktionen erläutert werden, die zu der ergebniswirksamen Umgliederung geführt haben. Es ist auch der geschätzte Betrag auszuweisen, der voraussichtlich in den nächsten zwölf Monaten aufgrund von Ereignissen und Transaktionen ergebniswirksam aus dem *other comprehensive income* ausgebucht werden wird.

Das Unternehmen muss den maximalen Zeitraum offenlegen, über den es Zahlungsströme aus zukünftigen Transaktionen gegen Cashflow-Schwankungen absichert. Bei der Ermittlung des maximalen Zeitraums sind Sicherungszusammenhänge nicht zu be-

⁵²² Vgl. FAS 133.45 (b).

⁵²³ Vgl. FAS 133.47.

⁵²⁴ Vgl. FAS 133.45 (b).

rücksichtigen, die der Absicherung von schwankenden zukünftigen Zinszahlungen aus bestehenden Finanzinstrumenten dienen.⁵²⁵

4.4. Hedges of the net investment in a foreign operation

Liegen die Anforderungen an ein *hedge of the net investment in a foreign operation* vor und wurde das Grundgeschäft im Einklang mit FAS 52 durch ein originäres oder derivatives Sicherungsgeschäft gegen etwaige Translationsrisiken abgesichert, so ist die Höhe des in der laufenden Periode erfolgsneutral im kumulierten *translation adjustment* eingestellten Betrages auszuweisen.

4.5. Erläuterungspflichten für börsennotierte Unternehmen

4.5.1. Erläuterungspflichtige Unternehmen

Die US-amerikanische Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde SEC (Securities and Exchange Commission) ist neben dem FASB (Financial Accounting Standard Board) zum Erlass von Rechnungslegungsvorschriften berechtigt. Anders als den FAS kommt den Regelungen der SEC allerdings ein unmittelbarer Gesetzescharakter zu.⁵²⁶ Die bestehenden FASB-Rechnungslegungsvorschriften schienen der SEC nicht dazu geeignet zu sein, dem externen Bilanzleser im ausreichenden Maß Einblick in die Risikoposition des Unternehmens zu gewähren. Da die Verabschiedung des FAS 133 zu diesem Zeitpunkt noch nicht absehbar war, entschied sich die SEC, eigene Ausweisvorschriften zu verabschieden. Mit der Verabschiedung des Securities Act Release Nr. 7386 (im folgenden SAR 7386 genannt) erfuhren die damaligen FASB-Erläuterungspflichten eine starke Erweiterung.⁵²⁷ Die Vorschriften des SAR 7386 sind von allen Unternehmen zu beachten, die einem materiellen Marktrisiko ausgesetzt sind und für die eine Registrierungspflicht gegenüber der SEC besteht.⁵²⁸ Die Publizitätsvorschriften sind auf alle derivativen Finanzinstrumente aber auch auf originäre Finanzinstrumente anzuwenden, sofern diese einem Marktpreisrisiko unterliegen. Unternehmen müssen die Vorschriften des SAR 7386 berücksichtigen, sofern sie gemäß der Regulation S-X (US-

⁵²⁵ Vgl. FAS 133.45 (b).

⁵²⁶ Vgl. LORENZ, V. (1997), S. 14 ff. Die Bilanzierung von Finanzinstrumenten in den USA

⁵²⁷ Zu den folgenden Ausführungen vgl. auch LAUPENMÜHLEN, M./MÜNZ, S. (1998), S. 2025 ff.

⁵²⁸ Eine etwaige Registrierungspflicht kann sich aus dem Security Act oder dem Securities Exchange Act ergeben. Vgl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen Abb. 16, S. 194.

amerikanische Unternehmen) bzw. dem Item 18 des Formulars 20-F (ausländische Unternehmen) der SEC-Publizitätspflicht unterliegen.⁵²⁹ Ergibt sich keine SEC-Publizitätspflicht aus den genannten Vorschriften, so kann sich eine Publizitätspflicht aus der Pflicht zur Erstellung eines MD&A (*Management Discussion and Analysis of financial condition and results of operations*) ergeben.⁵³⁰ Aufgrund von Formular 20-F, Item 9 besteht für alle der SEC-Publizitätspflicht unterliegenden ausländischen Unternehmen die Pflicht zur Erstellung eines MD&A.

4.5.2. Erläuterungspflichten

Obwohl mit der Verabschiedung des FAS 133 das FASB die Erläuterungspflichten zur derivativen Risikoposition stark erweitert hat, gehen die Vorschriften des SAR 7386 deutlich über die Offenlegungsvorschriften des FAS 133 hinaus. Mit SAR 7386 wurden § 210-4.08 der Regulation S-X und § 228.310 der Regulation S-B um die Pflicht erweitert, innerhalb der *notes* Angaben zu den bei Derivaten verwendeten Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden zu machen. Ferner wurden Regulation S-K um § 229.305 und Form 20-F um Item 11 ergänzt.⁵³¹ Hiernach wird der Ausweis quantitativer und qualitativer Angaben zum Marktrisiko aus Derivaten und anderen Finanzinstrumenten verlangt.⁵³² Während FAS 119 noch keine Angabepflichten für die verwendeten Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden sowie keine qualitativen Erläuterungspflichten zum Marktrisiko vorsah, sind diese nun weitestgehend Bestandteil der Erläuterungspflichten des FAS 133 geworden.⁵³³

⁵²⁹ Für kleine Unternehmen ergibt sich eine etwaige SEC-Publizitätspflicht aus der Regulation S-B, die eine verkürzte und auf die Bedürfnisse kleiner Unternehmen zugeschnittene Version der Regulation S-X ist. Vgl. hierzu ausführlich NIEHUS, R./THYLL, A. (1998), S. 19 f

⁵³⁰ Lediglich *small business issuer*, die unter Regulation S-B.2 und .3 fallen, sind von der Erstellung eines MD&A befreit. Vgl. LAUPENMÜHLEN, M./MÜNZ, S. (1998), S. 2025.

⁵³¹ REGULATION S-K ist ein Hilfsstandard, der die Anforderungen der einzelnen Regulations und Forms erläutert. Gem. SAR 7386 fallen Investmentbanken explizit nicht unter die Vorschriften der REGULATION S-K, Item 305.

⁵³² Vgl. SAR 7386, S. 7. Qualitativen und quantitativen Angaben können bei Warenpositionen, derivativen Wareninstrumenten, die keine Erfüllung durch Barausgleich zulassen sowie *cash flows* aus antizipierten Transaktionen freiwillig gemacht werden. Eine Pflicht hierzu besteht nicht. Allerdings müssen für alle Geschäfte und Transaktionen der jeweiligen Risikokategorie qualitative und quantitative Angaben gemacht werden, sofern das Unternehmen für eine Position der Risikokategorie freiwillig diese Angaben machen möchte. Vgl. LAUPENMÜHLEN, M./MÜNZ, S. (1998), S. 2028.

⁵³³ Konkret fordert SAR 7386 lediglich Angaben über die verwendeten Bewertungsmethoden, über die Arten der Marktrisiken, denen das Unternehmen verstärkt ausgesetzt ist, Angaben zur Veränderung der Marktrisikostuktur des Unternehmens sowie Angaben zum Risikomanagementsystem des Unternehmens. Vgl. SAR 7386, S. 9

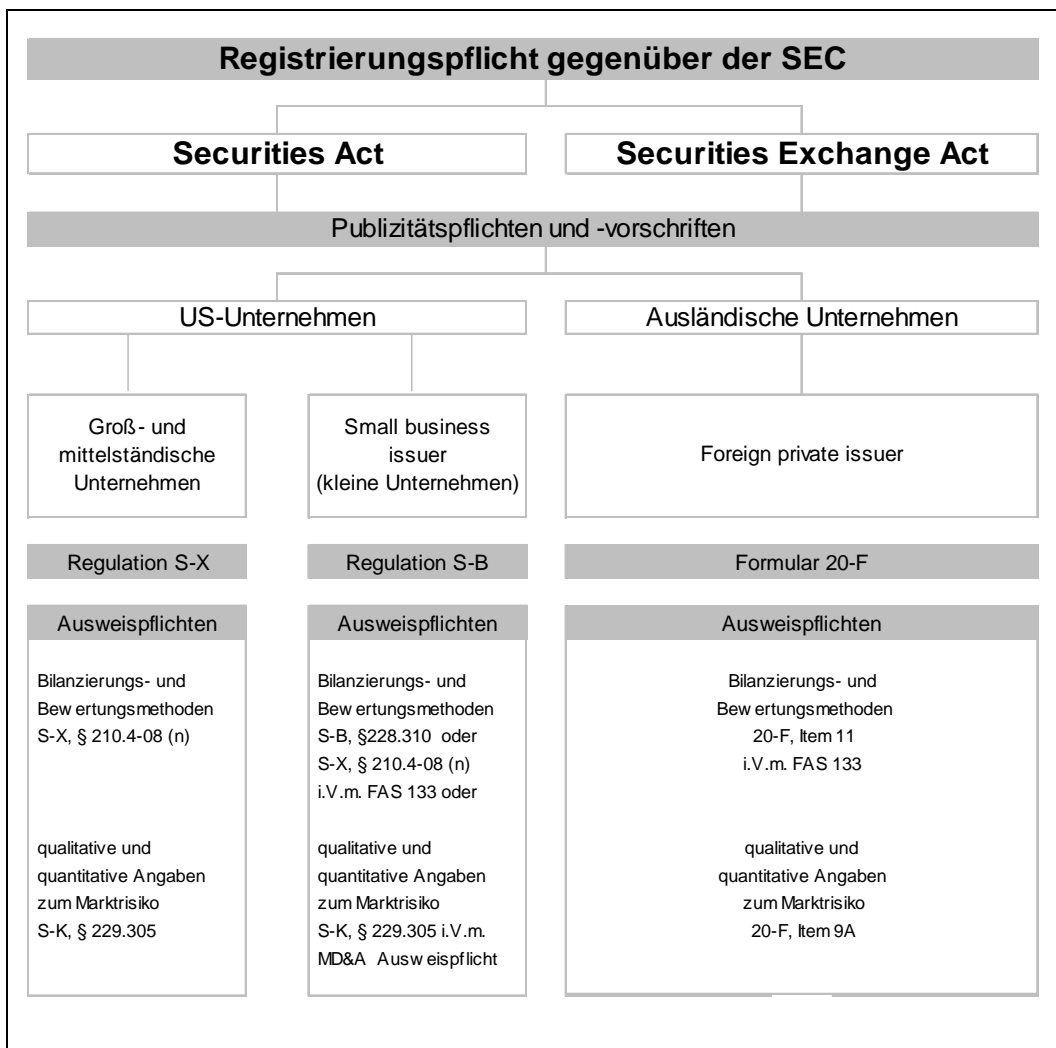


Abb. 16: Überblick über die SEC-Erläuterungspflichten

Weiter verschärft SAR 7386 die Empfehlung des FASB zur Veröffentlichung quantitativer Angaben über die bestehenden Marktrisiken im Unternehmen in eine Erläuterungspflicht. Ziel ist die Ablösung einer rein vergangenheitsorientierten bzw. stichtagsbezogenen Darstellung durch eine zukunftsorientierte Rechnungslegung, die zu einer verbesserten Abbildung der zukünftigen Entwicklung und bestehender Verlustpotentiale im Jahresabschluss führen soll.⁵³⁴ Im Ergebnis sollen zukunftsorientierte Daten die Transparenz und Aussagekraft des Jahresabschlusses erhöhen.

⁵³⁴ Vgl. LAUPENMÜHLEN, M./MÜNZ, S. (1998), S. 2029.

4.5.3. Quantitative Erläuterungspflichten

Regulation S-K, Item 305 (a) bzw. Formular 20-F, Item 11 (a) verlangen den Ausweis quantitativer Angaben zum Marktrisiko. Die quantitativen Angaben können hierbei auf drei Arten erfolgen:

1. Tabellarische Darstellung
2. Risikoquantifizierung durch Sensitivitätsanalysen
3. Value-at-Risk Darstellung.⁵³⁵

Für jede Darstellungsform sind zunächst die bestehenden marktsensitiven Werte in die Kategorien „Handelsinstrumente“ und „sonstige Instrumente“ zu unterteilen. Für beide Kategorien sind die quantitativen Angaben separat auszuweisen. Es müssen in jeder Kategorie Angaben über jede einzelne wesentliche Risikoart (z. B. Zins- und Währungsrisiken etc.) gemacht werden. Für jede der beiden Kategorien kann für sich entschieden werden, welche der drei Darstellungsformen zur Risikoquantifizierung herangezogen wird.⁵³⁶ Alternativ kann auch innerhalb der jeweiligen Kategorie für jede Risikoart zwischen den drei Ausweisformen gewählt werden.⁵³⁷ Die drei Ausweisformen sollen nun kurz vorgestellt werden.

4.5.3.1. Tabellarische Darstellung

Die tabellarische Darstellung soll es dem Bilanzadressaten ermöglichen, einen schnellen und vergleichenden Überblick über die erwarteten Zahlungsströme und den bestehenden Risiken aus den marktsensitiven Instrumenten im Unternehmen zu gewinnen. Hierfür müssen der *fair value* der marktsensitiven Instrumente sowie die Vertragsbedingungen (z. B. Kontraktvolumen und durchschnittliche Zinssätze bzw. Terminkurse) ausgewiesen werden, die notwendig sind, um die Höhe und den Realisationszeitpunkt der Cash-flows aus den Instrumenten zu bestimmen.⁵³⁸

⁵³⁵ Vgl. SAR 7386, S. 8; REGULATION S-K, § 229.305 (a) (1i) und FORMULAR 20-F, Item 11 (a) (1).

⁵³⁶ Vgl. SAR 7386, S. 8; REGULATION S-K, § 229.305 (a) und FORMULAR 20-F, Item 11 (a) (1).

⁵³⁷ Vgl. SAR 7386, S. 8; REGULATION S-K, § 229.305 (a) und FORMULAR 20-F, Item 11 (a) (1).

⁵³⁸ Vgl. REGULATION S-K, § 229.305 (a) und FORMULAR 20-F; Item 11 (a) (1). Formular 20-F und Regulation S-K nennen beispielhaft einige Kontraktbedingungen, die aber keine abschließende Auflistung darstellt. Vgl. FORMULAR 20-F, Item 11 (a), Instructions to Item 11 (a) (1), 2A und REGULATION S-K, Instructions to Paragraph 305(a)(1), 2A.

Instrument	Kontraktbedingungen
Forwards und Futures	Kontraktvolumen, gewogener Durchschnitt der Forward- oder Future-Preise
Optionen	Kontraktvolumen, gewogener Durchschnittsbasispreis
Swaps	Fiktiver Kapitalbeitrag, gewogener Durchschnitt der "Payer" und "Receiver" Zinssätze
Gläubigerpapiere	Kapital- oder Darlehnsbetrag, gewogener Durchschnitt der Effektivzinsen

Abb. 17: Beispiele für ausweisbare Kontraktbedingungen (In Anlehnung an LAUPENMÜHLEN, M./MÜNZ, S. (1998), S. 2029)

Die Kontrakte sind nach ihrer Fälligkeit zu gliedern. Für die ersten fünf Jahre müssen die Kontraktbedingungen für jedes Jahr einzeln aufgestellt werden. Die Angaben für die folgenden Jahre dürfen aggregiert ausgewiesen werden.⁵³⁹

Zinssensitive Werte								31. Dezember, 20X1	
Erwartete Fälligkeit									
Verbindlichkeiten	20X2	20X3	20X4	20X5	20X6	Folge- jahre	Total	Fair Value	
Langfristige Gläubigerpapiere									
Festverzinslich (USD)	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	
Durschnittliche Verzinsung	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	
Festverzinslich (Euro)	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	
Durschnittliche Verzinsung	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	
Variabel-Verzinslich (USD)	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	
Durschnittliche Verzinsung	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	
Erwartete Fälligkeit									
Zinsderivative	20X2	20X3	20X4	20X5	20X6	Folge- jahre	Total	Fair Value	
Zinsswap									
variable Zinsen gegen Festzinsen	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	
durchschnittliche Zahlungsausgänge	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	
durchschnittliche Zahlungseingänge	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	
Festzinsen gegen variable Zinsen	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	\$XXX	
durchschnittliche Zahlungsausgänge	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	
durchschnittliche Zahlungseingänge	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	X.X%	

Abb. 18: Tabellarische Darstellung quantitativer Marktrisiken

Durch die laufzeitorientierte Gliederung soll der Bilanzleser in die Lage versetzt werden, anhand der Angaben den Betrag und den erwarteten Zeitpunkt der zukünftigen

⁵³⁹ Vgl. REGULATION S-K, § 229.305 (a) und FORMULAR 20-F; Item 11 (a) (1).

Cashflows aus den Instrumenten zu bestimmen.⁵⁴⁰ Innerhalb der jeweiligen Risikokategorien sollen die marktsensitiven Instrumente anhand gemeinsamer Charakteristika gruppiert werden. Die Risikokategorie „währungssensitive Instrumente“ ist z. B. anhand der funktionalen Währungen zu gruppieren, während Warengeschäfte, die etwaigen Warenpreissrisiken unterliegen, nach Art der Waren zu gliedern sind.⁵⁴¹ Finanzinstrumente müssen anhand der Charakteristika mindestens in folgende Kategorien unterteilt werden.⁵⁴²

- § Festverzinsliche und variabel verzinsliche *assets* oder *liabilities*
- § Long- und Shortpositionen von Forwards und Futures
- § Gekaufte oder verkaufte Optionen mit vergleichbaren Basispreis
- § Swaps, bei denen das Unternehmen selbst Festzinsen zahlt und variable Zinszahlungen erhält; Swaps, bei denen das Unternehmen selbst variable Zinsen zahlt und Festzinsen erhält; Swaps, bei denen das Unternehmen variable Zinszahlungen gegen andere variable Zinsen tauscht.
- § Kategorisierung anhand der Währungen, in denen die Cashflows aus den Instrumenten erfolgen. Angaben zu Währungen dürfen zusammengefasst werden, sofern sie in einem wirtschaftlichen Zusammenhang stehen, ihre Risiken gemeinsam verwaltet werden und zwischen ihnen eine statistische Korrelation von 75% besteht.⁵⁴³
- § Finanzinstrumente, deren Währungsgewinne und –verluste analog zu FAS 52.20 erfolgsneutral in ein *translation adjustment* eingestellt wurden.
- § Derivative, die das Risiko aus antizipierten Transaktionen steuern.

Beinhaltet ein Instrument mehrere unterschiedliche Marktrisiken, so ist es in allen relevanten Risikokategorien auszuweisen.⁵⁴⁴ Eine variabel verzinsliche Fremdwährungsanleihe ist somit sowohl in der Zins- als auch in der Fremdwährungstabelle auszuweisen. Lediglich wenn ein Währungsswap verwendet wird, um das Fremdwährungsrisiko eines Gläubigerpapiers komplett zu eliminieren, darf der doppelte Ausweis in der Zins- und

⁵⁴⁰ Vgl. FORMULAR 20-F, Item 11 (a) (1) (i); REGULATION S-K, §229.305 (a) (1) (i) und LAUPENMÜHLEN, M./MÜNZ, S. (1998), S. 2029. Kann einem Instrument keine konkrete Laufzeit zugeordnet werden, so muss die Laufzeit geschätzt werden.

⁵⁴¹ Vgl. FORMULAR 20-F, Item 11 (a) (1) (i) und REGULATION S-K, § 229.305 (a) (1) (i). Zum Prinzip der funktionalen Währung vgl. FAS 52.20.

⁵⁴² Vgl. FORMULAR 20-F, Item 11 (a), Instructions to Item 11 (a)(1), 2B; REGULATION S-K, Instructions to Paragraph 305(a)(1), 2B und LAUPENMÜHLEN, M./MÜNZ, S. (1998), S. 2029.

⁵⁴³ Vgl. FORMULAR 20-F, Item 11 (a), Instructions to Item 11 (a)(1), 2C und REGULATION S-K, Instructions to Paragraph 305(a)(1), 2C.

⁵⁴⁴ Vgl. FORMULAR 20-F, Item 11 (a), Instructions to Item 11 (a)(1), 2D und REGULATION S-K, Instructions to Paragraph 305(a)(1), 2D.

Fremdwährungstabelle unterbleiben. In diesem Ausnahmefall müssen beide Instrumente nur in der Zinsrisikotabelle ausgewiesen werden.⁵⁴⁵

Die gem. 20-F, 9A bzw. S-K, Item 305 auszuweisenden Daten sind um weitere Angaben zu ergänzen, sofern diese Informationen notwendig sind, um die Tabellenangaben zu verstehen. Hierfür ist zunächst das der Tabelle zugrunde liegende Modell zu erläutern. Weiter müssen die vom Bilanzierenden getätigten wesentlichen Annahmen und sämtliche Parameter, die notwendig sind, um die ausgewiesenen Daten zu verstehen, erläutert werden.⁵⁴⁶ Hierunter fällt beispielsweise die zur Bestimmung der variablen Zinssätze verwendete Methode und die für die Festlegung der Zeitpunkte der Cashflows verwendeten Vorauszahlungs- und Reinvestitionsannahmen.⁵⁴⁷

4.5.3.2. Sensitivitätsanalyse

Neben der tabellarischen Darstellung quantitativer Marktrisiken können die Angaben auch anhand einer Sensitivitätsanalyse erfolgen. Die Quantifizierung des Marktrisikos erfolgt bei einer Sensitivitätsanalyse in der Weise, dass ein oder mehrere Risikoparameter hypothetisch um eine Einheit variiert werden.⁵⁴⁸ Die veränderte Parameterkonstellation legt offen, wie stark der *fair value*, die zukünftigen Erträge oder Cashflows aus dem marktsensitiven Instrument von dem variierten Risikofaktor abhängen. *Fair value* Sensitivitätsanalysen ermitteln die Abhängigkeit des *fair values* von der Varianz eines (oder mehrerer) Risikoparameters. Hierzu wird der Risikoparameter variiert und die Auswirkung des veränderten Parameters auf den *fair value* untersucht. Im Falle eines zinsreagiblen Instruments würden z. B. die zukünftigen Zahlungsströme mit einem veränderten Zinssatz abgezinst werden. Zukünftige Erträge werden im Rahmen einer Sensitivitätsanalyse auf ihre Abhängigkeit von Marktpreisen oder –raten untersucht. Hierzu wird die Auswirkung einer über einen bestimmten Zeitraum durchgeführten hypothetischen Marktpreisänderung auf die Entwicklung der zukünftigen Erträge aus einem Instrument quantifiziert. Eine Zinsänderung hat bspw. keinen Einfluss auf die Entwicklung der erwarteten zukünftigen Erträge aus festverzinslichen Wertpapieren. Hier

⁵⁴⁵ Vgl. Vgl. FORMULAR 20-F, Item 11 (a), Instructions to Item 11 (a)(1), 2E und REGULATION S-K, Instructions to Paragraph 305(a)(1), 2E.

⁵⁴⁶ Vgl. FORMULAR 20-F, Item 11 (a) (1-i-B) und REGULATION S-K, § 229.305 (a) (1-i-B)

⁵⁴⁷ Vgl. FORMULAR 20-F, Item 11 (a), Instructions to Item 11 (a)(1), 2F und REGULATION S-K, Instructions to Paragraph 305(a)(1), 2F.

⁵⁴⁸ Vgl. FORMULAR 20-F, (a) (1-ii-A) und REGULATION S-K, §229.305 (a) (1-ii-A). Zur Sensitivitätsanalyse vgl. auch unten Abschnitt 3.2.2.1, S. 261.

schlägt sich das veränderte Zinsniveau lediglich in einem niedrigeren *fair value* des Wertpapiers nieder, da das Papier für Investoren weniger interessant ist, wenn sich am Markt aufgrund des veränderten Zinsniveaus eine höhere Verzinsung realisieren lässt. Im Falle eines variabel verzinslichen Wertpapiers hat hingegen der veränderte Zins eine unmittelbare Auswirkung auf die erwarteten zukünftigen Erträge aus dem Wertpapier. Cashflow-Sensitivitätsanalysen entsprechen der Vorgehensweise bei Sensitivitätsanalysen auf zukünftige Erträge. Hier werden lediglich die erwarteten zukünftigen Zahlungsströme entsprechend der Cashflow-Definition periodisiert.⁵⁴⁹

Im Ergebnis zeigt die Sensitivitätsanalyse somit das Verlustpotential aus einer Veränderung der Marktrisikoparameter an. Als Marktrisikoparameter kommen Zinssätze, Wechselkurse, Warenpreise und andere relevante Markt- oder Preisparameter in Betracht.⁵⁵⁰ Die Sensitivitätsanalyse ist für eine bestimmte Zeitspanne durchzuführen. Die Größe der Parametervariationen kann für jede einzelne und innerhalb jeder einzelnen Risikokategorie unterschiedlich erfolgen.⁵⁵¹ Die Sensitivitätsanalyse ist um weitere Angaben zu ergänzen, sofern diese Informationen notwendig sind, um die Ergebnisse der Analyse zu verstehen.⁵⁵² Hierfür ist zunächst das der Sensitivitätsanalyse zugrunde liegende Modell zu erläutern. Als Modellerklärung sind unter anderem Angaben darüber zu machen, ob die Sensitivitätsanalyse auf die Entwicklung von *fair values*, Cashflows oder zukünftige Gewinne abstellt. Unter die Modellbeschreibung fällt auch die Methode, die zur Ermittlung der Sensitivität verwendet wurden. Die Zinssensitivität kann beispielsweise anhand der Duration, Zinselastizität, Konvexität oder des Basispunktwertes ermittelt werden.⁵⁵³ Die Sensitivität von Optionen kann durch die Sensitivitätskennzahlen des *Black & Scholes* ermittelt werden.⁵⁵⁴ Weiter müssen die vom Bilanzierenden unterstellten wesentlichen Annahmen und sämtliche Parameter, die notwendig sind, um die ausgewiesenen Daten zu verstehen, erläutert werden.⁵⁵⁵ Zu den wesentlichen Annahmen und Parametern zählen u. a. die unterstellten Veränderungsrate, der verwendete Zeithorizont und die verwendeten Korrelationen.⁵⁵⁶ Die Veränderungsrate eines Marktrisikofaktors

⁵⁴⁹ Vgl. auch LAUPENMÜHLEN, M./MÜNZ, S. (1998), S. 2030.

⁵⁵⁰ Vgl. FORMULAR 20-F, Item 11 (a) (1-ii-A) und REGULATION S-K, §229.305 (a) (1-ii-A).

⁵⁵¹ Vgl. FORMULAR 20-F, Item 11 (a) (1-ii-A) und REGULATION S-K, §229.305 (a) (1-ii-A).

⁵⁵² Vgl. FORMULAR 20-F, Item 11 (a) (1-ii-B) und REGULATION S-K, §229.305 (a) (1-ii-B).

⁵⁵³ Vgl. FORMULAR 20-F, Item 11 (a), Instructions to Item 11 (a) (1), 3F und REGULATION S-K, Instructions to Paragraph 305(a)(1), 3F.

⁵⁵⁴ Vgl. STEINER, M. BRUNS, C. (2002), S. 394 ff.

⁵⁵⁵ Vgl. FORMULAR 20-F, Item 11 (a) (1-ii-B) und REGULATION S-K, § 229.305 (a) (1-ii-B)

⁵⁵⁶ Vgl. FORMULAR 20-F, Item 11 (a), Instructions to Item 11 (a) (1), 3F; REGULATION S-K, Instructions to Paragraph 305(a)(1), 3F und SCHARPF, P./LUZ, G. (1996), S. 110.

sollte so gewählt werden, dass sie die kurzfristig erwartete und wahrscheinliche Marktentwicklung widerspiegelt.⁵⁵⁷ Der Marktrisikofaktor sollte mindestens um zehn Prozent des am Bilanzstichtag gültigen Werts variiert werden. Eine Abweichung hiervon darf erfolgen, sofern sie sich wirtschaftlich rechtfertigen lässt. Der Marktrisikofaktor darf für jede Marktrisikokategorie um unterschiedliche Änderungsraten variiert werden. Letztendlich ist darauf einzugehen, welche Instrumente durch das beschriebene Modell abgedeckt werden.⁵⁵⁸ Unterliegt ein marktrisikosensitives Instrument mehreren unterschiedlichen Marktrisiken (z. B. Zins- und Währungsrisiken), so ist zu beachten, dass für das Instrument alle relevanten Sensitivitätsanalysen durchgeführt und ausgewiesen werden müssen.⁵⁵⁹ Umfangreiche Offenlegungsverpflichtungen treten im Fall von multiplen Fremdwährungspositionen auf. In diesem Fall ist die Sensitivität der Fremdwährungspositionen aggregiert auszuweisen. Hierzu ist sowohl anhand einer Sensitivitätsanalyse das Wechselkursrisiko aus der Transaktionswährung und der funktionalen Währung zu quantifizieren als auch eine Sensitivitätsanalyse für das Risiko eines veränderten Wechselkurses zwischen der funktionalen Währung des Unternehmens und der Jahresabschlusswährung durchzuführen. So führt zum Beispiel der Erwerb einer DM-Anleihe durch die französische Niederlassung eines US-amerikanischen Unternehmens, dessen Jahresabschluss in US-Dollar aufgestellt wird, zum Ausweis von zwei Sensitivitätsanalysen. Im Beispiel ist der US-Dollar die Jahresabschlusswährung, die DM die Transaktionswährung und es soll weiter davon ausgegangen werden, dass der französische Franc (FF) die funktionale Währung des Unternehmens ist. Im Ergebnis muss das Unternehmen sowohl das Verlustpotential aus dem USD/FF Wechselkurs als auch aus dem FF/DM Wechselkurs anhand einer Sensitivitätsanalyse ermitteln.⁵⁶⁰

Die SEC lässt neben einer rein stichtagsbezogenen Sensitivitätsanalyse alternativ auch den Ausweis durchschnittlicher, maximaler und mittlerer Sensitivitäten zu. Entscheidet sich das Unternehmen zum besseren Schutz der internen Unternehmensdaten für einen

⁵⁵⁷ Vgl. FORMULAR 20-F, Item 11 (a), Instructions to Item 11(a)(1), 3A und REGULATION S-K, Instructions to Paragraph 305(a)(1), 3A. Die Vorschriften des FORMULAR 20-F, Item 11 (a), Instructions to Item 11 (a) (1), 3C und REGULATION S-K, Instructions to Paragraph 305(a)(1), 3C definieren eine Periode von bis zu einem Jahr nach dem Bilanzstichtag als „kurzfristig“.

⁵⁵⁸ Vgl. LAUPENMÜHLEN, M./MÜNZ, S. (1998), S. 2025.

⁵⁵⁹ Vgl. FORMULAR 20-F, Item 11 (a), Instructions to Item 11 (a) (1), 3D und REGULATION S-K, Instructions to Paragraph 305(a)(1), 3D.

⁵⁶⁰ Vgl. FORMULAR 20-F, Item 11 (a), Instructions to Item 11 (a) (1), 3E und REGULATION S-K, Instructions to Paragraph 305(a)(1), 3E.

Ausweis der alternativen Sensitivitäten, so müssen die Sensitivitätsanalysen mindestens vierteljährlich durchgeführt werden.⁵⁶¹

4.5.3.3. Value at Risk Darstellung

Marktrisiken dürfen auch durch die so genannte *value at risk*-Darstellung quantifiziert werden.⁵⁶² Das Erkenntnisziel einer *value at risk*-Analyse liegt in der Feststellung eines mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit auftretenden Gewinns oder Verlustes, ermittelt anhand eines wahrscheinlichkeitstheoretischen Modells unter Berücksichtigung eines Konfidenzintervalls. Die *value at risk* Analyse muss hierbei für einen vorher festgelegten Zeitraum durchgeführt werden.⁵⁶³ Ein großer Vorteil der *value at risk*-Analyse liegt in der Möglichkeit, sowohl das korrelierte Risiko ganzer Portfolios als auch das unkorrelierte Risiko einzelner Transaktionen ermitteln zu können.⁵⁶⁴ Der Gewinn oder Verlust wird hierbei durch Veränderung der zugrunde liegenden Parameter bestimmt, indem die einzelnen Parameter beliebig durch ein Simulationsmodell variiert werden. Auch bei den wahrscheinlichkeitstheoretischen Simulationsmodellen müssen hierzu zunächst die Parameter bestimmt werden, die variiert werden sollen. Form 20-F und Regulation S-K nennen als mögliche Parameter bspw. Zinssätze, Wechselkurse, Warenpreise sowie sämtliche anderen Marktraten und –preise, die wertbestimmend für das Instrument sind.⁵⁶⁵ Als wahrscheinlichkeitstheoretisches Simulationsmodell kann sowohl die Monte-Carlo-Simulation, die historische Simulation oder die Varianz-Kovarianz-Methode herangezogen werden.⁵⁶⁶ Das Konfidenzintervall bestimmt den prozentualen Anteil der gemessenen Extrema, die nicht in der *value at risk*-Analyse berücksichtigt werden und erlaubt eine Aussage darüber, mit welcher Wahrscheinlichkeit der *value at risk* nicht über- oder unterschritten werden wird. Das Konfidenzintervall ist so zu wählen, daß es die erwartete zukünftige Entwicklung der Marktraten und –preise zutreffend reflektiert. Die SEC empfiehlt ein Konfidenzintervall von 95% oder höher. Hiervon sollte nur abgewichen werden, sofern der Bilanzierende die Abweichung ökonomisch rechtfertigen kann.

⁵⁶¹ Vgl. LAUPENMÜHLEN, M./MÜNZ, S. (1998), S. 2030.

⁵⁶² Vgl. auch Kapitel 1, Abschn. 4.3.3., S. 42.

⁵⁶³ Vgl. FORMULAR 20-F, Item 11 (a) (1-iii-A) und REGULATION S-K, § 229.305 (a) (1-iii-A).

⁵⁶⁴ Vgl. LAUPENMÜHLEN, M./MÜNZ, S. (1998), S. 2030.

⁵⁶⁵ Vgl. FORMULAR 20-F, Item 11 (a) (1-iii-A) und REGULATION S-K, § 229.305 (a) (1-iii-A).

⁵⁶⁶ Vgl. FORMULAR 20-F, Item 11 (a), Instructions to Item 11 (a) (1), 4E und REGULATION S-K, Instructions to Paragraph 305(a)(1), 4E.

Analog zur Vorgehensweise bei der Sensitivitätsanalyse kann auch die *value at risk*-Analyse sowohl anhand von *fair values*, Cashflows oder *earnings* ermittelt werden. Hierbei stimmen die Vorgehensweise bei der *cash flow at risk*- und der *fair value at risk*-Analyse weitestgehend überein. Bei der *cash flow at risk*-Analyse ist allerdings eine Abzinsung der zukünftigen Gewinne nicht zwingend erforderlich ist.⁵⁶⁷ Darüber hinaus werden nur Cashflows aus dem zuvor bestimmten Zeitraum berücksichtigt. Der Wert *earnings at risk* erlaubt eine Aussage über die mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit eintretende Veränderung des zukünftigen Gewinns.⁵⁶⁸ Die Ergebnisse der *value at risk*-Analyse dürfen unterschiedlich ausgewiesen werden. Der Ausweis kann auf drei Arten erfolgen.⁵⁶⁹

1. Ausweis des durchschnittlichen, höchsten und niedrigsten Betrags, der in der betrachteten Berichtsperiode im Rahmen der *value at risk*-Analyse aufgetreten ist. Alternativ darf auch die gesamte *value at risk*-Verteilung ausgewiesen werden.
2. Ausweis des durchschnittlichen, höchsten und niedrigsten Betrags, der tatsächlich während der Berichtsperiode aufgrund der veränderten Marktparameter beim risikosensitiven Instrument aufgetretenen Wertänderungen des *fair values*, der Cashflows oder *earnings*. Alternativ kann auch die Gesamtverteilung der Wertänderungen des *fair values*, Cashflows oder der *earnings* ausgewiesen werden.
3. Ausweis der prozentualen oder absoluten Häufigkeit, mit der die am Stichtag berechneten *value at risk*-Werte in der Berichtsperiode durch die tatsächlich beobachteten Wertänderungen des *fair values*, der Cashflows oder *earnings* überschritten wurden.

Weiter sind die getroffenen Annahmen, eine Beschreibung des verwendeten Modells (Monte-Carlo-Simulation, historische Simulation etc.) und die zugrunde gelegten Parameter darzustellen, sofern diese Angaben notwendig sind, um die ermittelten *value at risk* Werte korrekt interpretieren zu können.⁵⁷⁰ Die Angaben müssen Aufschluss darüber geben, ob sich die ermittelten *value at risk* Werte auf *fair values*, Cashflows oder *earnings* beziehen und welche Instrumente in die *value at risk*-Analyse einbezogen wurden. Ferner sind die unterstellten Zeiträume und Konfidenzintervalle auszuweisen. Wurden

⁵⁶⁷ Vgl. LAUPENMÜHLEN, M./MÜNZ, S. (1998), S. 2030.

⁵⁶⁸ Vgl. LAUPENMÜHLEN, M./MÜNZ, S. (1998), S. 2030.

⁵⁶⁹ Vgl. hierzu FORMULAR 20-F, Item 11 (a) (1-iii-B-1) und REGULATION S-K, § 229.305 (a) (1-iii-B-1).

⁵⁷⁰ Vgl. FORMULAR 20-F, Item 11 (a) (1-iii-C) und REGULATION S-K, § 229.305 (a) (1-iii-C).

value at risk-Analysen aggregiert ausgewiesen, so ist die zur Zusammenfassung verwendete Methode darzustellen.⁵⁷¹

⁵⁷¹ Nach Formular 20-F und Regulation S-K dürfen bspw. *value at risk* Ergebnisse zusammengefasst werden, sofern sie vollständig positiv korreliert sind. Vgl. FORMULAR 20-F, Item 11 (a), Instructions to Item 11 (a) (1), 4E und REGULATION S-K, Instructions to Paragraph 305(a)(1), 4E.

5. Tabellarische Zusammenfassung der Bilanzierungsregeln für Financial Instruments nach HGB, IFRS, US-GAAP

	HGB	IFRS	US-GAAP
Rechtsgrundlagen			
	HGB	IAS 39	FASB Standards Insbesondere FAS 114, 115, 125, 133
Anwendungskreis			
	Die Vorschriften gelten für alle Unternehmen. Es gelten besondere Vorschriften für Kreditinstitute	Sämtliche Unternehmen	Wie IAS
Definition			
Derivative Finanzinstrumente	Es existiert keine einheitliche Definition für derivative Finanzinstrumente. § 285 Nr. b) grenzt den Begriff von Warentermingeschäften ab, ohne jedoch eine allgemeingültige Definition für Derivate zu geben.	Derivative Finanzinstrumente sind gem. IAS 39.9 alle <i>financial instruments</i> , die folgende Kriterien erfüllen: (a) Ihr Wert hängt direkt von der Wertänderung eines <i>underlyings</i> (Zinssätze, Wechselkurse, Wertpapierpreise, Kreditratings, Preisindizes etc.) ab. (b) Der Erwerb verlangt, im Verhältnis zu vergleichbaren Verträgen, die ähnlich auf Veränderungen der Marktbedingungen reagieren, keine oder nur eine geringe Nettozahlung. (c) Der Erfüllungszeitpunkt des Vertrags liegt in der Zukunft.	(a) Wie IAS (b) Wie IAS (c) Das FASB verlangt, dass die Vertragsbedingungen die Glattstellung (<i>net settlement</i>) des derivativen Geschäfts verlangen oder ermöglichen.
Ansatz			
	Derivative Finanzinstrumente beinhalten den Erwerb eines nichtbilanzierungsfähigen Rechts. Bilanzwirksam werden lediglich die gezahlten Prämien zzgl. der Nebenkosten aktiviert.	Alle Finanzinstrumente sind aktivierungs- resp. passivierungspflichtig, einschließlich sämtlicher derivativer Finanzinstrumente.	Wie IAS.
	Finanzinstrumente sind in	Finanzinstrumente sind in	Wie IAS.

	HGB	IFRS	US-GAAP
	Höhe ihrer Anschaffungskosten zu aktivieren bzw. zu passivieren.	Höhe ihres <i>fair values</i> oder in Höhe des für ihren Erwerb bezahlten oder erhaltenen Betrags zu aktivieren oder passivieren.	
	Transaktionskosten sind Bestandteil der Anschaffungskosten.	Transaktionskosten sind Bestandteil der Anschaffungskosten.	Transaktionskosten müssen nicht zwingend aktiviert bzw. passiviert werden.
Bewertung			
1. Assets			
a) Marktbewertung	Eine <i>fair value</i> Bewertung ist nach geltendem Recht nicht mit dem HGB vereinbar.	Sämtliche Finanzinstrumente, die aus <i>trading</i> Motiven gehalten werden (<i>held for trading</i>) oder für die von der <i>fair value</i> Option (<i>at fair value through profit or loss</i>) Gebrauch gemacht wurde.	Wie IAS, nur dass eine generelle <i>fair value</i> Option nicht besteht.
		(a) Sämtliche <i>debt</i> und <i>equity securities</i> sowie alle anderen Finanzinstrumente, die zwar nicht der Kategorie <i>held for trading</i> angehören, aber der Kategorie <i>available for sale</i> oder <i>at fair value through profit or loss</i> zugeordnet werden. (b) Ausgenommen hiervon sind sämtliche nicht börsennotierte <i>equity securities</i> , deren <i>fair value</i> nicht zuverlässig ermittelt werden kann. Sie werden in Höhe ihrer Anschaffungskosten ausgewiesen und sind regelmäßig einem <i>impairment test</i> zu unterziehen.	(a) Wie IAS, mit Ausnahme der <i>fair value</i> Option. (b) Ausgenommen sind sämtliche nicht börsennotierte <i>equity securities</i> . Sie werden in Höhe ihrer Anschaffungskosten ausgewiesen und sind regelmäßig einem <i>impairment test</i> zu unterziehen.
		Sämtliche derivativen Finanzinstrumente. Ausgenommen sind Derivate, die mit einer nicht börsennotierten <i>equity security</i> verbunden sind und deren Glattstellung oder Ausübung zu einer nicht börsennotierten <i>equity security</i> führt, deren <i>fair value</i> nicht zuverlässig ermittelt werden kann.	Das FASB verlangt nicht die <i>fair value</i> Bewertung für nicht börsennotierte <i>equity securities</i> . FAS 133 beinhaltet jedoch keine Ausnahmeregelung von der <i>fair value</i> Bewertung für Derivate, die an ein nicht börsennotiertes <i>equity instrument</i> gekoppelt sind, deren <i>fair value</i> nicht zuverlässig bestimmt werden kann.
		Bestimmte Derivate, die in	Wie IAS.

	HGB	IFRS	US-GAAP
		nicht derivative Finanzinstrumente eingebunden sind (<i>embedded derivatives</i>).	
		Erworbene Darlehen (<i>purchased loans</i>), die nicht der Kategorie <i>held to maturity</i> angehören.	Wie IAS.
b) Anschaffungskosten	Sämtliche freistehenden Finanzinstrumente sind unter Beachtung des Imparitätsprinzips in Höhe ihrer fortgeführten Anschaffungskosten auszuweisen.	Bestimmte <i>investments</i> , die über eine feste Laufzeit verfügen und für die eine finale Halteabsicht (<i>held to maturity</i>) und –fähigkeit besteht.	Wie IAS.
		Strenge Anforderungen an die Deklaration eines Finanzinstruments als <i>held to maturity</i> .	Wie IAS.
		Die Absicht oder der tatsächliche Verkauf einer <i>held to maturity security</i> stellt die Fähigkeit des Unternehmens, die übrigen <i>held to maturity</i> Position bis zum Laufzeitende zu halten, nicht in Frage, sofern die Absicht oder der Verkauf auf ein einmaliges, nicht vorhersehbares Ereignis zurückgeht, dass sich der Kontrolle des Unternehmens entzieht.	Wie IAS.
		Der willkürliche vorzeitige Verkauf von <i>held to maturity</i> Instrumenten führt zur fair value Neubewertung aller <i>held to maturity</i> Instrumente.	Wie IAS.
		Der willkürliche vorzeitige Verkauf führt zu einem generellen Verbot, Finanzinstrument als <i>held to maturity</i> zu klassifizieren. Das Verbot läuft zwei Berichtsperioden nach dem Verstoß aus.	Das FASB geht nicht darauf ein, ob ein Verstoß gegen die <i>held to maturity</i> Vorschriften jemals geheilt werden kann.
		Sämtliche nicht börsennotierte <i>equity instruments</i> (z. B. Aktien), deren <i>fair value</i> nicht zuverlässig ermittelt werden.	Sämtliche nicht börsennotierte <i>equity securities</i> sind in Höhe ihrer <i>cost</i> auszuweisen. Dies gilt unabhängig davon, ob ein <i>fair value</i> anhand alternativer Bewertungsverfahren ermittelt werden kann oder nicht. Das FASB verlangt eine <i>fair value</i> Bewertung für sämtliche Derivate, einschließlich solcher,

	HGB	IFRS	US-GAAP
			die an ein nicht börsennotiertes <i>equity instrument</i> gekoppelt sind, sofern ihre Ausübung oder Glattstellung durch Bargeld erfolgt. Ausgenommen sind sämtliche Derivate, die durch Warenlieferung glattgestellt werden. Sie fallen nicht unter FAS 133.
d) Abschreibung	Finanzinstrumente des Anlagevermögens sind nur abzuschreiben, sofern eine dauerhafte Wertminderung vorliegt. Finanzinstrumente des Umlaufvermögens sind ergebniswirksam abzuschreiben, sobald der beizulegende Wert unter dem Buchwert des Vermögensgegenstandes liegt .	Eine ergebniswirksame Abschreibung ist vorzunehmen, sofern der Buchwert des financial asset über seinem <i>recoverable amount</i> liegt.	Wie IAS.
e) Wertaufholung	Es besteht gem. § 280 Abs. 1 HGB ein Zuschreibungsgebot auf die Anschaffungskosten in der Handelsbilanz.	Eine ergebniswirksam vorgenommene Abschreibung ist vorzunehmen, sobald sich der <i>fair value</i> erholt.	Eine Abschreibung führt zu einer neuen Anschaffungskostenbasis. Eine spätere Zuschreibung ist nicht zulässig.
2. Liabilities			
a) Ansatz	Verbindlichkeiten sind grundsätzlich in Höhe des Rückzahlungsbetrags zu passivieren.	<i>Liabilities</i> sind generell in Höhe ihr fortgeführten Anschaffungskosten abzüglich geleisteter Rückzahlungen und amortisierter Beträgen auszuweisen. Ausgenommen hiervon sind sämtliche <i>financial liabilities</i> der Kategorie <i>at fair value through profit or loss</i> sowie <i>derivative liabilities und liabilities held for trading</i> . Sie sind in Höhe ihres <i>fair values</i> auszuweisen.	<i>Liabilities</i> sind generell in Höhe ihres <i>present values</i> auszuweisen. Ausgenommen hiervon sind <i>derivative liabilities</i> , die in Höhe ihres <i>fair values</i> auszuweisen sind.
b) Bewertung	Es ist ergebniswirksam zuzuschreiben, sobald der beizulegende Wert über dem Buchwert der Verbindlichkeit liegt .	<i>Financial liabilities at fair value through profit or loss</i> sowie <i>derivative liabilities und liabilities held for trading</i> sind immer ergebniswirksam auf den <i>fair value</i> zu- bzw. abzuschreiben. Sämtliche anderen <i>liabilities</i> sowie <i>derivative liabilities und liabilities held-for-trading</i> , deren Marktwert nicht ermittelt werden kann, sind, unter Verwendung der effektiven Zins-	<i>Derivative liabilities</i> sind in Höhe ihres <i>fair values</i> auszuweisen. Sämtliche anderen <i>liabilities</i> sind in Höhe ihres <i>present values</i> auszuweisen. Der <i>present value</i> entspricht dem Nennbetrag zzgl. eines <i>premiums</i> bei Überverzinslichkeit resp. abzgl. eines <i>discounts</i> bei Unterverzinslichkeit. Der verrechnete <i>premium</i> oder <i>discount</i> ist über

	HGB	IFRS	US-GAAP
		methode, in Höhe ihrer fortgeführten Anschaffungskosten auszuweisen.	die Laufzeit erfolgswirksam abzuschreiben resp. aufzulösen.
GuV			
	Auftretende Gewinne dürfen aufgrund des Realisationsprinzips nicht berücksichtigt werden. Verluste sind in der laufenden Periode ergebniswirksam zu berücksichtigen.	<p>Für Finanzinstrumente, die zum <i>fair value</i> bilanziert werden, existiert ein einmaliges, unternehmensweites Wahlrecht. Die Wertänderungen müssen:</p> <ul style="list-style-type: none"> (a) erfolgsneutral in der laufenden Periode abgegrenzt werden, sofern es sich um Instrumente der Kategorie <i>available for sale</i> handelt, (b) ergebniswirksam berücksichtigt werden, sofern es sich um Finanzinstrumente der Kategorie <i>at fair value through profit or loss</i> bzw. <i>held for trading</i> handelt. (c) Sämtliche Wertänderungen der anderen Kategorien müssen, mit Ausnahme von <i>impairments</i>, die ergebniswirksam zu berücksichtigen sind, erfolgsneutral ins Eigenkapital eingestellt werden. Die erfolgsneutral abgegrenzten Beträge werden erst mit dem Verkauf, der Ausübung oder dem Ablauf des Finanzinstruments ergebniswirksam. 	Fair value Änderungen, die auf Finanzinstrumente der Kategorie <i>held for trading</i> zurückgehen, müssen in der laufenden Periode ergebniswirksam berücksichtigt werden.
Hedge Accounting			
a) Anforderungen	Sicherungszusammenhänge dürfen nur gebildet werden sofern sie dokumentiert werden, die Bewertungseinheit klar abgrenzbar ist sowie eine Durchhalteabsicht für den Absicherungszusammenhang besteht. Ferner muss ein Kausalzusammenhang zwischen Gewinnchancen und Verlustrisiko aus dem Grund- und Sicherungsgeschäft und ein effektiver	Die Bildung von Sicherungszusammenhängen ist unter bestimmten Umständen zulässig. Sicherungszusammenhänge müssen klar abgrenzbar, effektiv und bewertbar sein.	Wie IAS.

	HGB	IFRS	US-GAAP
	Verlustrückstellungen zwischen den beiden Geschäften bestehen.		
	Realwirtschaftliche Instrumente können Bestandteil eines Sicherungszusammenhangs sein.	<p>a) Nicht monetäre Sicherungsinstrumente können entweder ausschließlich gegen erfolgswirksame Wechselkursrisiken oder aber gegen alle systematischen Risiken als Gesamtheit abgesichert werden.</p> <p>b) Die Wechselkursrisiken dürfen sowohl aus <i>fair value</i>, <i>cash flow</i> oder <i>net investment in foreign operation</i> Wertänderungen resultieren.</p>	<p>a) Nicht monetäre Sicherungsinstrumente sind nur zur Absicherung von erfolgswirksamen Wechselkursrisiken zulässig.</p> <p>b) Die Wechselkursrisiken dürfen aus <i>firm commitments</i> oder <i>net investment in a foreign operation</i> Wertänderungen resultieren.</p>
b) Micro-, Macro- und Portfolio-Hedges	Grundsätzlich sind nur Micro-Hedges zulässig. In jüngerer Zeit mehren sich die Befürworter einer handelsrechtlichen Zulässigkeit auch für Portfolio-Hedges. Die bilanzielle Abbildung einer Absicherung des globalen Unternehmensrisikos durch einen Macro-Hedge ist unzulässig.	Grundsätzlich sind nur Micro-Hedges zulässig. Zurzeit wird jedoch diskutiert, inwieweit Zins-Portfoliohedges zur <i>fair value</i> Absicherung eingesetzt werden dürfen. -	Grundsätzlich sind nur Micro-Hedges zulässig.
c) Arten von Sicherungszusammenhängen	Eine Unterscheidung in <i>fair value</i> , <i>cash flow</i> und <i>hedge of a net investment in a foreign operation</i> besteht nicht.	Es gibt drei Arten von Sicherungszusammenhängen: <i>fair value hedge</i> , <i>cash flow hedge</i> und <i>hedge of a net investment in a foreign operation</i> .	Wie IAS.
Bestehende Bilanzpositionen	Die Absicherung bestehender Bilanzposition erfolgt durch die Bildung von Bewertungseinheiten. Gegenläufige Wertänderungen beim Grund- und Sicherungsgeschäft werden durch die kompensatorische Bewertung erfolgsneutral ausgeglichen.	<i>Fair value hedges</i> sichern das Risiko einer <i>fair value</i> Wertänderung aktiver oder passiver Bilanzpositionen.	Wie IAS.
	Der effektive Teil eines Sicherungszusammenhangs führt zu keinerlei Bilanz- oder GuV-Wirkung. Lediglich wenn das Sicherungsgeschäft nicht mehr dazu geeignet ist, die Verluste beim Grundgeschäft zu kompensieren, muss gem. dem Imparitätsprinzip eine Abschreibung bzw. gem. dem Höchstwertprinzip	Der effektive und ineffektive Teil eines <i>fair value hedges</i> ist ergebniswirksam in der laufenden Periode durch Zu- bzw. Abschreibung beim Grund- und Sicherungsgeschäft zu berücksichtigen.	Wie IAS

	HGB	IFRS	US-GAAP
	eine Zuschreibung um den aufgetretenen Verlust erfolgen.		
Zukünfte Zahlungsströme	Netto- oder Bruttoausweis bei Absicherung zukünftiger Zahlungen. Der Nettoausweis berücksichtigt etwaige Wertänderungen beim Sicherungsgeschäft gar nicht, während die Wertänderungen beim Bruttoausweis durch ein Aktivum neutralisiert werden.	Der beim Sicherungsgeschäft auftretende Gewinn oder Verlust des effektiven Teils eines <i>cash flow hedges</i> ist erfolgsneutral ins Eigenkapital einzustellen, bis die aufgetretenen Wertänderungen beim Grundgeschäft ergebniswirksam werden.	Wie IAS.
	Analog wie IFRS. Alternativ ist eine generelle erfolgswirksame Erfassung der Prämie zum Zeitpunkt der Ausübung des Termingeschäfts zulässig, sofern dies nicht zu einem Verstoß gegen den Wesentlichkeitsgrundsatz führt.	Wertänderungen des Sicherungsinstruments eines <i>cash flow hedges</i> , die der Absicherung eines zukünftigen Erwerbs eines <i>asset</i> oder einer <i>liability</i> dienen, gehen mit Zugang des <i>asset</i> oder der <i>liability</i> als Teil der Anschaffungskosten in den Buchwert ein (Nettoausweis). In den Folgeperioden werden die aktivierten oder passivierten Wertänderungen erfolgswirksam, sobald das Grundgeschäft ergebniswirksam wird (z. B. durch Abschreibungen, Zinszahlungen etc.).	Wertänderungen des Sicherungsinstruments eines <i>cash flow hedges</i> , die der Absicherung eines zukünftigen Erwerbs eines <i>asset</i> oder einer <i>liability</i> dienen, verbleiben auch bei Zugang des <i>asset</i> oder der <i>liability</i> erfolgsneutral im Eigenkapital abgegrenzt (Bruttoausweis). In den Folgeperioden werden die aktivierten oder passivierten Wertänderungen erfolgswirksam, sobald das Grundgeschäft ergebniswirksam wird (z. B. durch Abschreibungen, Zinszahlungen etc.).
Fremdwährung	Die Absicherung von Auslandsbeteiligungen folgt den allgemeinen Vorschriften zur Bewertung von Sicherungszusammenhängen.	Die Bilanzierung eines <i>hedge of a net investment in a foreign entity</i> folgt den Vorschriften für <i>cash flow hedges</i> .	Wie IAS.
Abgang			
	Vermögensgegenstände sind mit der Übertragung des rechtlichen Eigentums auf einen externen Dritten auszubuchen.	Ein <i>financial asset</i> ist auszubuchen, wenn: (a) Die Cashflow begründende Rechte am Vermögenswert ausgelaufen sind oder (b) Die Rechte an den zukünftigen Cashflows übertragen wurden und (c) die Rechte und Pflichten am sowie die Kontrolle über das physische Eigentum nicht mehr beim Bilanzierenden liegen.	a) Der Empfänger des <i>financial asset</i> das Recht hat, den <i>asset</i> zu verkaufen oder zu verpfänden und b) der Leistende nicht mehr das Recht hat, den gelieferten <i>asset</i> zurückzukaufen (Ein Rückkaufrecht verhindert nicht das Ausbuchen eines <i>asset</i> , sofern der <i>asset</i> am Markt frei erhältlich ist oder der Rückkaufpreis zum Rückkaufzeit-

	HGB	IFRS	US-GAAP
			<p>punkt dem <i>fair value des asset</i> entspricht) und</p> <p>c) der gelieferte <i>asset</i> rechtlich unabhängig vom Leistenden ist und es keine Auswirkungen mehr auf das Geschäft hat, wenn der Leistende Bankrott geht.</p>
	Analog IFRS.	Eine <i>financial liability</i> ist vollständig (oder teilweise) auszubuchen, sobald der Schuldner vollständig (oder teilweise) von der Verpflichtung rechtlich oder durch den Gläubiger entbunden ist.	Wie IAS

3. Kapitel: Derivative Finanzinstrumente in der Jahresabschlusspolitik

Derivative Finanzinstrumente werden im Jahresabschluss überwiegend als Sicherungsinstrument für risikobehaftete Bilanzpositionen eingesetzt. In jüngerer Zeit ist ihr Einsatz nahezu exponentiell angestiegen. Obwohl Finanzinstrumente i. d. R. zur Minderung des Gesamtrisikos eines Unternehmens beitragen sollen, wohnen ihnen paradoxerweise selber große Risiken inne.⁵⁷² Ihre oftmals außerordentlich komplexe Gestaltung und hohe Volatilität sowie starke Hebelwirkung können zu unüberschaubaren Risiken für das Unternehmen führen. Hinzu kommt der Umstand, dass viele Unternehmen Finanzinstrumente auch als Sicherungsinstrument für zukünftige Geschäfte (antizipative Hedges) oder als spekulatives Instrument zur Generierung von Zusatzerträgen nutzen. Bei einem solchen Einsatz von Finanzinstrumenten kann das Gesamtrisiko für das Unternehmen erheblich wachsen, da die antizipierten Zahlungsströme nicht sicher in der erwarteten Höhe eintreten müssen und somit plötzlich entsprechende offene derivative Positionen bestehen.⁵⁷³ So stellte der Chairman des FASB fest: „*Derivatives can, in a heartbeat, turn into a \$10 million or a \$100 million liability for a company. But investors never get to see them*“.⁵⁷⁴ Dennoch hat sich die wissenschaftliche Diskussion bisher nicht der Problematik von Finanzinstrumenten in der Jahresabschlusspolitik angenommen. In diesem Kapitel wird auf die Grundlagen der Bilanzpolitik eingegangen werden. Die Grundlagen sollen einen Überblick über die bilanzpolitischen und bilanzanalytischen Zielsetzungen geben. Hierauf aufbauend soll auf die Instrumentalisierbarkeit von Finanzinstrumenten für die Bilanzpolitik eingegangen werden. Im anschließenden Kapitel werden die Möglichkeiten der externen Bilanzanalyse aufgezeigt, Risiken aus derivativen Finanzinstrumenten in die externe Bilanzanalyse zu integrieren.

⁵⁷² Vgl. FISCHER, T. (1994), S. 637.

⁵⁷³ Obwohl IAS 39 und SFAS 133 als eine Anforderung an Cashflow Hedges die Wahrscheinlichkeit des Zahlungsstromseintritts stellen, verfügt ein reines, vertraglich nicht gebundenes Wahrscheinlichkeitskalkül unverändert über ein gewisses Restrisiko.

⁵⁷⁴ JENKINS, E. L. (1998).

A. Grundlagen der Jahresabschlusspolitik

1. Einleitung

Die in der Vergangenheit häufig erfolgte strikte Trennung zwischen der Bilanzanalyse und Bilanzpolitik wird in jüngerer Zeit zunehmend abgelehnt.⁵⁷⁵ Eine Bilanzanalyse, die sich ausschließlich auf die Informationen des Jahresabschlusses verlässt, ohne jedoch die Gestaltungsmöglichkeiten der Bilanzpolitik zu berücksichtigen, wird ebenso wenig zu einem aussagefähigen Ergebnis gelangen wie umgekehrt eine bilanzpolitische Maßnahme, die die Möglichkeiten der Bilanzanalyse nicht in ihr Kalkül einbezieht.⁵⁷⁶ Der folgende Abschnitt geht zunächst auf die einzelnen bilanzpolitischen Zielsetzungen ein. Hierauf aufbauend wird auf die Erkenntnisziele der Bilanzanalyse eingegangen werden, um abschließend die interdependenten Wechselbeziehungen zwischen der Bilanzpolitik und der Bilanzanalyse darzustellen.

2. Bilanzpolitische Zielsetzungen

Die Bilanzpolitik ist ein wichtiger Bestandteil der Unternehmenspolitik. Ihr übergeordnetes Ziel liegt in der willentlichen Beeinflussung der Form sowie des Inhalts des handels- und steuerrechtlichen Jahresabschlusses und der Art der Berichterstattung.⁵⁷⁷ Die Beeinflussung der Unternehmensdaten erfolgt dabei zweckorientiert und dient der Realisierung der unternehmenspolitischen Ziele. Im Wesentlichen verfolgt die Unternehmenspolitik zwei Ziele: einerseits sollen die Erwartungen der Jahresabschlussadressaten (Dividenden, Performance etc.) erfüllt, andererseits die Rechtsfolgen des Jahresabschlusses (Steuerlast, Bestimmung des Ausschüttungsvolumens etc.) optimiert werden.⁵⁷⁸ Das Unternehmen wird daher versuchen, die im Jahresabschluss ausgewiesenen Informationen so zu optimieren, dass sie das Verhalten der Adressaten in einer für das Unternehmen günstigen Art und Weise beeinflussen.⁵⁷⁹ Hierdurch soll ein Unternehmensbild vermittelt werden, das ein für das Unternehmen günstiges Verhalten der Adressaten nach sich zieht und somit deren nachteilige Reaktionen (Sanktionen) mini-

⁵⁷⁵ Vgl. KÜTING, K. (1996), S. 934.

⁵⁷⁶ Zum Spannungsverhältnis zwischen Bilanzpolitik und Bilanzanalyse vgl. KÜTING, K. (1996), S. 934 ff. und KÜTING, K./WEBER, C.-P. (1993), S. 391 ff. und KÜTING, K./LORSON, P. (1998), S. 470.

⁵⁷⁷ Vgl. KÜTING, K. (1996), S. 935.

⁵⁷⁸ Vgl. KÜTING, K. (1996), S. 935.

⁵⁷⁹ Vgl. BAETGE (1983), S. 183.

miert.⁵⁸⁰ Die Jahresabschlussadressaten lassen sich im Wesentlichen in drei Bezugsgruppen einteilen: die finanzwirtschaftliche Gruppe (Anteilseigner, Banken, Finanzbehörden), die leistungswirtschaftliche Gruppe (Kunden, Lieferanten, Konkurrenz, Belegschaft) und die Meinungsbildner (Ratingagenturen, Analysten, Presse, etc.). Die Bezugsgruppen verfolgen unterschiedliche Ziele, so dass sich das Unternehmen einem ganzen Zielbündel gegenüber sieht. Das Unternehmen wird bemüht sein, nach Möglichkeit alle Erwartungen zu erfüllen, da sich die Unternehmensziele nur im Zusammenspiel mit den unterschiedlichen Bezugsgruppen umsetzen lassen.⁵⁸¹ Hierfür muss das Unternehmen zunächst aus den übergeordneten Unternehmenszielen die an den Bezugsgruppen orientierten bilanzpolitischen Ziele ableiten. Sie lassen sich in monetäre und nicht-monetäre Ziele unterteilen.

Monetäre Ziele dienen der Umsetzung der Liquiditäts-, Kapital- und Kreditwürdigkeitssicherung des Unternehmens. Ihre Sicherung erfolgt durch eine zweckorientierte Beeinflussung der Art und des Umfangs des unternehmerischen Mittelabflusses und des Mittelzuflusses. Um den Mittelabfluss aus dem Unternehmen zu minimieren (Sicherung der Liquidität des Unternehmens und des unternehmerischen Kapitals), muss das laufende Ergebnis durch bilanzpolitische Maßnahmen minimiert werden, damit die Steuerlast und der ausschüttbare Gewinn möglichst gering ausfällt. Hierzu wird das Unternehmen unmittelbar Einfluss auf die Erfolgsgentstehung und -verwendung im Unternehmen nehmen. Der Mittelzufluss (Kapital, Kredite) kann durch das Unternehmen maximiert werden, indem es primär darauf bedacht ist, durch indirekte Maßnahmen Einfluss auf das Unternehmensbild in der Öffentlichkeit zu nehmen. Ziel ist hierbei die Vermittlung eines liquiden und kreditwürdigen Unternehmensbildes. Ein solches Bild kann das Unternehmen erzeugen oder verstärken, indem es die Bilanzrelationen optimiert, eine aktive *Shareholder-Value*-Politik betreibt oder das laufende Ergebnis maximiert und damit einen ertragsstarken Eindruck vermittelt.

Nichtmonetäre bilanzpolitische Ziele lassen sich in ökonomische und außerökonomische Ziele unterscheiden. Ökonomische bilanzpolitische Ziele dienen in erster Linie der Unternehmensdarstellung. Der Jahresabschluss dient als Mittel zur Selbstdarstellung (Bilanzmarketing oder *balance publicity*). Ein bilanzpolitisches Mittel hierfür ist beispielsweise eine aktive *Shareholder-Value*-Politik. Sie verspricht dem Anteilseigner

⁵⁸⁰ Vgl. KÜTING, K. (1996), S. 935 f.

⁵⁸¹ Vgl. KÜTING, K. (1996), S. 935.

(Shareholder) eine stärkere Rentabilitätsorientierung des Unternehmens und damit im Ergebnis eine höhere Rendite. Darüber hinaus dient die Bilanzpolitik häufig auch zur Umsetzung außerökonomischer Ziele. Hierunter fällt beispielsweise die Förderung gemeinnütziger Projekte aus ethischen oder sozialen Motiven aber auch die Verfolgung eigennütziger Interessen des Managements (kaschieren von Fehlern, Hervorheben der eigenen Leistung, Stärkung der eigenen Position etc.). Die aus den Erwartungen der Adressaten abgeleiteten Ziele lassen sich wie folgt zusammenfassen:

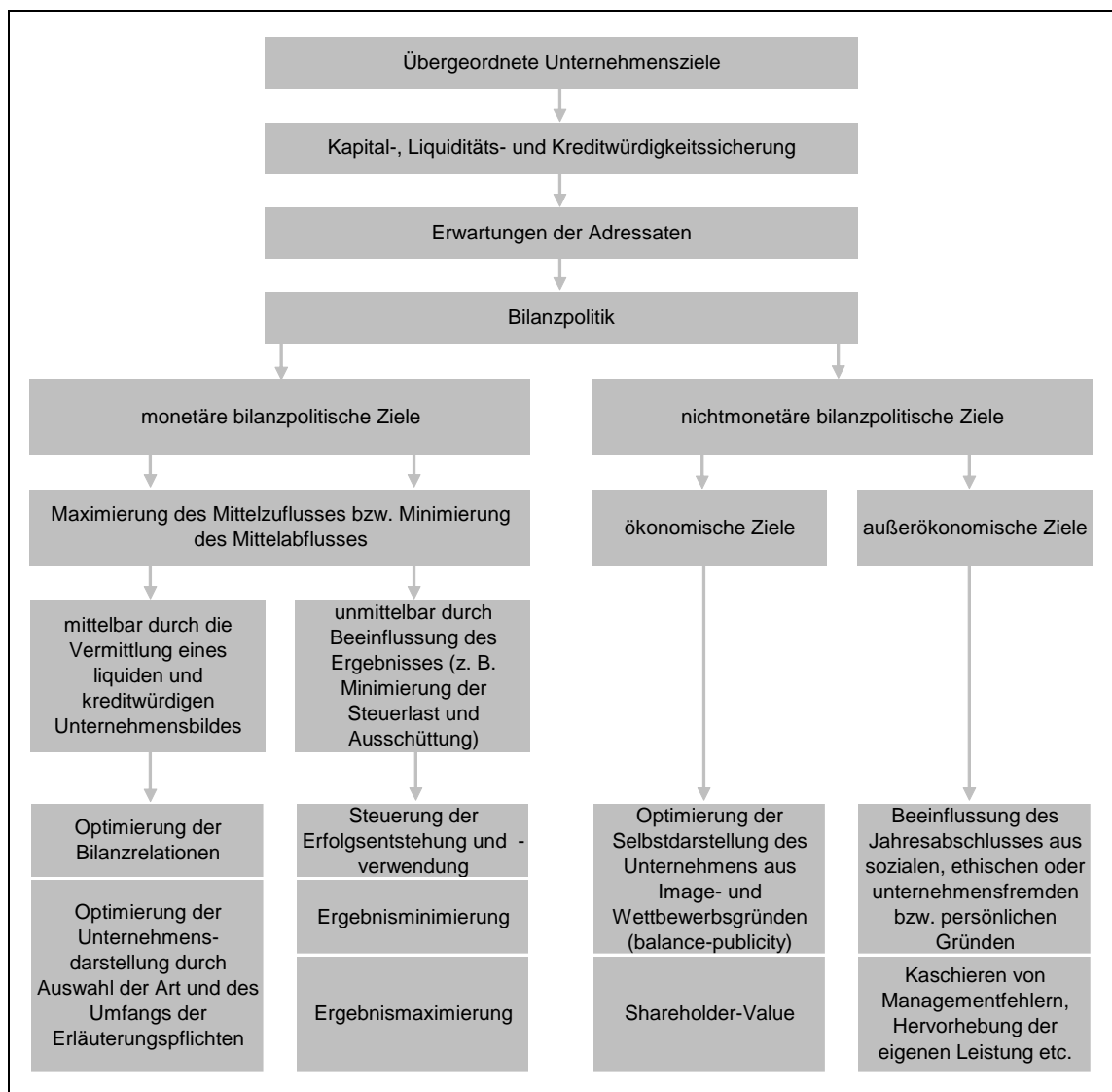


Abb. 19: Ableitung bilanzpolitischer Maßnahmen anhand übergeordneter Unternehmensziele

Die einzelnen bilanzpolitischen Maßnahmen lassen sich – unabhängig von den verfolgten bilanzpolitischen Zielen – in Sachverhaltsabbildungs- und Sachverhaltsgestaltungsmaßnahmen unterscheiden.

Der Schwerpunkt der bisherigen wissenschaftlichen Diskussion zur externen Bilanzanalyse liegt auf dem Gebiet der Sachverhaltsabbildung. Zur Sachverhaltsabbildung werden hauptsächlich bilanzpolitische Maßnahmen herangezogen, die die Art der Bilanzierung und Bewertung sowie die Festlegung der Informationsqualität der Jahresabschlussangaben umfassen.⁵⁸² Sachverhaltsabbildung ist aufgrund der zahlreichen handels- und steuerrechtlichen Ermessensspielräume und Wahlrechte möglich. Ermessensspielräume ergeben sich aus dem Umstand, dass es für ökonomische Sachverhalte häufig mehrere legale Wertansätze gibt. Die Wahlrechte bestehen aufgrund der Unmöglichkeit, ökonomische Vorgänge und Entwicklungen sowie zukünftige Risiken vorherzusehen und in einheitliche, gesetzlich normierte Bewertungsparameter zu fassen.⁵⁸³ Die Festlegung der Bewertungsparameter (Nutzungsdauer von Vermögenswerten, Bemessung der Rückstellungshöhe, Bestimmung der An- und Herstellungskosten etc.) liegt somit im subjektiven Ermessen des Bilanzierenden.

Wahlrechte sind ihrem Charakter nach in faktische und gesetzliche Wahlrechte zu unterscheiden. Faktische Wahlrechte ergeben sich aus der Auslegung unbestimmter Rechtsbegriffe. Die Rechtsunsicherheit führt zur Entwicklung und Standardisierung von Auslegungsalternativen durch die Rechts- und Bilanzierungspraxis. Da faktische Wahlrechte rechtlich nicht kodifiziert sind, müssen sie i. d. R. auch nicht im Jahresabschluss ausgewiesen oder erläutert werden. Faktische Wahlrechte lassen sich folglich kaum durch die externe Bilanzanalyse aufdecken und stellen somit ein ideales Instrument zur Bilanzpolitik dar.⁵⁸⁴ Gesetzliche Wahlrechte ergeben sich, „wenn an einen gegebenen Tatbestand mindestens zwei eindeutig bestimmte Rechtsfolgen anknüpfen, die sich gegenseitig ausschließen, und der zur Rechnungslegung Verpflichtete entscheidet, welche von ihnen Eintritt“.⁵⁸⁵ Gesetzliche Wahlrechte erschließen sich nicht zwingend der externen Bilanzanalyse. Nur wenn der Bilanzierende auf gesetzlicher oder freiwilliger Basis Angaben zum ausgeübten Wahlrecht leistet und diese Angaben eindeutig und sachlich auswertbar sind, kann durch die externe Bilanzanalyse das der Ausübung des Wahlrechts zugrunde liegende bilanzpolitische Ziel aufgedeckt werden.⁵⁸⁶

⁵⁸² Vgl. KÜTING, K. (1996), S. 942.

⁵⁸³ Vgl. KÜTING, K. (1996), S. 942.

⁵⁸⁴ Vgl. KÜTING, K. (1996), S. 942.

⁵⁸⁵ BAUER, J. (1981), S. 133.

⁵⁸⁶ Vgl. KÜTING, K. (1996), S. 943.

Abschließend lässt sich festhalten, dass sachverhaltsabbildende Maßnahmen i. d. R. durch den externen Bilanzanalysten nicht nachvollzogen werden können und somit ein ideales Instrument der Bilanzpolitik darstellen. International ist allerdings in jüngerer Zeit zunehmend die Tendenz erkennbar, dass Bilanzierungswahlrechte eingeschränkt werden und die Erläuterungsvorschriften den detaillierten Ausweis der einzelnen Bewertungsparameter verlangen.⁵⁸⁷

Ein zweites bilanzpolitisches Instrument ist die Sachverhaltsgestaltung. Unter den Begriff der Sachverhaltsgestaltung werden geschäftspolitische Maßnahmen subsumiert, die primär auf die Gestaltung des der Bilanz zugrunde liegenden Mengengerüsts abstellen. Sachverhaltsgestaltung ist somit in erster Linie eine Frage des Bilanzansatzes und der Periodisierung von Geschäftsvorfällen. Hierunter fallen beispielsweise Maßnahmen, die unmittelbar Einfluss auf den Zu- oder Abgang von Bilanzpositionen haben, aber auch sämtliche Maßnahmen, die eine zeitliche Vor- oder Nachverlagerung von Geschäftsvorfällen nach sich ziehen. Beispiele für sachverhaltsgestaltende Maßnahmen sind:

- § Asset Backed Securities
- § Verlagerung von Werbe-, Reparatur- und Anschaffungskosten in die laufende oder darauf folgende Periode
- § Auslagerung von eigenen Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten (Aktivierungsverbot) in eine Tochtergesellschaft mit anschließendem Erwerb der Forschungsergebnisse (Aktivierungspflicht im Einzelabschluss)
- § Sale and Lease Back Geschäfte.

Sachverhaltsgestaltende Maßnahmen sind extern i. d. R. nicht nachvollziehbar. Aufgrund der zunehmend restriktiven Handhabung der bilanziellen Ermessensspielräume und Wahlrechte und der steigenden Anforderungen an die Erläuterungspflichten gewinnt die Umsetzung der unternehmenspolitischen Ziele durch sachverhaltsgestaltende Maßnahmen zunehmend an Bedeutung. Sachverhaltsgestaltung dient sowohl der Bildung und Auflösung stiller Rücklagen als auch der Einflussnahme auf das Bilanzbild und damit auf die Bilanzrelationen des Unternehmens.

⁵⁸⁷ Dies zeigt beispielsweise die Entwicklung der Erläuterungsvorschriften nach SEC, US-GAAP und IAS / IFRS.

B. Jahresabschlusspolitik durch Finanzinstrumente in HGB-, IFRS- und US-GAAP-Abschlüssen

Aufgrund ihrer vielfältigen Einsatzmöglichkeiten (Absicherungs-, Handels-, Spekulationsfunktion) eignen sich derivative Finanzinstrumente als Instrument der Bilanzpolitik. Die Auslegung der bestehenden Standards und Gesetze führt dazu, dass Finanzinstrumente höchst unterschiedlich bilanziert werden können. Die bestehende Rechtsunsicherheit ermöglicht weitreichende bilanzpolitische Spielräume. Dabei lassen sich durch den Einsatz von Finanzinstrumenten unterschiedlichste bilanzpolitische Zielsetzungen (z. B. Ergebnismaximierung, Ergebnisminimierung, Optimierung der Bilanzrelationen, Shareholder-Value) realisieren.⁵⁸⁸ Im Folgenden wird auf die einzelnen, durch den Einsatz von Finanzinstrumenten beeinflussbaren bilanzpolitischen Zielsetzungen (Gewinnmaximierung, Gewinnminimierung, Optimierung der Bilanzrelationen und Shareholder-Value) eingegangen werden.

1. Gewinnmaximierung

1.1. HGB

Möchte ein Unternehmen in der laufenden Periode einen möglichst hohen Gewinn ausweisen, so wird es nach Möglichkeit Erträge in die laufende Periode vorverlegen und stille Reserven auflösen. Finanzinstrumente können nur in geringem Umfang gezielt zur Steigerung des laufenden Ergebnisses eingesetzt werden. Grundsätzlich ist auch hier zu unterscheiden, ob es sich um freistehende Finanzinstrumente oder Sicherungszusammenhänge handelt.

Freistehende Finanzinstrumente führen aufgrund des Imparitätsprinzips dazu, dass Verluste in der laufenden Periode unmittelbar ergebniswirksam werden, während Bewertungsgewinne unberücksichtigt bleiben müssen. Aufgrund der hohen Liquidierbarkeit von börsengehandelten Finanzinstrumenten ist es allerdings faktisch möglich, eine Marktbewertung für an liquiden Märkten gehandelte Finanzinstrumenten zu erzielen, indem die Instrumente bei Bedarf vor Ablauf der Rechnungslegungsperiode veräußert

⁵⁸⁸ Zur Unternehmenspolitik vgl. KERTH, A./WOLF, J. (1992), S. 296.

bzw. glattgestellt werden und in der Folgeperiode zurückgekauft werden. Hierdurch lassen sich die bei freistehenden Finanzinstrumenten entstandenen stillen Reserven ergebnissteigernd realisieren. Dieses bei Investmentfonds durchaus übliche *Window Dressing* führt darüber hinaus dazu, dass die Erläuterungspflichten über die bestehenden Unternehmensrisiken abnehmen und zum Bilanzstichtag keine (oder nur geringe) Risiken aus derivativen Positionen bestehen. Dem stehen allerdings gegebenenfalls nicht unerhebliche Transaktionskosten gegenüber. Die Auswirkungen eines solchen *Window Dressings* soll anhand eines Beispiels verdeutlicht werden. Ein Unternehmen besitzt Aktienoptionen, deren Anschaffungskosten von 100 € ein Marktwert von 200 € gegenüber steht. Gleichzeitig besitzt das Unternehmen Dollaroptionen, deren Marktwert von 80 € unter ihren Anschaffungskosten von 100 € liegt. Die Dollaroption wurde folglich in der laufenden Periode auf 80 € abgeschrieben. Die Bilanz sieht vor der Veräußerung der Aktienoption wie folgt aus:

AKTIVA		Bilanz I (in EUR)		PASSIVA	
A. Anlagevermögen	300,00	C. Eigenkapital			
B. Umlaufvermögen		1. Gezeichnetes Kapital		350,00	
I. Vorräte	200,00	2. Jahresüberschuss		130,00	
II. Sonstige Vermögensgegenstände		D. Verbindlichkeiten			200,00
Dollaroption	80,00				
Aktienoption	100,00				
Bilanzsumme	680,00	Bilanzsumme		680,00	

Um ein besseres Ergebnis ausweisen zu können, entschließt sich das Unternehmen, die freistehenden Aktienoptionen zu veräußern. Der Jahresüberschuss steigt darauf um 100 € auf 230 €

AKTIVA		Bilanz II (in EUR)		PASSIVA	
A. Anlagevermögen	300,00	C. Eigenkapital			
B. Umlaufvermögen		1. Gezeichnetes Kapital		350,00	
I. Vorräte	200,00	2. Jahresüberschuss		230,00	
II. Sonstige Vermögensgegenstände		D. Verbindlichkeiten			200,00
Dollaroption	80,00				
Kasse	200,00				
Bilanzsumme	780,00	Bilanzsumme		780,00	

Finanzinstrumente eignen sich hierbei insbesondere aufgrund des liquiden Marktes zu einer schnellen Auflösung von stillen Reserven und sind damit als bilanzpolitisches Instrument deutlich leichter zu handhaben, als beispielsweise Grundstücke oder strate-

gische Beteiligungen. Bei freistehenden Finanzinstrumenten ist darüber hinaus zu beachten, welche bilanziellen Folgen sich aus der Wahl des Finanzinstruments ergeben können. Während bedingte Termingeschäfte das zukünftige Ergebnis maximal in Höhe der aktivierten Prämie mindern können, besteht bei unbedingten Finanzinstrumenten und Swap Verträgen die Gefahr weitreichender Verluste. Dementsprechend kann die Bildung einer Rückstellung für drohende Verluste notwendig werden, die sich handelsrechtlich unmittelbar ergebnismindernd auswirkt. Da die handelsrechtliche Rückstellung für drohende Verluste steuerlich nicht anerkannt ist, sehen sich Firmen hier einem fallenden handelsrechtlichen Ergebnis bei gleichbleibendem Steueraufwand gegenüber. Der handelsrechtlich aufgetretene Verlust kann steuerlich nur geltend gemacht werden, sofern das Derivat glattgestellt und der Verlust realisiert wird oder der negative Marktwert des Derivats an ein anderes (bspw. konzerninternes) Unternehmen veräußert wird. In diesem Fall würde das veräußernde Unternehmen dem erwerbenden Unternehmen eine Entschädigung in Höhe des aufgetretenen Verlusts zahlen. Gerade innerhalb eines Konzerns bieten sich hier vielfältige Möglichkeiten, das Ergebnis einzelner Konzerngesellschaften durch die Übertragung von Derivaten zu gestalten.

Neben freistehenden Finanzinstrumenten können auch Sicherungszusammenhänge direkten Einfluss auf die Höhe des ausgewiesenen Ergebnisses nehmen. Allerdings beschränkt das Anschaffungskostenprinzip den Bilanzansatz beider Positionen auf die Anschaffungskosten. Darüber hinaus führt das Vorsichtsprinzip zu einer Berücksichtigung von Verlusten, sobald der Sicherungszusammenhang aufgelöst wurde und das kompensierende Sicherungsgeschäft in keinem Sicherungszusammenhang zum Grundgeschäft mehr steht. Folglich können Sicherungszusammenhänge bilanzpolitisch nicht zu Ergebnissteigerungen führen.

1.2. US-GAAP und IFRS

Innerhalb der internationalen und US-amerikanischen Rechnungslegungsvorschriften wurde der bilanzpolitische Spielraum mit Einführung des *fair values* als bevorzugtes Bewertungsmaß stark eingeschränkt. Die Bildung stiller Reserven ist i. d. R. nicht möglich. Hier stellt sich weniger die Frage nach einer Optimierung des Ergebnisses als vielmehr die Frage der Ergebnisvolatilität. Die Volatilität hängt wesentlich von der gewählten Bewertungsmethode ab. Freistehende Finanzinstrumente müssen einer der drei

Kategorien *held to maturity*, *at fair value through profit or loss* bzw. *held for trading* oder *available for sale* zugeordnet werden.

Die Abgrenzung als *held to maturity investment* führt bis zur Endfälligkeit des Finanzinstruments tendenziell zu einem zu niedrigeren Vermögensausweis, weil Wertsteigerungen nicht berücksichtigt werden dürfen. Die Anschaffungskosten bilden die Wertobergrenze für das Finanzinstrument, während Verluste sofort zu berücksichtigen sind, sofern der *recoverable amount* unter den Buchwert des Finanzinstruments fällt. Eine Wertaufholung ist darüber hinaus nach US-GAAP auch nach Wegfall des Abschreibungsgrunds unzulässig. Dafür wirken sich vorübergehende Wertschwankungen während der Laufzeit des Finanzinstruments nicht unmittelbar auf das Ergebnis aus. Allerdings ist die Abgrenzung als *held to maturity investments* mit einer Vielzahl von Bedingungen verbunden.⁵⁸⁹

Die Abgrenzung als *at fair value through profit or loss* bzw. *held for trading* Finanzinstrument führt hingegen dazu, dass jede Veränderung des *fair values* unmittelbar ergebniswirksam zu- oder abgeschrieben werden muss. Als Ergebnis „atmet“ die Bilanz in Einklang mit der Marktwertentwicklung der Finanzinstrumente. Eine zunehmende Anfälligkeit des Ergebnisses gegenüber Marktwertänderungen führt jedoch zu einer erschwerten Steuerbarkeit des Jahresüberschusses. Darüber hinaus wird das Ergebnis durch betriebsfremde Ereignisse verfälscht.

Obwohl innerhalb des IAS 39 das ehemalige Wahlrecht zur erfolgsneutralen oder erfolgswirksamen Berücksichtigung von *fair value* Änderungen bei *available for sale* Finanzinstrumente nicht mehr vorgesehen ist, besteht das Wahlrecht faktisch durch die Möglichkeit, Finanzinstrumente generell der Kategorie *at fair value through profit or loss* zuzuordnen. FAS 133 sieht hingegen ein generelles Wahlrecht zur erfolgsneutralen oder erfolgswirksamen Berücksichtigungen von Marktwerteffekten im *other comprehensive income* bzw. laufenden Ergebnis vor. Aufgrund des Ausweis der Ergebniseffekte im *other comprehensive income* bzw. im Eigenkapital ist eine Legung stiller Reserven bei *available for sale investments* extern erkennbar. Die ins Eigenkapital bzw. *other comprehensive income* eingestellten Marktwertänderungen können dazu genutzt werden, das laufende Ergebnis gezielt zu beeinflussen. Es bleibt dem Unternehmen überlas-

⁵⁸⁹ Vgl. hierzu ausführlich oben Abschnitt 2.2.2, S. 119 und Abschnitt 1.1.5, S. 160.

sen, die den abgegrenzten Beträgen zugrunde liegenden Finanzinstrumente jederzeit zu verkaufen und damit ergebniswirksam werden zu lassen. Die Auswirkungen der Einteilung eines freistehenden Finanzinstruments als *held to maturity*, *at fair value through profit or loss* bzw. *held for trading* oder *available for sale investment* soll anhand eines Beispiels verdeutlicht werden. In der Ausgangsbilanz werden grundsätzlich sämtliche Wertpapiere in Höhe ihrer Anschaffungskosten aktiviert. Das Unternehmen soll zwei Arten von variabel verzinslichen Anleihen (A und B) besitzen, die jeweils zu 100 € erworben wurden. Die Bilanz sieht in t_0 daher wie folgt aus:⁵⁹⁰

AKTIVA		Bilanz (in EUR)		PASSIVA	
A. Anlagevermögen	300,00	C. Eigenkapital			
		1. Gezeichnetes Kapital		500,00	
B. Umlaufvermögen		2. Jahresüberschuss		0,00	
I. Vorräte	200,00	D. Verbindlichkeiten		200,00	
II. Sonstige Vermögensgegenstände					
Anleihe A	100,00				
Anleihe B	100,00				
Bilanzsumme	700,00	Bilanzsumme		700,00	

Die folgende Tabelle zeigt die Marktwertentwicklung der Anleihen:

Marktwert	t_0	t_1	t_2	t_3
Anleihe A	100,00	80,00	120,00	110,00
Anleihe B	100,00	110,00	115,00	90,00

Für das Beispiel soll davon ausgegangen werden, dass sich die übrigen Bilanzpositionen nicht verändern und keine weiteren Einnahmen oder Ausgaben anfallen. In Abhängigkeit von der Abgrenzung der Finanzinstrumente als *held to maturity*, *held for trading* oder *available for sale* verändert sich der Wert der ausgewiesenen Anleihen sowie der Jahresüberschuss wie folgt:⁵⁹¹

⁵⁹⁰ Für eine bessere Vergleichbarkeit wurde die Bilanzgliederung nach HGB beibehalten.

⁵⁹¹ Im Beispiel wird das bei FAS 133 im Fall von *available for sale investments* bestehende Wahlrecht dahingehend ausgeübt, dass Wertänderungen erfolgsneutral ins *other comprehensive income* abgegrenzt werden.

Held to maturity investments	t₀	t₁	t₂	t₃
Anleihe A	100,00	80,00	80,00	80,00
Anleihe B	100,00	100,00	100,00	90,00
Jahresüberschuß	0,00	-20,00	0,00	-10,00
Held for trading investments / at fair value	t₀	t₁	t₂	t₃
Anleihe A	100,00	80,00	120,00	110,00
Anleihe B	100,00	110,00	115,00	90,00
Jahresüberschuß	0,00	-10,00	45,00	-35,00
Available for sale investments	t₀	t₁	t₂	t₃
Anleihe A	100,00	80,00	120,00	110,00
Anleihe B	100,00	110,00	115,00	90,00
Other Comprehensive income / Equity	0,00	-10,00	35,00	0,00
Jahresüberschuß	0,00	0,00	0,00	0,00

Lediglich die Abgrenzung als *available for sale investment* ermöglicht eine bilanzpolitische Einflussnahme auf das laufende Ergebnis. Hier kann das Ergebnis in jeder Periode gezielt erhöht werden, indem eine im Marktwert gestiegene Anleihe erfolgswirksam veräußert wird. Als Konsequenz würde der erfolgsneutral ins *other comprehensive income* bzw. Eigenkapital eingestellte Betrag unmittelbar ergebniswirksam werden, während etwaige Marktwertverluste aus anderen *Investments* weiterhin erfolgsneutral abgegrenzt bleiben dürfen. So kann der Jahresüberschuss des Unternehmens beispielsweise in t₁ um 10 € und in t₂ um 45 € gesteigert werden. In sämtlichen anderen Kategorien kann entweder aufgrund der restriktiven Anforderungen oder der sofortigen Ergebniswirksamkeit etwaiger Marktwertänderungen kein Einfluss auf die Ergebnisentwicklung genommen werden.

2. Gewinnminimierung

2.1. HGB

Die bilanzpolitische Zielsetzung der Ergebnisminimierung erfolgt in der Regel unter steuerlichen Gesichtspunkten. Das laufende Ergebnis wird minimiert, um die steuerliche Belastung möglichst gering zu halten. Finanzinstrumente bieten kaum Möglichkeiten, das laufende Ergebnis gezielt zu senken. Einzig die Entscheidung, ob faktisch bestehende Sicherungszusammenhänge in der Bilanz als Bewertungseinheit abgegrenzt oder dem strengen Einzelausweis entsprechend separat bewertet werden, bietet einen geringen bilanzpolitischen Spielraum. Hierbei besteht nach HGB keine Pflicht zur Bildung

von Bewertungseinheiten. Die strenge Einzelbewertung führt nach HGB zu einem tendenziell niedrigeren Ergebnisausweis, da hier das Imparitäts- und Anschaffungskostenprinzip zu einer unmittelbaren Berücksichtigung von Wertminderungen führt, während gleichzeitig etwaige Kursgewinne aufgrund des Anschaffungskostenprinzips unberücksichtigt bleiben.

2.2. US-GAAP und IFRS

In IFRS und US-GAAP Abschlüssen können freistehende Finanzinstrumente dazu verwendet werden, das laufende Ergebnis zu senken, da es dem Bilanzierenden auch hier freisteht, das Finanzinstrument als *available for sale investment* abzugrenzen. Analog zur Gewinnmaximierung kann der Bilanzierende hier nun selektiv die erfolgsneutral ins Eigenkapital bzw. *other comprehensive income* eingestellte Verluste jederzeit am Markt realisieren und gleichzeitig etwaige erfolgsneutral abgegrenzte Gewinne weiterhin ergebnisneutral im Eigenkapital bzw. *other comprehensive income* beibehalten bzw. in ohnehin ergebnisschwachen Perioden aufzulösen. Dies soll anhand eines Beispiels verdeutlicht werden. In dem Beispiel sieht die Ausgangsbilanz wie folgt aus:

AKTIVA		Bilanz (in EUR)		PASSIVA	
A. Anlagevermögen	300,00	C. Eigenkapital			
B. Umlaufvermögen		1. Gezeichnetes Kapital		500,00	
I. Vorräte	200,00	2. Jahresüberschuss		0,00	
II. Sonstige Vermögensgegenstände		D. Verbindlichkeiten		200,00	
Wertpapier A	100,00				
Wertpapier B	100,00				
Bilanzsumme	700,00	Bilanzsumme		700,00	

Die folgende Tabelle zeigt die Marktwertentwicklung der Wertpapiere:

Marktwert	t ₀	t ₁	t ₂	t ₃
Wertpapier A	100,00	80,00	120,00	110,00
Wertpapier B	100,00	110,00	115,00	90,00

Für das Beispiel soll davon ausgegangen werden, dass in t₂ eine Position des Anlagevermögens außerplanmäßig um 100 € abgeschrieben werden muss. Die übrigen Bilanzpositionen sollen sich nicht verändern und das Unternehmen erzielt keine weiteren Einnahmen oder Ausgaben. Die Wertpapiere wurden vom Unternehmen als *available for*

sale investment abgegrenzt.⁵⁹² Die einzelnen Positionen und der Jahresüberschuss entwickeln sich ohne den Einsatz von bilanzpolitischen Mitteln wie folgt:

Bilanzposition	t₀	t₁	t₂	t₃
Anlagevermögen	300,00	300,00	200,00	200,00
Wertpapier A	100,00	80,00	120,00	110,00
Wertpapier B	100,00	110,00	115,00	90,00
Other Comprehensive Income / Equity	0,00	-10,00	55,00	0,00
Jahresüberschuss	0,00	0,00	-100,00	0,00

Der Einsatz bilanzpolitischer Instrumente führt hingegen zu einem anderen Bild. Die erfolgsneutral ins Eigenkapital bzw. *other comprehensive income* eingestellten Ergebnisbeiträge können vom Unternehmen jederzeit realisiert werden, indem das zugrunde liegende Geschäft veräußert wird. An liquiden und effizienten Märkten ist es i. d. R. unproblematisch, Wertpapiere zu veräußern und unmittelbar wieder zurückzukaufen, ohne dass hierbei größere Handelsverluste auftreten würden. Weder das IFRS noch das US-GAAP beinhalten Sanktionen, die eine solche Rückkaufpolitik einschränken würden. Darüber hinaus wäre es dem Bilanzierenden auch möglich, auf eine Veräußerung zu verzichten und lediglich ein *available for sale investment* in ein *held for trading investment* bzw. in ein *at fair value through profit or loss investment* umzukategorisieren. Die Umkategorisierung führt allerdings in den Folgeperioden zu einer *fair value* Bewertung. Für das Beispiel wird davon ausgegangen, dass das Unternehmen die Wertpapiere verkauft und sofort wieder zurückkauft und damit eine neue Anschaffungskostenbasis für die Papiere legt. Die Abgrenzung als *available for sale investment* bleibt unberührt. Das Unternehmen soll in t₁ den Verlust aus Wertpapier A realisieren, der Gewinn aus Wertpapier B verbleibt erfolgsneutral im Eigenkapital. In t₂ realisiert das Unternehmen die Bewertungsgewinne bei beiden Wertpapieren, um den Verlust aus der außerordentlichen Abschreibung des Anlagevermögens zu senken.

Bilanzposition	t₀	t₁	t₂	t₃
Anlagevermögen	300,00	300,00	200,00	200,00
Wertpapier A	100,00	80,00	120,00	110,00
Wertpapier B	100,00	110,00	115,00	90,00
Other Comprehensive Income / Equity	0,00	10,00	0,00	-35,00
Jahresüberschuss	0,00	-20,00	-45,00	0,00

⁵⁹² Im Beispiel wird das in FAS 133 für *available for sale investments* bestehende Wahlrecht dahingehend ausgeübt, dass Wertänderungen erfolgsneutral im *other comprehensive income* abgegrenzt werden.

Generell ist zu beachten, dass die Realisation erfolgsneutral abgegrenzter Ergebnisbeiträge ausweispflichtig ist. Sie sind innerhalb der GuV bzw. in Verbindung mit der Eigenkapitalveränderungsrechnung in realisierte und unrealisierte Gewinne und Verluste aufzuteilen. Damit ist die gezielte Ergebnisänderung zwar durch die externe Bilanzanalyse nachvollziehbar, es ist dem Jahresabschluss allerdings nicht zu entnehmen, dass die Papiere nur zur Realisierung stiller Reserven veräußert und anschließend sofort zurückgekauft wurden.

3. Kennzahlenoptimierung nach HGB, IFRS und US-GAAP

In diesem Abschnitt werden einzelne Kennzahlen auf ihre Anfälligkeit für bilanzpolitische Maßnahmen untersucht. Hierzu wird zunächst dargestellt, welche Bilanzpositionen durch den Einsatz von Finanzinstrumenten gezielt beeinflusst werden können, um hierauf aufbauen die Auswirkungen der bilanzpolitischen Modifikationen auf die einzelnen Kennzahlen zu untersuchen.

3.1. Analyse der Bilanz- und GuV

Finanzinstrumente können auf direkte oder indirekte Art und Weise genutzt werden, um einzelne Bilanz- und GuV-Positionen und damit das der Bilanzanalyse zugrunde liegende Mengen- und Wertegerüst zu beeinflussen. Direkten Einfluss auf die einzelnen Positionen haben insbesondere sachverhaltsabbildende Maßnahmen, da sie nicht auf das zugrunde liegende Mengengerüst abzielen, sondern sich unmittelbar auf die Bewertungshöhe bestehender Positionen auswirken. Ein Beispiel für eine direkte bilanzpolitische Maßnahme ist die Frage, ob bei bestehenden Sicherungszusammenhängen eine Bewertungseinheit abgegrenzt wird oder nicht. Indirekte bilanzpolitische Maßnahmen ergeben sich überwiegend aus sachverhaltsgestaltenden Maßnahmen, die häufig keinen unmittelbaren bzw. direkten Einfluss auf aktuelle Kennzahlen haben, indirekt aber das zukünftige Werte- und Mengengerüst beeinflussen und damit die Basis zukünftiger Kennzahlenanalyse maßgeblich beeinflussen können. Dies ermöglicht es dem Bilanzierenden, das der Bilanzierung und Bewertung zugrunde liegende Mengengerüst i. S. d. bilanzpolitischen Zielsetzungen zu gestalten.⁵⁹³ Nachteilig wirkt sich aus, dass zwar bestimmt werden kann, welche Positionen zukünftig ausgewiesen werden müssen, nicht

⁵⁹³ Vgl. KÜTING, K. (1996), S. 940.

aber die Höhe und Art (Ertrag oder Aufwand) des Ausweises beeinflusst werden kann. So hat die Wahl des verwendeten Finanzinstruments (Swaps, Futures, Optionen etc.) weitreichenden Einfluss darauf, welche Bilanzpositionen (sonstige Vermögensgegenstände, Rückstellungen etc.) in zukünftigen Perioden von einer Wertänderung des Finanzinstruments beeinflusst werden. Ob sich die Veränderung allerdings positiv oder negativ auf die Bilanzkennzahlen auswirkt, kann häufig nicht vorher gesehen werden. Vielmehr liegt hier das Ziel des Bilanzierenden darin, die Höhe und Art bestimmter Positionen (z. B. Rückstellungen für drohende Verluste etc.) gar nicht erst von der Wertentwicklung einiger Finanzinstrumente abhängig zu machen. Im Folgenden wird darauf eingegangen, welche direkten und indirekten bilanzpolitischen Spielräume bestehen, um einzelnen Bilanz- und GuV-Positionen zu modifizieren und wie sich die Änderungen auf einzelne Kennzahlen auswirken können.

3.2. Direkte bilanzpolitische Maßnahmen

Finanzinstrumente können direkten Einfluss auf das Wertegerüst der Bilanz und GuV nehmen. Dem Bilanzierenden eröffnen sich eine Vielzahl von Bilanzierungs-, Bewertungs- und Ausweiswahlrechten. Die wichtigsten bilanzpolitischen Wahlrechte sind hierbei:

- § Faktisches Wahlrecht zur Abgrenzung von Sicherungszusammenhängen als Bewertungseinheit
- § Auflösung von Bewertungseinheiten
- § Wahl der Kompensationsebene
- § Asset Backed Securities

Es wird kurz dargestellt, wie die einzelnen Wahlrechte für bilanzpolitische Zwecke eingesetzt werden können.

3.2.1. Bildung und Auflösung von Bewertungseinheiten

Die Bildung und Auflösung von Sicherungszusammenhängen ist innerhalb der deutschen Rechnungslegungsvorschriften nur unzureichend geregelt. Es liegt vollständig im Ermessen des Bilanzierenden, faktisch bestehende Sicherungszusammenhänge auch als solche zu kennzeichnen. Aus dem HGB ergibt sich keine Abgrenzungspflicht und es

steht dem Bilanzierenden somit frei, Bewertungseinheiten zu bilden oder das Grund- und Sicherungsgeschäft einzeln zu bewerten. Besteht ein Sicherungszusammenhang und wird dieser nicht als Bewertungseinheit abgegrenzt, so sind die im Sicherungszusammenhang enthaltenen Positionen einzeln zu bewerten. Tendenziell führt der strenge Einzelausweis faktisch bestehender Sicherungszusammenhänge zu einem niedrigeren Vermögensausweis, da Verluste unmittelbar in unbegrenzter Höhe berücksichtigt werden müssen, während Zuschreibungen bei der korrespondierenden Größe aufgrund des Anschaffungskostensprinzips auf die Anschaffungskosten begrenzt bleiben.⁵⁹⁴ Bilanzpolitischen Spielraum bietet aber auch die Abgrenzung von Bewertungseinheiten. Aufgrund der unternehmerischen Entscheidungsfreiheit steht es dem Bilanzierenden frei, abgegrenzte Sicherungszusammenhänge jederzeit ergebniswirksam aufzulösen.⁵⁹⁵ Innerhalb der IFRS- und US-GAAP Vorschriften liegt es ebenfalls in der Entscheidungsfreiheit des Bilanzierenden, Grund- und Sicherungsgeschäfte als Sicherungszusammenhang zu deklarieren oder beide Geschäfte einzeln zu bewerten. Allerdings müssen nach beiden Vorschriften derivative Finanzinstrumente zum *fair value* bilanziert werden, während sich die Bilanzierung des Grundgeschäfts nach den anzuwendenden Vorschriften richtet. Die Abgrenzung des Grundgeschäfts als *held to maturity*, *available for sale*, *at fair value through profit or loss* oder *held for trading investment* führt zu den schon angeführten bilanzpolitischen Möglichkeiten.⁵⁹⁶

3.2.2. Wahl der Kompensationsebene

Die Wahl der Kompensationsebene hängt unmittelbar von ihrer rechtlichen Zulässigkeit ab. Bisher sind nach deutschem Recht sowohl Micro, Macro- als auch Portfolio-Hedges denkbar. Allerdings ist die rechtliche Zulässigkeit von Macro- und Portfolio-Hedges umstritten. Gerade sie bieten jedoch weitreichende bilanzpolitische Möglichkeiten. Die Zuordnung der sich kompensierenden Gewinne- und Verlust auf die einzelnen Positionen des Macro- bzw. Portfolio-Hedges kann nahezu willkürlich erfolgen, da es keine gesetzlichen Regelungen für die Art der Verteilung aufgetretener Bewertungsgewinne auf Positionen mit Marktwertverlusten gibt. Lediglich im Falle einer vollständigen Gewinn- und Verlustkompensation innerhalb des Macro- oder Portfolio-Hedges besteht kein bilanzpolitischer Spielraum. Ferner steht es dem Bilanzierenden frei, die Zusam-

⁵⁹⁴ Vgl. auch oben Abschnitt 3.1, S. 56.

⁵⁹⁵ Vgl. oben Abschnitt 3.2.5, S. 67.

⁵⁹⁶ Vgl. oben Abschnitt 1.2, S. 220.

mensetzung des Macro- oder Portfolio-Hedges umzustrukturieren. Im Ergebnis bedeutet dies, dass der Wertansatz der gesicherten Position wesentlich von der Entscheidung des Bilanzierenden abhängt. Die Zulässigkeit von Portfolio-Hedges ist nach wie vor umstritten. Während Macro-Hedges weder innerhalb des HGB, der IFRS- noch der US-GAAP Vorschriften zulässig sind, können Portfolio-Bewertungseinheiten über eine reine Absicherung des verbleibenden Portfoliorisikos teilweise innerhalb der IFRS und US-GAAP realisiert werden. Es ist davon auszugehen, dass auch innerhalb der deutschen Rechnungslegungsvorschriften Portfolio-Hedges zunehmend als zulässig erachtet werden.

3.2.3. Asset Backed Securities

Asset Backed Securities Maßnahmen können den Ausweis einzelner Bilanzpositionen in einem weitaus größeren Maß beeinflussen, als es durch die Bildung von Micro-, Macro- und Portfolio-Hedges möglich ist. Gleichzeitig erlauben sie es dem Unternehmen, sich kostengünstig am Kapitalmarkt zu refinanzieren. Ferner nehmen sie das Adressenausfallsrisiko aus der Bilanz bzw. weisen es im Falle eines Rückkaufs der Junior Class Papiere als Wertpapier des Umlaufvermögens aus. Die bilanzpolitische Wirkung von ABS-Maßnahmen ergibt sich zumeist weniger aus dem eigentlichen Liquiditätszugang als viel mehr durch den gezielten Einsatz der erhaltenen Mittel. Demnach ergeben sich aus ABS-Maßnahmen zweierlei Wirkungen: zum einen kann der erhaltene Verkaufspreis direkt in den liquiden Mittel verbleiben und damit die absolute Höhe des Umlaufvermögens unverändert lassen oder aber für neue Investitionen oder zur Rückführung von Fremdkapital verwendet werden. Im letzteren Fall würde das Umlaufvermögen und Fremdkapital entsprechend sinken bzw. die Position, in die investiert wurde, steigen. *Asset Backed Securities* beinhalten somit ein erhebliches bilanzpolitisches Potential, das eine weitgehende Beeinflussung unterschiedlichster Kennzahlen ermöglicht. Im folgenden Beispiel sollen die Auswirkungen von ABS-Maßnahmen auf die Bilanz und einige gängige Kennzahlen untersucht werden. Die Ausgangsbilanz sieht wie folgt aus:

AKTIVA		Bilanz I	PASSIVA	
A. Anlagevermögen			C. Eigenkapital	
1. Immaterielle Vermögensgegenstände	100,00		1. Gezeichnetes Kapital	100,00
2. Sachanlagen	100,00		2. Kapitalrücklagen	100,00
3. Finanzanlagen	100,00		3. Gewinnrücklagen	100,00
			4. Gewinnvortrag/Verlustvortrag	100,00
B. Umlaufvermögen			5. Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	10,00
1. Vorräte	100,00		6. Other Comprehensive Income	
2. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	100,00		D. Rückstellungen	100,00
3. Wertpapiere	100,00		E. Verbindlichkeiten	100,00
4. Liquide Mittel	10,00		F. Rechnungsabgrenzungsposten	10,00
C. Rechnungsabgrenzungsposten	10,00			
Bilanzsumme	620,00		Bilanzsumme	620,00

In einem ersten Schritt veräußert das Unternehmen sämtliche Forderungen an die SPE. Das Adressenausfallsrisiko wird durch einen Abschlag von 10% im Verkaufspreis berücksichtigt. Der Verkaufsverlust soll für das Beispiel im Jahresüberschuss berücksichtigt werden.

AKTIVA		Bilanz II	PASSIVA	
A. Anlagevermögen			C. Eigenkapital	
1. Immaterielle Vermögensgegenstände	100,00		1. Gezeichnetes Kapital	100,00
2. Sachanlagen	100,00		2. Kapitalrücklagen	100,00
3. Finanzanlagen	100,00		3. Gewinnrücklagen	100,00
			4. Gewinnvortrag/Verlustvortrag	100,00
B. Umlaufvermögen			5. Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	0,00
1. Vorräte	100,00		6. Other Comprehensive Income	
2. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	0,00		D. Rückstellungen	100,00
3. Wertpapiere	100,00		E. Verbindlichkeiten	100,00
4. Liquide Mittel	100,00		F. Rechnungsabgrenzungsposten	10,00
C. Rechnungsabgrenzungsposten	10,00			
Bilanzsumme	610,00		Bilanzsumme	610,00

Die liquiden Mittel (100 €) verwendet das Unternehmen für den Erwerb einer Produktionsanlage.

AKTIVA		Bilanz III		PASSIVA	
A. Anlagevermögen				C. Eigenkapital	
1. Immaterielle Vermögensgegenstände	100,00			1. Gezeichnetes Kapital	100,00
2. Sachanlagen	200,00			2. Kapitalrücklagen	100,00
3. Finanzanlagen	100,00			3. Gewinnrücklagen	100,00
				4. Gewinnvortrag/Verlustvortrag	100,00
B. Umlaufvermögen				5. Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	0,00
1. Vorräte	100,00			6. Other Comprehensive Income	
2. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	0,00			D. Rückstellungen	100,00
3. Wertpapiere	100,00			E. Verbindlichkeiten	100,00
4. Liquide Mittel	0,00			F. Rechnungsabgrenzungsposten	10,00
C. Rechnungsabgrenzungsposten	10,00				
Bilanzsumme	610,00			Bilanzsumme	610,00

Die einzelnen Schritte wirken sich unmittelbar auf eine Vielzahl von Bilanzkennzahlen aus. In der folgenden Abbildung sollen die Auswirkung der ABS-Massnahme auf einige gängige Bilanzkennzahlen dargestellt werden.⁵⁹⁷

	Bilanz 1	Bilanz 2	Bilanz 3
1. Liquiditätsgrad I $\frac{\text{Liquide Mittel}}{\text{kurzfristige Verbindlichkeiten}}$	$\frac{10}{100} = 0,1$	$\frac{100}{100} = 1$	$\frac{0}{100} = 0$
2. Anlage-/Umlaufintensität $\frac{\text{Anlagevermögen}}{\text{Umlaufvermögen}}$	$\frac{300}{310} = 0,968$	$\frac{300}{300} = 1$	$\frac{400}{200} = 2$
3. Forderungs-Bindung $\frac{\text{Forderung aus LuL}}{\text{Umsatzerlöse}}$	$\frac{100}{100} = 1$	$\frac{0}{100} = 0$	$\frac{0}{100} = 0$

Die verwendeten liquiden Mittel führen zu einer bilanzpolitisch bedingten Veränderung der Liquidität 1. Grades, der Anlage- oder Umlaufintensität und/ oder der Forderungs-Bindung.

Unternehmen werden jedoch häufig bemüht sein, die Kapitalstruktur zu verbessern, um vor allem für den Bereich der Bonitätsbeurteilung im Rahmen einer Kreditaufnahme ein positives Bild zu zeichnen.⁵⁹⁸ Dies gilt insbesondere auch, da im Rahmen der externen Bilanzanalyse die Insolvenzgefahr anhand einer Kapitalstrukturanalyse ermittelt wird.⁵⁹⁹ So ermittelt der bilanzanalytische Ansatz von Baetge die Insolvenzgefahr im Wesentli-

⁵⁹⁷ Die Auflistung erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Für eine ausführliche Darstellung wesentlicher Kennzahlen vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 985 ff.

⁵⁹⁸ Zu den folgenden Ausführungen vgl. auch COENENBERG, A. G. (2005), S. 993 ff.

⁵⁹⁹ Vgl. BAETGE, J. (1998), S. 560 ff.; BAETGE, J./BEUTER, H./FEIDICKER, M. (1992), S. 749 ff. und ALTMANN, E. I. (1968), S.589 ff.

chen durch nur vier Bilanzkennzahlen. Hierbei wurden anhand der Kennzahlen 86% der insolvenzgefährdeten Unternehmen bereits drei Jahre vor Eintritt der Insolvenz erkannt. Der Ansatz verwendet folgende Kennzahlen:

1) $\frac{\text{wirtschaftliches Eigenkapital}}{\text{Gesamtkapital}}$	2) $\frac{\text{Gesamtverschuldung}}{\text{Umsatz}}$
3) $\frac{\text{Cash Flow}}{\text{kurzfristiges Fremdkapital}}$	4) $\frac{\text{kurzfristige Verbindlichkeiten}}{\text{Fremdkapital}}$

Hierbei liegen den einzelnen Kennzahlen die folgenden Definitionen zugrunde:

Haftendes Eigenkapital
+ 50% des Sonderpostens mit Rücklageanteil
+ Gesellschafterdarlehen
- Forderungen an nicht persönlich haftende Gesellschafter
- Ausstehende Einlagen
<hr/>
= Wirtschaftliches Eigenkapital
<hr/> <hr/>

Betriebsergebnis
+ Normalabschreibungen
+ Zuführungen zu Pensionsrückstellungen
- Betriebssteuern
± Bestandserhöhungen/-minderungen
- Andere aktivierte Eigenleistungen
+ Finanzwirksame außerordentliche Erträge
- Finanzwirksame außerordentliche Aufwendungen
<hr/>
= Cash Flow
<hr/> <hr/>

Für das folgende Beispiel soll vereinfacht das wirtschaftliche Eigenkapital dem gezeichneten Kapital entsprechen und der Cashflow mit 100 € angesetzt werden. Im Beispiel soll weiterhin davon ausgegangen werden, dass das Unternehmen in der laufenden Periode Forderungen in Höhe von 100 € erwirtschaftet hat, die aber in der laufenden Periode im Rahmen einer ABS-Maßnahme wieder veräußert werden und damit in der Bilanz sofort als liquide Mittel auftreten und nicht als Forderungen aktiviert werden.⁶⁰⁰

⁶⁰⁰ Hier liegt ein wesentlicher Unterschied zu den vorhergehenden ABS-Beispielen: wurden bisher nur bereits aktivierte Forderungsbestände veräußert, werden in diesem Beispiel bereits vor Ablauf der Rechnungslegungsperiode die in der laufenden Periode erwirtschafteten Forderungen gleich wieder veräußert. Im Ergebnis ist die ABS-Maßnahme als sachverhaltsgestaltende Maßnahme extern nicht nachvollziehbar.

Die Bilanz ohne ABS-Maßnahme (d.h. bei einer Aktivierung der erwirtschafteten Forderungsbestände) würde wie folgt aussehen:

Bilanz 1			
A. Anlagevermögen	100	A. Eigenkapital	
B. Umlaufvermögen		I. Gezeichnetes Kapital	100
I. Vorräte	100	V. Jahresüberschuß/Jahresfehlbetrag	110
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	200	B. Rückstellungen	
IV. Liquide Mittel	10	Sonstige Rückstellungen	100
C. Rechnungsabgrenzungsposten	10	C. Verbindlichkeiten	
	420	Kurzfristige Verbindlichkeiten	100
		D. Rechnungsabgrenzungsposten	10
			420

Da in der laufenden Periode die Forderungszugänge im Rahmen einer ABS-Maßnahme zu 90 € veräußert wurden, ergibt sich ein Liquiditätszugang in gleicher Höhe. Die Differenz zwischen dem Buchwert der Forderungen und dem erzielten Verkaufspreis in Höhe von 10 € stellt einen Aufwand der laufenden Periode dar. Die erhaltenen liquiden Mittel verwendet das Unternehmen zur Tilgung der bestehenden Verbindlichkeiten. Als Ergebnis ergibt sich folgende Bilanz:

Bilanz 2			
A. Anlagevermögen	100	A. Eigenkapital	
B. Umlaufvermögen		I. Gezeichnetes Kapital	100
I. Vorräte	100	V. Jahresüberschuß/Jahresfehlbetrag	100
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	100	B. Rückstellungen	
IV. Liquide Mittel	10	Sonstige Rückstellungen	100
C. Rechnungsabgrenzungsposten	10	C. Verbindlichkeiten	
	320	Kurzfristige Verbindlichkeiten	10
		D. Rechnungsabgrenzungsposten	10
			320

Aufgrund der ABS-Maßnahme verändert sich die Datenbasis für die Kennzahlenanalyse folgendermaßen:

wirtschaftliches Eigenkapital	= gezeichnetes Kapital	=	Bilanz 1 100	Bilanz 2 100
Gesamtkapital	= Eigenkapital + Fremdkapital	=	420	320
Gesamtverschuldung	= Verbindlichkeiten	=	100	10
Umsatz	= pauschal auf 200 gesetzt	=	200	200
Cash Flow	= pauschal auf 100 gesetzt	=	100	90
kurzfristiges Fremdkapital	= kurzf. Verbindlichkeiten	=	100	10
	+ sonstige Rückstellungen	=	100	100
	+ Passive Rechnungsabgrenzung	=	10	10
	Summe	=	210	120

Die veränderten Datenwerte führen zu unterschiedlichen Kennzahlenergebnissen:

	Bilanz 1	Bilanz 2	D
1. $\frac{\text{wirtschaftliches Eigenkapital}}{\text{Gesamtkapital}}$	$\frac{100}{420} = 0,238$	$\frac{100}{320} = 0,313$	29%
2. $\frac{\text{Gesamtverschuldung}}{\text{Umsatz}}$	$\frac{100}{200} = 0,5$	$\frac{10}{200} = 0,05$	-90%
2. $\frac{\text{Cash Flow}}{\text{kurzfristiges Fremdkapital}}$	$\frac{100}{210} = 0,476$	$\frac{90}{120} = 0,75$	56%
3. $\frac{\text{kurzfristige Verbindlichkeiten}}{\text{Fremdkapital}}$	$\frac{100}{210} = 0,476$	$\frac{10}{120} = 0,083$	-83%

Die Rückführung von Fremdkapital verändert die Bilanzkennzahlen erheblich. Insgesamt führt die ABS-Maßnahme zu einer deutlichen Verbesserung sämtlicher Kapitalstrukturkennzahlen, aber auch der einzelnen Renditemaßstäbe. Die Liquidität aus der ABS-Maßnahme kann gezielt eingesetzt werden, um die einzelnen Kennzahlen zu verändern. Tatsächlich ist allerdings anzumerken, dass ABS-Maßnahmen faktisch zu einer Umstrukturierung der Kapitalstruktur führen und somit im Ergebnis zu keinem falschen oder verzerrten Bilanzbild führen. Vielmehr zeichnen die Bilanzkennzahlen verschiedene rechtliche und wirtschaftliche Sachverhalte unterschiedlich aus. Es handelt sich dennoch um eine bilanzpolitische Gestaltung, da die gewonnene Liquidität zur gezielten Veränderung einzelner Bilanzkennzahlen verwendet wird und somit nicht allein die

wirtschaftlichen Gegebenheiten zu einer Veränderung der Kennzahlen führen, sondern der Wille des Bilanzierenden ausschlaggebend für die Entwicklung der einzelnen Kennzahlen ist.

ABS-Maßnahmen lassen sich auch im Rahmen von US-GAAP und IFRS Abschlüssen dazu nutzen, Bilanzkennzahlen gezielt zu verändern. Die Vorgehensweise entspricht den obigen Ausführungen zur deutschen Rechnungslegung.

3.3. Indirekte bilanzpolitische Maßnahmen

Indirekte bilanzpolitische Maßnahmen können sowohl zu einer Sachverhaltsgestaltung als auch zu einer veränderten Sachverhaltsabbildung führen. Entgegen der direkten bilanzpolitischen Einflussnahme erfolgt jedoch hier die Beeinflussung zufällig und ungesteuert. Lediglich die betroffenen Positionen können bestimmt werden, nicht jedoch die Höhe und Art der Veränderung. Finanzinstrumente können im Wesentlichen nur auf zwei Arten indirekten Einfluss auf das Bilanzbild nehmen. Zum einen durch die Wahl des verwendeten Finanzinstruments, zum anderen durch die Festlegung der Qualität und des Umfangs der Anhangsangaben.

3.3.1. Wahl des Finanzinstruments

Die Wahl des verwendeten Finanzinstruments bestimmt wesentlich, welche Bilanzpositionen aufgrund zukünftiger Marktwertentwicklungen beeinflusst werden. Unabhängig davon, ob es sich um freistehende Finanzinstrumente oder um Sicherungszusammenhänge handelt, führen die einzelnen Finanzinstrumente zu unterschiedlichen Ansatz-, Bewertungs- und Ausweisvorschriften. So führen beispielsweise Swap-Verträge nur zu einem Bilanzansatz, wenn sich aus ihnen voraussichtlich ein Nettoverlust ergibt. In diesem Fall ist eine Rückstellung für drohende Verluste zu bilden. Ansonsten sind Swap-Verträge insgesamt bilanzunwirksam. Bilanzpolitische Ermessensspielräume ergeben sich allerdings immer nur dann, wenn dem Bilanzierenden mehrere unterschiedliche oder gleichartige Finanzinstrumente zur Auswahl stehen, um das mit dem Finanzinstrument verfolgte Ziel zu realisieren. Im Falle von Swap Verträgen ist dies nicht der Fall, da keine wirkliche Alternative zu ihnen existiert. Ein anderes Bild ergibt sich bei bedingten und unbedingten Termingeschäften. Während sich bei bedingten Termingeschäften das Verlustrisiko auf die gezahlte Optionsprämie beschränkt und die bilanzziel-

len Auswirkungen somit auf eine Abschreibung der aktivierten Anschaffungskosten beschränkt sind, beinhalten unbedingte Termingeschäfte ein unbegrenztes Verlustrisiko das neben einer Abschreibung der geleisteten Prämie auch noch zu einer Rückstellungsbildung für drohende Verluste führen kann. Darüber hinaus ist bei unbedingten Finanzinstrumenten die Wahl des Zahlungsinstruments von zentraler Bedeutung: nur wenn das Unternehmen die Sicherheitsleistung durch eine Barzahlung (Fall 1) erbringt, kommt es zu einer Aktivierung der *margin*-Zahlungen. Leistet das Unternehmen Sicherheiten, indem es den Basiswert (z. B. das dem Termingeschäft zugrunde liegende Wertpapier) hinterlegt oder durch eine Bürgschaftsübernahme Dritter (z. B. Bankavalen, Fall 2) sichert, bleibt das wirtschaftliche Eigentum am Basiswert trotz der Verpfändung bzw. der Bürgschaft beim Unternehmen. Der Bilanzausweis und –ansatz ändert sich nicht.

Die Wahl des Zahlungsinstruments schlägt sich auch in den Folgeperioden nieder: führt der Terminkontrakt zu einem Gewinn, so ist dieser im zweiten Fall bis zu seiner Realisierung bilanziell nicht zu berücksichtigen, während im ersten Fall die Bilanzierung der erhaltenen Gutschrift strittig ist. Der Gewinn ist immer bilanziell abzubilden, fraglich ist nur, ob der Gewinn erfolgsneutral oder erfolgswirksam auszuweisen ist.⁶⁰¹ Da die erhaltene *margin*-Zahlung einen latenten Rückzahlungsanspruch beinhaltet, ist davon auszugehen, dass sie erfolgsneutral als sonstige Verbindlichkeit zu passivieren ist. Führt der Terminkontrakt darüber hinaus zu einem Verlust, so muss eine Rückstellung für drohende Verluste in Höhe des erwarteten Verlustes ausgewiesen werden.⁶⁰²

⁶⁰¹ Vgl. BFA (Hrsg.) (1993) 2/1993, S. 517 f. und GEBHARDT. G. (1996), S. 567.

⁶⁰² Zu den bilanziellen Auswirkungen der Wahl des Finanzinstruments und der hinterlegten *margin*-Zahlung vgl. unten Abb. 20, S. 237.

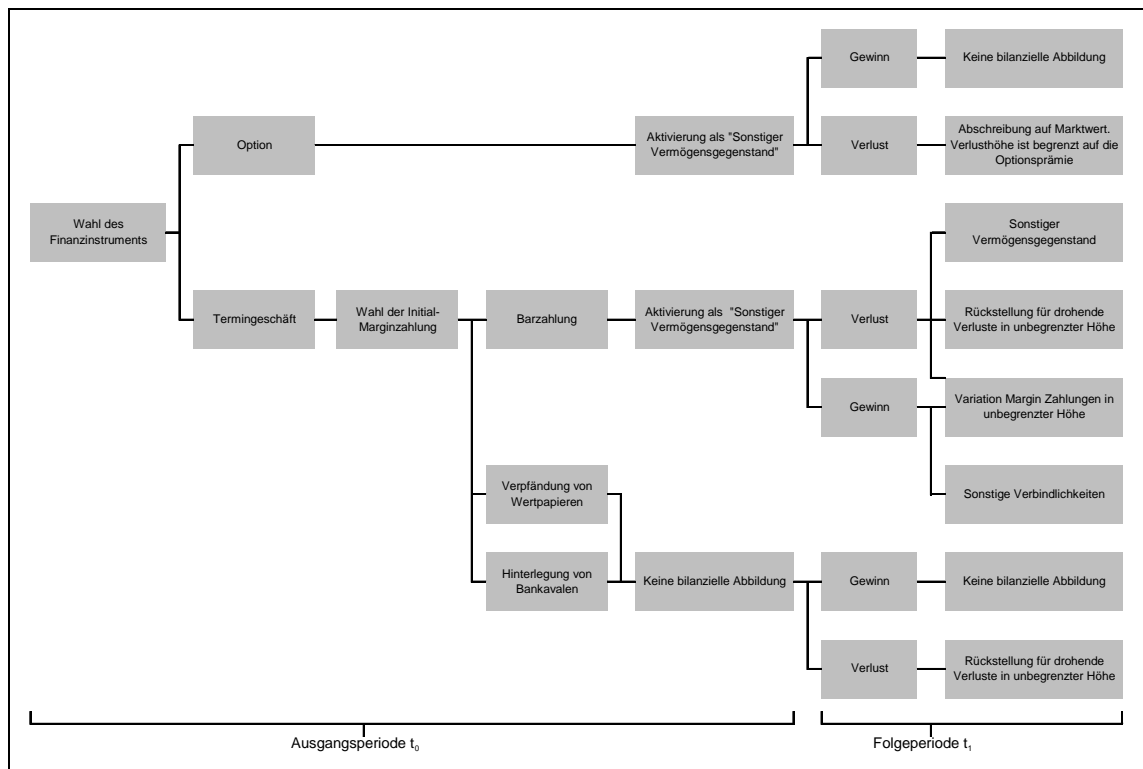


Abb. 20: Wahl des Finanzinstruments

Die Auswirkungen der Wahl des Finanzinstruments auf einzelne Bilanzkennzahlen kann mit Hilfe indirekter Methoden nicht gezielt gesteuert werden. Es kann allerdings durch die Wahl des Finanzinstruments bestimmt werden, ob bestimmte Kennzahlen durch etwaige Marktwertänderungen verändert werden. Swap-Geschäfte sind in der Regel bilanzunwirksam. Eine Ausnahme liegt vor, wenn sich aus dem Swap Geschäft ein Reinverlust ergibt. In diesem Fall ist handelsrechtlich eine Rückstellung für drohende Verluste zu bilden.⁶⁰³ Optionen führen nur zu einer Veränderung der Höhe der aktivierte sonstigen Vermögensgegenstände.⁶⁰⁴ Die Auswirkungen einer Marktwertänderung fallen in HGB-, IFRS- und US-GAAP-Abschlüssen unterschiedlich aus: während nach HGB eine Zuschreibung auf die Höhe der Anschaffungskosten der Option begrenzt ist, kann in IFRS- und US-GAAP-Abschlüssen aufgrund der Marktbewertung auch ein Ansatz über den Anschaffungskosten auftreten. Insofern kann hier der Wert der sonstigen Vermögenswerte aufgrund einer Marktwertänderung bei der Option theoretisch unbegrenzt steigen, maximal jedoch um die Höhe der Anschaffungskosten fal-

⁶⁰³ Innerhalb der IAS und US-GAAP umfasst der Begriff der *liabilities* nicht nur Verbindlichkeiten nach deutschem Verständnis, sondern beinhaltet auch solche Verpflichtungen, die wegen der Ungewissheit ihres Bestehens und/oder ihrer Höhe nicht als Verbindlichkeit sondern als Rückstellung ausgewiesen werden müssen. Die Position „Rückstellungen für drohende Verluste“ gehört somit innerhalb der US-GAAP und IAS zu den *liabilities*.

⁶⁰⁴ Geleistete margin-Zahlungen sind innerhalb der US-GAAP unter der Position *current asset* als *other assets* zu aktivieren.

len. Optionen können generell zu keinen Verlusten führen, die über die Anschaffungskosten hinausgehen. Eine Rückstellungsbildung für drohende Verluste entfällt. Die weitestgehenden bilanziellen Konsequenzen ergeben sich aus dem Einsatz von unbedingten Termingeschäften, wenn die *margin*-Zahlungen in Bar entrichtet werden. Hier ist eine geleistete *margin*-Zahlung als sonstiger Vermögensgegenstand zu aktivieren, während erhaltene *margin*-Zahlungen als ungewisse Verbindlichkeit passiviert werden müssen. Darüber hinaus müssen etwaige geleistete *variation margin*-Nachzahlungen sowohl als sonstiger Vermögensgegenstand aktiviert als auch in Form einer Rückstellung für drohende Verluste passiviert werden.⁶⁰⁵ In der folgenden Abbildung werden die jeweils aus der Wahl des Finanzinstruments resultierenden Bilanzpositionen zusammenfassend dargestellt.

Finanzinstrument	Sonstige Vermögensgegenstände / other assets	Ungewisse Verbindlichkeiten / liabilities	Rückstellungen für drohende Verluste / liabilities
Swaps	-	-	+
Bedingte Termingeschäfte	+	-	-
Unbedingte Termingeschäfte			
Margin = Barzahlung	+	+	+
Margin = Bankavalen	-	-	+
Margin = Basiswert	-	-	+

3.3.2. Qualität und Umfang der Anhangs- und Lageberichtsangaben

Ein weiteres indirektes Instrument zur bilanzpolitischen Sachverhaltsabbildung und -gestaltung ist die Festlegung der Informationsqualität der Anhangs- und Lageberichtsangaben.⁶⁰⁶ Hierbei bestehen gravierende Unterschiede zwischen den Offenlegungsvorschriften nach HGB, IFRS und US-GAAP. Nach HGB ergeben sich für derivative Finanzinstrumente direkte Ausweispflichten mit der Verabschiedung des Gesetzes zur Einführung internationaler Rechnungslegungsstandards und zur Sicherung der Qualität der Abschlussprüfung (BilReG) sowie des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG).⁶⁰⁷ Für börsennotierte Unternehmen besteht die Pflicht zur Erstellung eines IFRS Abschlusses, so dass die IFRS Vorschriften entsprechend anzuwendend sind. Das BilReG sieht für nicht börsennotierte Unternehmen den

⁶⁰⁵ Eine Ausnahme liegt vor, sofern es sich um einen Sicherungszusammenhang handelt. In diesem Fall ist nur eine Rückstellung zu bilden, sofern sich aus ihm ein Nettoverlust ergibt.

⁶⁰⁶ Vgl. KÜTING, K. (1996), S. 942.

⁶⁰⁷ Vgl. BilReG (2004). Gesetz zur Einführung internationaler Rechnungslegungsstandards und zur Sicherung der Qualität der Abschlussprüfung (Bilanzrechtsreformgesetz BilReG), v. 04.12.2004.

Ausweis der Art und den Umfang der eingesetzten Finanzinstrumente im Anhang vor. Ferner sind ihr Buch- und Marktwert, sofern dieser zuverlässig ermittelbar ist, und die verwendete Bewertungsmethode offen zu legen. Durch die Verabschiedung des KonTraG sind weitreichende Anhangs- und Lageberichtsangaben zu den bestehenden Risiken und dem Risikomanagement im Unternehmen verbindlich vorgeschrieben.⁶⁰⁸ Ziel des KonTraG war hierbei die Erhöhung der Qualität der Jahresabschluss- und Lageberichtsangaben. Die ausgewiesenen quantitativen und qualitativen Angaben müssen gem. § 317 Abs. 2 HGB im Rahmen der Abschlussprüfung überprüft werden. Die Angaben des Unternehmens zur Darstellung der Risiken der künftigen Entwicklung im Lagebericht sind somit Bestandteil der Abschlussprüfung.⁶⁰⁹ Es ist allerdings nicht zu übersehen, dass auch hier die Qualität dieser Angaben individuell bestimmt werden kann, da nach wie vor ein Grossteil der Ausweismöglichkeiten und -pflichten innerhalb der deutschen Rechnungslegungsvorschriften gar nicht oder nur unzureichend geregelt ist. Es bleibt letztlich dem Bilanzierenden überlassen, den Umfang und die Art der im Lagebericht gemachten Aussagen (quantitative oder qualitative Aussagen, Punktaussagen, Intervallaussagen etc.) zu bestimmen.⁶¹⁰

Sehr viel weitreichendere Erläuterungsvorschriften sehen hingegen IFRS 7 und FAS 133 vor. Beide Standards schreiben die Offenlegung diverser qualitativer und quantitativer Angaben verbindlich vor, während Wahlrechte eher die Ausnahme darstellen.⁶¹¹

3.4. Shareholder Value

Der von *A. Rappaport* geprägte Begriff des Shareholder Values postuliert die Ausrichtung der durch das Management verfolgten Unternehmenspolitik an den Zielvorstellungen der Unternehmensanteilseigner. Der Durchbruch des Shareholder Value Konzepts in den letzten 10-15 Jahren geht dabei vor allem auf die Globalisierung des Wettbewerbs und der Kapitalmärkte zurück.⁶¹² Darüber hinaus kommt der externen Kontrolle der Risikostruktur des Unternehmens eine große Bedeutung zu: die zunehmende Trennung des Eigentums am Unternehmen vom Management des Unternehmens, auch Agency-Problematik genannt, führt dazu, dass insbesondere die Kapitalgeber eine wirk-

⁶⁰⁸ Vgl. BÖCKING, H.-J./ORTH, C. (1998), S. 361 f. und dieselben (1998a), S. 1242.

⁶⁰⁹ Vgl. FORSTER, K.-H. (1998), S. 46.

⁶¹⁰ Vgl. KÜTING, K./WEBER, C.-P. (1993), S. 406 ff.

⁶¹¹ Vgl. hierzu auch oben 2. Kapitel, die entsprechenden Abschnitten B und C.

⁶¹² Vgl. CLEMM, H. (1997), S. 538.

same Kontrolle des Managements und Risikopotentials ihres Investments verlangen.⁶¹³ Die Erfüllung der Erwartungen und Vorstellungen der Kapitalgeber ist zwingend notwendig, damit das Unternehmen sich auch weiterhin kostengünstig refinanzieren kann.⁶¹⁴ Dabei konkurrieren Unternehmen nicht mehr national, sondern international um die knappe Ressource Kapital. Sie müssen sich folglich zunehmend an den Vorstellungen und Gegebenheiten internationaler Kapitalmärkte orientieren.

Investoren verlangen von einer Investition, dass sich bei gleichem (systematischen) Risiko keine höhere Rendite für das eingesetzte Kapital realisieren lässt.⁶¹⁵ Für Unternehmen bedeutet eine aktive Shareholder Value Politik somit eine Optimierung der Rendite-Risikorelation. Hierzu muss das Unternehmen die Renditeerwartungen des Marktes erfüllen bzw. übertreffen und gleichzeitig die systematischen Risiken im Unternehmen minimieren.⁶¹⁶

Derivative Finanzinstrumente werden in der Regel sowohl aus spekulativen als auch aus sicherungstechnischen Gründen eingesetzt. Spekulativ eingesetzte Derivate bergen hierbei ein erhebliches Gewinn- und Verlustpotential, das ein externer Investor am Markt selber realisieren kann, indem er die entsprechenden Papiere zeichnet. Insofern kann der spekulative Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten nicht als unternehmenswertsteigernde Maßnahme betrachtet werden.⁶¹⁷ Finanzinstrumente können jedoch eingesetzt werden, um Ergebnisschwankungen durch bilanzpolitische Maßnahmen zu senken. Gleichzeitig können sie die Refinanzierungskosten senken, indem sie die Rendite-Risikorelation optimieren. Derivate können hierbei zwar im Wesentlichen nicht die Rendite steigern, sie können jedoch erheblich das systematische Risiko senken und damit im Ergebnis auch das Rendite-Risiko-Verhältnis verbessern. Die Möglichkeiten einer Integration derivativer Finanzinstrumente in das Shareholder Value Konzept soll im Folgenden erörtert werden.

⁶¹³ Vgl. COENENBERG, A. G. (1997), S. 538.

⁶¹⁴ Vgl. WENTGES, P. (2000), S. 199.

⁶¹⁵ Vgl. hierzu auch die Darstellung zur Portfoliotheorie in: STEINER, M./BRUNS, C. (2002), S. 7.

⁶¹⁶ Zur Bedeutung einer Diversifikation des unsystematischen Risikos vgl. WENTGES, P. (2000), S. 199 ff.

⁶¹⁷ Ausgenommen hiervon sind Spekulationen, bei denen das Unternehmen gegenüber dem Markt einen Informations- oder Analysevorsprung besitzt. Zur Bedeutung von Diversifikationseffekten bei der Beurteilung von Investitionsentscheidungen vgl. BREALEY, R. A./MYERS, S. C. (1996), S. 165 und 946 f.; SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (Hrsg.) (1997a), S. 380; BÄRTL, O./PFAFF, D. (1997), S. 372 und BREUER, W. (1997), S. 1152 f. Anderer Ansicht: WENTGES, P. (2000), S. 200 f.

3.4.1. Steigerung der Rendite-Risiko-Relation

Eine aktiv gestalte Shareholder Value Politik verlangt die Ausrichtung der Unternehmenspolitik an den Zielvorstellungen der Unternehmensanteilseigner und verlangt damit im Ergebnis eine intensivere Rentabilitätsorientierung der Unternehmen, um hierdurch den Gesamtwert der Unternehmung zu steigern.⁶¹⁸ Hierbei steht ausdrücklich nicht die Orientierung an kurzfristigen Gewinngrößen im Vordergrund sondern die langfristig orientierte Unternehmenswertsteigerung anhand von optimierten geschäftsspezifischen Wertgeneratoren. Die aufgrund der optimierten Wertgeneratoren erfolgte Veränderung der Unternehmensrentabilität wird anhand der Entwicklung des Zukunftserfolgswertes (Discounted Cashflow) gemessen. Allerdings ist in der Praxis häufig zu beobachten, dass unter dem Deckmantel einer angeblichen Shareholder Value-Politik dennoch eine rein kurzfristig orientierte Gewinnmaximierung betrieben wird.⁶¹⁹

Das Shareholder Value Konzept verlangt von einer unternehmerischen Maßnahme die Steigerung des Zukunftserfolgswertes. Derivative Finanzinstrumente können nur auf indirekte Art und Weise den *discounted cashflow* steigern.⁶²⁰ Eine direkte Effizienzsteigerung der geschäftsspezifischen Wertgeneratoren ist nicht gegeben, da derivative Finanzinstrumente i. d. R. zur Risikokompensation oder aus spekulativen Gründen eingesetzt werden und somit eher Kosten verursachen oder geschäftsfremde Gewinne erzielen.⁶²¹ Dennoch können auch derivative Finanzinstrumente indirekt zu einer Steigerung des Zukunftserfolgswertes und damit zu einer Steigerung des Unternehmenswertes beitragen. Investoren und vor allem *Information Intermediaries* werden bei der Einstufung eines Unternehmens verstärkt auf dessen Ertragsstabilität achten. Derivative Finanzinstrumente können erheblich zur Stabilisierung des Ergebnisses beitragen, indem sie als Sicherungsinstrument eingesetzt werden und damit Marktwertschwankungen beim Grundgeschäft kompensieren.

Ein wesentlicher Grund für eine aktive Shareholder Value Politik liegt jedoch in den Refinanzierungskosten eines Unternehmens. Die Minimierung inhärenter Unternehmensrisiken sollte Bestandteil jeder Shareholder Value Politik sein, da Investoren

⁶¹⁸ Vgl. RAPPAPORT, A. (1986) und WEBER, M. (1997), S. 543.

⁶¹⁹ CLEMM, H. (1997), S. 550.

⁶²⁰ Finanzinstrumente können zwar zur kurzfristigen Gewinnmaximierung (vgl. oben Abschnitt 1, S. 218) beitragen, dies hat jedoch keinen Einfluss auf die geschäftsspezifischen Wertgeneratoren.

⁶²¹ Hiervon ausgenommen sind natürlich Banken, die einen Grossteil ihrer geschäftsspezifischen Erträge aus dem Handel mit Derivativen generieren.

grundsätzlich risikoavers sind. Ein Investor wird daher bei gleicher Renditeerwartung stets das Investment mit dem niedrigeren Risiko vorziehen. Ein Unternehmen, das über kein Hedgingkonzept verfügt und damit im Ergebnis mehrere offene Risikopositionen besitzt, wird sich daher am Kapitalmarkt nur teurer refinanzieren können als ein Unternehmen, das Risiken aktiv absichert. Der Zukunftserfolgswert eines Unternehmens wird durch die Absicherung nicht direkt gesteigert, da keine zusätzlichen Erträge aus der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit generiert werden. Die Absicherung führt jedoch aufgrund des gesunkenen Unternehmensrisikos zu einer Steigerung des Unternehmenswertes, da niedrigere Risiken i. d. R. mit sinkenden Refinanzierungskosten einhergehen. Im Ergebnis erzielt ein Unternehmen einen Wettbewerbsvorteil, sofern es bestehende Risiken im Unternehmen mit minimalem Aufwand senkt. Hierzu eignen sich derivative Finanzinstrumente, da sie verhältnismäßig wenig Kosten verursachen und gleichzeitig eine vollständige Kompensation von Marktwertschwankungen herbeiführen können. Die Optimierung der Rendite und Risikostruktur führt allerdings nur zu einem Wettbewerbsvorteil, sofern diese auch am Markt bekannt ist.

3.4.2. Optimierung der Publizität

Die Art und Weise der Publizität über bestehende Risiken aus Finanzinstrumenten ist ausschlaggebend für die externe Risikoeinordnung des Unternehmens. So genügten aufkommende Gerüchte, die Deutschen Bank AG habe erhebliche Verluste mit risikoreichen Hochzinsanleihen (Junk Bonds) erfahren, um den Aktienkurs deutlich verlieren zu lassen. Die Umsetzung einer Shareholder-Value Politik verlangt somit nicht nur die direkte Optimierung der geschäftsspezifischen Wertgeneratoren, sondern auch die Pflege der öffentlichen Meinung. Nur durch eine qualitativ hochwertige und aktuelle Publikation von latenten Unternehmensrisiken kann das Vertrauen der Jahresabschlussadressaten nachhaltig gestärkt werden.

Die Rechnungslegung hat dieser Tendenz Rechnung getragen, indem die klassische Rechnungslegung, basierend auf vergangenheitsorientierten, relativ kurzatmigen buchhalterischen Größen, zunehmend durch das auf die zukünftige Entwicklung abstellende *business reporting* ersetzt wurde.⁶²² Ziel ist hierbei nicht der Ausweis exakter Prognosedaten, sondern die Offenlegung interner Steuerungsdaten.⁶²³ Konkret bedeutet dies für

⁶²² Vgl. COENENBERG, A. G. (1997), S. 538.

⁶²³ Vgl. BÖCKING, H-J./ORTH, C. (1998), S. 355.

die Bilanzierung von Finanzinstrumenten, dass sowohl die verwendeten quantitativen Risikokontrollmodelle (*value at risk*-Analyse, Sensitivitätsanalyse etc.) als auch die Art und Funktionsweise des internen Überwachungssystems (Soll-Ist-Vergleich etc.) ausgewiesen werden sollten. Nur so kann extern der Erfolg der Sicherungs- und Spekulationsstrategien nachvollzogen und eingeschätzt werden.

Obwohl es bisher innerhalb des HGB keine Vorschrift für die Offenlegung quantitativer Risikokontrollmodelle gibt, ist eine freiwillige Offenlegung nach dem Modell der SEC oder den verbindlichen Vorschriften des IFRS 7 unter Shareholder Value Gesichtspunkten sinnvoll.⁶²⁴ Die kapitalmarktorientierte Publikation freiwilliger Angaben stellt auf eine Erhöhung der Transparenz der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage ab. Die bisherigen HGB-Vorschriften führen dazu, dass deutsche Jahresabschlüsse bzgl. des Risikos und Erfolgs von derivativen Finanzinstrumenten nicht einschätzbar und damit im Ergebnis auch nicht mit internationalen Abschlüssen vergleichbar sind. Der mangelnde Ausweis inhärenter Risiken dürfte sich vor allem auf das Rating des Unternehmen durch die *Information Intermediaries* negativ auswirken, da diese einen großzügigen Risikoabschlag vornehmen werden, wenn eine Einstufung oder ein Vergleich der Risikoposition des Unternehmens anhand der gemachten Jahresabschlussangaben nicht möglich ist. Im Ergebnis würde die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens an den primären und sekundären Kapitalmärkten abnehmen und das Unternehmen müsste sich im Vergleich zu den Wettbewerbern kostenintensiver verschulden. Ein Unternehmen muss folglich entscheiden, ob eine freiwillige Offenlegung interner Steuerungs- und Kontrolldaten die eigene Wettbewerbsfähigkeit steigert.

4. Zwischenergebnis

Derivate Finanzinstrumente lassen sich nur bedingt gezielt für die Umsetzung einzelner bilanzpolitischer Zwecke einsetzen. Zentrale Bedeutung kommt jedoch der Steuerung der publizierten Angaben über das interne Risikomanagement zu. Sowohl aus Sicht des externen Analysten als auch aus Sicht der Stakeholder ist die sich aus den systematischen Risiken ergebende Risikoposition des Unternehmens eine wesentliche Information für die Einschätzung der zukünftigen Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Un-

⁶²⁴ Vgl. hierzu oben Abschnitt 4.5, S. 192.

ternehmens. Die bestehenden Offenlegungsvorschriften sind hierbei sowohl nach HGB, IFRS als auch US-GAAP mit einer Vielzahl von Wahlrechten versehen, so dass es letztlich weitestgehend in der Hand des Bilanzierenden liegt, den Grad der gewünschten Informationstransparenz zu bestimmen.

4. Kapitel: Finanzinstrumente in der externen Bilanzanalyse

Der Einsatz von Derivaten ermöglicht es Unternehmen, die sich aus ihrer operativen Geschäftstätigkeit ergebenden Marktrisiken an ihre strategischen Ziele anzugleichen. Werden Derivate eingesetzt, um Marktrisiken aus bestehenden Positionen abzusichern, sinkt bei sachkundigem Einsatz das bestehende Marktrisiko. Häufig werden jedoch Derivate eingesetzt, um erwartete Zahlungsströme abzusichern (antizipative Hedges) oder Risiken aus spekulativen Gründen einzugehen. Antizipative Hedges und spekulative Engagements können die Risikoposition eines Unternehmens drastisch erhöhen, sofern die erwarteten Zahlungsströme bzw. Marktbewegungen anders ausfallen, als ursprünglich erwartet wurde. In einem solchen Fall kann sich aus dem derivativen Engagement eine unternehmensgefährdende Gesamtlage ergeben. In der folgenden Abbildung sind die prominentesten Beispiele existenzgefährdender Spekulationen / Hedges dargestellt.

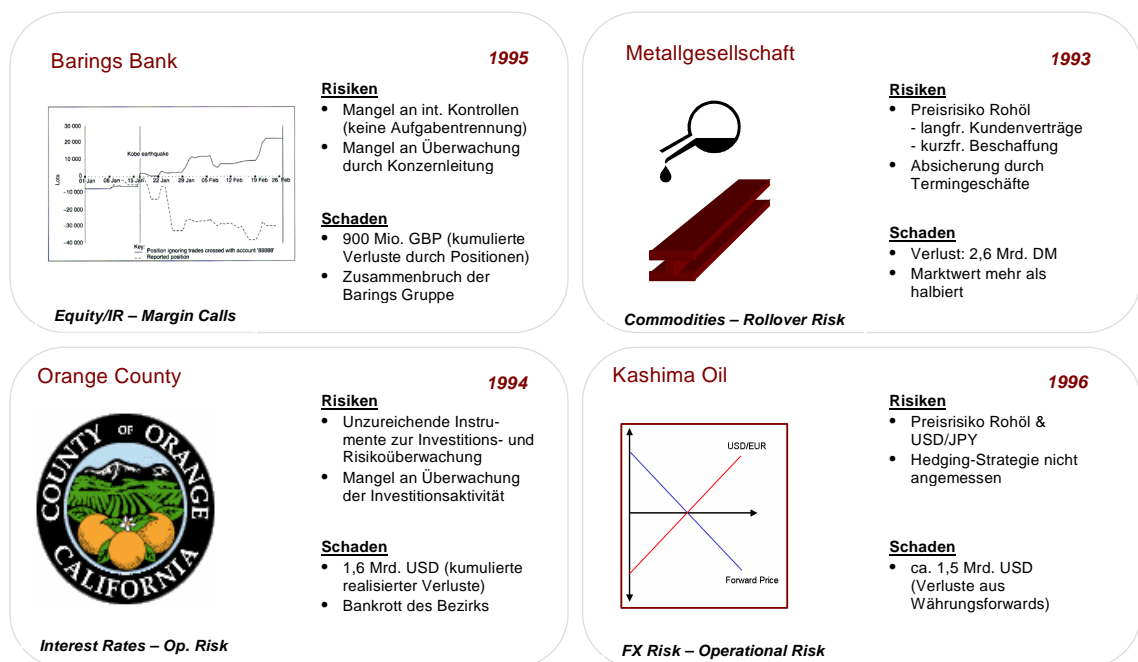


Abb. 21: Risiken und Auswirkungen von Derivaten

Der Einsatz von Derivaten und die mit ihnen einhergehenden inhärenten Risiken haben in der Vergangenheit und werden auch zukünftig die Unternehmenslage maßgeblich beeinflussen. Derivate beinhalten erhebliche Gewinn- und Verlustpotentiale und können die Risikostruktur eines Unternehmens maßgeblich beeinflussen. Die einzelnen Effekte

führen dazu, dass die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage eines Unternehmens nicht mehr losgelöst von dessen Risikostruktur betrachtet werden kann. Die externe Bilanzanalyse muss die potentiellen Auswirkungen von Derivaten erkennen und im Analyseergebnis berücksichtigen. Die Notwendigkeit einer Integration derivativer Risiken bzw. ihrer Effekte auf die Unternehmensrisikostruktur ergibt sich bereits aus den mit einer externen Bilanzanalyse verfolgten Zielsetzungen.

A. Informationsziele der externen Bilanzanalyse

Die Aufgabe der externen Bilanzanalyse ist es, basierend auf den publizierten Zahlen und Daten des Jahresabschlusses, zusätzliche Informationen zur Analyse und Bewertung eines Unternehmens zu erstellen. Die Auswertung und Verdichtung der Zahlen soll die Beurteilung der gegenwärtigen und die Prognose der zukünftigen wirtschaftlichen Lage und Entwicklung des betrachteten Unternehmens für Dritte wie

- § Kapitalgeber (Aktionäre, Gesellschafter, Investoren),
- § Kreditgeber,
- § Lieferanten oder
- § Kunden

ermöglichen. Anhand der Adressaten lassen sich die unterschiedlichen Informationsziele der Bilanzanalyse ableiten. Während Kapitalgeber für eine Investitionsentscheidung vor allem Informationen über die zukünftig zu erwartende Rendite und die mit der Investitionsentscheidung verbundenen Risiken benötigen, steht für Kreditgeber, Lieferanten oder Kunden vor allem die zukünftige Zahlungsfähigkeit bzw. der Fortbestand des Unternehmens im Vordergrund. Die durch das Unternehmen mit dem eingesetzten Kapital erzielte Risiko-/Renditerelation ist für sie von untergeordneter Bedeutung, solange das Unternehmen seinen Leistungsverpflichtungen nachkommen kann.

Der Einsatz derivativer Finanzinstrumente hat vor allem zwei unmittelbare Effekte auf die Informationsziele der externen Adressaten: Einerseits können Derivate dazu verwendet werden, bestehende Risiken durch den Abschluss von Gegenpositionen (Hedging) zu mindern bzw. vollständig aufzuheben. Aufgrund der Hebelwirkung von Derivaten und der daher im Verhältnis zum Sicherungsvolumen geringen Absicherungskosten

ten, führt das Risikomanagement offener Positionen in diesem Fall bei nahezu gleich bleibenden Kosten zu einer drastischen Reduktion der Anfälligkeit des Unternehmens gegenüber Marktwertänderungen.⁶²⁵ Andererseits birgt der spekulative oder falsch verstandene Einsatz von Derivaten erhebliche Verlustpotentiale in sich, die den Fortbestand und damit auch die Zahlungsfähigkeit des Unternehmens unmittelbar und in kürzester Zeit gefährden können.

Aufgrund der Informationsziele kann die Bedeutung von Derivaten für die externe Bilanzanalyse auf drei vorrangige Anforderungen beschränkt werden:

- § Einschätzung des Risikomanagements und der Gesamtrisikostuktur des Unternehmens sowohl unter dem Gesichtspunkt des Fortbestands als auch der Investitionsentscheidung,
- § Analyse der Anfälligkeit des Unternehmens gegenüber einzelnen externen Risikofaktoren sowie der getroffenen risikoreduzierenden Maßnahmen,
- § Einfluss der Risikostruktur auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens.

Der Zusammenhang zwischen den einzelnen Informationszielen der externen Adressaten und den aus ihnen resultierenden Anforderungen an die externe Bilanzanalyse lässt sich wie folgt darstellen:

⁶²⁵ Zur Bedeutung der Optimierung der Rendite-Risiko-Relation vgl. oben Abschnitt 3.4.1, S. 241 und unten Abschnitt 4.4.2.2, S. 320.

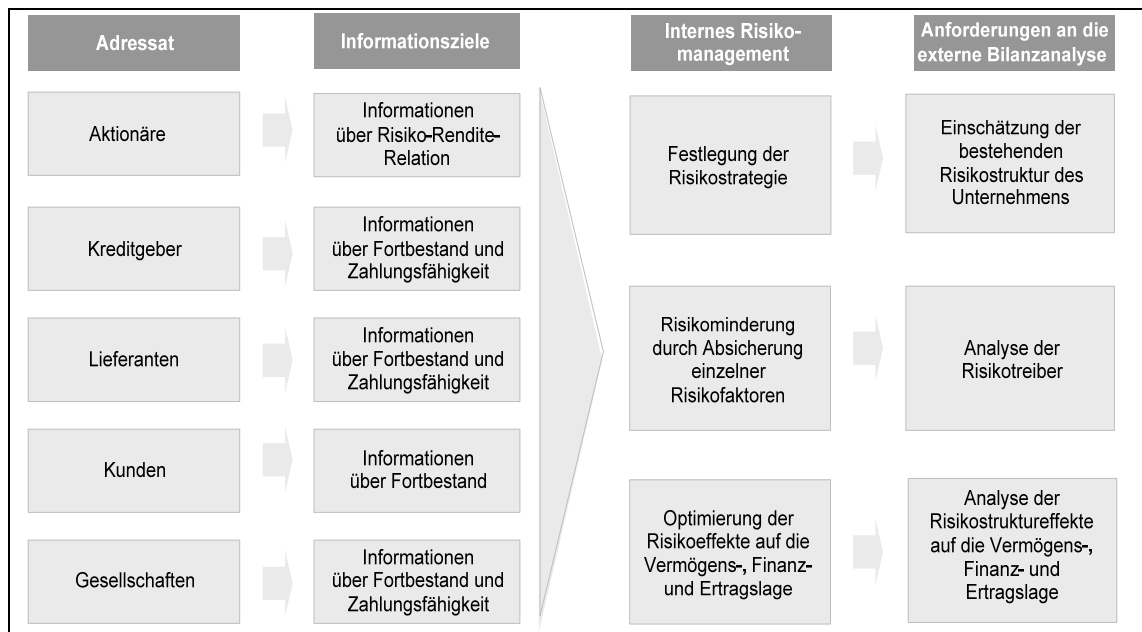


Abb. 22: Derivate und ihre Auswirkungen auf die Informationsziele des Jahresabschlusses

Die Informationsziele der Jahresabschlussadressaten führen zu der Notwendigkeit, die Risikostruktur eines Unternehmens in der externen Bilanzanalyse zu berücksichtigen. Die bisherigen Kennzahlensysteme und Analysemethoden beschränken sich zumeist auf eine Analyse der Bestands- und Bewegungsdaten, die aus abgeschlossenen Geschäftsvorfällen resultieren. Es stellt sich die Frage, wie die prospektive Analyse zukünftiger Risiken konzeptionell in die bestehende Analysemethodik eingebunden werden kann.

B. Modelle der Bilanzanalyse

Ziel der bestehenden Bilanzanalysemodelle ist es, die Informationsziele der externen Jahresabschlussadressaten durch die Aufbereitung und Verdichtung der publizierten Daten zu erfüllen. Die externe Bilanzanalyse ist Bestandteil der Unternehmensanalyse. Untersuchungsobjekt der Unternehmensanalyse ist die Fähigkeit des Unternehmens, die einzelnen ökonomischen Unternehmensziele gegenwärtig bzw. zukünftig zu erfüllen. Die Unternehmensziele leiten sich aus den drei betriebswirtschaftlichen Zielen „Liquidität“, „Erfolg“ und „Erfolgspotenzial“ ab.⁶²⁶ Jedes ökonomische Unternehmensziel findet in der externen Bilanzanalyse einen eigenen Analyseansatz. Erfolgspotentiale werden durch die strategische Bilanzanalyse, Erfolg anhand der erfolgswirtschaftlichen

⁶²⁶ Zu den einzelnen Zielen vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 949 f.

Bilanzanalyse und Liquidität anhand der finanzwirtschaftlichen Bilanzanalyse bemessen. Darüber hinaus berücksichtigt der interne Analytiker im Rahmen der Unternehmensanalyse aufgrund seiner Stellung im Unternehmen neben externen auch interne Daten.⁶²⁷

Den bestehenden Analyseansätzen ist gemein, dass sie nicht direkt auf die vorhandene Risikostruktur des Unternehmens eingehen. Analog zur Unternehmensanalyse beeinflusst die Risikostruktur eines Unternehmens alle drei Unternehmensziele. Ein hohes internes Risiko führt zu einer mangelhaften Liquiditätssteuerung, da Marktwertschwankungen sich unmittelbar auf den Cashflow auswirken können.⁶²⁸ Der Unternehmenserfolg hängt geradewegs von der Fähigkeit des Unternehmens ab, bestehende Güter- bzw. Leistungsverpflichtungen zum vereinbarten Preis zu erfüllen. Je nach Abhängigkeit des Unternehmens von dem zur Leistungserbringung benötigten Waren- und Mitteleinsatz, kann die Veränderung der jeweiligen Marktpreise zu erheblichen Erfolgseinbussen führen.⁶²⁹ Die strategische Bilanzanalyse untersucht die Stärken und Schwächen des Unternehmens im Wettbewerb sowie die Risiken und Chancen denen es in seinem Umfeld ausgesetzt ist.⁶³⁰ Das interne Risikomanagement eines Unternehmens und der mit ihm oft verbundene Einsatz von Derivaten hat unmittelbare Auswirkungen auf die Wettbewerbs- und Risikostruktur eines Unternehmens. So kann beispielsweise die Absicherung des Kerosinpreises bei steigenden Kerosinpreisen ein deutlicher Wettbewerbsvorteil sein.

Die Risikostruktur eines Unternehmens hat Einfluss auf die finanzwirtschaftliche, erfolgswirtschaftliche und strategische Bilanzanalyse. Die bisherige Kennzahlenanalyse muss um die sich aus der Risikostruktur ergebenden Risikoaspekte erweitert werden. Eine reine Integration in die bestehenden Kennzahlenanalysen ist allerdings nicht ausreichend. Darüber hinaus ist die Risikostruktur an sich zu analysieren, um Aufschluss darüber zu erhalten, wie anfällig das Unternehmen gegenüber externen Risikofaktoren ist. Es bietet sich eine Erweiterung der bestehenden Kennzahlensysteme um eine Risikoeinschätzung auf der Ebene der Gesamtrisikoposition an. Die grobe Risikoeinschät-

⁶²⁷ Vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 949.

⁶²⁸ Zum Beispiel kann der im laufenden Jahr eintretende Rohölpreis gravierend von der Planung abweichen und somit zu einem erheblichen, nicht geplanten Mittelbedarf beim Rohöleinkauf führen. Ebenso kann eine Währungskursverschiebung zu deutlichen Kursverlusten und damit geminderten Zahlungseingängen führen.

⁶²⁹ So können beispielsweise langfristige Lieferverträge zu erheblichen Verlusten führen, wenn die Herstellkosten aufgrund veränderter Marktpreise über den vereinbarten Verkaufspreis steigen.

⁶³⁰ Vgl. COENENBERG, A. G. (2006), S. 951.

zung ist in einem zweiten Schritt um eine Analyse der einzelnen Risikotreiber zu ergänzen. Dies erlaubt Aufschluss darüber, welche Risiken für die Gesamtrisikoposition des Unternehmens wesentlich sind und ermöglicht es externen Betrachtern einzuschätzen, ob diese im Einzelnen ausreichend abgesichert wurden. Die Einbindung der Risikostrukturanalyse in die bestehenden Analyseansätze lässt sich wie folgt darstellen:

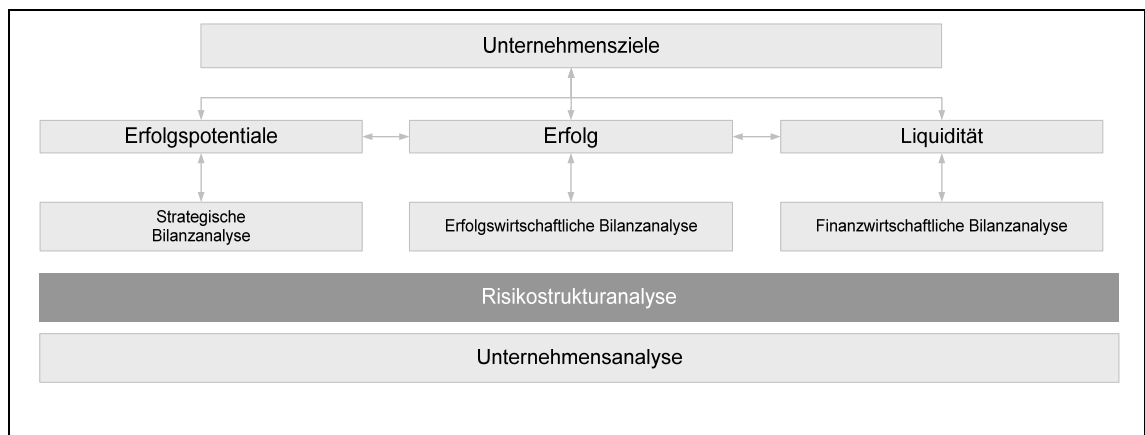


Abb. 23: Unternehmensziele und ihre Abbildung in der Bilanzanalyse, in Anlehnung an: COE-NENBERG, A. G (2006), S. 950

Die Abbildung zeigt, dass die Risikostruktur sowohl die einzelnen bestehenden Analysekonzepte betrifft, als auch die darüber hinausgehenden Analyseansätze der Unternehmensanalyse beinhaltet. Das Konzept der Risikostrukturanalyse sowie seine praktische Umsetzung werden in den folgenden Abschnitten dargestellt.

C. Risiken in der externen Bilanzanalyse

Die Risikostruktur eines Unternehmens hängt sowohl von den bestehenden und zukünftigen Risiken als auch von den ihnen gegenüberstehenden risikomindernden Maßnahmen ab. Für die Risikostrukturanalyse ist zunächst zu klären, welche Risiken aus Sicht der Jahresabschlussadressaten von besonderem Interesse sind, wie diese einzelnen Risiken bewältigt und die verbleibenden theoretischen Verlustpotentiale quantifiziert werden können.

1. Risikoarten

Die Risikostruktur eines Unternehmens setzt sich aus systematischen und unsystematischen Risiken zusammen. Unsystematische Risiken gehören zum eigentlichen Unternehmenszweck und das Unternehmen wird für das eingehen dieser Risiken entlohnt. So sind beispielsweise Geschäftsprozesse (Verluste aus suboptimalen Prozessen), Produkte (Gewährleistung, Haftung etc.) risikobehaftet, ohne sie wäre jedoch die Umsetzung der Unternehmensziele nicht möglich. Unsystematische Geschäftsrisiken und -chancen können externe Investoren nur durch den Erwerb der Aktie des jeweiligen Unternehmens am Kapitalmarkt realisieren, da sie dessen Geschäftsrisiko entsprechen und unmittelbar von der eigentlichen Geschäftstätigkeit des Unternehmens abhängen. Beispielsweise kann das Risiko-/Chancenverhältnis einer neuen BMW Autoserie nur durch den Erwerb der BMW Aktie oder eines Derivats auf diese am Kapitalmarkt erworben werden. Systematische Risiken sind hingegen Risiken, die den Gesamtmarkt betreffen und nicht der eigentlichen Umsetzung der Unternehmensziele dienen. Sie entstehen als eine Art Nebeneffekt aus der originären Geschäftstätigkeit. Beispielsweise gehören der weltweite Vertrieb von Automobilen und die hiermit einhergehenden Risiken (Haftung, Länderrisiken etc.) zum unsystematischen Risiko eines Automobilherstellers, das sich am Markt kaum sichern lässt. Das aus der Lieferung in die USA entstehende USD-Währungsrisiken und die mit dem Risiko erzielbaren Gewinne und Verluste gehören jedoch nicht zum originären Unternehmenszweck. Die Verknüpfung des unsystematischen Geschäftsrisikos (Vertrieb von Automobilen) mit systematischen Risiken (USD Währungsrisiko) ist aus Sicht von externen Investoren nicht wünschenswert. Investoren können, sofern sie auf den USD spekulieren wollen, dies gezielt durch den Abschluss offener derivativer Risikopositionen (z. B. durch Abschluss eines USD-Futures etc.) am Kapitalmarkt selber abbilden. Ein derartiges Risiko bildet dementsprechend keinen Mehrwert für die Geschäftspartner und Investoren des Unternehmens, da es sich bei Bedarf gezielter und wahrscheinlich kostengünstiger am Markt realisieren lässt.⁶³¹ Auch aus Sicht der anderen Unternehmensparteien stellen systematische Risiken vermeidbare

⁶³¹ So hatte der Volkswagen Konzern im Jahr 2003 nur 40 Prozent seiner Geschäfte im Dollar-Raum durch Währungstermingeschäfte abgesichert. VW erzielt nach eigenen Angaben in Dollar und Dollar-abhängigen Währungen einen Umsatz von rund 10 Mrd. Euro. Die Hälfte ist durch die Produktion im Dollar-Raum abgesichert. Der Rest war bisher lediglich zu 40 Prozent für 12 bis 16 Monate abgesichert. In den vergangenen Jahren hatte VW erhebliche Währungsgewinne erzielt, im ersten Halbjahr aber durch den starken Euro rund 800 Mio. Euro an Ergebnis eingebüßt. Derartige spekulative Gewinne und Verluste sind kein Bestandteil der Unternehmensaufgaben, die ein externer Investor oder Geschäftspartner von VW erwartet. Volkswagen will zukünftig zwei Drittel seines Währungsrisikos absichern.

und letztlich unerwünschte Risiken dar. Sämtliche Adressaten des Jahresabschluss haben folglich ein hohes Interesse daran, dass systematische Risiken weitestgehend beseitigt werden. Zu beachten ist allerdings, dass die Erwartungshaltung externer Parteien an die vom Unternehmen zu tragenden, managenden oder zu mindernden Risiken vor allem branchenabhängig ist. So gehört beispielsweise das Eingehen von Kredit- und Marktrisiken zum Kerngeschäft eines Finanzinstituts. Die Aufgabe des Finanzinstituts ist es hier, die bestehenden Risiken als Teil des Kerngeschäfts zu übernehmen. Von einem Unternehmen der Industriebranche wird hingegen erwartet, derartige Risiken aktiv zu managen, um ihre Effekt auf das Kerngeschäft möglichst gering zu halten. Die einzelnen Risiken und ihre Bedeutung für die Risikomanagement und –übernahmen sind im Folgenden dargestellt.

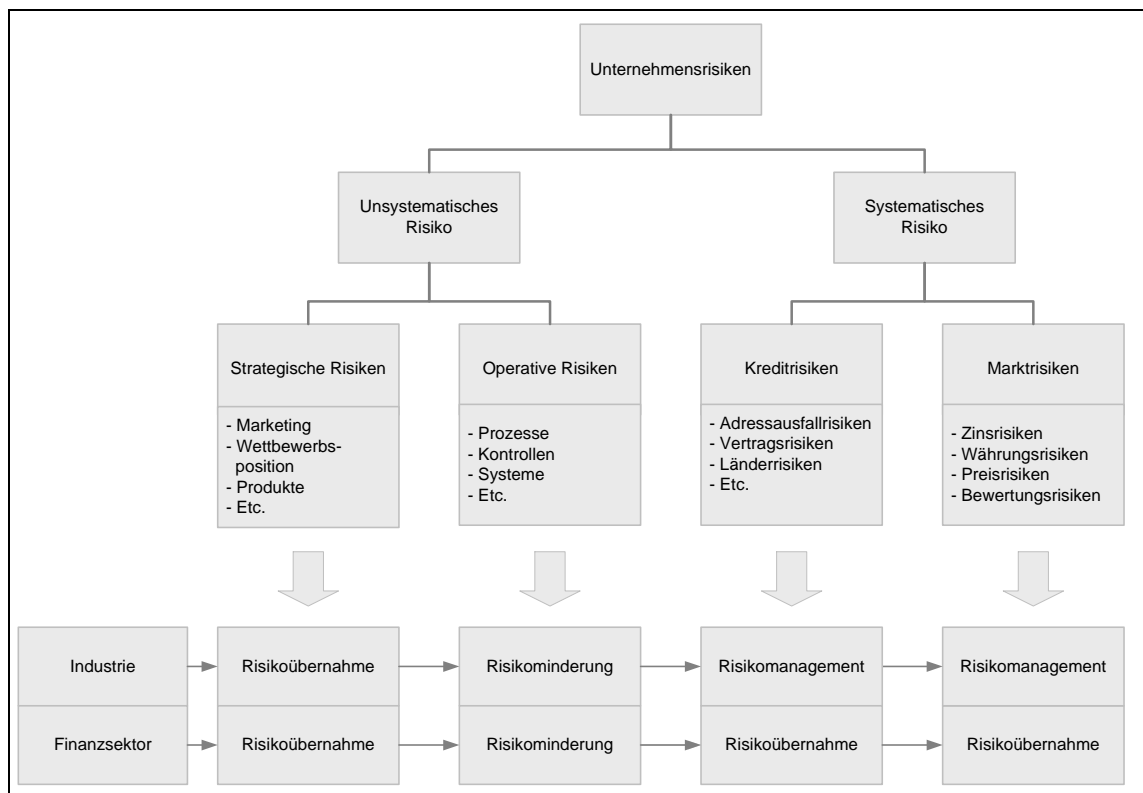


Abb. 24: Klassifizierung von Unternehmensrisiken und ihre Abbildung im Risikomanagement

Die Aufgabe des internen Risikomanagements eines Industrie-Unternehmens ist es folglich, die bestehende Risikostruktur um systematische Risiken weitestgehend zu bereinigen und das sich aus den verbleibenden unsystematischen Risiken ergebende Risikopotential zu minimieren. Die einzelnen systematischen Risiken unterteilen sich in Markt- und Kreditrisiken.

1.1. Marktrisiken

Marktrisiken resultieren aus Marktwertänderungen, die negative Effekte auf die Vermögens-, Finanz- und / oder Ertragslage des Unternehmens haben. Sie entstehen aufgrund der Anfälligkeit des Unternehmens gegenüber Veränderungen des Zins-, Wechselkurs-, Preis- und Bewertungsniveaus.

1.1.1. Zinsrisiken

Zinsrisiken ergeben sich aus möglichen Wertschwankungen eines Finanzinstruments aufgrund von Bewegungen des Marktzinssatzes. Sie gehen auf variabel verzinsliche Bilanzpositionen wie Forderungen, Finanzanlagen und Finanzschulden zurück. Die Absicherung von Zinsrisiken kann sowohl durch gegenläufig originäre Bilanzpositionen als auch durch Derivate wie bspw. Zinsswaps erfolgen.

1.1.2. Wechselkursrisiken

Wechselkursrisiken entstehen aus internationalen Waren- und Leistungsströmen in Fremdwährung. Währungskursschwankungen können zu Wertminderungen von Finanzinstrumenten führen. Risiken können dabei sowohl aus bestehenden Positionen wie z. B. Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten oder aus zukünftigen, bei planmäßigem Geschäftsverlauf entstehende Zahlungsströme resultieren. Eine Absicherung ergibt sich zunächst aufgrund von natürlichen, geschlossenen Positionen, bei denen z. B. im Konzern einer Forderung aus Lieferungen und Leistungen in einer bestimmten Fremdwährung eine oder mehrere zeitlich und betragsmäßig äquivalente Verbindlichkeiten in derselben Währung gegenüberstehen. Eine weitere Sicherungsmöglichkeit ergibt sich aus der Nutzung von derivativen Finanzinstrumenten wie beispielsweise Devisenfutures etc.

1.1.3. Preisrisiken

Aus der Verfügbarkeit von Rohstoffen, Energie sowie Vor- und Zwischenprodukten sowie deren Beschaffungskosten ergeben sich potentielle Preisrisiken. Neben den Beschaffungsmarktrisiken stellt auch der Absatzmarktpreis ein Risiko dar, das allerdings

häufig nicht durch Derivate abgesichert werden kann.⁶³² Vielmehr werden Absatzmarktrisiken durch Verbesserung der Produkteigenschaften oder Substitution ganzer Produktlinien soweit wie möglich vermieden. Beschaffungspreisrisiken können originär durch weltweite Einkaufsaktivitäten, langfristige Bezugsverträge sowie Schaffung alternativer Bezugsquellen gemindert werden. Derivate können vor allem in Form von Warenpreisoptionen,-swaps und -futures den zukünftigen Bezugspreis von Rohstoffen absichern.

1.1.4. Bewertungsrisiken

Bewertungsrisiken resultieren aus schwankenden Marktpreisen für Vermögensgegenstände. Sie resultieren beispielsweise aus veränderten Aktienkursen, Ertragswertänderungen bei Beteiligungen etc. Die Absicherung von Bewertungsrisiken erfolgt häufig durch Index-Zertifikate, Aktienkursoptionen und ähnlichen Derivaten.

1.2. Kreditrisiken

Kreditrisiken gehören zu den Adressrisiken. Das Kreditrisiko entsteht, wenn Geschäftspartner ihren vertraglichen Verpflichtungen nicht nachkommen können und dadurch Vermögensverluste verursachen. Kreditrisiken können einerseits originär durch festgelegte Limitsysteme oder durch Kreditversicherungen und Bankgarantien weitgehend eingeschränkt werden. Ausfallrisiken im Forderungsbestand lassen sich durch derivative Finanzinstrumente in Form von ABS-Maßnahmen reduzieren. Hier werden Teile des Forderungsbestands verbrieft und somit im Ergebnis am Kapitalmarkt refinanziert bzw. realisiert.

2. Risikomanagement

Die bestehenden Risiken eines Unternehmens können durch interne Risikomanagementmaßnahmen gemindert, zum Teil sogar vollständig neutralisiert werden. Ziel des Risikomanagements ist es, bestehende und zukünftige Risiken zu erkennen und die sich ergebende Risikostruktur durch geeignete Abwehrmaßnahmen an die Risikopolitik und die Sicherheitsziele des Unternehmens anzupassen. Der Risikomanagement-Prozess lässt sich vereinfacht in fünf Schritten darstellen:

⁶³² Ausnahmen bestehen häufig bei Rohstoffproduzenten, die ihr Absatzmarktpreisrisiko absichern (z. B. Erz etc.)

1. Definition der Risikopolitik und Sicherheitsziele
2. Analyse der gegenwärtigen Risikolage
3. Bewertung der bestehenden Risiken
4. Aggregation der Risiken
5. Risikobewältigung
6. Risikocontrolling und -offenlegung

Hierbei geben die Risikopolitik und die Sicherheitsziele eines Unternehmens intern vor, welche Risiken in welchem Umfang getragen werden und wie der Grad und die Art der Sicherung (Instrumente, Zeiträume etc.) zu erfolgen hat. Die Vorgaben werden operativ umgesetzt, in dem die bestehenden und zukünftig zu erwartenden Risiken analysiert, bewertet und aggregiert werden.⁶³³ Der Abgleich der Ist-Risikosituation mit den Soll-Vorgaben ergibt den Bedarf an Risikobewältigungsmaßnahmen. Die operative interne Risikobewältigung erfolgt in vier Stufen:

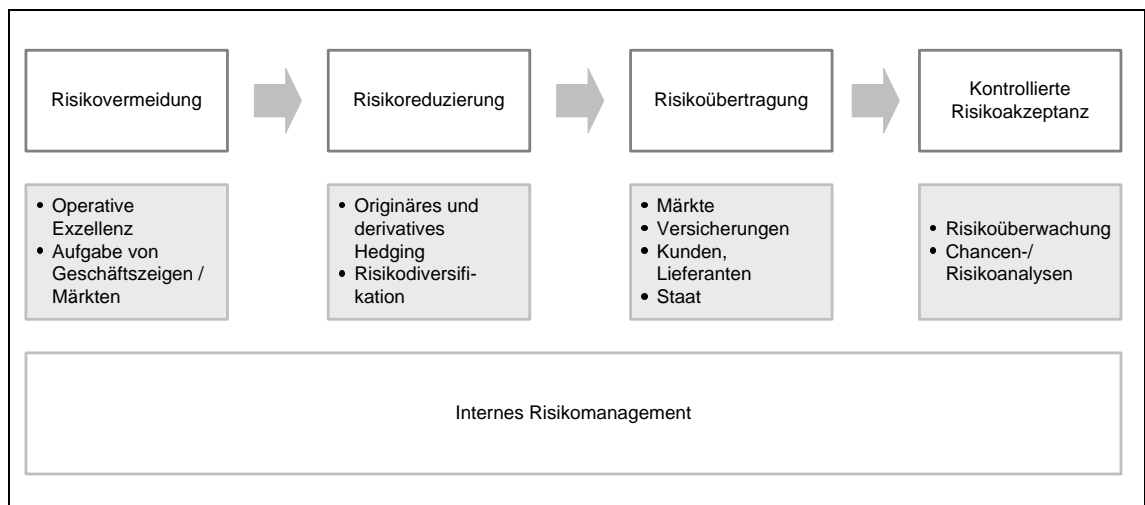


Abb. 25: Verfahren zum internen Risikomanagement

Die effektivste Methode des Risikomanagements ist die Risikovermeidung. Allerdings stellen unsystematische und die mit ihnen einhergehenden systematischen Risiken einen zwingenden Bestandteil der Geschäftstätigkeit eines Unternehmens dar. Somit lassen sich zwar einige Risiken durch operative Exzellenz und / oder Aufgabe von zu risikobehafteten Geschäftszweigen / Märkten von vornherein ausschließen, ohne Risikobereit-

⁶³³ Hierbei ist vor allem die Aggregation von Risiken häufig problematisch, sofern Korrelationen zwischen den einzelnen Risikoarten erfasst werden sollen.

schaft ist die Teilnahme am Marktgeschehen jedoch nicht möglich.⁶³⁴ Die Risikoreduzierung ist eine Risikomanagementmaßnahme, die es erlaubt, systematische operative Geschäftsrisiken durch diverse am Markt zur Verfügung stehenden Instrumente abzusichern und damit im Ergebnis zu reduzieren. So können beispielsweise Devisentermingeschäfte das bestehende Währungsrisiko eines originären Grundgeschäfts vollständig kompensieren. Weiteres Instrument der Risikoreduzierung ist die Risikodiversifikation. Die verbleibenden Risiken könnten teilweise durch Risikoübertragung auf Dritte weiter gemindert werden. Mittel der Risikoübertragung sind unter anderem Versicherungen oder aber auch ABS-Maßnahmen.⁶³⁵ Das Restrisiko sollte der Risikostrategie des Unternehmens entsprechen.

Die Umsetzung der Risikopolitik und der Sicherheitsziele eines Unternehmens muss laufend durch das Risikocontrolling überwacht und gegebenenfalls an die veränderte Marktentwicklung angepasst werden. Hierbei kommen diverse mathematische Modellen zur Anwendung, die es erlauben, das potentielle Verlustrisiko aus den bestehenden Risikoportfolios zu quantifizieren.

3. Quantifizierung von Risikopotentialen

Eine Aussage über die Risikostruktur ist nur unter Berücksichtigung der zukünftigen Entwicklung der einzelnen systematischen Risikoarten und ihre Auswirkungen auf die Risikoposition des Unternehmens möglich. Eine reine Risikobestandsaufnahme erlaubt keine Aussage über die sich aus ihnen ergebenden Gewinn- und Verlustpotentiale. Damit die identifizierten systematischen Risikoarten quantifiziert werden können, ist einerseits festzulegen, auf welcher Ebene die Risikomessung erfolgen soll sowie andererseits eine Messzahl für die Ermittlung des Risikopotentials zu bestimmen.

3.1. Risikoebene

Die Risikoebene legt fest, welche Positionen dem zu ermittelnden Risikomaß zugrunde liegen sollen. Die Risikoquantifizierung einzelner Risikofaktoren kann theoretisch auf

⁶³⁴ Beispielsweise ist die Neueinführung von Produkten unvermeidbar. Ebenso ist es häufig besonders lukrativ, an bestimmten, risikoreichen Märkten vertreten zu sein.

⁶³⁵ Bei ABS Maßnahmen wird jedoch häufig gerade das Adressausfallrisiko nicht am Markt platziert, sondern vom Unternehmen zurückgekauft.

Micro-, Macro- und Portfolioebene erfolgen.⁶³⁶ Sowohl die Abgrenzung auf Micro- als auch auf Macro-Hedge-Ebene ist für die Quantifizierung von Risikopotentialen ungeeignet. Die Micro-Hedge-Ebene berücksichtigt ausschließlich die Kompensation zwischen zwei ausgewählten Grund- und Sicherungsgeschäften, ohne jedoch etwaige kompensatorische Effekte anderer originärer und derivativer Geschäfte des Unternehmens zu berücksichtigen. Eine Quantifizierung von Verlustpotentialen auf Micro-Hedge-Ebene erlaubt folglich lediglich eine Aussage über die Hedgeneffizienz des Sicherungszusammenhangs, nicht jedoch über die Anfälligkeit des Unternehmens gegenüber dem jeweiligen Risikofaktor. Eine Quantifizierung des Verlustpotentials auf Macro-Ebene würde die Kenntnis und Berücksichtigung sämtlicher Korrelationen zwischen den einzelnen Risikofaktoren voraussetzen und zu einem erheblichen Analyseaufwand führen. Die Quantifizierung von Verlustpotentialen erfolgt daher in der Praxis auf Portfolioebene. Ein Portfolio kann hierbei anhand der einzelnen systematischen Risikofaktoren (Währung, Zinsen, Preise etc.) gebildet werden.

3.2. Risikomaße zur Quantifizierung systematischer Risiken

Das systematische Verlustpotential des abgegrenzten Portfolios kann anhand unterschiedlicher Methoden ermittelt werden. In der Praxis gängige und in Jahresabschlüssen mitunter publizierte Risikomaße sind u. a. der *value at risk* sowie *worst case*-Szenarien und Sensitivitätsanalysen.⁶³⁷

3.2.1. Value at Risk

Der *value at risk*-Ansatz wird sowohl im Bankensektor als auch in der Vermögensverwaltung standardmäßig als Messkonzept zur Risikoquantifizierung eingesetzt.⁶³⁸

Die *value at risk*-Analyse hat dabei den großen Vorteil, sowohl das Risiko isolierter Transaktionen quantifizieren als auch der Risikokorrelation korrespondierender Positionen (z. B. eines Portfolios) Rechnung tragen zu können. Der *value at risk* gibt die in Geldeinheiten ausgedrückte maximale negative Wertänderung an, die mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit (Konfidenzintervall) innerhalb eines definierten Zeitraums

⁶³⁶ Zu den einzelnen Absicherungsebenen vgl. oben Abschnitt 3.2.5, S. 67.

⁶³⁷ Für weitere Risikomaße vgl. STEINER, M./BRUNS, C. (2002), S. 600 f.

⁶³⁸ Vgl. bspw. ECHELPOEL, A. v. (1998), S. 41 ff.

(Haltedauer) nicht überschritten wird.⁶³⁹ Der Konfidenzintervall definiert folglich, in wie vielen von hundert Fällen ein maximaler Verlust eintreffen wird. Formal ergibt sich für den *value at risk* somit:

$$\text{Value At Risk} = a * \sigma * \sqrt{T}$$

α ist der Konfidenzfaktor, der die Entfernung vom Mittel in Anzahl Standardabweichungen misst. σ gibt die Volatilität des Portfolios an. Die Volatilität wird als Standardabweichung der Renditen gemessen. T ist die Zeit. Der *value at risk* wächst unterproportional mit der Zeit.

Die Ermittlung des *value at risk* setzt voraus, dass ein Konfidenzintervall und ein Zeithorizont festgelegt werden.⁶⁴⁰ Die Wertänderung wird anhand eines Referenzwerts ermittelt. Als Referenzwert kommt u.a. der gegenwärtige Marktwert oder der nach Ablauf der Haltedauer erwartete Wert des Portfolios in Betracht.⁶⁴¹ Mathematisch handelt es sich beim *value at risk* somit um das Minimum der Differenzen zwischen dem Portfoliowert und dem simulierten Szenariowert:

$$\text{VaR} = \min\{D_1, D_2, \dots\},$$

mit $D(i) = \text{Szenariowert}(i) - \text{Portfolio Marktwert (oder erwarteter Endwert)}$

Die Deutsche Bank hat beispielsweise in ihrem Zwischenbericht vom 30.09.2005 bei einem Konfidenzintervall von 99% einen *value at risk* für den Handelsbereich von durchschnittlich 65.8 Mio. berechnet.

⁶³⁹ Vgl. STEINER, M./BRUNS, C. (2002), S. 601 und die dort angegebene Literatur.

⁶⁴⁰ Vgl. SCHIERENBECK, H. (2001), S. 17

⁶⁴¹ Vgl. JORION, P. (2001), S. 109 f.

Value-at-risk der Handelsbereiche^{1,2}

in Mio €	Insgesamt		Zinsrisiko		Aktienkursrisiko		Währungsrisiko		Rohwarenpreisrisiko	
	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004
Durchschnitt ³	65,8	71,6	53,2	61,7	32,9	30,8	10,1	10,6	6,5	7,0
Maximum ³	79,2	97,9	61,6	91,1	43,1	45,1	18,2	25,9	11,3	10,8
Minimum ³	57,8	54,5	41,9	39,7	22,9	19,9	5,5	2,9	3,5	3,8
Periodenende ⁴	69,8	66,3	55,8	41,1	40,4	42,6	12,8	17,2	7,4	5,1

¹ Alle Angaben für 1 Tag Haltdauer; 99% Konfidenzniveau.
² Value-at-risk ist nicht additiv auf Grund von Korrelationseffekten.
³ Die Werte geben die Schwankungsbreiten an, innerhalb derer sich die Werte im Neunmonatszeitraum 2005 beziehungsweise im Geschäftsjahr 2004 bewegten.
⁴ Angaben für 2004 per 31. Dezember 2004; Angaben für 2005 per 30. September 2005.

Abb. 26: Value at risk des Handelsbereichs der Deutschen Bank

Der *value at risk* kann anhand von parametrischen und nichtparametrischen Verfahren berechnet werden. Parametrische Verfahren basieren auf statistischen Parametern wie beispielsweise Standardabweichungen, Korrelationen sowie Sensitivitäten gegenüber relevanten Risikofaktoren. Für eine Bemessung des *value at risk* müssen hier die relevanten Risikofaktoren und deren bestimmende Einflussfaktoren oder, im Falle eines Varianz-Kovarianz-Ansatzes, die Beziehungen der einzelnen Positionen im Portfolio untereinander identifiziert werden. Die „Korrelations-Methode“ setzt eine Normalverteilung der Risikofaktoren sowie konstante Korrelationen zwischen den einzelnen Risikofaktoren voraus. Die Volatilitäten werden dabei aufgrund historischer Daten erfasst. Parametrische Verfahren basieren folglich auf vergangenheitsorientierten, statistischen Parametern. Nichtparametrische Verfahren berücksichtigen hingegen die entscheidungsrelevante Verteilung des Portfolios. Die Verteilung wird anhand von unterschiedlichen Parameterkonstellationen ermittelt. Die Konstellationen können hierbei aufgrund von historischen Daten (z. B. historische Simulation) oder modellbasierten Simulationen (z. B. Monte-Carlo-Simulation) ermittelt werden. Nichtparametrische Verfahren führen auf Basis der einzelnen Parameterkonstellationen eine Neubewertung des gesamten Portfolios durch und erlauben anhand der sich ergebenden Verteilung eine Aussage über die Wahrscheinlichkeit zukünftiger Entwicklungen.

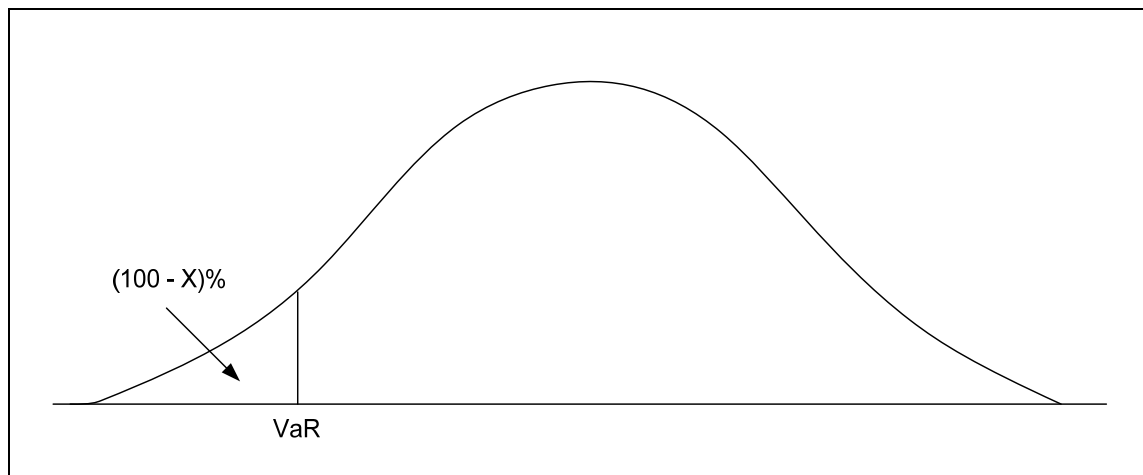


Abb. 27: Value at Risk, Quelle: HULL, J. C. (2003), *Options, futures and other derivatives*, Prentice Hall, 2003

Die oben dargestellte *value at risk*-Verteilung zeigt das Verlustrisiko eines Portfolios auf. Der *value at risk* (VaR) lässt sich aus der Verteilung der Rendite für einen bestimmten Vertrauensintervall (X) und einen bestimmten Zeithorizont (T) ablesen. Die Interpretation lautet: „Es ist zu X % sicher, dass in den nächsten T Tagen kein größerer *value at risk* als VaR eintritt.“

Trotz der weiten Verbreitung des *value at risk*-Ansatzes in Praxis ist er als alleiniges Risikomaß unzureichend, da er nur die potentiellen Portfolioverluste für eine kurze Zeitspanne und unter normalen Marktbedingungen ermittelt. Extreme Marktbewegungen wie z. B. ein „Markt Crash“ werden aufgrund des Konfidenzintervalls und des aus ihm resultierenden Ausschlusses extremer Portfoliowerte durch den *value at risk* nicht berücksichtigt und müssen durch zusätzliche Stresstests festgestellt werden.⁶⁴² Ein weiterer kritischer Aspekt ist, dass anhand von historischen Daten (z. B. historischen Zinsentwicklungen) und Parametern auf zukünftige Entwicklungen geschlossen wird. Für die Ermittlung des theoretischen Verlustpotentials unter extremen Marktbedingungen eignen sich Stresstests wie Sensitivitätsanalysen und *worst case*-Szenarien.

⁶⁴² Darüber hinaus ist die Voraussetzung einer Normalverteilung häufig nicht gegeben. So können beispielsweise barrierer options zu einem Totalverlust führen.

3.2.2. Stresstests

Stesstests basieren auf sogenannten Stress-Szenarien. Dabei handelt es sich um Szenarien mit extrem hohen und ungünstigen Abweichungen von der jeweils erwarteten Marktentwicklung. Im Gegensatz zu einer *value at risk*-Betrachtung bieten Stresstests nicht nur Information über die Höhe des theoretischen Verlustpotentials sondern auch darüber, welche Marktzustände dem Portfolio den größten Schaden zufügen würden. Hierdurch ist eine systematische Identifizierung von gezielten risikomindernden Maßnahmen möglich. Allerdings tritt auch hier das Problem auf, dass die Entscheidung über die relevanten Szenarien ebenfalls vergangenheitsbezogen ist. Formen von Stresstests sind hierbei Sensitivitätsanalysen sowie die Durchführung von *worst case*-Szenarien.

3.2.2.1. Sensitivitätsanalyse

Sensitivitätsanalysen untersuchen das Risikopotential eines Portfolios oder einzelner Positionen anhand der Variation eines (oder mehrerer) ungewisser Parameter.⁶⁴³ Im Ergebnis wird der Einfluss einzelner Parameter auf das Modellergebnis festgestellt. Für die Ermittlung des Risikopotentials werden einzelne Modellparameter um definierte Werte variiert und in Vergleich zum bei Verwendung der Ausgangsparameter erzielten Modellergebnis gesetzt. Der Hauptunterschied zwischen einer Sensitivitätsanalyse und dem *value at risk*-Ansatz besteht darin, dass bei der Sensitivitätsanalyse die Schwankungsbreite der Marktpreise vom Unternehmen explizit angegeben wird, während bei der integrierten *value at risk*-Analyse die Schwankungsbreite aufgrund der durch das Unternehmen gewählten Wahrscheinlichkeit ermittelt wird.

Beispielsweise wird die Zinssensitivität des *fair value* eines zinsreagiblen Instruments anhand einer Sensitivitätsanalyse durch folgende Schritte ermittelt:

- § Ermittlung der erwarteten Cashflows aus dem Derivat unter Zugrundelegen der aktuellen Parameterwerte.
- § Abzinsen der erwarteten Cashflows zur Bestimmung des Gegenwartswertes resp. *fair values* des Derivats.

⁶⁴³ Zum Beispiel der sich ergebende Währungsgewinn oder -verlust bei einem Dollar Anstieg von zehn Prozent. Zur Sensitivitätsanalyse vgl. im Einzelnen: ADAM, D. (1996); BLOHM, H./LÜDER, K. (1991); BUSSE VON COLBE, W/LAßMANN, G. (1990); GÖTZE, U./BLOECH, J. (1995).

- § Festlegung eines Marktrisikofaktors und hypothetische Veränderung des jeweiligen Faktors um eine Rate, die eine kurzfristige Änderung des Marktrisikos am ehesten reflektiert.
- § Bestimmung der erwarteten Cashflows unter Zugrundelegen des hypothetischen Wertes und Berücksichtigung der durch die Wertänderung induzierten etwaig anfallenden monetären Effekte.
- § Diskontierung der erwarteten Cashflows unter Einbeziehung der hypothetischen Wertfaktoren zur Bestimmung des alternativen *fair values*.
- § Verlustbestimmung durch Gegenüberstellung des echten *fair values* zum hypothetischen *fair value*.

Die Sensitivität gegenüber einzelnen Risikofaktoren kann allerdings auch im Rahmen des *value at risk* Ansatzes durch eine Sensitivitätsanalyse ermittelt werden. Hier wird die Veränderung des *value at risk* unter der Voraussetzung berechnet, dass sämtliche Parameter konstant gehalten werden und lediglich ein Parameter variiert wird.⁶⁴⁴

Sensitivitätsanalysen haben den Vorteil, dass sie verhältnismäßig einfach durchführbar sind und über eine hohe Anschaulichkeit verfügen. Darüber hinaus sind mit verhältnismäßig geringem EDV-Rechenaufwand eine Vielzahl von Simulationen möglich. Nachteilig wirkt sich aus, dass keine Verteilung berechnet, sondern lediglich die Anfälligkeit der Position(en) gegenüber einzelnen Parameterverschiebungen dargestellt wird. Die Prognose ist direkt von den unterstellten Parametern abhängig, für die eine gewisse Prognoseunsicherheit besteht. Auch die Zahl der durchgeführten Variationen kann häufig genau das Gegenteil der erhofften Transparenzerhöhung nach sich ziehen und durch eine steigende Unübersichtlichkeit zu einer Erhöhung der Unsicherheit des Anwenders führen.

Formal berechnet sich die Sensitivität eines Portfolios aus dem Volumen des Marktrisikos (q) multipliziert mit der Veränderung des Risikofaktors (z). Für die Berechnung der Sensitivität ergibt sich:

⁶⁴⁴ Im Fall von Obligationen können beispielsweise c. p. die Einflussfaktoren Beta, Laufzeit der Obligation, Anzahl Tage und der Vertrauensintervall einzeln variiert werden.

$$\text{Sensitivität} = q * \Delta z$$

Für ein Portfolio von USD 500 (q) ergibt sich bei einer Veränderung des USD Kurses von 0,80 EUR auf 0,85 EUR somit ein Währungsgewinn 25 EUR ($500 \text{ USD } (q) * 0,05 \text{ EUR/USD } (\Delta z)$).

3.2.2.2. Worst case-Szenarien

Neben *value at risk*-Berechnungen und Sensitivitätsanalysen liefern *worst case*-Szenarien wichtige Informationen über das Verlustpotential bestehender Unternehmensrisiken. Eine reine Bemessung des Risikopotentials auf Basis von *value at risk*-Analysen ist nicht ausreichend, da sie keine extremen Marktbewegungen und die sich aus ihnen ergebenden Maximalverluste berücksichtigen. Die Simulation von plausiblen *worst case*-Szenarien hat gegenüber Sensitivitätsanalysen und *value at risk*-basierten Marktrisikomanagementsystemen den wesentlichen Vorteil, dass tatsächlich die schlimmsten plausiblen Szenarien betrachtet werden. Hierbei wird bei *worst case*-Szenarien die Wahrscheinlichkeit des Eintretens der einzelnen Szenarien nicht quantifiziert. Eine Einschätzung der Plausibilität ist aber zumindest für eine grobe Vorstellung über die Wahrscheinlichkeit der Szenarien nötig.⁶⁴⁵

Problematisch ist hierbei die Abgrenzung der Plausibilität. Die Aussagekraft eines *worst case*-Szenarios als Entscheidungsgrundlage des internen Risikomanagements und der externen Jahresabschlussadressaten hängt unmittelbar davon ab, ob die betrachteten Szenarien ausreichend drastisch, aber dennoch plausibel sind. Letztlich liegt es im Ermessen des Modellanwenders, die Input-Parameter festzulegen und damit das Ergebnis und die Qualität des *worst case*-Szenarios zu bestimmen. Bislang werden als Szenarien dafür meist die Marktbewegungen historischer Krisen oder industrieweit übliche Standardszenarien verwendet. Solche Szenarien berücksichtigen zwar nicht das spezifische Risikoprofil eines Unternehmens, sind aber aufgrund ihrer Historie nachweisbar. Die Verwendung von historischen Szenarien hat folglich den Vorteil, dass die Parameter objektiv anhand von am Markt beobachteten Szenarien gebildet werden und somit der Ermessensspielraum des Modellanwenders eingeschränkt wird. Nachteilig ist vor allem,

⁶⁴⁵ Vgl. BERKOWITZ, J. (1999), S.12.

dass eine reine Verwendung von historischen Szenarien weitere, zukünftig theoretisch denkbare Szenarien ausschließt und der Aussagegehalt vergangener Entwicklungen für die Zukunft eingeschränkt ist. Die Verwendung historischer Szenarien unterstellt darüber hinaus, dass die Korrelationen zwischen den Risikofaktoren zeitlich konstant und in allen Szenarien die gleichen sind. Empirisch sind gerade in Krisenzeiten jedoch starke Veränderungen bei den Korrelationen beobachtet worden.⁶⁴⁶ Die Nachteile historischer Szenarien haben dazu geführt, dass Unternehmen vermehrt auf subjektiv festgelegte *worst case*-Szenarien zurückgreifen. Die Verwendung dieser Szenarien schließt allerdings nicht aus, dass evtl. gerade das schlimmste Szenario übersehen wurde. In jüngerer Zeit werden daher systematische Verfahren wie Quasi-Random-Search-Methoden für die Suche nach portfoliospezifischen *worst case*-Szenarien adaptiert.⁶⁴⁷ Damit soll es möglich werden, *worst case*-Szenarien auf ihre Härte und Plausibilität zu prüfen. Unabhängig vom gewählten *worst case*-Ansatz kann extern das ermittelte Risikopotential nur nachvollzogen werden, wenn die unterstellten Annahmen ebenfalls ausgewiesen werden.

Ein *worst case*-Szenario dient der Ermittlung des maximalen latenten Verlustrisikos. Es geht dabei von der für das Portfolio oder Derivat denkbar ungünstigsten Parameterkonstellation aus. Das Ergebnis einer solchen Rechnung ist offensichtlich nicht die Ermittlung einer realistischen Einschätzung des mit dem Portfolio oder Derivat verbundenen Risikos, da derartig konstruierte Konstellationen i. d. R. die tatsächlichen Risiken überzeichnen.⁶⁴⁸ Vielmehr soll das *worst case*-Szenario ein Extrem quantifizieren. Insbesondere werden hierbei bewusst die zwischen Zinssätzen und Währungen bestehenden interdependenten Wechselbeziehungen außer acht gelassen, deren Einfluss auf das Kreditrisiko häufig gegenläufig ist und somit insgesamt das Risiko senkt.⁶⁴⁹ Bisher existieren jedoch keine Modelle oder Hypothesen, die den zweifellos zwischen Währungen und Zinsen bestehenden Zusammenhang für die Vergangenheit und die zukünftige Entwicklung erklären. Es erscheint daher zulässig, für die Ermittlung eines äußeren Risikorahmens durch ein *worst case*-Szenario implizit etwaig bestehende interdependente Wechselbeziehungen zu negieren.

⁶⁴⁶ Beispielsweise führen echte Krisensituationen, wie Kriege oder Umweltkatastrophen, eine Änderung in der Zins- oder Wechselkurspolitik von Zentralbanken, Spekulationsattacken gegen Währungen oder Ähnliches wahrscheinlich zu einer Verschiebung der bisher am Markt beobachteten Korrelationen.

⁶⁴⁷ Einen Überblick über Methoden zur Generierung von Quasi-Random-Search-Methoden geben BECK, J./CHEN, W. (1987); DRMOTA, M./TICHY, R.F. (1997); HLAWKA, E. (1988).

⁶⁴⁸ Vgl. COOPER, D. F./WATSON, I. R. (1987), S. 28ff.

⁶⁴⁹ Vgl. LERBINGER, P. (1988), S. 107.

3.2.3. Kombination von Stresstest und value at risk-Analysen

Die Modelle zur Risikoquantifizierung sind einzeln wenig aussagekräftig. Allein die Kombination von Risikomodellen zur Quantifizierung von Verlustrisiken unter normalen und extremen Marktbewegungen erlaubt eine erste Einschätzung der Risikoposition des Portfolios. Das Beispiel des Long Term Capital Management (LTCM) Hedge Fond-Zusammenbruchs zeigt allerdings, dass die bestehenden Modelle zur Risikoquantifizierung keine absolut sicheren Aussagen über Verlustrisiken erlauben.⁶⁵⁰ LTCM stützte sich auf ausgefeilte Systeme zur Risikokontrolle, dennoch war hier der durch *worst case*-Szenarien ermittelte Maximalverlust um 60 % niedriger als der später tatsächlich eingetretene Verlust.⁶⁵¹

Auch der alleinige Einsatz von *value at risk*-Modellen erlaubt keine sicheren Aussagen über die zukünftigen Verlustpotentiale. *Value at risk*-Modelle sollen zukünftige Risiken voraussagen, ohne jedoch deren Verlauf zu kennen. Die Unterstellung des zukünftigen Verlaufs beruht weitestgehend auf subjektiven Annahmen.

Eine Verbesserung der Aussagen zur Risikoposition kann durch die Kombination statistischer *value at risk*-Analysen um Stresstests wie z. B. die oben dargestellten Sensitivitätsanalysen und *worst case*-Szenarien erreicht werden. Hierdurch sind sowohl Aussagen zur Höhe der möglichen Verluste aus systematischen Risiken unter gewöhnlichen als auch unter außerordentlichen bzw. extremen Marktbedingungen möglich. Für die externe Bilanzanalyse ist es daher von zentraler Bedeutung, sowohl *value at risk*- als auch Stresstest-Ergebnisse zu berücksichtigen, sofern diese ausgewiesen werden. Es ergibt sich die folgende Übersicht über die einzelnen Modelle zur Risikoquantifizierung.

⁶⁵⁰ Long-Term Capital Management war 1994 durch John Meriwether (ehemaliger Vizepräsident von Salmon Brother) gegründeter Hedge Fond. Teil des Managements waren Myron Scholes und Robert Carhart Merton, Gewinner des Nobel Preises in 1997. Nach anfänglich großen Erfolgen ist der Fond in 1998 zusammengebrochen. Insgesamt ist trotz mathematischer Risikomodelle ein Verlust von 4,6 Mrd. USD in weniger als vier Monaten eingetreten.

⁶⁵¹ Vgl. COY, P. (1998) und COY, P./WOLLEY, S. (1998). Der Hedge-Fond "Long Term Capital Management" (LTCM) verlor 4,5 Milliarden US-Dollar bei einem Rubel-Dollar-Anleihen Arbitrage Geschäft, als Russlands Ministerpräsident Sergeij Kiriyenko den russischen Banken verbot, US-Dollar an ausländische Investoren zurückzuzahlen.



Abb. 28: Modelle zur Quantifizierung systematischer Risiken

Für die externe Analyse genügen aber häufig auch absolute Zahlen i. V. m. qualitativen Aussagen, um einen Eindruck über die Anfälligkeit des Unternehmens gegenüber Marktwertänderungen zu erhalten. So ist der Ausweis der saldierten USD-Exposures i. V. m. der qualitativen Aussage, dass die Konzernvorgabe eine 80 %ige dynamische Absicherung des USD-Währungsrisikos vorschreibt, häufig eine wesentlich bessere Information als der Ausweis eines extern schwer nachvollziehbaren *value at risk*-Wertes.

Die qualitative Analyse der Risikostruktur sowie die Quantifizierung der theoretischen Verlustpotentiale erlaubt es dem internen Risikomanagement, systematische Risiken zu überwachen und geeignete Risikobewältigungsmaßnahmen zu ergreifen. Für die externe Bilanzanalyse ist von großer Bedeutung, dass die Ergebnisse des internen Risikomanagement transparent dargestellt werden, um die bestehende Risikosituation des Unternehmens einschätzen zu können. Die Möglichkeiten und Grenzen einer externen Risikostrukturanalyse anhand des Konzernabschlusses ist Gegenstand des folgenden Abschnitts.

4. Externe Risikostrukturanalyse

Die externe Risikostrukturanalyse soll es ermöglichen, das Unternehmensrisiko sowie die Angemessenheit der Risikoverzinsung des eingesetzten Kapitals einzuschätzen. Die externe Risikostrukturanalyse ist auf die qualitativen und quantitativen Angaben des Jahres- bzw. Konzernabschlusses des Unternehmens angewiesen.

Die Risikostrukturanalyse erfolgt in drei Schritten. Zunächst wird untersucht, ob die bestehenden systematischen Risiken unter Analysegesichtspunkten überhaupt wesentlich sind. Die Festlegung der Wesentlichkeit erfolgt hierbei anhand von allgemeinen Risikokennzahlen, die nicht zwischen den einzelnen Risikofaktoren differenzieren. Ist davon auszugehen, dass die Risiken wesentlich sind, so ist im zweiten Schritt zu untersuchen, welche Risikofaktoren ursächlich für die Risikoposition des Unternehmens sind und welche Maßnahmen das Unternehmen getroffen hat, um diese zu mindern. Abschließend wird in einem dritten Schritt untersucht, welche Effekte sich aus den Risikofaktoren auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage ergeben. Hier wird auch im Rahmen der Rentabilitätsanalyse untersucht, ob die bestehenden Risiken adäquat verzinst werden. Es ergibt sich die folgende Darstellung:

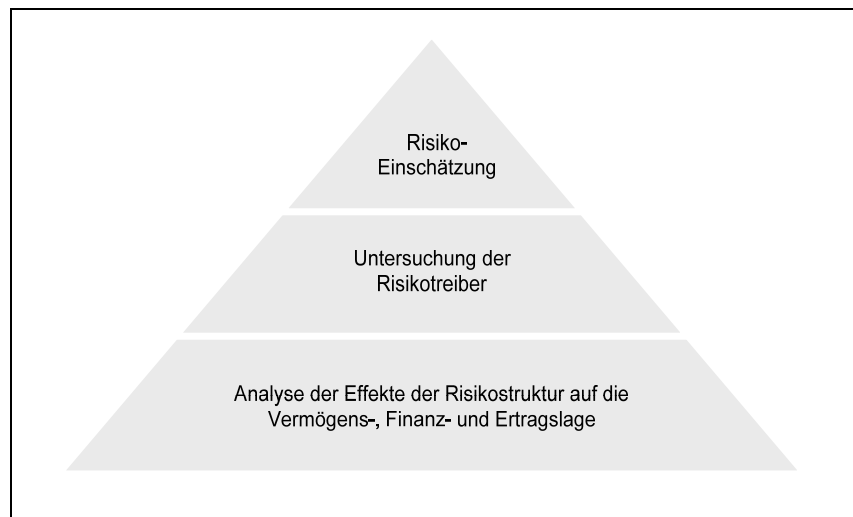


Abb. 29: Struktur der Risikoanalyse

Die Analyse der Unternehmensrisikostruktur setzt voraus, dass die spezifischen Anforderungen der einzelnen Rechnungslegungsstandards berücksichtigt werden und die Datenbasis um etwaige bilanzpolitische Verzerrungen bereinigt wird.

4.1. Bereinigung der Datenbasis

Das Ziel einer Bereinigung der Datenbasis ist es, die der Bilanzanalyse zugrunde liegenden Informationen unternehmensübergreifend vergleichbar zu machen.⁶⁵² Hierzu müssen einerseits Unterschiede zwischen den einzelnen Rechnungslegungsstandards

⁶⁵² Beispielsweise führt die Anwendung der IFRS-, US-GAAP- und HGB-Rechnungslegungsstandards innerhalb der DAX 30 Unternehmen aufgrund der unterschiedlichen Bilanzierungs- und Ausweisvorschriften zu schwer vergleichbaren Datenbasen.

und andererseits die einzelnen bilanzpolitischen Verzerrungen soweit wie möglich aufgehoben werden. Die Bereinigung der sich aus der Bilanzierung von Derivaten ergebenden Verzerrungen ist sowohl für die bestehenden Kennzahlensysteme als auch für Risikostrukturanalyse der erste Schritt, um zu vergleichbaren Ausgangsdaten zu gelangen.

Die Marktbewertungs- und Hedge-Accounting-Vorschriften nach IFRS und US-GAAP stehen in starkem Widerspruch zur Dominanz des Gläubigerschutzgedankens des HGB. Die primäre Ausrichtung der Rechnungslegungsvorschriften an unterschiedliche Zielgruppen führt zu einer mangelnden Vergleichbarkeit der Jahresabschlussinformationen. Die wesentlichsten Unterschiede zwischen den IFRS und deutschen Rechnungslegungsvorschriften sollen im Rahmen der Modernisierungsrichtlinie sowie der *fair value*-Richtlinie beseitigt werden.⁶⁵³ Hierbei ist für die Bilanzierung von Derivaten die *fair value*-Richtlinie maßgebend, da die Modernisierungsrichtlinie derivative Finanzinstrumente ausklammert. Mit Verabschiedung der *fair value*-Richtlinie vom 27. September 2002 (2001/65/EG) wurde die Möglichkeit geschaffen, bestimmte Finanzinstrumente in Zukunft zu ihrem jeweiligen Zeitwert (*fair value*) zu bewerten.⁶⁵⁴ Die *fair value*-Richtlinie erlaubt es den Mitgliedsstaaten, die Bewertung zum Zeitwert wahlweise oder verpflichtend für alle Gesellschaften oder für Gruppen von Gesellschaften zuzulassen. Die Umsetzung der *fair value*-Richtlinie in deutsches Recht erfolgt in zwei Schritten. Im BilReG werden nur die zwingend umzusetzenden Bestimmungen der *fair value*-Richtlinie aufgegriffen. Weitergehende Änderungen des bestehenden Bilanzrechts werden erst in einem zweiten Schritt durch das Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz umgesetzt. Die Gesetzesänderungen betreffen in erster Linie die Berichtspflicht im Anhang und im Lagebericht. Im Anhang sind künftig durch die Erweiterung des § 285 HGB um die Nummern 17 bis 19 Angaben zu derivativen Finanzinstrumenten und zu den Finanzanlagen zu machen. Insbesondere sind hierbei die beizulegenden Zeitwerte von Finanzanlagen und Finanzinstrumente anzugeben. Im Rahmen der Umsetzung der *fair value*-Richtlinie werden die Vorschriften des § 289 Abs. 2 Nr. 2 HGB zur Lageberichtserstattung durch Regelungen zur Risikoberichterstattung und der Verwendung von Finanzinstrumenten ersetzt. Für den Konzernlagebericht wird § 315 Abs. 2 Nr. 2 HGB in entsprechender Weise angepasst.

⁶⁵³ EUROPÄISCHE UNION (2003), S. 0016 - 0022 , Tz. 12; EUROPÄISCHE UNION (2001), S. 0028 - 0032

⁶⁵⁴ EUROPÄISCHE UNION (2001), S. 28 ff.

Obwohl die Bilanzierung von Derivaten nach IFRS und US-GAAP zum Teil inhaltlich voneinander abweicht, sehen doch beide Standards die Marktbewertung von Derivaten, ähnliche Vorschriften zum Hedge-Accounting und weitgehende Offenlegungsvorschriften vor. Abweichungen zwischen den Rechnungslegungsvorschriften treten insbesondere im Falle eines US-Börsenlistings auf, da hier die zum Teil sehr detaillierten Angaben zu Derivaten gemäß 20-F notwendig sind.

Die Auswirkungen von Derivaten und ihre divergierenden Bilanzierungsvorschriften werden im Folgenden kurz erörtert.

4.1.1. Stille Reserven

Die Bilanzierung von Finanzinstrumenten führt in den HGB-Abschlüssen zu stillen Reserven, sofern ihr Marktwert über dem Buchwert liegt. Innerhalb von IFRS- und US-GAAP-Abschlüssen wird hingegen die Bildung stiller Reserven durch die Marktbewertung weitestgehend ausgeschlossen. Nur im Zusammenhang von *held to maturity investments* können aufgrund der Bilanzierung zu fortgeführten Anschaffungskosten stille Reserven entstehen. Die Abgrenzung eines Investments als *held to maturity* verlangt jedoch, dass eine finale Halteabsicht besteht. Wird ein *held to maturity investment* vor Ablauf seiner Fälligkeit veräußert, so sind sämtliche *held to maturity investments* in *available for sale investments* umzugruppieren mit der Folge, dass für die weitere Bewertung nunmehr die Kriterien für *available for sale investments* anzuwenden sind.⁶⁵⁵ Die gesetzlich gestellten Anforderungen an *held to maturity investments* verhindern somit die bilanzpolitische Instrumentalisierung dieser stillen Reserven.

Die Bildung und gezielte Auflösung von stillen Reserven aus der Bilanzierung von Finanzinstrumenten kann in den HGB-Konzernabschlüssen extern nicht nachvollzogen werden. Eine Bereinigung oder nachträgliche Marktbewertung der einzelnen Positionen ist nicht möglich. Während Marktwertverluste in allen drei Rechnungslegungsstandards berücksichtigt werden, bleiben nur nach HGB Marktwertgewinne bis zu ihrer Realisierung unbeachtet. Das Wertaufholungsgebot gemäß § 280 Abs. 1 HGB schreibt eine Werterhöhung (Zuschreibung) höchstens bis zu den ursprünglichen Anschaffungskosten

⁶⁵⁵ Vgl. hierzu oben Abschnitt 2.2.2, S. 119 und Abschnitt 1.1.5, S. 160.

vor. Insofern ist die Vergleichbarkeit zwischen HGB- und IFRS- bzw. US-GAAP-Abschlüssen eingeschränkt, da eine über die Anschaffungskosten hinausgehende Marktbewertung zu höheren Aktivwerten und einem höheren Ergebnis führt. Extern kann ein IFRS- bzw. US-GAAP -Abschluss nicht in einen HGB-Abschluss übergeleitet werden, da eine Rückrechnung der unrealisierten Marktwertgewinne mangels einer eindeutigen Zuordnung der Gewinne auf die jeweiligen Grundgeschäfte sowie der nicht erkennbaren Unterscheidung zwischen realisierten und unrealisierten Marktwertgewinne nicht durchführbar ist. Die alle Rechnungslegungsstandards übergreifende Vergleichbarkeit der Kennzahlen ist somit nur möglich, sofern die Effekte der Marktbewertung vernachlässigt werden können.

Freistehende derivative Finanzinstrumente verstärken den Effekt der Marktbewertung, da sie erheblichen Marktwertschwankungen unterliegen und hier ebenfalls gem. § 253 HGB das Anschaffungskostenprinzip die Berücksichtigung von Marktwertgewinnen verhindert, während drohende Verluste nach dem Vorsichtsprinzip des § 252 I Nr. 4 HGB erfolgswirksam durch Bildung einer Drohverlustrückstellung zu berücksichtigen sind. Aufgrund der leichten Liquidierbarkeit der Derivate können die aus ihnen resultierenden stillen Reserven darüber hinaus genutzt werden, um das Ergebnis zu beeinflussen. Hierbei kann der Effekt aus Derivaten aufgrund der teilweise beträchtlichen Sicherungsvolumina durchaus erheblich sein. Sofern die Ergebnisauswirkung wesentlich ist, muss ihre Ursache im Anhang erläutert werden. Es ist die Höhe des Effekts quantitativ anzugeben, so dass der externe Bilanzadressat somit in der Lage ist, den Effekt aufzuheben. Eine Aufhebung des Ergebniseffekts kommt allerdings nur dann in Betracht, wenn das Derivat unmittelbar nach seiner Veräußerung wieder zurück erworben wurde, da nur in diesem Fall eine gezielte Ergebnisgestaltung vorliegt. Es erscheint fraglich, inwieweit eine derartige Neubewertungstransaktion extern nachvollzogen werden kann.

Die Verabschiedung des Bilanzrechtsformgesetzes durch den Bundesrat am 26.11.2004 und die damit verbundenen Möglichkeiten für große Kapitalgesellschaften, einen IFRS statt eines HGB Abschlusses zur Veröffentlichung einzureichen sowie die Regelungen des § 285 HGB wird es ermöglichen, den Zeitwert bestimmter Finanzinstrumente auch nach HGB in Zukunft dem Jahresabschluss zu entnehmen. Dies wird daher zu einer besseren internationalen Vergleichbarkeit der Vermögens- und Ertragslage der Unternehmen führen.

4.1.2. Verbriefungen

Finanzinstrumente können die Struktur der Aktiv- und Passivseite im Wesentlichen nur durch die Verbriefung von Finanzaktiva steuern.⁶⁵⁶ Hierbei haben die Maßnahmen sowohl auf HGB- als auch auf IFRS- und US-GAAP-Abschlüssen die gleichen Auswirkungen.

Im Falle der Verbriefung werden Finanzaktiva in einem Treuhandvermögen zusammengeführt und als Wertpapiere veräußert. Das Unternehmen tauscht hierdurch Gegenstände des Anlage- oder Umlaufvermögens gegen liquide Mittel. Die freigesetzten Mittel können zur Schuldentilgung eingesetzt werden.

Insbesondere bei einem Zeitvergleich können diese Transaktionen zu einer Veränderung der Kennzahlenrelationen führen. So ist sowohl die Anlage- und Umlaufintensität als auch die Forderungs-Bindung bei einer Verbriefung von Vermögenswerten betroffen. Eine Bereinigung ist hier nur notwendig, um die Vergleichbarkeit der Kennzahlen mit dem Vorjahr zu erreichen. Zu diesem Zweck muss die Verbriefung dem Anlage- oder Umlaufvermögen wieder zugerechnet werden. Im Anhang sind Angaben über die Verbriefungen dann zu machen, wenn im Vergleich zum Vorjahr durch besondere Umstände erhebliche Abweichungen zu verzeichnen sind, die der Generalnorm des § 264 Abs. 2 Satz 2 HGB widersprechen und der Jahresabschluss keinen den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage gewährleistet.

Eine Bereinigung zu dem Zweck, die Vergleichbarkeit der Daten von Unternehmen herzustellen, die kein ABS-Programm haben, ist nicht zulässig, da aufgrund des Abgangs des Eigentums am Vermögensgegenstand auch das mit ihm verbundene Risiko sowie die aus ihm resultierenden Rechte und Pflichten auf den Käufer übergegangen sind. Eine Bereinigung würde dazu führen, dass die unterschiedlichen Liquiditäts- und Risikostrukturen gleich behandelt werden. Die Verbriefung führt zu einer Freisetzung gebundener Mittel und ist somit bilanzanalytisch bei einem Betriebsvergleich nicht zu bereinigen.⁶⁵⁷ Analoges gilt für sämtliche Kennzahlen zur Analyse der Vermögensstruktur, die sich aufgrund von Verbriefungen verändern.

⁶⁵⁶ Vgl. zur Bedeutung der Kapitalstruktur PERRIDON, L./STEINER, M. (1993), 423 ff.

⁶⁵⁷ Eine andere Ansicht vertritt BAETGE im Zusammenhang von *sale and lease back*-Maßnahmen, vgl. BAETGE, J. (1998), S. 176.

4.1.3. Erfolgsneutrale Marktbewertung

In HGB-Abschlüssen ist eine erfolgsneutrale Marktbewertung und somit eine auf sie zurückgehende Eigenkapitalveränderung nicht möglich. Bilanzpolitische Gestaltungsspielräume bestehen nicht.

Die erfolgsneutrale Marktbewertung nach IFRS und US-GAAP erlaubt die erfolgsneutrale Berücksichtigung von Wertänderungen im Eigenkapital. Die Wahlrechte innerhalb der IFRS und US-GAAP führen dazu, dass Marktwertänderungen zum Teil uneinheitlich ergebnisneutral oder ergebniswirksam berücksichtigt werden können.⁶⁵⁸ Darüber hinaus bestehen vereinzelt unterschiedliche Regeln nach IFRS und US –GAAP.

Im Gegensatz zur deutschen Rechnungslegung ist gemäß IFRS / US-GAAP das *other comprehensive income* ein gesonderter Eigenkapitalposten, der zusammen mit dem Jahresüberschuss eine Art Gesamtleistung – das sog. *comprehensive income* – bildet. Effekte aus erfolgsneutral zu bilanzierenden Marktwertänderungen sind direkt ins *other comprehensive income* einzustellen.

Die Kapitalstrukturanalyse untersucht die Quellen und die Zusammensetzung nach Art, Sicherheit und Fristigkeit des Kapitals, um die Finanzierungsrisiken des Unternehmens abschätzen zu können.⁶⁵⁹ Die Effekte der Marktbewertung und insbesondere die derivativer Finanzinstrumente führen zu äußerst unterschiedlichen Komponenten, die in das Eigenkapital eingestellt werden. Sie erhöhen oder mindern das Eigenkapital und unterscheiden sich sowohl in ihrer Art als auch wegen ihrer Sicherheit und Fristigkeit.⁶⁶⁰

Für die Bilanzanalyse ist zu untersuchen, welche Komponenten im Einzelnen dem Eigenkapital zuzurechnen sind. Hierzu ist der Begriff des Eigenkapitals abzugrenzen, um eine dem bilanzanalytischen Verständnis dieser Position entsprechende Bereinigung durchführen zu können. Der Eigenkapitalbegriff wird nach US-GAAP und IFRS als

⁶⁵⁸ Auch der Wegfall des Wahlrechts zur erfolgswirksamen oder erfolgsneutralen Berücksichtigung von Marktwertänderungen bei *available for sale* Finanzinstrumenten führt hier zu keiner wirklichen Verbesserung, letztlich kann die ergebniswirksame Bilanzierung des gleichen Sachverhalts durch die Klassifizierung als *fair value through profit and loss* erreicht werden. Allerdings besteht nunmehr das einmalige Wahlrecht bei Zugang des Finanzinstruments, ein Wechsel zur erfolgswirksamen Marktbewertung zu einem späteren Zeitpunkt ist nicht möglich.

⁶⁵⁹ Vgl. COENENBERG, A. G. (2003), S. 954.

⁶⁶⁰ Beispielsweise sind Marktwertgewinne auf Derivate häufig volatiliter als Veränderungen des Beteiligungsmarktwerts. Auch der Charakter des zugrunde liegenden Geschäfts bestimmt häufig die Nachhaltigkeit der Wertschwankungen: Währungen sind häufig deutlich volatiliter als Zinssätze.

verbleibender Restbetrag aus der Summe der Vermögenswerte abzüglich aller Schulden definiert.⁶⁶¹ Die Eigenkapitaldefinition nach US-GAAP und IFRS stimmt somit weitestgehend mit der handelsrechtlichen Definition überein.⁶⁶² Entsprechend lassen sich die innerhalb der handelsrechtlichen Literatur gestellten zusätzlichen Anforderungen an das Eigenkapital analog auch auf IFRS- und US-GAAP-Abschlüsse anwenden. Im Einzelnen werden an das Eigenkapital die folgenden Anforderungen gestellt:⁶⁶³

§ Kontinuitäts- und Arbeitsfunktion

§ Haftungsfunktion

§ Verlustausgleichsfunktion.

Die Anforderungen an die Position des Eigenkapitals sind auf die erfolgsneutral abgegrenzten derivativen Eigenkapitalkomponenten anzuwenden. Darüber hinaus ist zu untersuchen, ob die erfolgsneutrale Abgrenzung von Marktwertverlusten zu einer Verzerrung der Ertragslage führt.⁶⁶⁴

Erfolgsneutral in das Eigenkapital eingestellte Marktwertgewinne erfüllen regelmäßig nicht das Kriterium der Kontinuitäts- und Arbeitsfunktion. Dafür ist eine dauerhafte Zugehörigkeit und Verfügbarkeit der Mittel erforderlich. Marktwertgewinne stehen dem Unternehmen nur unbeschränkt zur Verfügung stehen, wenn sie am Markt realisiert worden sind. Die unrealisierten Marktwerte unterliegen starken Marktwertschwankungen und können sich innerhalb kürzester Zeit von einem Anspruch in eine Verpflichtung wandeln. Aufgrund der hohen Volatilität kann von einem langfristigen Verbleib im Unternehmen und einer dauerhaften Werthaltigkeit des Kapitals nicht ausgegangen werden.⁶⁶⁵ Es erscheint auch fraglich, ob derartig volatile Werte eine Haftungsfunktion wahrnehmen können. Marktwertgewinne, deren Werthaltigkeit direkt von der zukünftigen Entwicklung der Märkte abhängt, unterliegen einem latenten Rückzahlungsanspruch und eignen sich folglich nicht dazu, in das unternehmerische Haftungskapital

⁶⁶¹ Vgl. CON 6.49 und FRAMEWORK, 49c.

⁶⁶² Vgl. hierzu auch COENENBERG, A. G. (2005), S. 283. Obwohl die Definitionen weitestgehend übereinstimmen, führen die Rechnungslegungsstandards für die einzelnen *assets* und *liabilities* dennoch zu Unterschieden bei der Eigenkapitalhöhe. Für die Definition des Eigenkapitalbegriffs an sich hat dies jedoch keine Bedeutung.

⁶⁶³ Vgl. THIELE, S. (1998), S. 51 f. und 54 f.; GRÄFER, H. (1997), S. 198 f.; BAETGE, J. (1996), S. 417; SÜCHTING, J. (1995), S. 93.

⁶⁶⁴ Nach HGB müssen gem. dem Vorsichtsprinzip erwartete Verlust grundsätzlich erfolgswirksam durch Bildung einer Drohverlustrückstellung berücksichtigt werden. Zur Bereinigung erfolgswirksamer Marktbewertungen vgl. unten Abschnitt 4.1.4, S. 276.

⁶⁶⁵ Vgl. WÖHE, G. (1992), S. 31.

einbezogen zu werden. Allerdings können Marktwertgewinne stichtagsbezogen zum Verlustausgleich herangezogen werden. Da jedoch die Verlustausgleichsfunktion nicht stichtagsbezogen, sondern langfristig bestehen sollte, ist es zweifelhaft, ob erfolgsneutrale Marktwertgewinne überhaupt nachhaltig diese Anforderung erfüllen können.

Für eine Einordnung als Eigenkapital spricht hingegen die nach IFRS und US-GAAP vorgesehene generelle Erfolgswirksamkeit von Marktwertentwicklungen aus *held for trading investments* und den als *fair value through profit and loss* abgegrenzten Finanzinstrumenten. In diesem Fall ergibt sich unmittelbar eine Erhöhung oder Minderung des Jahresüberschusses und somit auch des Eigenkapitals.

IAS 39 sieht vor, dass der Wertansatz eines erfolgsneutral abgegrenzten Finanzinstruments nach einem *impairment* nicht mehr zugeschrieben werden darf.⁶⁶⁶ Somit ist im Falle eines *impairments* der abgegrenzte Marktwertgewinn- oder -verlust ergebniswirksam einzubuchen. Eine Aufhebung dieses Effektes durch eine spätere Zuschreibung ist nicht zulässig. Die Intention dieser Regelung ist IAS 39 nicht zu entnehmen. Allerdings betont sie den Eigenkapitalcharakter von Marktwertgewinnen, da nur dauerhaft werthaltige Marktgewinne zukünftig im Eigenkapital berücksichtigt werden können. Dennoch kann nicht davon ausgegangen werden, dass die im Eigenkapital verbleibenden Marktwertänderungen dauerhaft bestehen bleiben, so dass sie aufgrund ihres stark volatilen Charakters und des latenten Rückzahlungsanspruchs m. E. keinen Bestandteil des Eigenkapitals bilden sollten. Das Eigenkapital ist entsprechend zu bereinigen.⁶⁶⁷ Neben Marktwertgewinnen werden auch Marktwertverluste erfolgsneutral im Eigenkapital abgegrenzt, sofern kein *impairment* vorliegt. Damit werden dauerhaft zur Verfügung stehende Mittel um nicht realisierte, temporäre Verluste reduziert, ohne dass die Verluste ergebniswirksam werden.⁶⁶⁸ Aus der Sicht der Bilanzanalyse kommt es zu einer Vermischung des dauerhaft zur Verfügung stehenden Eigenkapitals mit temporären Effekten aus Wertschwankungen, die den Aussagegehalt von Eigenkapitalkennzahlen weiter einschränken. Marktwertverluste können innerhalb der internationalen Rechnungslegungsstandards erfolgsneutral abgegrenzt werden, da dem Vorsichtsprinzip keine vorrangige Bedeutung zukommt.⁶⁶⁹ Vielmehr soll das Vorsichtsprinzip hier sicherstellen, dass Unsicherheiten und Risiken zwar angemessen berücksichtigt, stille Reser-

⁶⁶⁶ Vgl. IAS 39.69.

⁶⁶⁷ Anderer Ansicht COENENBERG, A. G. (2005), S. 962.

⁶⁶⁸ Eine ergebniswirksame Erfassung kommt nur bei Vorliegen eines *impairments* in Betracht.

⁶⁶⁹ Vgl. CON 2.91 i. V. m. CON 2.93 sowie FRAMEWORK, 37 i. V. m. IAS 1.20.

ven aus einer bewussten Unterbewertung von Vermögenswerten jedoch vermieden werden. Die erfolgsneutrale Verrechnung mit dem Eigenkapital stellt eine andere Form der Berücksichtigung von Marktwertverlusten dar. Während nach HGB Verluste unmittelbar erfolgswirksam in der Periode ihres Eintretens zu erfassen sind, stellen die internationalen Rechnungslegungsprinzipien sowohl die Verluste der laufenden als auch die der vorhergehenden Perioden erfolgsneutral in das Eigenkapital ein, bis das ihnen zugrunde liegende Geschäft realisiert ist. Hierdurch enthalten die Gewinn- bzw. Verlustvorträge als auch das laufende Ergebnis nicht die zum Stichtag aufgetretenen Marktwertverluste. Die Bereinigung erfolgsneutraler Marktwertverluste ist aus Sicht der Kapitalstrukturanalyse notwendig, um die Marktwertverluste der laufenden Periode im Jahresüberschuss und in den Gewinn- bzw. Verlustvorträgen abzubilden.⁶⁷⁰ Problematisch hierbei ist, dass innerhalb der Eigenkapitalveränderungsrechnung häufig nur die saldierte Größe aus Marktwertgewinnen und –verlusten ausgewiesen wird. Infolgedessen ist eine separate Umgliederung der Marktwertgewinne und Marktwertverluste nicht möglich. Wird auch innerhalb der übrigen Anhangsangaben nicht der Saldo in Marktwertgewinne und –verluste aufgeteilt und die Höhe der in der laufenden Periode abgegrenzten Marktwertverluste ausgewiesen, so kann nur der Saldo insgesamt umgegliedert werden. Für die Kapitalstrukturanalyse ergibt sich für das bereinigte Eigenkapital das folgende Berechnungsschema:

	Bilanzielles Eigenkapital
-	erfolgsneutral abgegrenzte Marktwertgewinne
+	erfolgsneutral abgegrenzte Marktwertverluste
=	um erfolgsneutrale Marktwertveränderungen bereinigtes Eigenkapital

Die erfolgsneutralen Marktwerteffekte sind in andere Positionen umzugliedern, um die Vollständigkeit der Bilanz und GuV zu gewährleisten. Erfolgsneutrale Marktwertgewinne könnten sowohl als Verbindlichkeit als auch durch die Bildung einer Rückstellung für ungewisse Verbindlichkeiten berücksichtigt werden. Der Ausweis als Verbindlichkeit ist m. E. unzulässig, da ihre betragsmäßige Höhe nur geschätzt werden kann und das Eintreten der Verpflichtung zum Stichtag nicht hinreichend konkretisiert ist.

⁶⁷⁰ Beispielsweise würden erfolgsneutral im Eigenkapital abgegrenzte Marktwertverluste zu einer zu hohen Gesamtkapitalrentabilität und einem zu hohen Selbstfinanzierungsgrad führen.

Erfolgsneutral abgegrenzte Marktwertänderungen sollten somit als Rückstellungen für ungewisse Verbindlichkeiten ausgewiesen werden.⁶⁷¹

Grundsätzlich stellt sich die Frage, ob die Effekte aus Derivaten einen wesentlichen Umfang haben. Häufig wird eine Bereinigung von erfolgsneutral abgegrenzten Marktwertänderungen unter dem Gesichtspunkt der Wesentlichkeit nicht notwendig sein.

4.1.4. Erfolgswirksame Marktbewertung

Die erfolgswirksame Marktbewertung hat unmittelbare Auswirkungen auf die Gewinn und Verlustrechnung und somit auf die Ertragslage des Unternehmens. In der externen Bilanzanalyse dient die Analyse der Ertragslage der Beurteilung der Ertragskraft des Unternehmens. Als Ertragskraft wird hierbei die Fähigkeit des Unternehmens verstanden, zukünftig Erfolge zu erwirtschaften.

Die erfolgswirksame Marktbewertung führt zu einer Berücksichtigung von Ergebnisbeiträgen aus unrealisierten Marktwertgewinnen und –verlusten. Die Analyse der Ertragskraft stellt auf die Erfolgsspaltungskriterien „Nachhaltigkeit“, Betriebszugehörigkeit“ und „Periodenbezogenheit“ ab. Die Erfolgsspaltungskriterien führen zu einer Klassifizierung der einzelnen Erfolge in die folgenden Kategorien:⁶⁷²

	Ordentlicher Betriebserfolg	Nachhaltige Erfolgsquellen
+	Finanz- und Verbunderfolg	
+	Außerordentlicher Erfolg	Nicht nachhaltige Erfolgsquellen
+	Bewertungserfolg	
=	Jahresüberschuß vor Steuern	Steuern werden im Rahmen der Erfolgquellenanalyse i. d. R. nicht berücksichtigt
-	Ertragssteuern	
=	Jahresüberschuß	

Abb. 30: Erfolgsspaltungskriterien, vgl. COENENBERG, A. G. (2003), S. 1014 f.

Zentral für die Bestimmung der zukünftigen Ertragskraft des Unternehmens ist das Kriterium der Nachhaltigkeit. Nur nachhaltige Erfolgsquellen, die über die Jahre hinweg regelmäßig auftreten, lassen auf die zukünftige Ertragskraft des Unternehmens schlie-

⁶⁷¹ Diese Bilanzierung entspricht dem Ausweis bei Marginzahlungen seitens der EUREX. Auch hier wird die *variation margin* als Forderung und gleichzeitig als Verbindlichkeit gegenüber der EUREX ausgewiesen.

⁶⁷² BAETGE, J. (1998), S. 357.

ßen.⁶⁷³ Nachhaltige Erträge werden durch den ordentlichen Betriebserfolg sowie den Finanz- und Verbunderfolg eines Unternehmens generiert.

Der ordentliche Betriebserfolg resultiert aus Beiträgen, die im eigentlichen Geschäftszweck des Unternehmens begründet sind. Hierunter fallen somit sämtliche Aufwendungen und Erträge, die aufgrund der normalen leistungs- und absatzwirtschaftlichen Tätigkeit des Unternehmens entstehen.⁶⁷⁴ Ein ordentlicher Betriebserfolg liegt ferner nur vor, sofern er der laufenden Periode zuzurechnen ist.⁶⁷⁵

Zu den nachhaltigen Erfolgsquellen sind auch so genannte Finanz- und Verbundeffekte zu zählen, die ebenfalls über den Zeitraum hinweg regelmäßig und periodenbezogen anfallen, deren Ursache jedoch nicht in der Produktions- oder Absatzwirtschaft des Unternehmens liegt. Finanz- und Verbundeffekte entstehen vielmehr aus Kapitalanlagen und Kapitalverflechtungen.

Als nicht nachhaltig werden hingegen sämtliche außerordentlichen und / oder auf Bewertungseffekten beruhenden Erfolge eingeordnet. Hierzu zählen bspw. außerplanmäßige Abschreibungen aber grundsätzlich auch Liquidations- und Bewertungserfolge.⁶⁷⁶ Außerordentlich sind somit sämtliche Erfolge, die ihrer Art und Höhe nach ungewöhnlich sind und / oder selten anfallen.⁶⁷⁷ Zum Bewertungserfolg zählen hingegen sämtliche Erfolgsbestandteile, die weniger das Ergebnis wirtschaftlicher Aktivität als vielmehr die bilanzpolitischen Entscheidungen sind.⁶⁷⁸

Die für die Bilanzanalyse entwickelten Kriterien an die Ermittlung der Ertragskraft eines Unternehmens führen dazu, dass die handelsrechtliche aber auch die IFRS- oder US-GAAP-Ergebnisrechnung zur Ermittlung des Erfolgs aus bilanzanalytischer Sicht nicht ausreichend sind.⁶⁷⁹ Die einzelnen Rechnungslegungsprinzipien führen dazu, dass

⁶⁷³ Vgl. BALLWIESER, W. (1987), S. 60 f.

⁶⁷⁴ Vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 1051.

⁶⁷⁵ Der bilanzanalytische Erfolgsbegriff unterscheidet sich hierbei vom handelsrechtlichen Erfolgsbegriff. Während die Periodenbezogenheit nach HGB aufgrund des Realisation- und Anschaffungskostenprinzips eingeschränkt wird, versteht die Bilanzanalyse unter periodenbezogenen Erfolgen sämtliche in der Periode aufgetretenen Erfolge. Zur Definition der Periodenbezogenheit vgl. auch KÜTING, K./WEBER, C. P. (2001) S. 219.

⁶⁷⁶ Vgl. KÜTING, K./WEBER, C. P. (2001) S. 221.

⁶⁷⁷ Vgl. GRÄFER, H. (1997), S. 106.

⁶⁷⁸ Zur Gliederung des bilanzanalytischen Erfolgsbegriffs und insbesondere des Bewertungserfolgs vgl. GRÄFER, H. (1997), S. 107 ff und BAETGE, J./BRUNS, C. (1996), S. 393.

⁶⁷⁹ Vgl. BAETGE, J. (1998), S. 354.

die bilanzanalytischen Erfolgsspaltungskriterien „Nachhaltigkeit“, Betriebszugehörigkeit“ und „Periodenbezogenheit“ nicht stringent umgesetzt werden können.⁶⁸⁰ Im Rahmen der Bilanzanalyse muss somit die handelsrechtliche Erfolgsrechnung aufbereitet werden, um zu einer für die Erfolgsquellenanalyse verwendbaren Erfolgsgröße zu gelangen.⁶⁸¹ Es stellt sich die Frage der Zuordnung derivativer Ergebniseffekte auf die einzelnen Erfolgsbestandteile der Erfolgsquellenanalyse.

Derivate müssten zu nachhaltigen Erträgen und Aufwendungen führen, die regelmäßig und periodenbezogen im Rahmen der eigentlichen absatz- und produktionswirtschaftlichen Tätigkeit des Unternehmens anfallen, um Berücksichtigung bei der Ermittlung der Ertragskraft eines Unternehmens zu finden.⁶⁸²

Marktwertbedingte Erfolge aus Finanzinstrumenten stellen in absatz- und produktionswirtschaftlichen Unternehmen regelmäßig keinen Bestandteil der ordentlichen Geschäftstätigkeit dar. Vielmehr treten sie als eine Begleiterscheinung aufgrund von veränderten externen Marktbedingungen auf. Derivative Marktwertenerfolge unterliegen darüber hinaus einer starken Volatilität, so dass eine Einordnung als „nachhaltig“ wohl regelmäßig nicht zutrifft. Lediglich das Kriterium der Periodenbezogenheit ist zumindest bei IFRS- und US-GAAP-Abschlüssen zu bejahen.

BAETGE vertritt im Zusammenhang mit originären Finanzinstrumenten die Ansicht, Ab- und Zuschreibungen bei Wertpapieren seien dem Finanz- und Verbunderfolg zuzurechnen.⁶⁸³ Dagegen seien Ab- und Zuschreibungen des Anlagevermögens aber auch umrechnungsbedingte Währungseffekte nicht nachhaltig und daher dem außerordentlichen Erfolg bzw. dem Bewertungserfolg zuzurechnen.⁶⁸⁴ Erfolge aus externen Markteffekten sind m. E. nur in seltenen Fällen nachhaltig und führen generell zu keinen Ergebniseffekten aus der absatz- und produktionswirtschaftlichen Tätigkeit eines Unternehmens.⁶⁸⁵ Die sich zufällig im laufenden Geschäftsjahr ergebenden Marktwerteffekte

⁶⁸⁰ Vgl. COENENBERG, A. G. (1988), S. 98; PEEMÖLLER, V. H. (1993), S. 321.

⁶⁸¹ Zu allgemeinen Aufbereitung des handelsrechtlichen Ergebnisses vgl. insbesondere BAETGE, J. (1998), S. 349 ff.; COENENBERG, A. G. (2003), S. 1015 ff. und KÜTING, K./WEBER, C. P. (2001) S. 223 ff.

⁶⁸² Zu dem Kriterium der ordentlichen Betriebsbedingtheit vgl. auch COENENBERG, A. G. (2003), S. 1018 und BAETGE, J. (1998), S. 361 f.

⁶⁸³ Vgl. BAETGE (1998), S. 382 f.

⁶⁸⁴ Vgl. BAETGE (1998), S. 369 f.

⁶⁸⁵ BAETGE stellt auf die Üblichkeit von Kursschwankungen bei Wertpapieren ab. Analoges müsste dann allerdings auch für die Wertschwankungen bei der Währungsumrechnung gelten. Insbesondere erscheint es fragwürdig, inwieweit bei schwankenden Wertansätzen von nachhaltigen Erträ-

erlauben nicht die Aussage, dass auch in künftigen Perioden ähnliche Erfolge aus der Marktwertentwicklung entstehen. Führen Derivate nicht zu nachhaltigen Erfolgen, so verbleibt lediglich eine Klassifizierung als außerordentliche oder bewertungsbedingte Erfolgsquelle.

Eine Abgrenzung als außerordentlicher Erfolg erscheint sachgerecht, sofern die derivativen Erfolge ungewöhnlich, einmalig oder periodenfremd sind. Häufig sind jedoch Marktwertschwankungen keine ungewöhnlichen oder unregelmäßig auftretenden Effekte. Es kann aber bei HGB-Abschlüssen davon ausgegangen werden, dass derivative Erträge häufig periodenfremd sind, da sie gemäß dem Vorsichtsprinzip nicht zum Zeitpunkt ihrer Entstehung, sondern erst mit ihrer tatsächlichen Realisation am Markt ergebniswirksam werden. Nach den IFRS- und US-GAAP-Vorschriften tritt zwar bei einer erfolgswirksamen Marktbewertung eine periodengerechte Berücksichtigung von Marktwertschwankungen ein, allerdings obliegt es weitestgehend dem Ermessen des Bilanzierenden, ob Erfolge aus Derivaten erfolgswirksam oder erfolgsneutral berücksichtigt werden. In den HGB-Abschlüssen ergibt sich bei Sicherungszusammenhängen im Fall von Marktwertverlusten ein ähnliches Wahlrecht. Es liegt im Ermessen des Bilanzierenden, ob er Sicherungszusammenhänge als solche abgrenzt oder dies unterlässt und den faktischen Sicherungszusammenhang imparitätisch einzeln bewertet. Gerade die bilanzpolitische Option, Marktwertschwankungen erfolgswirksam oder –neutral zu berücksichtigen, deutet auf eine Zugehörigkeit der Marktwertenerfolge zum Bewertungserfolg hin.⁶⁸⁶

Derivate können darüber hinaus zu Zinserfolgen führen. Unabhängig vom originären oder derivativen Charakter des zugrunde liegenden Geschäfts fallen Zinsen regelmäßig über den vereinbarten Zeitraum an. Finanzinstrumente führen vor allem in Form von Swap-Geschäften zu Zinsaufwendungen und –erträgen. Swaps werden fast ausschließlich zur Absicherung langfristiger Zinsströme verwendet. Dementsprechend nachhaltig sind die aus ihnen resultierenden Zinserfolge. Die sich aus Swap-Geschäften ergebenden Zinserfolge sind somit dem Finanz- und Verbunderfolg zuzuordnen.⁶⁸⁷

gen auszugehen ist. Auch ergeben sich Marktwertschwankungen i. d. R. nicht aus der wirtschaftlichen Aktivität des Unternehmens, sondern sind zufällige Wertentwicklungen der gehaltenen Positionen. Vgl. BAETGE (1998), S. 369 ff.

⁶⁸⁶ Zur Bedeutung der bilanzpolitischen Steuerbarkeit für die Einordnung von Erfolgen als Bewertungserfolg vgl. BAETGE, J. (1998), S. 385.

⁶⁸⁷ Für eine Einordnung von Zinserfolgen als Finanz- und Verbunderfolg vgl. BAETGE, J. (1998), S. 377 und COENENBERG, A. G. (2003), S. 1021 und 1027.

4.2. Risikoeinschätzung

Die Ergebnisse des internen Risikomanagements richten sich primär an die Unternehmensleitung und sind externen Jahresabschlussadressaten i. d. R. nicht zugänglich. Die im Lagebericht enthaltenen Ausführungen zum Risikomanagement enthalten oft nur sehr allgemeine Angaben zu den einzelnen relevanten Risikoarten. Der Grad der Absicherung des systematischen Risikos, die internen Modelle zur Risikomessung und –bewältigung werden hingegen häufig nicht näher offen gelegt.⁶⁸⁸ Erste Verbesserungen sind hier in Geschäftsberichten für das Geschäftsjahr 2006 / 2007 zu erwarten, da mit der Einführung des IFRS 7 nunmehr Marktpreisrisiken zu quantifizierten und auszuweisen sind.⁶⁸⁹ Die externe Einschätzung der Risikostruktur ist auf die Jahresabschlussangaben angewiesen. Der Zweck der Veröffentlichung von risikoorientierten Kennzahlen besteht darin, den Bilanzadressaten Kennziffern zur Verfügung zu stellen, die einen Zeitvergleich bei einem Unternehmen und einen Vergleich der Risikoposition bei verschiedenen Unternehmen erlaubt.

4.2.1. Zielsetzung

Die Analyse der Risikostruktur soll es externen Jahresabschlussadressaten ermöglichen, die Anfälligkeit des Unternehmens gegenüber systematischen Risiken besser abschätzen zu können, um den Informationszielen des Jahresabschlusses gerecht zu werden.⁶⁹⁰

Anhand des über alle Risikoarten ermittelten systematischen Risikos eines Unternehmens kann allein keine Aussage über den Fortbestand bzw. die wirtschaftliche Anfälligkeit gegenüber Marktrisiken gemacht werden. Erst die Bildung einer Relation zwischen dem absoluten systematischen Risiko und anderen Unternehmenszahlen erlaubt Aussagen über ihre Wesentlichkeit für die Vermögens, Finanz- und Ertragslage eines Unternehmens.

Im Folgenden werden einzelne Kennzahlen für die Einschätzung der Risikoanfälligkeit eines Unternehmens entwickelt. Hierbei werden zunächst die Kennzahl und ihre Bedeutung dargestellt und anschließend ihre Komponenten erläutert.

⁶⁸⁸ Untersucht wurden die Konzernabschlüsse der DAX 30 Unternehmen, die auch die Grundlage der folgenden Datenanalysen sind.

⁶⁸⁹ Vgl. IFRS 7.40.

⁶⁹⁰ Vgl. zu den einzelnen Informationsziele oben Abb. 22, S. 248.

4.2.2. Risikoanspannung

Die Risikoanspannung untersucht das Verhältnis zwischen einem abgegrenzten Risikoportfolio und dem aus ihm resultierenden systematischen Risiko. Das Risikoportfolio kann sowohl auf Unternehmensebene als auch auf Ebene der einzelnen Risikoarten gebildet werden.⁶⁹¹

Die Risikoanspannung misst die Risikolage des Gesamtunternehmens und wird anhand des Verhältnisses zwischen dem systematischen Unternehmensrisiko und der Risikoposition des Unternehmens ermittelt.⁶⁹²

$$\text{Risikoanspannung} = \frac{\text{Systematisches Risiko}}{\text{Risikoposition des Unternehmens}}$$

Da die Höhe des Verlustpotentials vom Grad der Absicherung des systematischen Risikos durch Derivate und / oder gegenläufige originäre Positionen abhängig ist, kann die Aussage getroffen werden, dass ein niedriger Kennzahlenwert auf ein effektives Management der systematischen Risiken oder auf ein geringes originäres Risiko hinweist.

Ein Vergleich der ermittelten Risikoanspannung nach HGB und nach internationalen Rechnungslegungsstandards ist kaum möglich, da die international dominierende Marktbewertung sowie die Ansatzpflicht für Derivate zu nicht vergleichbaren Risikopositionen führt.

4.2.2.1. Abgrenzung des systematischen Unternehmensrisikos

Das systematische Risiko des Unternehmens, bestehend aus Markt- und Kreditrisiken, ergibt sich aus der Summe der systematischen Einzelrisiken (i) abzüglich der auf negative Korrelationen zwischen den einzelnen Risikoarten zurückgehenden Diversifikationseffekte.

⁶⁹¹ Zur Risikoanspannung auf Ebene einzelner Risikoarten siehe unten Abschnitt 4.3.1, S. 289.

⁶⁹² Die Ermittlung der einzelnen Werte wird im Folgenden unter Abschnitt 4.2.2.1, S. 281 und Abschnitt 4.2.2.2, S. 284 erläutert.

$$\text{Systematisches Unternehmensrisiko} = \sum_{i=1}^n \text{Systematisches Einzelrisiko}_i - \text{Diversifikationseffekte}$$

Für die Feststellung und Addition des systematischen Risikos muss dieses mit Hilfe der bereits dargestellten Modelle quantifiziert werden.⁶⁹³ Problematisch in diesem Zusammenhang ist, dass es keine einheitlichen Vorschriften zur Risikoquantifizierung und zum Ausweis von Risikowerten gibt. Lediglich nach IFRS 7 sowie für Banken und US-börsennotierte Unternehmen existiert überhaupt die Verpflichtung, interne Risikobewertungen durchzuführen. Während nach den HGB- und US-GAAP-Rechnungslegungsvorschriften der Einsatz und Ausweis von Modellen zur Risikoquantifizierung nicht vorgeschrieben ist, sehen IFRS 7 und die SEC-Vorschriften für börsennotierte Unternehmen sowie die „Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung“ für Banken ihren Einsatz vor. Die von der SEC vorgeschriebenen Methoden zur Erfassung von Marktrisiken (Tabellarische Darstellung, Sensitivitätsanalyse oder *value at risk*) sind auch nach IFRS 7 und der „Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung“ zulässig, allerdings lässt sie auch jede andere (bank)intern verwendete Methodik zur Ermittlung des Marktrisikos zu.⁶⁹⁴

Der *value at risk*-Ansatz unterstellt regelmäßig durchschnittliche Marktsituationen. Im Fall von extremen Marktsituationen wie der Wertverfall am Neuen Markt im Jahr 2000 oder die Asienkrise im Jahr 1997 versagt hingegen dieser Ansatz, da Extrema kein Bestandteil des dem *value at risk* zugrunde liegenden Konfidenzintervalls sind. Die Berücksichtigung von extremen Marktbewegungen und den mit ihnen einhergehenden denkbaren Verlustpotentialen ist aber gerade unter dem Gesichtspunkt der Risikoanfälligkeit und dem Fortbestand des Unternehmens von zentraler Bedeutung für die externe Bilanzanalyse. Die Bedeutung der Abweichungen zwischen Extremwerten aus Stress-tests und *value at risk*-Analysen wird anhand der folgenden Tabelle deutlich:⁶⁹⁵

⁶⁹³ Vgl. hierzu oben Abschnitt 3.2, S. 257. Die *value at risk*- bzw. Stresstest-Ergebnisse können hierbei nur herangezogen werden, sofern die Modelle das gesamte Portfolio (bestehend aus sämtlichen Risikopositionen der Risikoart, d. h. auch originäre Finanzinstrumente) umfasst. Ein Ausweis des *value at risks* aus Derivaten (wie ihn bspw. DaimlerChrysler im Konzernabschluss vornimmt) sagt nichts über das bestehende offene systematische Risiko aus.

⁶⁹⁴ Vgl. BAB (Hrsg.) (2003), S. 104 ff.

⁶⁹⁵ Vgl. COMMERZBANK (Hrsg.) (2000), S. 57. ZGS, TZD sind Eigennamen der Commerzbank.

Commerzbank-Konzern Mio €	Value at Risk (97,5%)				Stresstest			
	Min	Max	Durchschnitt	Ultimo	Min	Max	Durchschnitt	Ultimo
Handelseinheiten								
ZGS Equities	3,3	13,7	6	8,4	32,5	89,5	54,8	41,8
ZGS Fixed Income	4,3	13,5	7,5	7,9	32,3	101,6	53,6	51,3
TZD Treasury/Devisen	23,9	53,8	37	34,4	149,4	284,5	192,5	191,7
Hypothekenbanken	19,3	53	37,2	35,5	-	-	-	-
Diversifikationseffekt	-	-	20,7	37,5	-	-	-	-
Total Konzern	46,8	88,6	67	48,7	-	-	-	-

Die Tabelle ist ein direktes „Zitat“ aus dem Jahresabschluss der Commerzbank. Die einzelnen Abkürzungen stehen für Geschäftsbereiche der Commerzbank. Ist eine Erläuterung der Geschäftsbereiche notwendig? Ggf. Einbindung ins Abkürzungsverzeichnis?

Die Zahlen wurden dem Konzernabschluss der Commerzbank für das Geschäftsjahr 2000 entnommen, da in den Folgejahren auf den Ausweis der Stresstestergebnisse verzichtet wurde. Wird als Referenzgröße vom durchschnittlichen Verlustrisiko ausgegangen, ergeben sich zwischen *value at risk*- und Stresstest-Szenarien prozentuale Unterschiede von bis zu 900 Prozent. Obwohl der *value at risk* geeignet ist, das unter normalen Marktbedingungen wahrscheinliche Verlustpotential festzustellen, berücksichtigt er die unter extremen Marktbedingungen auftretenden Maximalverluste nicht. Maximalverluste sind für die Feststellung der Risikoposition eines Unternehmens aufschlussreicher, da extreme Marktbewegungen auftreten können, diese aber nicht unternehmensgefährdende Ausmaße annehmen dürfen. Ist der Fortbestand eines Unternehmens im Falle einer extremen Marktbewegung gefährdet, so sind die internen Risikovorkehrungen unzureichend. Für die Einschätzung der Risikolage sollte daher bevorzugt das durch Stresstests ermittelte systematische Maximalrisiko herangezogen werden.

Fraglich ist auch, inwieweit Diversifikationseffekte zwischen den einzelnen systematischen Risiken überhaupt Berücksichtigung finden sollten. Die unter normalen Marktbedingungen häufig zu beobachtenden Korrelationen können nicht zwingend auch für extreme Marktbewegungen unterstellt werden. Für die Kennzahlenermittlung sollten daher die einzelnen Diversifikationseffekte nicht berücksichtigt werden.

Das quantifizierte systematische Risiko enthält sowohl Risiken aus vergangenen als auch zukünftigen Geschäftsvorfällen (Cashflow-Hedges). Während vergangene Ge-

schäftsvorfälle im Jahresabschluss abgebildet sind (z. B. Fremdwährungsrisiko aus Forderungen, Aktienkursrisiko etc.) sind zukünftige, zum Stichtag bestehende systematische Risiken (z. B. Warenpreisrisiken, Fremdwährungsrisiken aus erwarteten Cashflows etc.) nicht abgebildet. Extern ist eine Unterscheidung des systematischen Risikos aus vergangenen und zukünftigen Geschäftsvorfällen regelmäßig nicht möglich, da hierzu eine genaue Kenntnis der einzelnen Grund- und Sicherungsgeschäfte notwendig ist.

4.2.2.2. Risikoposition des Unternehmens

Die Risikoposition eines Unternehmens ergibt sich aus der Summe aller mit Markt- und/oder Adressausfallrisiken behafteten Bilanzposition und gesicherten zukünftigen Grundgeschäften.⁶⁹⁶

Risikoposition des Unternehmens	=	+	Risikobehaftete Aktiva
		+	Risikobehaftete Passiva
		+	<u>Zukünftige Grundgeschäfte aus Cash Flow Hedges</u>
			<u>Risikoposition des Unternehmens</u>

Originäre Sicherungszusammenhänge zwischen Risikoaktiva und –passiva sind nicht einzubeziehen, da originäre und derivative kompensatorische Effekte bei der Ermittlung des systematischen Unternehmensrisikos berücksichtigt werden.

Der Ausweis einzelner Risikoaktiva und –passiva ist weder nach HGB, IFRS noch nach US-GAAP vorgeschrieben, sie sind somit dem Jahresabschluss regelmäßig nicht zu entnehmen. Um dennoch die Risikoanspannung ermitteln zu können, kann statt der Risikoposition vereinfacht die Summe aller Aktiva und Passiva herangezogen werden. Sie enthält allerdings sämtliche risikobehafteten und risikofreien Bilanzpositionen, berücksichtigt jedoch nicht die Risiken aus zukünftigen Geschäften.⁶⁹⁷ Die Relation erlaubt dennoch eine Aussage über die Risikoanspannung, da es das bestehende Risiko in Relation zum Vermögen und Kapital eines Unternehmens widerspiegelt.

⁶⁹⁶ Das Risiko der Cashflow-Sicherungsgeschäfte ist Bestandteil des systematischen Risikos. Für die Ermittlung der Risikoquellen ist somit auch das dem Cashflow-Hedge zugrunde liegende originäre Geschäft heranzuziehen.

⁶⁹⁷ Eindeutig risikofreie Positionen können hierbei unberücksichtigt bleiben.

4.2.2.3. Kennzahlenbeispiel

Im Folgenden soll die Ermittlung der Risikoanspannung anhand des Jahresabschlusses der Commerzbank und HVB dargestellt werden:⁶⁹⁸

	Konfidenzintervall	2004	2003
Commerzbank			
Risikoposition		850	784
Systematisches Risiko	99,95	7,7	7,9
Risikoanspannung		0,91%	1,01%
HVB			
Risikoposition		934	958
Systematisches Risiko	99,95	8,3	9,9
Risikoanspannung		0,89%	1,03%

Die Risikoanspannung und ihre Entwicklung sind bei den beiden Unternehmen ähnlich, so dass auf Ebene des Gesamtunternehmens von einer vergleichbaren Risikostruktur auszugehen ist.

4.2.3. Risikoquote

Die Risikoquote setzt den Umsatz und damit die in der Abrechnungsperiode erbrachte Leistung in Relation zum systematischen Risiko. Die erbrachte Leistung zeigt die Geschäftsentwicklung des Unternehmens auf. Das systematische Risiko weist auf die Höhe des theoretischen Verlustpotentials hin, das sowohl auf Basis des *value at risk* (normale Marktbewegungen) als auch Stresstests (extreme Marktbewegungen) ermittelt werden kann. Insgesamt gibt die Risikoquote daher Aufschluss darüber, wie hoch die ungesicherten systematischen Risiken der Leistungserbringung sind.

$$\text{Risikoquote} = \frac{\text{Summe der systematischen Risiken}}{\text{Umsatz}}$$

Die Bildung von Umsatzkennzahlen ermöglicht es, im Rahmen eines Zeitvergleichs zu erkennen, inwieweit eine Veränderung des systematischen Risikos auf eine wachsende

⁶⁹⁸ Für die Ermittlung des systematischen Unternehmensrisikos wurde hier das ökonomische Kapital der jeweiligen Gesellschaften herangezogen (vgl. hierzu HVB (2004), S. 86, COMMERZBANK (HRSG.) (2004), S. 57). Als Risikoposition des Unternehmens wurde vereinfacht die Summa der Aktiva und Passiva herangezogen.

oder schrumpfende Geschäftstätigkeit oder eine veränderte Risikoposition (z. B. durch steigenden Volatilität) eines Unternehmens zurückzuführen ist. Auch wenn nicht unterstellt werden kann, dass ein steigender Umsatz zwingend mit einem Anstieg der systematischen Risiken einhergeht, zeigt der Zeitvergleich tendenziell auf, ob sich die systematischen Risiken proportional zum Umsatz entwickeln oder beispielsweise höhere Umsätze durch das Eingehen überproportional hoher Risiken erreicht wurden. Die Zielgröße „Umsatz“ ermöglicht ferner einen Unternehmensvergleich, da die Definition des Umsatzes in den einzelnen Rechnungslegungsstandards weitestgehend vergleichbar ist.⁶⁹⁹

Beispielhaft ergibt sich für das Bankgeschäft der Allianz im Jahr 2004 bei Verwendung des *value at risks* als systematische Risiko und einem Konfidenzintervall von 99% sowie einer Haltedauer von zehn Tagen eine Risikoquote von 0,41%, während sich für die RWE im gleichen Jahr und bei gleichem Konfidenzintervall aber einer Haltedauer von nur einem Tag bereits eine Risikoquote von 0,38% ergibt.⁷⁰⁰

	Konfidenzintervall	2004	2003
Allianz - Bankgeschäft			
Umsatz - Bankgeschäft		12071	13830
Systematisches Risiko	99	50	96
Risikoquote		0,41%	0,69%
RWE			
Umsatz		42137	43875
Systematisches Risiko	99	160,5	143,3
Risikoquote		0,38%	0,33%

4.2.4. Absicherungsgrad

Der Absicherungsgrad misst das Verhältnis zwischen dem von dem Unternehmen übernommenen Residualrisiko und der Gesamtrisikoposition des Unternehmens.⁷⁰¹

⁶⁹⁹ Allerdings führt hier die Auslegung des *realization principles* nach IFRS und US-GAAP zu weniger restriktiven Realisationskriterien (vgl. bspw. IAS 18.14ff.) und damit zu einer leicht eingeschränkten Vergleichbarkeit der Umsatzgrößen.

⁷⁰⁰ Die Werte wurden den Geschäftsberichten 2003 und 2004 der beiden Gesellschaften entnommen. Vgl. hierzu ALLIANZ (HRSG.) (2004), S. 129 und S. 91 (Jahresendwert), bzw. RWE (HRSG.) (2004), S. 116 und 164 sowie RWE (HRSG.) (2003), S. 144 und 158.

⁷⁰¹ Zu den einzelnen Komponenten der Kennzahl siehe unten.

$$\text{Absicherungsgrad} = \frac{\text{Risikoposition} - \text{Getragenes Residualrisikos}}{\text{Risikoposition}}$$

Ein hoher Absicherungsgrad deutet auf ein niedriges systematisches Risiko und damit auf einen hohen Absicherungsgrad hin. Ein niedriger Absicherungsgrad kann aber auch darauf hindeuten, dass das Unternehmen per se von keinen oder nur geringen externen Risikofaktoren abhängig ist.

4.2.4.1. Risikoposition

Die Risikoposition des Unternehmens ist analog zu Abschnitt 4.2.2.2 zu ermitteln.

4.2.4.2. Getragenes Residualrisiko

Das von einem Unternehmen getragene Residualrisiko wird anhand der Risikoposition abzüglich der durch das interne Risikomanagement getroffenen Risikobewältigungsmaßnahmen ermittelt. Die Risikoposition eines Unternehmens umfasst sämtliche risikobehafteten bilanzierten und zukünftigen Grundgeschäfte. Wie bereits oben dargestellt, läßt sich die genaue Höhe der Risikoposition häufig nicht ermitteln, so dass vereinfacht die Summe aller Aktiva und Passiva herangezogen werden muss.⁷⁰² Die Risikobewältigungsmaßnahmen führen zu originären und derivativen Sicherungszusammenhängen. Der Effekt der Absicherung ist von der Risikoposition abzuziehen, um das Restrisiko bzw. das durch das Unternehmen zu tragende Residualrisiko zu ermitteln.

			Risikoaktiva
		+	Risikopassiva
Getragenes Residualrisiko I	=	+	Zukünftige Grundgeschäfte aus Cash Flow Hedges
		-	Nominalvolumen originäre Hedges
		-	Nominalvolumen derivative Hedges
			Getragenes Residualrisiko

Hierbei ist das Nominalvolumen der Derivate eigentlich um etwaige Kontrakte, die reine Glattstellungsaufträge sind, zu bereinigen. Die Unterscheidung, ob es sich bei den

⁷⁰² Vgl. hierzu auch oben, Abschnitt 4.2.2.2, S. 284.

einzelnen Derivaten um gegenläufige Geschäft oder Sicherungsgeschäfte handelt, ist jedoch extern nicht ersichtlich. Das Nominalvolumen ist daher additiv zu ermitteln. Die entspricht auch der Vorgehensweise bei den Risikoaktiva und –passiva, da auch hier originäre Sicherungszusammenhänge nicht bereinigt werden können. Das exakte Residualrisiko kann häufig nicht ermittelt werden, da die einzelnen Risikoaktiva und –passiva sowie das Volumen der gesicherten zukünftigen Cashflows nicht ausgewiesen werden. Eine Annäherung an das tatsächliche Residualrisiko kann anhand der Summe aus Aktiva und Passiva ermittelt werden.

			Aktiva
	+		Passiva
Getragenes Residualrisiko II	=	-	Nominalvolumen Derivate
		+	Nominalvolumen Cashflow Hedges
			Getragenes Residualrisiko
			Getragenes Residualrisiko

Das getragene Residualrisiko II unterscheidet folglich nicht zwischen risikobehafteten und risikofreien Bilanzpositionen und wird damit im Ergebnis zu einem zu hohen Residualrisiko gelangen. Das Nominalvolumen der Derivate wird vollständig (inkl. Cashflow-Hedges) in Abzug gebracht, was unterstellt, dass sämtliche Derivate der Sicherung von Bilanzpositionen dienen.⁷⁰³ Das Nominalvolumen der Derivate ist um den auf Cashflow-Hedges entfallenden Anteil zu kürzen, da ihnen keine Bilanzposten gegenüberstehen. Alternativ können, sofern bekannt, die gesicherten zukünftigen Grundgeschäfte den Aktiva und Passiva zugerechnet werden, so dass das Nominalvolumen der Cashflow-Hedges nicht mehr in Abzug gebracht werden muss.

4.2.4.3. Kennzahlenbeispiel

Im Beispiel wird der Absicherungsgrad vereinfacht auf Basis des getragenen Residualrisikos II ermittelt, da die bestehenden Ausweiskriterien eine Ermittlung des Residualrisiko I nicht erlauben.⁷⁰⁴

⁷⁰³ Die Mehrheit der DAX 30 Unternehmen gibt in ihrem Risikobericht an, Derivate nur zu Absicherungszwecken einzusetzen. Ausnahmen bilden hiervon vor allem Banken und Versicherungen, die regelmäßig über Handelsbestände verfügen.

⁷⁰⁴ Vgl. hierzu LINDE (2005), S. 67 und S. 128 f. sowie BAYER (2005), S. 81 und S. 176.

	2005	2004
Bayer		
Risikoposition	73.444	75.176
Getragenes Residualrisiko II	57.481	63.768
Absicherungsgrad	21,73%	30,35%
Linde		
Risikoposition	25.052	23.270
Getragenes Residualrisiko II	21.006	19.324
Absicherungsgrad	16,15%	16,96%

Die Absicherungsgrade sind aufgrund der unterschiedlichen Branchen nur eingeschränkt vergleichbar. Die Ursache für den unterschiedlichen Absicherungsgrad kann unter anderem darin liegen, dass das Geschäft der Linde weniger systematischen Risiken unterliegt, Linde vermehrt originäre Sicherungszusammenhänge nutzt oder tatsächlich über einen niedrigeren Absicherungsgrad als Bayer verfügt.

4.3. Analyse der Risikofaktoren

Die Kennzahlen zur Risikoeinschätzung erlauben es, das auf Markt- und Adressausfallrisiken zurückgehende unternehmerische Gesamtrisiko abzuwägen. Eine Aussage über die Risikoursache ist anhand dieser Kennzahlen nicht möglich. Die Analyse der Risikofaktoren untersucht, welche Einzelrisiken zur bestehenden Risikostruktur geführt haben und inwieweit Maßnahmen zur Risikobewältigung ergriffen wurden.

4.3.1. Anspannungsgrad

Der Anspannungsgrad der einzelnen Risikofaktoren setzt das bestehende systematische Risiko des einzelnen Risikofaktors in Relation zu seinem zugrunde liegenden Portfolio. Das systematische Risiko kann sowohl auf Basis der Ergebnisse der *value at risk*- oder Stresstests erhoben werden. Hierbei sind für eine Risikobewertung vor allem die Ergebnisse der Stresstests aussagekräftiger, da sie nicht von normalen Marktbedingungen ausgehen, sondern extreme Szenarien unterstellen. Das jeweilige Risikoportfolio ist hierbei das der Berechnung des jeweiligen systematischen Risikos zugrundeliegende Portfolio aus den Grund- und Sicherungsgeschäften des jeweiligen Risikofaktors (z. B. sämtliche originären und derivativen US-Dollar Geschäfte). Im Falle einer nahezu vollständigen Absicherung des Risikofaktors tendiert der Anspannungsgrad gegen Null.

Dementsprechend deutet ein hoher Anspannungsgrad eine niedrige bzw. ineffektive Absicherung des Risikofaktors an.

Währungsanspannung	=	<u>Systematisches Währungsrisiko</u> Währungsportfolio
Zinsanspannung	=	<u>Systematisches Zinsrisiko</u> Zinsportfolio
Kreditanspannung	=	<u>Systematisches Kreditrisiko</u> Forderungsportfolio
Bewertungsanspannung	=	<u>Systematisches Bewertungsrisiko</u> Bewertungsportfolio
Preisanspannung	=	<u>Systematisches Preisrisiko</u> Warenpreisportfolio

Der Anspannungsgrad kann für jeden Risikofaktor gebildet werden. Die bestehenden Ausweiskriterien des IFRS 7 verlangen den Ausweis des systematischen Risikos der einzelnen Risikofaktoren, allerdings nicht des ihnen zugrunde liegenden Portfolios. Da die IFRS Vorschriften aus dem Jahr 2005 bzw. die HGB und US-GAAP Vorschriften bisher keinen Ausweis systematischer Marktpreisrisiken vorsah, ist derzeit die Ermittlung der Kennzahlen nicht möglich.

4.3.2. Risikoquoten

Die Risikoquote setzt den Umsatz und damit die in der Abrechnungsperiode erbrachte Leistung in Relation zu den systematischen Risiken der einzelnen Risikofaktoren. Als systematisches Risiko sind die *value at risk*-Werte oder die Ergebnisse der Stresstests für die jeweiligen Risikofaktoren heranzuziehen. Die Wahl des systematischen Risikos ist abhängig von der Analysezielsetzung: sollen die Risikoquoten für normale Marktgegebenheiten ermittelt werden, so sind die *value at risk*-Werte heranzuziehen, für die Analyse der Auswirkungen extremer Marktbedingungen sind hingegen die Ergebnisse der Stresstests zu verwenden. Die Risikoquoten geben Aufschluss darüber, welche Risikofaktoren im Besonderen mit der Leistungserbringung verbunden sind und zeigen als

Zeitreihe auf, inwieweit steigende bzw. sinkende systematische Risiken auf die Umsatzentwicklung zurückzuführen sind.

Währungsrisikoquote	=	$\frac{\text{Systematisches Währungsrisiko}}{\text{Umsatz}}$
Zinsrisikoquote	=	$\frac{\text{Systematisches Zinsrisiko}}{\text{Umsatz}}$
Kreditrisikoquote	=	$\frac{\text{Systematisches Kreditrisiko}}{\text{Umsatz}}$
Bewertungsrisikoquote	=	$\frac{\text{Systematisches Bewertungsrisiko}}{\text{Umsatz}}$
Preisrisikoquote	=	$\frac{\text{Systematisches Preisrisiko}}{\text{Umsatz}}$

Eine hohe Risikoquote kann auf im Verhältnis zum systematischen Risiko sinkende Umsätze oder auf eine relativ hohe Risikoanfälligkeit des Unternehmens hinweisen.

4.3.2.1. Kennzahlenbeispiel

Auf Basis des Geschäftsberichts der Allianz lassen sich die folgenden Risikoquoten für das Bankgeschäft ermitteln:

Allianz 2004	Gesamt	Währung	Zinsen	Aktienpreis
Umsatz - Bankgeschäft	12071	12071	12071	12071
Systematisches Risiko	50	9	57	15
Risikoquote	0,41%	0,07%	0,47%	0,12%

Das Bankgeschäft der Allianz wird im Wesentlichen von Zinsrisiken bestimmt. Für die RWE ergab sich im Jahr 2004 hingegen ein anderes Bild:

RWE 2004	Gesamt	Währung	Zinsen
Umsatz	42137	42137	42137
Systematisches Risiko	160,5	151,3	9,2
Risikoquote	0,38%	0,36%	0,02%

Das Geschäft der RWE wird vorrangig von Währungsrisiken bestimmt. Die Analyse der Kennzahlen gewinnt an Aussagekraft, sofern die einzelnen Kennzahlen vergleichbaren Unternehmen gegenübergestellt werden oder die Entwicklung über den Zeitablauf betrachtet wird. So stellen sich die Währungs- und Zinsrisikoquote für DaimlerChrysler im Zeitablauf wie folgt dar:

DaimlerChrysler	2002	2003	2004	2005
Umsatz	147368	136437	142059	149776
Systematisches Währungsrisiko	304	398	256	253
Systematisches Zinsrisiko	185	148	75	90
Währungsrisikoquote	0,21%	0,29%	0,18%	0,17%
Zinsrisikoquote	0,13%	0,11%	0,05%	0,06%

Die Entwicklung zeigt, dass es DaimlerChrysler über die Jahre gelungen ist, bei stagnierenden Umsätzen die Risikquoten zu senken.

4.3.3. Hedge-Effektivität

Die Hedge-Effektivität misst, inwieweit die eingesetzten Mittel dazu geeignet sind, das Absicherungsziel zu erreichen. Das Unternehmen hat bei der Abgrenzung von Sicherungszusammenhängen sowohl nach HGB als auch nach IFRS und US-GAAP den Nachweis zu erbringen, dass der Sicherungszusammenhang dazu geeignet ist, das Risiko des Grundgeschäfts zu kompensieren. IAS 39 und FAS 133 verlangen den prospektiven und retrospektiven Nachweis der Wirksamkeit der Hedge-Beziehungen zu jedem Zwischen- und Jahresabschluss. Der Nachweis ist allerdings nicht im Konzernabschluss offenzulegen. Der rechtlich vorgeschriebene Nachweis der Hedge-Effektivität umfasst darüber hinaus nur bilanziell zu berücksichtigende Sicherungszusammenhänge. Neben den einzelnen bilanziellen Sicherungszusammenhängen bestehen weitere Sicherungszusammenhänge, die zwar nicht als Bewertungseinheit abgegrenzt wurden, für die sich aufgrund der Marktbewertung jedoch faktisch ein Sicherungszusammenhang ergibt. Um die Effektivität der bestehenden Sicherungszusammenhänge im Rahmen der externen Bilanzanalyse zu ermitteln, sind sowohl faktische als auch bilanziell abgegrenzte Sicherungszusammenhänge und die sich aus ihnen ergebenden bilanziellen Effekte aus den Grund- und Sicherungsgeschäften gegenüber zu stellen.

4.3.3.1. Währungshedge-Effektivität

Währungsrisiken entstehen aus den bilanzierten Aktiv- und Passivposten, den Zahlungsströmen und den zukünftigen Geschäftsvorfällen. Den Unternehmen stehen zahlreiche Instrumente zur Verfügung, um Währungsrisiken jeder Art durch Gegenpositionen zu kompensieren. Von einem effektiven Sicherungszusammenhang ist hierbei auszugehen, sofern sich Kursgewinne und -verluste beim Grund- und Sicherungsgeschäft nahezu ausgleichen und sich somit bei der Gegenüberstellung der Währungskursgewinne und -verluste ein Quotient von Eins ergibt.

Währungsrisiken aus zukünftigen Geschäften können durch die Bildung von Cashflow-Hedges abgesichert werden. Die Wertänderung der zukünftigen Cashflows aus den gesicherten Grundgeschäften im Verhältnis zur erfolgsneutral abgegrenzten Wertänderung der Sicherungsgeschäfte ergibt die Hedge-Effektivität des Sicherungszusammenhangs.

$$\text{Cashflow Hedge-Effektivität} = \frac{\text{Wertänderung des Cashflows des Grundgeschäfts}}{\text{Erfolgsneutral abgegrenzte Wertänderung des Sicherungsgeschäfts}}$$

Problematisch in diesem Zusammenhang ist, dass die Kennzahl nur Aufschluss über die Hedge-Effektivität von abgegrenzten Cashflow-Hedges gibt. Sämtliche zukünftigen Fremdwährungsgeschäftsvorfälle, die bilanziell nicht als Cashflow-Hedge abgebildet bzw. für die kein Sicherungsgeschäft eingegangen wurde, bleiben unberücksichtigt. Da der Nachweis der Cashflow-Hedge-Effektivität nach IFRS und US-GAAP Voraussetzung für seine bilanzielle Berücksichtigung ist, erübrigt sich die Kennzahl.

Währungsgewinne und -verluste aus den Bilanzpositionen werden nach IFRS und US-GAAP weitestgehend ebenso ergebniswirksam berücksichtigt wie die Marktwertveränderungen der Sicherungsgeschäfte. Die Gewinn- und Verlustrechnung spiegelt somit nicht nur die Ergebniseffekte der als Sicherungszusammenhang deklarierten Grund- und Sicherungsgeschäfte, sondern sämtliche faktisch bestehenden Sicherungsbeziehungen zwischen den einzelnen Fremdwährungsposten wider. Die Effektivität des Währungshedges ergibt sich aus den Ergebniseffekten aller Sicherungszusammenhänge.

$$\text{Währungshedge-Effektivität} = \frac{\text{Gewinn oder Verlust aus derivativer Währungssicherung}}{\text{Gewinn oder Verlust aus originären Währungspositionen}}$$

Die bestehenden IFRS- und US-GAAP-Vorschriften stellen keine konkreten Anforderungen an die Zuordnung der einzelnen Ergebnisbestandteile auf bestimmte Posten der Gewinn- und Verlustrechnung. Es lässt sich dem Jahresabschluss daher nicht entnehmen, welche Gewinne oder Verluste auf die einzelnen originären und derivativen Währungspositionen entfallen. Währungsgewinne und –verluste werden, unabhängig von den ihnen zugrunde liegenden Posten, innerhalb der sonstigen betrieblichen Erträge und Aufwendungen ausgewiesen. Vereinfacht lässt sich die Währungshedge-Effektivität aus den Währungsgewinnen und –verlusten ermitteln.

$$\text{Währungshedge-Effektivität} = \frac{\text{Währungsgewinne}}{\text{Währungsverluste}}$$

Im Falle einer vollständigen Kompensation der Währungseffekte ergibt sich eine Hedge-Effektivität von Eins. Werte ober- und unterhalb von Eins deuten auf eine unvollständige Absicherung der Währungsrisiken hin.⁷⁰⁵ Grundsätzlich problematisch ist allerdings, dass anhand des Jahresabschlusses nicht ersichtlich ist, aus welchen Währungen die jeweiligen Effekte entstanden sind, so dass eine reine Gegenüberstellung der Währungsgewinne und –verluste lediglich als Indikator für die Anfälligkeit eines Unternehmens gegenüber Währungskursänderungen gewertet werden kann.

Die Währungshedge-Effektivität kann aus HGB-Jahresabschlüssen nicht ermittelt werden, da das Realisationsprinzip die Berücksichtigung unrealisierter Marktwertgewinne ausschließt. Da die HGB-Vorschriften einen Ausweis der sich ergebenden Marktwertgewinne bisher nur für Positionen des Finanzanlagevermögens vorsehen, sofern deren Buchwert über den Marktwert liegt, können extern die in der laufenden Periode aufgetretenen realisierten und unrealisierten Währungsverluste nicht den entsprechenden Währungsgewinnen gegenübergestellt werden.

⁷⁰⁵ Problematisch ist in diesem Zusammenhang, dass nicht alle Währungskurseffekte des laufenden Jahres zwingend ergebniswirksam berücksichtigt werden, da die Klassifizierung als available for sale Finanzinstrument zu einer erfolgsneutralen Abgrenzung einzelner Währungskurseffekte und damit zu einer Verzerrung der Kennzahlen führen können.

Für den Jahresabschluss der Volkswagen AG ergibt sich im Jahr 2004 die folgende Währungshedge-Effektivität:⁷⁰⁶

$$\text{VW-Währungshedge-Effektivität} = \frac{593 + 485}{521 + 313} = 129,26\%$$

Die Hedge-Effektivität weist auf eine unvollkommene Absicherung hin, die zu einer unvollständigen Kompensation der Währungsgewinne –und verluste geführt hat.

4.3.3.2. Zinshedge-Effektivität

Die Zinshedge-Effektivität misst die Anfälligkeit des Unternehmens gegen Zinsänderungen. Extern ist weder die genaue Zinsstruktur der einzelnen originären Grundgeschäfte bekannt, noch in welchem Maß bestehende Zinsrisiken durch Derivate oder originäre Sicherungsgeschäfte kompensiert werden. Die Relation aus Zinsaufwendungen und –erträgen gibt ebenfalls keinen Aufschluss über die bestehende Hedge-Effektivität, da die Höhe der Zinseffekte keine Aussage über ihren Risikocharakter (Festzins, variabler Zins, EURIBOR, LIBOR etc.) erlaubt.

Auch die Gegenüberstellung der zinssensitiven Risikoposition des Unternehmens zum Nominalvolumen derivativer Sicherungsgeschäfte erlaubt keine Aussage über die bestehende Hedge-Effektivität, da extern nicht ermittelbar ist, welche der verzinslichen Engagements risikobehaftet sind. Für eine Ermittlung der Kennzahlen müssten folglich vom Unternehmen Angaben gemacht werden, die eine Zuordnung des derivativen Sicherungsvolumens auf die einzelnen Zinsrisiken erlaubt.

4.3.3.3. Preishedge-Effektivität

Problematisch ist auch die Bestimmung der Preishedge-Effektivität. Sie misst, inwieweit ein Unternehmen seine Anfälligkeit gegenüber zukünftig Warenpreisänderungen (z. B. Rohölpreis) abgesichert hat.

⁷⁰⁶ Vgl. VOLKSWAGEN (HRSG.) (2004), S. 66 f.
295

$$\text{Preishedge-Effektivität} = \frac{\text{Gewinn oder Verlust aus derivativer Preissicherung}}{\text{Gewinn oder Verlust aus originären Warenpreisen}}$$

Die Absicherung von Preisrisiken bezieht sich auf den erwarteten zukünftigen Warenbedarf und nicht auf eine bestehende Bilanzposition. Der kalkulierte zukünftige Warenbedarf ist extern nicht ermittelbar, womit eine Feststellung der Preishedge-Effektivität nicht möglich ist.

4.3.3.4. Bewertungshedge-Effektivität

Die Bewertungshedge-Effektivität ermittelt analog zu den bereits dargestellten Hedge-Effektivitäten den Grad der Absicherung von Bewertungsrisiken.

$$\text{Bewertungshedge-Effektivität} = \frac{\text{Gewinn oder Verlust aus derivativer Bewertungsicherung}}{\text{Gewinn oder Verlust aus originären Bewertungsrisiken}}$$

Auch die Bildung der Bewertungshedge-Effektivität setzt voraus, dass die einzelnen risikobehafteten Aktiva und Passiva sowie die korrespondierenden Effekte aus den einzelnen Sicherungsgeschäften bekannt sind. Darüber hinaus müssen die sich aus anderen Risikofaktoren ergebenden Effekte bei der Ermittlung der Marktwertveränderungen bereinigt werden.

In der Regel beschränkt sich die Absicherung von Bewertungsrisiken auf bestehende Aktienpreisrisiken. Im Falle von fair value hedges ist gem. IAS 39.89 sowohl das Grund- als auch Sicherungsgeschäft erfolgswirksam zum *fair value* zu bewerten. Aktien können aufgrund ihrer unbegrenzten Laufzeit generell nicht als *held to maturity investments* abgegrenzt werden. Problematisch ist, dass Effekte aus Aktienpreisrisiken nicht vollständig erfolgswirksam erfasst werden, sofern Teile des Aktienbestands erfolgsneutral als *available for sale* klassifiziert wurden. Dennoch kann das Verhältnis zwischen der Marktwertänderung der aktivierten Aktien zur Marktwertänderung der zur Absicherung von Aktienpreisrisiken eingesetzten derivativen Sicherungsgeschäfte als Indikator für die Hedge-Effektivität betrachtet werden. Die Bereinigung der Marktwertänderungen des Aktienpreises um die Effekte anderer Risikofaktoren beschränkt sich

auf das Fremdwährungsrisiko, da Aktien keine Zins- oder Warenpreisrisiken enthalten. Währungseffekte werden in Konzernabschlüssen separat ausgewiesen, so dass etwaige Aktienpreiseffekte bereits um diese bereinigt sein werden.

$$\text{Aktienpreishedge-Effektivität} = \frac{\text{Marktwertänderungen Aktienpreissicherungsgeschäften}}{\text{Marktwertänderungen Aktienpreise}}$$

Nach HGB werden bei Wertpapieren des Anlagevermögens nur dauerhafte, bei Wertpapieren des Umlaufvermögens auch vorübergehende Wertminderungen ergebniswirksam erfasst. Im Falle einer Zuschreibung wegen einer in Vorperioden erfolgten Abwertung ist der Wertansatz auf die Anschaffungskosten begrenzt, eine Realisierung von Marktwertgewinnen über die historischen Anschaffungskosten hinaus ist unzulässig. Eine Analyse der Aktienpreishedge-Effektivität ist folglich nicht möglich, da den aufgetretenen Marktwertverlusten nicht die korrespondierenden Marktwertgewinne gegenübergestellt werden können.

4.3.3.5. Effektivität des Kreditmanagements

Das erkennbare Ausfallrisiko einzelner Forderungen sowie das allgemeine Kreditrisiko im Forderungsbestand deckt ein Konzern bilanziell durch entsprechende Einzelwertberichtigungen und durch auf Erfahrungswerten basierende pauschale Wertabschläge ab. Das Kreditmanagement versucht, das Ausfallrisiko vor allem durch Bonitäts- und Limitsysteme zu beschränken. Darüber hinaus können allerdings auch ABS-Maßnahmen das Kreditrisiko deutlich mindern, indem sie das Forderungsvolumen reduzieren. Voraussetzung ist, dass sämtliche Risiken veräußert werden und das eigentliche Risiko nicht in Gestalt von Junior Class-Papieren zurückerworben wird. Obwohl bei Kreditrisiken keine Absicherung durch Derivate möglich ist, zeigt das Verhältnis zwischen dem Forderungsbestand des Unternehmens und der im Rahmen von ABS-Programmen verbrieften Forderungen auf, inwieweit Kreditrisiken aktiv gesteuert werden. Der ABS-Anteil gibt Auskunft darüber, inwieweit Kreditrisiken auf Dritte übertragen werden konnten.

$$\text{ABS-Anteil} = \frac{\text{ABS Volumen}}{\text{Forderungsbestand vor ABS}}$$

Der ABS-Anteil erlaubt keine Aussage über die Höhe der mit dem Forderungsbestand verbundenen Kreditrisiken. Das Kreditrisiko kann anhand der Relation zwischen den verbrieften Forderungen und den zurückerworbenen Junior Class-Papieren für den verbrieften Forderungsbestand ermittelt werden.

$$\text{Kreditrisikofaktor} = \frac{\text{Aktivierte Junior-Class Papiere}}{\text{ABS-Volumen}}$$

Der Junior Class-Anteil eines ABS-Programms spiegelt das Adressenausfall- und Zahlungsverzugrisiko des asset-Pools wider. Die Relation zum gesamten ABS-Volumen, bestehend aus Senior Class- und Junior Class-Papieren gibt Aufschluss über die Höhe des Kreditrisikos der veräußerten Forderungen / *assets*. Das Kreditrisiko einer ABS-Maßnahme kann häufig ermittelt werden, da Unternehmen nur die Senior Class-Papiere am Markt platzieren können, während die Junior Class-Papiere vom Originator zurückgekauft werden. Die Junior-Class-Papiere werden entsprechend aktiviert.⁷⁰⁷ Es ist allerdings fraglich, ob das Kreditrisiko einer ABS-Maßnahme auf den gesamten Forderungspool übertragen werden kann, da i. d. R. nur Forderungen mit sehr guter Bonität veräußert werden können. Wird der Kreditrisikofaktor mit dem gesamten Forderungsbestand multipliziert, um das absolute Kreditrisiko des gesamten Forderungsbestands zu ermitteln, wird tendenziell ein zu niedriger Wert bestimmt werden.

Für das Jahr 2005 errechnet sich der Kreditrisikofaktor der DaimlerChrysler AG wie folgt:⁷⁰⁸

$$\text{DaimlerChrysler Kreditrisikofaktor} = \frac{2.215 \text{ Mio. EUR}}{23.380 \text{ Mio. EUR}} = 9,47\%$$

⁷⁰⁷ In den Folgeperioden werden die Papiere entsprechend ihres Marktwerts abgeschrieben. Das ehemals theoretisch bestehende Kreditrisiko ist in diesem Fall eingetreten und ergebniswirksam berücksichtigt worden. Für die Ermittlung des offenen Kreditrisikos ist es nicht mehr heranzuziehen.

⁷⁰⁸ Vgl. DAIMLERCHRYSLER (HRSG.) (2005), S. 195.

Für das Jahr 2005 errechnet sich der Kreditrisikofaktor der Deutschen Telekom AG wie folgt:⁷⁰⁹

$$\text{Deutsche Telekom Kreditrisikofaktor} = \frac{152 \text{ Mio. EUR}}{1.544 \text{ Mio. EUR}} = 9,84\%$$

Im Ergebnis sind der Kreditrisikofaktore der Deutschen Telekom AG und der DaimlerChrysler AG der Höhe nach vergleichbar und es kann davon ausgegangen werden, dass ein ähnliches Kreditrisiko besteht.

4.3.4. Hedge-Effizienz

Die Hedge-Effektivität untersucht, ob die eingesetzten Sicherungsinstrumente dazu geeignet sind, das bestehende Risiko eines Risikofaktors zu mindern. Die Hedge-Effizienz weist hingegen aus, ob mit den eingesetzten Mitteln ein Maximum an Absicherung erreicht wurde oder ob die Absicherung zu minimalen Kosten erfolgt ist.

Die Hedge-Effizienz lässt sich anhand der Relation zwischen den aufgewendeten Mitteln (Anschaffungskosten der Derivate) zu dem hierdurch erreichten Absicherungsvolumen (Nominalvolumen der Derivate) ermitteln. Die Gegenüberstellung der Absicherungskosten und der mit den Sicherungsinstrumenten erzielten nominalen Absicherungsvolumina spiegelt die Kosten der Absicherung pro Risikoeinheit wider.

$$\text{Hedge-Effizienz} = \frac{\text{Anschaffungskosten Derivate}}{\text{Nominalvolumen Derivate}}$$

Niedrige Anschaffungskosten können einerseits auf eine niedrige Absicherung hinweisen oder aber darauf, dass Risiken vorrangig durch originäre Gegengeschäfte oder kostengünstige Derivate abgesichert wurden.⁷¹⁰ Um zu einem Ergebnis zu kommen, muss daher die Hedge-Effizienz immer in Verbindung mit der Hedge-Effektivität gesehen werden.

⁷⁰⁹ Vgl. DEUTSCHE TELEKOM (HRSG.) (2005), S. 142.

⁷¹⁰ Darüber hinaus ist eine Absicherung durch Derivate, die weit aus dem Geld sind, relativ kostengünstig. Allerdings liegen hier regelmäßig die an einen Sicherungszusammenhang gestellten Kriterien nicht vor.

Würden beispielsweise zwei Unternehmen über die gleiche Währungshedge-Effizienz verfügen, so heißt dies nicht, dass sie auch über die gleiche Währungshedge-Effektivität verfügen. Dies soll anhand des folgenden Beispiels verdeutlicht werden:

	Unternehmen A	Unternehmen B
Währungsgewinne	1.000	1.200
Währungsverluste	1.000	900
Währungshedge-Effektivität	1,00	1,33
Anschaffungskosten Währungsderivate	10.000	15.000
Nominalvolumen Währungsderivate	100.000	150.000
Währungshedge-Effizienz	0,10	0,10

Erst die Gegenüberstellung der Währungshedge-Effektivität und –Effizienz weist auf, dass beide Unternehmen zwar die gleichen Kosten der Absicherung pro Risikoeinheit haben, die Qualität der Absicherung jedoch bei beiden Unternehmen unterschiedlich ist.

Wie bereits an dem oben dargestellten Beispiel anhand der Währungshedge-Effizienz dargestellt, kann die Hedge-Effizienz für jeden Risikofaktor ermittelt werden, indem das jeweilige Nominalvolumen des gesicherten Risikofaktors den Anschaffungskosten der Absicherung gegenübergestellt wird.

Währungshedge-Effizienz	=	$\frac{\text{Nominalvolumen Währungsderivate}}{\text{Anschaffungskosten Währungsderivate}}$
Zinshedge-Effizienz	=	$\frac{\text{Nominalvolumen Zinsderivate}}{\text{Anschaffungskosten Zinsderivate}}$
Bewertungshedge-Effizienz	=	$\frac{\text{Nominalvolumen Bewertungsderivate}}{\text{Anschaffungskosten Bewertungsderivate}}$
Preishedge-Effizienz	=	$\frac{\text{Nominalvolumen Preisderivate}}{\text{Anschaffungskosten Preisderivate}}$

Die Anschaffungskosten der Derivate sind weder nach IFRS, US-GAAP noch nach HGB auszuweisen. Auch nach HGB besteht keine Pflicht, die historischen Anschaffungskosten von Derivaten offen zu legen. Die Hedge-Effizienz anhand der Relation

zwischen den Marktwerten der Derivate und dem Nominalvolumen zu messen ist nicht möglich, da der Marktwert nicht die Kosten der Absicherung widerspiegelt.

Die Kredithedge-Effizienz vergleicht die Kosten der ABS-Durchführung mit dem vorhandenen Forderungsvolumen.

$$\text{Kredithedge-Effizienz I} = \frac{\text{ABS Volumen}}{\text{Kosten des ABS-Programms}}$$

Die Kosten eines ABS-Programms werden regelmäßig nicht im Jahresabschluss ausgewiesen, so dass eine Ermittlung der Kennzahl extern nicht möglich ist.

4.4. Analyse der Risikostruktureffekte auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage

Derivate Finanzinstrumente haben Einfluss auf die bestehende (retrospektive) und zukünftige (prospektive) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage eines Unternehmens. Die Vermögens- und Finanzlage hängen unmittelbar voneinander ab. Sie werden in der Bilanzanalyse als zusammengehöriges Informationsziel betrachtet und durch die finanzwirtschaftliche Analyse abgebildet.⁷¹¹ Die finanzwirtschaftliche Analyse richtet sich vor allem an Jahresabschlussadressaten, die zu dem Unternehmen primär in einer vertraglich fixierten Gläubiger-Schuldner-Beziehung stehen. Die Ertragslage des Unternehmens wird durch die erfolgswirtschaftliche Analyse untersucht. Sie verfolgt als Erkenntnisziel die Messung der Ertragskraft und dient vor allem den Gesellschaftern/Eignern sowie mit Stock Options ausgestatteten Führungskräften zur Messung der Unternehmensperformance und der mit ihr einhergehenden Dividendenerwartung.⁷¹² Die strategische Bilanzanalyse untersucht die Erfolgspotentiale und analysiert sowohl die Stärken und Schwächen als auch die Risiken und Chancen, denen sich ein Unternehmen gegenüber sieht. Die strategische Bilanzanalyse ist für beide Adressatengruppen gleichsam bedeutend, da die analysierten Erfolgspotentiale die Voraussetzung für die zukünftige finanzielle Stabilität und Ertragskraft eines Unternehmens sind.⁷¹³

⁷¹¹ Vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 951.

⁷¹² Derivate haben vor allem Einfluss auf das mit der Rendite verbundene Risiko. Die Risiko-Rendite-Relation ist vor allem für externe Investoren von Interesse und

⁷¹³ Vgl. COENENBERG, A. G. (2006), S. 951.

Derivative Finanzinstrumente und die mit ihnen einhergehenden risikomindernden bzw. -erhöhenden Effekte sind also unter dem Gesichtspunkt der finanziellen Stabilität des Unternehmens sowie der Risiko-Rendite-Relation zu untersuchen und um die strategischen Auswirkungen ihrer Effekte auf die zukünftigen Erfolgspotentiale zu ergänzen.⁷¹⁴

4.4.1. Derivate in der finanzwirtschaftlichen Bilanzanalyse

Derivate haben Einfluss auf die Art der Zusammensetzung des Vermögens und des Kapitals sowie auf die Liquidität eines Unternehmens.

4.4.1.1. Vermögensstrukturanalyse

Derivate können nur einen sehr geringen Einfluss auf die Vermögensstruktur haben. Die Vermögensstrukturanalyse untersucht die Art, Zusammensetzung und Bindungsdauer des Vermögens. Derivate können vor allem dann Einfluss auf die Zusammensetzung und Bindungsdauer nehmen, wenn im Rahmen von ABS-Maßnahmen Finanzaktiva verbrieft werden und damit im Ergebnis die Struktur des Umlaufvermögens verändert wird.⁷¹⁵ Darüber hinaus kann im Rahmen der IFRS- und US-GAAP-Vorschriften durch die Wahl der Bewertungskategorie Einfluss auf den Wertansatz von Vermögensgegenständen genommen werden. So kann die Marktbewertung von *available for sale*-, *held for trading*- bzw. *fair value through profit and loss*-Finanzinstrumenten nach IFRS zu einem höheren Vermögensausweis führen, als bei einer auf ihre Anschaffungskosten beschränkten Bilanzierung.

4.4.1.2. Kapitalstrukturanalyse

Die Kapitalstrukturanalyse untersucht die Finanzierungsquellen auf ihre Zusammensetzung nach Art, Sicherheit und Fristigkeit. Ziel ist es, Aufschluss über die bestehenden Finanzierungsrisiken zu geben.⁷¹⁶

⁷¹⁴ Vgl. hierzu auch oben Abschnitt 4, S. 266.

⁷¹⁵ Vgl. hierzu unten Abschnitt 4.4.1.3 b), S. 309.

⁷¹⁶ Vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 993.

a) Effekte aus der Marktbewertung

Die Umgliederung der erfolgsneutral im Eigenkapital abgegrenzten Marktwertänderungen derivativer Finanzinstrumente in das Fremdkapital führen bereits zu einer Verschiebung innerhalb der bestehenden Kennzahlen.⁷¹⁷ Die *other comprehensive income*-Quote kann darüber hinaus Aufschluss geben, in welchem Umfang ein Unternehmen Marktwerteffekte aus Derivaten und Wertpapieren erfolgsneutral abgegrenzt hat und wie hoch ihr Anteil am Eigenkapital ist.

$$\text{OCI-Quote} = \frac{\text{Originäre und derivative Marktwerteffekte des OCI}}{\text{Eigenkapital}}$$

Für die Deutsche Post AG und Deutsche Telekom AG ergeben sich im Jahr 2005 die folgenden OCI-Quoten:⁷¹⁸

Deutsche Post AG OCI-Quote	=	$\frac{220 - 51}{12.540}$	=	1,35%
Deutsche Telekom OCI-Quote	=	$\frac{864 + 2}{49.582}$	=	1,75%

Eine niedrige OCI-Quote kann sowohl auf eine geringe Anfälligkeit eines Unternehmens gegenüber Marktwertänderungen hindeuten als auch ein Indikator dafür sein, dass das Unternehmen die bestehenden Wahlrechte dahingehend ausnutzt, dass Marktwertveränderungen nach Möglichkeit ergebniswirksam berücksichtigt werden. Durch einen Vergleich mit der Höhe des systematischen Risikos können die Ursachen für die Höhe der OCI-Quote analysiert werden. Ist auch das systematische Risiko unwesentlich, so kann davon ausgegangen werden, dass die Anfälligkeit eines Unternehmens gegenüber Marktrisiken insgesamt geringer ist.

Die OCI-Quote berücksichtigt nur die bisher aufgetretenen, erfolgsneutral abgegrenzten Marktwertänderungen. Das dem OCI zugrunde liegende Volumen an risikobehafteten

⁷¹⁷ So wird die Umgliederung der erfolgsneutral abgegrenzten Marktwertveränderungen in das Fremdkapital sowohl den Verschuldungsgrad als auch die sonstigen bekannten Kennzahlen zur Kapitalstrukturanalyse negativ beeinflussen. Zur Begründung der Umgliederung vgl. oben Abschnitt 4.1.3, S. 272.

⁷¹⁸ Vgl. DEUTSCHE POST (HRSG.) (2005), S. 89 und S. 116 sowie DEUTSCHE TELEKOM (HRSG.) (2005), S. 108 f..

Bilanzpositionen und erwarteten Cashflows wird nicht berücksichtigt. Anhand des Verhältnisses zwischen dem getragenen Residualrisiko zum bereinigten Eigenkapital wird ersichtlich, inwieweit die offene Risikoposition durch Eigenkapital unterlegt ist.⁷¹⁹

$$\text{Residualrisiko-Quote} = \frac{\text{Getragenes Residualrisiko}}{\text{Bereinigtes Eigenkapital}}$$

Eine niedrige Kennzahl deutet hierbei auf eine hohe Eigenkapitalunterlegung der risikobehafteten Position hin. Für die Bayer und Linde AG ergeben sich die folgenden Residualrisiko-Quoten:

⁷¹⁹ Zur Ermittlung des getragenen Residualrisikos vgl. oben Abschnitt 4.2.4.2, S. 287 bzw. für das bereinigte Eigenkapital oben Abschnitt 4.1.3, S. 275.

	2005	2004
Bayer		
Getragenes Residualrisiko II	57.481	63.768
Bereinigtes Eigenkapital	6.231	5.983
Residualrisiko-Quote	922,50%	1.065,82%
Linde		
Getragenes Residualrisiko II	21.006	19.324
Bereinigtes Eigenkapital	4.046	3.946
Residualrisiko-Quote	519,18%	489,71%

Die Residualrisiko-Quote der Linde AG ist aufgrund der verhältnismäßig hohen Eigenkapitalunterlegen deutlich besser als die von der Bayer AG erzielte Quote.

b) Effekte aus systematischen Verlustpotentialen

Die Anfälligkeit eines Unternehmens gegenüber den einzelnen Risikofaktoren führt darüber hinaus dazu, dass sich bei unzureichender Absicherung erhebliche Verluste innerhalb kürzester Zeit ergeben können. Hierbei ist die Fähigkeit, mögliche Verluste zu kompensieren, ein wesentlicher Aspekt für die Stabilität eines Unternehmens. Gelingt es einem Unternehmen nicht, auftretende Verluste auszugleichen, so können die ehemals nur theoretischen Verlustpotentiale schnell einen fortbestandsgefährdenden Umfang annehmen. Theoretische Verlustpotentiale und die Fähigkeit, diese bei Eintreten zu kompensieren, werden bisher in der Kapitalstrukturanalyse nicht berücksichtigt.⁷²⁰ Im Rahmen einer stärker risikoorientierten Kapitalstrukturanalyse ist zu untersuchen, inwieweit theoretische Verlustpotentiale durch Vermögen gedeckt sind.

Aus dem Verhältnis zwischen den bestehenden systematischen Risiken, resultierend aus der Summe der einzelnen Risikoportfolios eines Unternehmens, und seinem Eigenkapital ergibt sich die Risikotragfähigkeit. Sie setzt das systematische Risiko ins Verhältnis zu dem um erfolgsneutral abgegrenzte Marktwerteffekte bereinigten Eigenkapital.⁷²¹

⁷²⁰ Lediglich für Banken, Kreditinstitute und Versicherung bestehen ausgiebige Vorschriften, die den Ausweis einiger risikoorientierten Kennzahlen verbindlich vorschreiben.

⁷²¹ Zum bereinigten Eigenkapital vgl. oben, Abschnitt 4.1.3, S. 275. Zur Definition des systematischen Risikos vergleiche oben, Abschnitt 3.2, S. 257.

$$\text{Risikotragfähigkeit} = \frac{\text{Bereinigtes Eigenkapital}}{\text{Systematisches Risiko}}$$

Ist das systematische Risiko der Portfolios festgelegt, so kann sich ein Unternehmen gegen plötzlich auftretende Verluste nur durch die Unterlegung mit Eigenkapital schützen. Zur Vermeidung einer Überschuldung und /oder Zahlungsunfähigkeit müssen bei unzureichender Deckung dem Eigenkapital notfalls Mittel zugeführt werden. Die Höhe des Eigenkapitals muss so beschaffen sein, dass ein Aufzehren des Eigenkapitals auch in ungünstigen Ausfallszenarien unwahrscheinlich ist. Die Bereinigung des Eigenkapitals um die unsichere Komponente der erfolgsneutral abgegrenzten Marktbewertungseffekte führt dazu, dass als Eigenkapital nur dauerhaft zur Verfügung stehende Mittel ausgewiesen werden. Je höher das Eigenkapital eines Unternehmens ist, desto größer ist seine Risikotragfähigkeit. Je höher die Risikotragfähigkeit ist, desto größer ist die Abdeckung derivativer Verlustpotentiale. Auf Basis des Konzernabschlusses der Commerzbank im Jahr 2000 lässt sich sowohl die Risikotragfähigkeit unter Verwendung des value-at-risk als auch der Stresstestergebnisse ermitteln:⁷²²

	Stresstest	VAR
Systematisches Risiko	284,80	37,10
EK	12.523,00	12.523,00
Risikotragfähigkeit	43,97	337,55

Die Verwendung der unterschiedlichen Risikomaße zur Quantifizierung systematischer Risiken führt zu erheblichen Abweichungen bei der Risikotragfähigkeit. Die Aussagekraft der Kennzahl ist für *value at risk* Werte eher gering, da die Kennzahl aufzeigen soll, inwieweit das Unternehmen dazu in der Lage ist, extreme Marktbewegungen abzufangen. Für die Kennzahlenermittlung sind daher Stresstests und hierbei insbesondere *worst case* Werte heranzuziehen.

⁷²² Vgl. COMMERZBANK (Hrsg.) (2000), S. 57 und 71. Eine Bereinigung des Eigenkapitals wurde nicht vorgenommen, da keine derivativen Effekte im Eigenkapital erfolgsneutral abgegrenzt wurden.

4.4.1.3. Liquiditätsanalyse

Die Liquiditätsanalyse ist das Bindeglied zwischen Investition und Finanzierung. Sie analysiert die Fähigkeit eines Unternehmens, seinen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen.⁷²³ Hierfür stellt sie die Zahlungspotentiale den Zahlungsverpflichtungen gegenüber. Die Liquidität kann unter der Annahme der Unternehmenserschlagung oder der Unternehmensfortführung untersucht werden. Der Jahresabschluss wird grundsätzlich unter der Annahme der Unternehmensfortführung aufgestellt. Die Liquiditätsanalyse geht folglich nicht von einer Unternehmenserschlagung aus, sondern untersucht den Grad der Wahrscheinlichkeit, der zukünftig zu einer Zahlungsunfähigkeit des Unternehmens führen kann. Die statische Liquiditätsanalyse prüft hierbei, ob die Überlassungsfristen der Passivseite und die Bindungsfristen der Aktivseite in einem angemessenen Verhältnis zueinander stehen und so eine Abstimmung zwischen Zahlungsverpflichtungen und –potentialen erlauben. Die dynamische Liquiditätsanalyse ergänzt die statische Liquiditätsanalyse um den Mittelrückfluss aus der laufenden Geschäftstätigkeit. Der Mittelrückfluss ergibt sich aus dem erwirtschafteten Cashflow.

a) Effekte aus der Marktbewertung

In HGB-Abschlüssen werden nur Marktwertverluste und Zuschreibungen bis zu den Anschaffungskosten berücksichtigt. Da nicht realisierte Marktwertgewinne bilanziell unbeachtet bleiben, ist eine Analyse der marktwertbedingten Liquiditätseffekte auf Basis von Bestandszahlen und somit eine statische Liquiditätsanalyse nicht möglich. Die Marktbewertung nach IFRS und FAS umfasst hingegen die Berücksichtigung bilanzieller Marktwertgewinne und –verluste, so dass die marktwertbedingten Liquiditätseffekte untersucht werden können.

Die statische Liquiditätsanalyse unterscheidet zwischen langfristig und kurzfristig gebundenen bzw. frei werdenden Mitteln. Die Gegenüberstellung der fristenbezogenen Mittel erlaubt die Bildung von Deckungskennzahlen. Für die Bildung von Deckungskennzahlen ist es notwendig, die einzelnen Aktiva und Passiva in kurz- und langfristige Mittel zu unterscheiden. Ein Indikator für die Fristigkeit von Derivaten und Wertpapieren ist ihre Zuordnung auf die einzelnen Bewertungskategorien *at fair value through profit or loss*, *available for sale* und *held to maturity*. Nach den IFRS-Vorschriften ist es

⁷²³ Vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 1001.

darüber hinaus gem. IAS 39.9 möglich, jedes beliebige Finanzinstrument als *financial asset or financial liability at fair value through profit or loss* zu klassifizieren und somit einer ergebniswirksamen Marktbewertung zugänglich zu machen. Die einzelnen Anforderungen der Standards an die jeweiligen Bewertungskategorien führen dazu, dass sämtliche ergebniswirksam bewerteten derivativen Finanzinstrumente und Wertpapiere den kurzfristigen Mitteln zuzurechnen sind. *Held to maturity investments* sind hingegen aufgrund ihrer häufig langen Laufzeit i. d. R. dem Anlagevermögen zuzuordnen. *Available for sale assets* stehen dem Namen nach zum Verkauf und sind dementsprechend Umlaufvermögen.

Fraglich ist, wie die erfolgsneutral im *other comprehensive income* abgegrenzten und die ergebniswirksam berücksichtigten unrealisierten Marktwertveränderungen zu behandeln sind. Aufgrund des oftmals nur vorübergehenden Charakters der Marktwertgewinne, sollten diese analog zu den Darstellungen bei der Kapitalstrukturanalyse für die Zwecke der statischen Liquiditätsanalyse innerhalb des Fremdkapitals berücksichtigt werden.⁷²⁴

Problematisch ist die Bereinigung der erfolgswirksam berücksichtigten unrealisierten Marktwertgewinne. Sie müssten analog zu den erfolgsneutral abgegrenzten Effekten ebenfalls erfasst werden. Allerdings ist die kumulierte Höhe der über Jahre erfolgswirksam verbuchten, zum Stichtag aber noch unrealisierten Marktwertveränderungen extern dem Jahresabschluss nicht zu entnehmen. Eine Bereinigung des Jahresüberschusses und der Ergebnisauswirkungen in vorhergehenden Perioden ist nicht möglich.

Die Umgliederung erfolgsneutral abgegrenzter Marktwertgewinne führt für die Ermittlung des kurzfristigen Fremdkapitals zu folgendem Berechnungsschema:

			Kurzfristige Verbindlichkeiten < 1 Jahr
		+	Rückstellungen
Kurzfristiges Fremdkapital	=	+	Passive Rechnungsabgrenzung
		+	Erfolgsneutrale Marktwertgewinne
		=	Kurzfristiges Fremdkapital

⁷²⁴ Siehe oben Abschnitt 4.4.1.2, S. 302.

Das Eigenkapital ist entsprechend um die in das Fremdkapital umgegliederten erfolgsneutralen Marktwertgewinne zu mindern. Für die EON AG ergibt sich aufgrund der Umgliederung der erfolgsneutral im Eigenkapital abgegrenzten Marktwertgewinne im Jahr 2005 eine Veränderung des kurzfristigen Fremdkapitals von +13,53%. Das kurzfristige Fremdkapital der EON AG berechnet sich wie folgt:⁷²⁵

Kurzfristige Verbindlichkeiten < 1 Jahr	17.109
Rückstellungen	33.862
Passive Rechnungsabgrenzung	817
Erfolgsneutrale Marktwertgewinne	7.009
Kurzfristiges Fremdkapital	58.797
Effekt aus OCI	13,53%

Die Bereinigung des Eigenkapitals und kurzfristigen Fremdkapitals hat sowohl Auswirkungen auf die kurzfristigen als auch die langfristigen Liquiditätskennzahlen.⁷²⁶ Während in der langfristigen Kennzahlenanalyse vor allem die Bereinigung des Eigenkapitals um die unrealisierten Marktwertgewinne zu einer Minderung des Deckungsgrads führt, ergibt sich bei den kurzfristigen Liquiditätskennzahlen der umgekehrte Effekt. Hier führen die unrealisierten Gewinne zu einer Erhöhung des kurzfristigen Fremdkapitals.

b) Effekte aus ABS-Maßnahmen

Statische Bilanzkennzahlen können darüber hinaus durch sachverhaltsgestaltende ABS-Maßnahmen beeinflusst werden. Die Veräußerung von Finanzaktiva kann den Cashflow eines Unternehmens durch Freisetzen von Kapital, das im Umlaufvermögen gebunden ist, erhöhen. Aus ökonomischer Sicht ist es für ein Unternehmen i. d. R. nicht sinnvoll, die aus der schnelleren Liquidation von Finanzaktiva generierten Mittel als flüssige Mittel zu halten. Vielmehr sollten sie zinsbringend angelegt oder zur Tilgung von verzinslichen Verbindlichkeiten verwendet werden. Damit ergibt sich zwangsläufig eine Verbesserung von Finanzergebnis, Betriebsergebnis und Jahresüberschuss. Somit optimieren ABS-Maßnahmen nicht nur die Liquidität, sondern verbessern auch die Rentabilität. Im Rahmen der statischen Liquiditätsanalyse haben ABS-Maßnahmen vor allem Einfluss

⁷²⁵ Vgl. EON (HRSG.) (2005), S. 104, 106 und 154.

⁷²⁶ Zu den einzelnen Liquiditätskennzahlen siehe auch COENENBERG, A. G., (2005), S.1001 ff.

auf die Deckungsgrade A und B, die Liquidität 1. bis 3. Grades, das *net working capital*, die Effektivverschuldung und die Netto-Finanzschuld.⁷²⁷

ABS-Maßnahmen setzen kurzfristig gebundenes Vermögen frei. Die Verwendung der frei gewordenen Mittel hat unmittelbar Auswirkungen auf das *net working capital*. Werden die freien Mittel dazu verwendet, kurzfristiges Fremdkapital zurückzuführen, vermindern sich das Umlaufvermögen und die kurzfristigen Verbindlichkeiten gleichermaßen. Das *net working capital* bleibt unverändert. Werden jedoch langfristige Verbindlichkeiten getilgt oder wird in langfristige Vermögensgegenstände investiert, nimmt das *net working capital* aufgrund des gesunkenen Umlaufvermögens ab.

ABS-Maßnahmen haben keine Auswirkungen auf die Effektivverschuldung, da es lediglich zu einer Verschiebung zwischen den einzelnen Positionen des monetären Umlaufvermögens kommt. Sofern die gewonnene Liquidität zur Rückführung der Gesamtschulden verwendet wird, sinken sowohl die Gesamtschulden als auch das monetäre Umlaufvermögen, so dass sich Netto keine Veränderung bei der Kennzahl ergibt. Ein Effekt auf die Effektivverschuldung ergibt sich lediglich, sofern die freigesetzten Mittel für langfristige Investitionen herangezogen werden. In diesem Fall sinkt das monetäre Umlaufvermögen während die Gesamtschulden unverändert bleiben, so dass sich die Effektivverschuldung erhöht.

Alternativ zur Effektivverschuldung kann zur Analyse der kurzfristigen Liquidität auch die Netto-Finanzschuld herangezogen werden.⁷²⁸ Sie kann durch ABS-Maßnahmen verbessert werden, sofern die erhaltenen Mittel zur Rückführung von verzinslichen Anteilen des Fremdkapitals genutzt werden. Es kommt hier zu keiner Saldierung der aktiven und passiven Effekte, da die Verschuldung lediglich um die liquiden Vermögensteile bereinigt wird. Die Minderung des Umlaufvermögens um die veräußerten Forderungen geht nicht in die Kennzahl ein.

c) Effekte aus systematischen Verlustpotentialen

Die Berücksichtigung aufgetretener Marktwerteffekte sowie der Auswirkungen von ABS-Maßnahmen auf einzelne Kennzahlen der statischen Bilanzanalyse erlauben noch

⁷²⁷ Zu den einzelnen Kennzahlen vgl. COENENBERG, A. G.: (2005), S. 969 ff.

⁷²⁸ Zur Kennzahlenabgrenzung vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 970.

keine Aussage darüber, ob sich aus der Risikoposition eines Unternehmens bestandsgefährdende Liquiditätsrisiken ergeben. Die bisherige statische und dynamische Liquiditätsanalyse lässt die am Bilanzstichtag ermittelten systematischen Verlustpotentiale unberücksichtigt und kann somit zu einem falschen Liquiditätsbild gelangen. Dabei haben Verlustpotentiale aus bestehenden Risikofaktoren sowohl Auswirkungen auf die statische als auch dynamische Liquiditätsanalyse. In der statischen Liquiditätsanalyse zeigt die Berücksichtigung von Verlustpotentialen auf, inwieweit die am Bilanzstichtag vorhandenen Mittel ausreichen, um plötzlich auftretende Verluste aus veränderten Marktbedingungen aufzufangen. Auch wenn die statische Liquiditätsanalyse bisher als reine Bestandsbetrachtung gesehen wird, ist die Berücksichtigung von bilanziell nicht abgebildeten Verlustpotentialen zulässig, da hierdurch offenbart wird, ob das Unternehmen zum Stichtag Vorkehrungen für den Ausgleich der ermittelten, zum Bilanzstichtag bestehenden Verlustpotentiale getroffen hat. So deuten beispielsweise niedrige Liquiditätsreserven und ein hohes theoretisches Verlustpotential auf ein nur unzureichendes Liquiditätsmanagement hin. Treten in einem solchen Fall die ermittelten Verluste ein, so sind die benötigten Mittel zum Verlustausgleich möglicherweise nicht verfügbar. Analog zeigt die Berücksichtigung von Verlustpotentialen in der dynamischen Liquiditätsanalyse auf, inwieweit die Innenfinanzierungskraft des Unternehmens ausreicht, um plötzlich auftretende Verluste aus den bestehenden Risikopositionen ausgleichen zu können.

Verlustpotentiale können durch Anlehnung an die gängigen Liquiditätskennzahlen in die externe Bilanzanalyse integriert werden. Das Verhältnis zwischen dem systematischen Risiko und dem kurzfristigen Fremdkapital zu den liquiden Mitteln untersucht, inwieweit die bestehenden kurzfristigen Risiken und das Fremdkapital durch liquide Mittel gedeckt sind. Hierbei ist das systematische Risiko zwar nicht als kurzfristiges Fremdkapital aufzufassen, da es sich lediglich um ein theoretisches Verlustrisiko handelt, die Bildung der Liquiditätskennzahl unter Beachtung des systematischen Risikos ist dennoch sinnvoll, da hieran die tatsächliche Liquiditätsanspannung unter Berücksichtigung bestehender Risiken aufgezeigt wird. Insbesondere der Möglichkeit, dass die theoretischen Verlustpotentiale in kurzer Zeit eintreten und Zahlungen fällig werden können, ist die risikoadjustierte Liquidität ein Indikator dafür, ob das Verlustpotential zu einem Liquiditätsengpass führen kann.

Risikoadjustierte Liquidität 1. Grades	=	$\frac{\text{Liquide Mittel}}{\text{Kurzfristiges Fremdkapital} + \text{Systematisches Risiko}}$
Risikoadjustierte Liquidität 2. Grades	=	$\frac{\text{Monetäres Umlaufvermögen}}{\text{Kurzfristiges Fremdkapital} + \text{Systematisches Risiko}}$
Risikoadjustierte Liquidität 3. Grades	=	$\frac{\text{Monetäres Umlaufvermögen} + \text{Vorräte}}{\text{Kurzfristiges Fremdkapital} + \text{Systematisches Risiko}}$

Die risikoadjustierte Liquidität lässt sich auf Basis des *value at risk* oder der Ergebnisse von Stresstests ermitteln. In den Jahresabschlüssen der DAX 30 Unternehmen wird nur teilweise der *value at risk* als systematisches Risikomaß ausgewiesen. Die Ergebnisse von Stresstests werden regelmäßig nicht ausgewiesen, selbst dann nicht, wenn sie durchgeführt und im Jahresabschluss als Risikomanagementinstrument aufgeführt werden. Die risikoadjustierte Liquidität 1. Grades kann im Folgenden daher nur unter Verwendung des *value at risk* beispielhaft dargestellt werden:⁷²⁹

			Risikoadjustierte Liquidität 1. Grades	Liquidität 1. Grades	Effekt	
DaimlerChrysler	=	$\frac{12.647}{86.399 + 370}$	=	14,58%	14,64%	0,06%
RWE	=	$\frac{1.526}{21856 + 161}$	=	6,93%	6,98%	0,05%

Die Berücksichtigung des systematischen Risikos innerhalb der Liquidität 1. Grades führt zu keinen nennenswerten Effekt. Dies liegt vor allem an der Verwendung des *value at risk* als Risikomaß. Da hier lediglich Effekte normaler Marktbewegungen berücksichtigt werden, reflektiert der *value at risk* nicht wirklich die Risikoanfälligkeit des Unternehmens gegenüber externen Faktoren wieder. Der Ansatz von *worst case* Werten würde hier zu aussagekräftigeren Ergebnissen führen. Die Vorgehensweise würde hier der beim *value at risk* dargestellten Methode entsprechen, so dass die einzelnen Ergebnisse der für die einzelnen Risikofaktoren unterstellten Szenarien additiv in ein theoretisches Gesamtrisiko zu überführen sind. Würde beispielsweise ein Unternehmen die An-

⁷²⁹ Vgl. hierzu DAIMLERCHRYSLER (Hrsg.) (2005), S. 62 f. und 204 sowie RWE (Hrsg.) (2004), S. 44, 117 und 164.

fälligkeit des abgegrenzten Währungsportfolios durch ein *worst case* Szenario überprüfen, so ist das ermittelte theoretische Verlustpotential mit den Ergebnissen der *worst case* Szenarien für die übrigen Risikoportfolios (Zins-, Preisrisiko, etc.) aufzusummieren. In diesem Fall würden zwar Korrelationen zwischen den einzelnen Risikofaktoren unbeachtet bleiben, dies ist aber m. E. zulässig, da Korrelationen häufig unter extremen Marktbedingungen nicht mehr nachgewiesen werden können. Problematisch für die Analyse ist, dass die Ergebnisse von *worst case* Szenarien bisher von den DAX 30 Unternehmen regelmäßig nicht ausgewiesen werden.

Die dynamische Liquiditätsanalyse schließt von den Zahlungsströmen der Vergangenheit auf die zukünftigen Zahlungsströme, um die Innenfinanzierungskraft und Verschuldungsfähigkeit des Unternehmens festzustellen.⁷³⁰ Zahlungsströme werden in der externen Bilanzanalyse anhand der Kapitalflussrechnung oder alternativ, sofern eine Kapitalflussrechnung nicht Gegenstand des Jahresabschlusses ist, anhand von direkten und indirekten Berechnungsschemata ermittelt.⁷³¹

Die Entwicklung zukünftiger Zahlungsströme hängt unter anderem von der Entwicklung der einzelnen Risikofaktoren ab. Beispielsweise haben Währungskursänderungen unter Umständen Auswirkungen auf die Höhe des Umsatzes, wenn die Ausgangsrechnungen in Fremdwährung ausgestellt werden und deren Umrechnungskurs erheblichen Schwankungen unterliegt. Die Risiken zukünftiger Zahlungsstromschwankungen können durch den Abschluss von Cashflow-Hedges gemindert werden. Eine vollständige Aufhebung der Risiken wird i. d. R. nicht möglich sein, da die Entwicklung zukünftiger Zahlungsströme nicht vollständig prognostizierbar ist. Dies gilt insbesondere, da Cashflow-Hedges nur für erwartete Zahlungsströme zulässig sind, die ihrem Eintreten nach sicher sind und deren Höhe zuverlässig geschätzt werden kann. Das Verhältnis zwischen dem abgesicherten Nominalvolumen zukünftiger Cashflows zum operativen Cashflow der laufenden Geschäftstätigkeit kann folglich nur als Indikator für den Grad der Absicherung zukünftiger Zahlungsströme gewertet werden. Als operativer Cashflow der laufenden Geschäftstätigkeit ist hierbei der Netto-Cashflow zu verstehen. Der Netto-Cashflow ergibt sich aus dem Zahlungsüberschuss der laufenden Geschäftstätigkeit.⁷³²

⁷³⁰ Vgl. COENENBERG, A. G. (2005), S. 1003.

⁷³¹ Vgl. hierzu bspw. COENENBERG, A. G. (2005), S. 1012 f.

⁷³² Vgl. hierzu auch COENENBERG, A. G. (2005), S. 1011.

Das Nominalvolumen der Cashflow-Hedges umfasst hierbei sämtliche gesicherten zukünftigen Zahlungsströme.

$$\text{Cashflow Sicherungsgrad} = \frac{\text{Nominalvolumen Cashflow Hedges}}{\text{Cashflows aus laufender Geschäftstätigkeit}}$$

Für den Abschluss der Bayer AG ergeben sich im Jahr 2004 und 2005 die folgenden Sicherungsgrade:⁷³³

	2005	2004
Nominalvolumen Cashflow Hedges	1.407 Mio. €	1.281 Mio. €
Operativer Cashflow	3.502 Mio. €	2.450 Mio. €
Cashflow Sicherungsgrad	40,18%	52,29%

Ein hoher Cashflow-Sicherungsgrad kann darauf hindeuten, dass die zukünftig erwarteten Zahlungsströme weitestgehend vor systematischen Risiken abgesichert wurden. Andererseits bedeutet ein niedriger Cashflow-Sicherungsgrad nicht zwangsläufig, dass die zukünftigen Zahlungsströme nicht ausreichend abgesichert wurden. Vielmehr kann ein niedriger Grad auch darauf zurückzuführen sein, dass die erwarteten Zahlungsströme weitestgehend frei von systematischen Risiken sind. Problematisch ist auch, dass die Kennzahl bereits bei einem Vergleich über zwei Jahre starken Schwankungen unterliegt und so die Aussagekraft der Kennzahl fraglich scheint. Extern kann zu den Ursachen keine absolute Aussage getroffen werden, allerdings kann anhand der qualitativen Analyse des Lageberichts und des Anhangs auf die Bedeutung systematischer Risiken für die Cashflow-Entwicklung geschlossen werden.⁷³⁴ Beispielsweise führt die Bayer AG in ihrem Anhang an, dass „das gebuchte Währungsrisiko aus operativer Geschäftstätigkeit und aus finanziellen Positionen in der Regel in voller Höhe kursgesichert“ wird.⁷³⁵

⁷³³ Vgl. hierzu BAYER (HRSG.), (2005), S. 82 und 177.

⁷³⁴ Beispielsweise ist nach IAS 32.56 auf die Risikomanagementpolitik des Unternehmens einzugehen. Hierbei ist für jede erwartete Transaktion die Art der Sicherungspolitik darzustellen. Nach FAS 133.45 muss beispielsweise ein Unternehmen angeben, für welche Zeiträume Zahlungsströme aus zukünftigen Transaktionen gegen Cashflow Schwankungen abgesichert wurden. Durch die Angaben kann auf die Sicherungspolitik und die bestehenden systematischen Risiken geschlossen werden, da eine ausführliche Darstellung der Sicherungspolitik mit Sicherungsquoten ein guter Indikator für das Residualrisiko des Unternehmens ist. Gerade Abstufung im Risikobericht wie „vollständig abgesichert“, „größtenteils abgesichert“, „weitestgehend abgesichert“ geben Aufschluss über den Grad der vorgenommenen Absicherung.

⁷³⁵ Vgl. BAYER AG (HRSG.) (2005), S. 173.

Die Absicherung zukünftiger Zahlungsströme vor systematischen Risiken erlaubt keine Aussage darüber, ob die Innenfinanzierungskraft des Unternehmens ausreicht, plötzlich auftretende Verluste auszugleichen. Hierüber gibt das Verhältnis zwischen den erwarteten zukünftigen Zahlungsströmen und dem systematischen Risiko Aufschluss.

$$\text{Cashflow Risikoabdeckung} = \frac{\text{Systematisches Risiko}}{\text{Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit}}$$

Eine niedrige Cashflow-Risikoabdeckung weist auf eine im Verhältnis zum Verlustpotential hohe Innenfinanzierungskraft hin.

4.4.2. Erfolgswirtschaftliche Bilanzanalyse

Die erfolgswirtschaftliche Bilanzanalyse untersucht die Ertragskraft des Unternehmens. Die Analyse der Ertragskraft stellt auf die Fähigkeit des Unternehmens ab, zukünftig Erfolge zu erzielen. Für die erfolgswirtschaftliche Analyse werden somit zukunftsbezogene Daten benötigt, die der vergangenheitsbezogene Jahresabschluss nicht im ausreichenden Maße bereitstellt. Die Ertragskraftanalyse ist nur möglich, wenn davon ausgegangen wird, dass anhand der vergangenen Zahlen auf die künftige Ergebnisentwicklung geschlossen werden kann.

Die Besonderheiten derivativer Finanzinstrumente und ihr erhebliches Risikopotential haben dazu geführt, dass zumindest nach IFRS sowie für Banken und Versicherungen zukünftige Daten über die bestehenden Verlustpotentiale in Form von *value at risk*-Analysen publiziert werden. Hiermit steht der erfolgswirtschaftlichen Bilanzanalyse ein Instrument zur Verfügung, die Erfolgsprojektion den erwarteten zukünftigen Verlustpotentialen gegenüberzustellen. Auch innerhalb von HGB und US-GAAP Abschlüssen weisen Industrieunternehmen zum Teil freiwillig Angaben zum systematischen Risiko aus, allerdings ergibt sich hierzu keine Verpflichtung aus den bestehenden Ausweisschriften.⁷³⁶

⁷³⁶ So weist beispielweise DaimlerChrysler seinen value-at-risk aus, vgl. DAIMLERCHRYSLER AG (HRSG.) (2005), S. 62

Gegenstand der erfolgswirtschaftlichen Bilanzanalyse ist die Bestimmung der zukünftigen Ertragskraft des Unternehmens anhand der Ergebnis- und Rentabilitätsanalyse.

4.4.2.1. Ergebnisanalyse

a) Aufbereitung der Datenbasis

Die Ergebnisanalyse untersucht, inwieweit der ausgewiesene Jahresüberschuss mit dem tatsächlich erzielten Ergebnis übereinstimmt. Dazu ist zu ermitteln, aus welchen Quellen sich das Ergebnis zusammensetzt und welche Einflussfaktoren darauf eingewirkt haben. Derivative Finanzinstrumente können einerseits als Sicherungsgeschäfte die zukünftige Ertragskraft des Unternehmens vor Markt- und Kreditrisiken absichern, andererseits aber auch aufgrund ihrer häufig hohen Volatilität die Ertragskraft selbst beeinflussen.

In den HGB-Abschlüssen führt bei steigenden Marktwerten das Anschaffungskostenprinzip zur Bildung stiller Reserven. Die im laufenden Jahr auf diese Weise entstandenen stillen Reserven sind Bestandteil der Ertragskraft des Unternehmens und müssten im Rahmen der Ergebnisanalyse dementsprechend berücksichtigt werden. Nach IFRS und US-GAAP führt die Marktbewertung hingegen zu einer Offenlegung sämtlicher Erträge aus originären und derivativen Finanzinstrumenten. Hier ermöglichen die bestehenden Wahlrechte lediglich, die einzelnen Erfolgsbeiträge ergebniswirksam als *at fair value through profit or loss* oder erfolgsneutral als *available for sale* Finanzinstrument zu berücksichtigen.

Innerhalb von HGB-Abschlüssen ist eine Aufdeckung der stillen Reserven aus Finanzinstrumenten i. d. R. nicht möglich. Darüber hinaus ist der Umfang, in dem faktisch bestehende und als Bewertungseinheit abgrenzbare Sicherungszusammenhänge auch als solche bilanziell berücksichtigt wurden, extern kaum feststellbar. Die IFRS- und US-GAAP-Vorschriften führen hingegen nur in Ausnahmefällen zur Bildung von stillen Reserven aus Marktwertänderungen. Hier kann davon ausgegangen werden, dass das ausgewiesene Ergebnis die auf Derivate zurückzuführenden Erfolge weitestgehend enthält. Es stellt sich allerdings die Frage, ob die erfolgsneutral im Eigenkapital abgegrenzten Beträge ergebniswirksam umgliedert werden sollten. Aus Sicht der Bilanzanalyse stellen sie Erfolgspotentiale dar, die bisher im ausgewiesenen Ergebnis nicht berück-

sichtigt wurden. Die Erfolge haben sich allerdings nicht aufgrund der Geschäftstätigkeit des Unternehmens ergeben, sondern sind das Resultat zufälliger Marktwertänderungen. Grundsätzlich wurde im Rahmen der Kapitalstrukturanalyse von einer Umgliederung der erfolgsneutral abgegrenzten Marktwertgewinne in das Fremdkapital und der Marktwertverluste in den Aufwand ausgegangen.⁷³⁷ Diese vom Vorsichtsprinzip getragene Interpretation ist im Zusammenhang mit einer Kapitalstrukturanalyse sinnvoll, da hier das verfügbare Kapital nach Art und Zusammensetzung analysiert werden soll. Ein Ausweis von unrealisierten Marktwertgewinnen als Eigenkapital, sei es als Bestandteil des Jahresüberschusses oder als separate Position im Eigenkapital erscheint hier wenig sachgerecht, da diese Marktwertgewinne nach der oben bereits angeführten Argumentation regelmäßig keinen Eigenkapitalcharakter haben. Im Rahmen der Ergebnisanalyse stehen Ergebnisbeiträge aus der eigentlichen Geschäftstätigkeit im Vordergrund, so dass eine Berücksichtigung von Effekten aus systematischen und damit nicht der eigentlichen Geschäftstätigkeit zugehörigen Risiken m. E. nicht sachgerecht ist. Auch im Zusammenhang mit der Ertragspotentialanalyse ist daher eine ergebniswirksame Berücksichtigung von Marktwerteffekten nicht transparenzerhöhend, sondern sollte bereinigt werden. Wird allerdings diesem Ansatz nicht gefolgt, sollten die erfolgsneutral abgegrenzten unrealisierten Erfolgsbeiträge ergebniswirksam in die sonstigen betrieblichen Erträge und Aufwendungen umgegliedert werden, um den sich aus einer erfolgsneutralen Bewertung ergebenden bilanzpolitischen Spielraum einzuschränken.⁷³⁸

b) Analyse

Die Ergebnisstrukturanalyse untersucht das Ergebnis auf seine Bestandteile und Einflussfaktoren. Derivative und die mit ihnen verbundenen Sicherungsstrukturen führen zu ergebniswirksamen Effekten und sind somit Bestandteil der Ergebniskomponenten. Die Effekte der Risikofaktoren auf das Ergebnis können durch Bildung von Aufwand-Ertrag-Relationen untersucht werden.

⁷³⁷ Vgl. oben Abschnitt 4.4.1.2, S. 302.

⁷³⁸ Die Bildung von Aufwand-Ertrags-Relationen ist nur möglich, sofern für beide der gleiche Realisationszeitpunkt gilt. Nach HGB stehen den unrealisierten, antizipierten Aufwendungen keine unrealisierten Erträge gegenüber, so dass Kennzahlen nicht gebildet werden können. Ebenso sollten die Effekte aus Cashflow-Hedges nicht ergebniswirksam umgebucht werden, da die Effekte aus dem korrespondierenden Grundgeschäften extern nicht erkennbar sind.

$$\text{Aufwand-Ertrag-Relation} = \frac{\text{Aufwand aus Risikofaktor}}{\text{Ertrag aus Risikofaktor}}$$

Beispielsweise wird der Sicherungsgrad für das US-Dollar Exposure von der Deutschen Lufthansa AG mit 84 Prozent in beiden Jahren angegeben.⁷³⁹ Aufgrund der Analyse der Aufwand-Ertragsrelation bei der Deutschen Lufthansa AG ergibt die folgende Fremdwährungs-Aufwands-Ertrags-Relation:

	2005	2004
Kursverluste aus Fremdwährungsposten	460	298
Kursgewinne aus Fremdwährungsposten	527	374
Aufwand-Ertrags-Relation	87,29%	79,68%

Die Aufwand-Ertrag-Relation lässt sich insbesondere für Marktwertgewinne- und verluste aus Fremdwährungen sowie Zinsen ermitteln. Hierbei ist allerdings zu beachten, dass die einzelnen Währungs- und Zinserfolge nicht nur in die sonstigen betrieblichen Erträge und Aufwendungen eingehen, sondern – wie oben dargestellt - auch Bestandteil des Umsatzes sein können.

Der Gesamtbeitrag der Erfolge aus den einzelnen Risikofaktoren und damit ihre Bedeutung für das Ergebnis lassen sich anhand der Relation zwischen ihrem jeweiligen Gewinn- oder Verlustsaldo zum Jahresüberschuss feststellen.

$$\text{Risiko-Ergebnisbeitrag} = \frac{\text{Gewinn oder Verlust aus Risikofaktor}}{\text{Jahresüberschuss}}$$

Je höher der Risiko-Ergebnisbeitrag ist, desto anfälliger bzw. abhängiger ist das Unternehmen von der Entwicklung der Risikofaktoren. Im Falle einer hundertprozentigen Absicherung würde sich eine vollständigen Kompensation der Ergebniseffekte und damit ein Risiko-Ergebnisbeitrag von 0 ergeben. Sichert bspw. ein Unternehmen sämtliche Währungsrisiken ab, so gehen im Falle der Marktbewertung sowohl die Währungsgewinne als auch die Währungsverluste der Grund- und Sicherungsgeschäfte erfolgswirksam in das Ergebnis ein oder werden erfolgsneutral in das Eigenkapital eingestellt.

⁷³⁹ Vgl. DEUTSCHE LUFTHANSA AG (HRSG.) (2005), S. 120.

Im Falle eines effizienten Sicherungszusammenhangs gleichen sich die Gewinne und Verluste vollständig aus, so dass sich ein Währungsbeitrag von 0 ergibt. Für das oben angeführte Beispiel ergeben sich im Falle der Deutschen Lufthansa AG die folgenden Risiko-Ergebnisbeiträge:

	2005	2004
Kursverluste aus Fremdwährungsposten	460	298
Kursgewinne aus Fremdwährungsposten	527	374
Fremdwährungsgewinne	67	76
Umsatzerlöse	12034	11170
Aufwand-Ertrags-Relation	0,56%	0,68%

Innerhalb von HGB-Abschlüssen kann aufgrund des Anschaffungskostenprinzips und des Imparitätsprinzips die Kennzahl nur herangezogen werden, sofern für sämtliche Sicherungszusammenhänge Bewertungseinheiten gebildet wurden. Ansonsten führt die Nichtberücksichtigung von Marktwertgewinnen, die über die Anschaffungskosten hinausgehen, zu einer Verzerrung der Kennzahl.

Zentrale Bedeutung kommt den Währungseffekten insbesondere bei der Umsatzentwicklung zu. Der Umsatz international agierender Unternehmen ist häufig im erheblichen Umfang von der Entwicklung einzelner Währungen abhängig. Die Gegenüberstellung des währungsbereinigten Umsatzes zum Umsatz ohne Währungsbereinigung zeigt auf, inwieweit die Umsatzentwicklung auf Währungseinflüsse zurückzuführen ist.⁷⁴⁰

$$\text{Umsatz-Währungseffekt} = \frac{\text{Währungsbereinigter Umsatz}}{\text{Umsatz vor Währungsbereinigung}}$$

Die Anfälligkeit des Umsatzes gegenüber Währungsänderungen kann durch den Abschluss von Sicherungsgeschäften zwar weitestgehend aufgehoben werden, allerdings wird das umsatzwirksame Risiko aus der funktionalen Währung von Tochtergesellschaften i. d. R. nicht abgesichert. Der Umsatzeffekt aus Währungsrisiken wird beispielsweise von der Deutschen Lufthansa AG mit 0,7 Prozent ausgewiesen.⁷⁴¹ Die Bedeutung der Absicherung für den Umsatz wird auch anhand der Börsen Meldung deut-

⁷⁴⁰ Extern kann der Effekt der Währungsbereinigung nicht direkt ermittelt werden. Eine Berechnung der Kennzahl ist nur möglich, sofern beide Umsätze ausgewiesen werden.

⁷⁴¹ Vgl. DEUTSCHE LUFTHANSA AG (HRSG.) (2005), S. 56.

lich, die meldet, dass „obwohl VW bis Ende März 3,1 Prozent mehr Fahrzeuge absetzte, ging der Umsatz um 2,7 Prozent auf 20,698 Milliarden Euro zurück. Dazu trug besonders der negative Währungseffekt durch den starken Euro bei. Beobachter kritisieren, dass sich VW schlechter als die Konkurrenz gegen das Risiko eines steigenden Euro abgesichert habe.“⁷⁴²

4.4.2.2. Rentabilitätsanalyse

Die Rentabilitätsanalyse untersucht die Beziehung zwischen Ergebnisgrößen und die sie bestimmenden Einflussgrößen. Das ökonomische Prinzip verlangt hierbei, dass die erzielten Ergebnisgrößen mit einem minimalen Faktoreinsatz erzielt werden. Derivative Finanzinstrumente bzw. die aus ihnen resultierenden Risikostrukturen führen zu Marktbewertungseffekten, die Einfluss auf die einzelnen Rentabilitätskennzahlen haben können. Darüber hinaus beinhalten bestehende systematische Risiken theoretische Verlustpotentiale, die ebenfalls die Rentabilität eines Unternehmens beeinflussen.

a) Effekte aus der Marktbewertung

Für die externe Rentabilitätsanalyse stellt sich die Frage, wie die IAS 39- und FAS 133-spezifischen Eigenkapitalpositionen zu berücksichtigen sind. Da nicht davon ausgegangen werden kann, dass die Marktwertgewinne und –verluste dauerhaft sind, sollten sie m. E. bei der Berechnung von Rentabilitätskennzahlen unberücksichtigt bleiben.⁷⁴³ Für die Berechnung der Rentabilitätskennzahlen sind folglich die erfolgsneutral abgegrenzten Marktbewertungseffekte im Eigenkapital zu eliminieren.

b) Effekte aus systematischen Risiken

Die einzelnen systematischen Risiken und die mit ihnen einhergehenden Verlustpotentiale werden bisher in der Rentabilitätsanalyse nicht berücksichtigt. Eine Erweiterung der Rentabilitätsanalyse um die Aspekte der Risikostrukturanalyse führt dazu, dass das der Rentabilitätsanalyse zugrunde liegende ökonomische Postulat um das Postulat des risikoaversen Verhaltens der Investitionstheorie erweitert wird. Nach der Investitionstheorie wird Kapital in die Anlage investiert, die bei gleichem Risiko die höhere Rendite

⁷⁴² Vgl. <http://www.boerse.ard.de>, Meldung vom 07.05.2003.

⁷⁴³ Siehe auch HVB GROUP (Hrsg.) (2003), Konzernlagebericht, S. 58.

bringt. Die risikoorientierte Rentabilitätsanalyse beschränkt sich folglich nicht auf die Feststellung, ob mit den eingesetzten Mitteln eine maximale Rendite erzielt wurde, sondern ergänzt diese um die Aussage, ob die erzielte Rendite im Verhältnis zum Anlagerisiko angemessen ist. Die Erweiterung des Renditebegriffs um die mit der Rendite einhergehende Risikostruktur wird auch als risikoadjustierte Rendite oder Performance bezeichnet.⁷⁴⁴

Die Angemessenheit der Performance kann anhand des Überschusses der durch das Unternehmen erwirtschafteten Rendite über eine adäquate Vergleichsrendite (Benchmarkrendite) ermittelt werden. Die sich ergebende Renditedifferenz zwischen Benchmark- und Unternehmensrendite wird anhand eines geeigneten Risikomaßes standardisiert und damit im Ergebnis vergleichbar gemacht. Denkbare Risikomaße sind z. B. die Volatilität, Ausfallwahrscheinlichkeiten, Betafaktoren etc.

$$\text{Performance} = \frac{\text{Anlagenrendite} - \text{Benchmarkrendite}}{\text{Risikomaß}}$$

Bisher wurde der Performance-Begriff auf die Bildung risikoeffizienter Portfolios angewendet. Hierbei wurden die jeweiligen Portfolios als Anlage in unterschiedliche, risikobehaftete Vermögenswerte abgegrenzt. Ausgangspunkt des Portfolio-Selection-Modells von MARKOVITZ ist die Annahme, dass die Bildung von Wertpapierportfolios sinnvoll ist, da negative Korrelationen zwischen den im Portfolio gehaltenen einzelnen Anlagen zu einer Reduktion des Risikos führen. Als effizient gelten nur Portfolios, zu denen es bei gleichem Renditeerwartungswert kein Portfolio mit einem geringeren Risiko, bei gleichem Risiko kein Portfolio mit einem höheren Renditeerwartungswert oder sowohl einen höheren Renditeerwartungswert als auch ein geringeres Risiko gibt.⁷⁴⁵

Die erwartete Portfoliorendite ergibt sich durch Addition der mit den jeweiligen Portfolioanteilen gewichteten Einzelrenditen. Der Portfoliorendite steht im Portfolio-Selection-Modell das Portfoliorisiko gegenüber. MARKOVITZ ermittelt das erwartete

⁷⁴⁴ Vgl. hierzu und den folgenden Ausführungen STEINER, M./BRUNS, C. (2002), S. 51 f. und die dort angegebene Literatur.

⁷⁴⁵ Vgl. STEINER, M./BRUNS, C. (2002), S. 9.

Portfoliorisiko anhand der Varianz der Rendite des Portfolios. Die Varianz eines Portfolios ist hierbei sowohl von systematischen als auch unsystematischen Risiken abhängig.

Die externe Analyse eines Unternehmens ist mit der Analyse eines Wertpapierportfolios auf den ersten Blick nicht vergleichbar. So geht die Portfolio-Selection-Theorie von aus unterschiedlichen Wertpapieren zusammengesetzten Portfolios aus, deren negative Korrelationen zu einer Risikoreduktion innerhalb des Portfolios genutzt werden können. Die Investition in nur ein Wertpapier bzw. Unternehmen erlaubt hingegen keine Diversifikation. Das Risiko des einen Unternehmens bzw. des einzelnen Wertpapiers setzt sich jedoch aus diversen Einzelrisiken (systematischen und unsystematischen Risiken) zusammen. Wird davon ausgegangen, dass ein Investor keine Portfolios bildet, sondern lediglich in ein Unternehmen / Wertpapier investiert, so hängt seine Investitionsentscheidung analog zur Portfolio-Selection-Theorie von der Risikostruktur des einzelnen Unternehmens / Wertpapiers ab. Das Portfoliorisiko wird hierbei durch die Einzelrisiken des Unternehmens / Wertpapiers definiert. Die systematischen Einzelrisiken (z. B. Währungsrisiken etc.) des Unternehmens können durch externe Investoren nur abgesichert werden, wenn diese eine exakte Kenntnis über die bestehenden Risikopositionen haben. Eine derartige Information stellt der Jahresabschluss nicht bereit. Eine Bereinigung der systematischen Risiken kann daher nur durch das interne Risikomanagement erfolgen, indem negativ korrelierte Sicherungsgeschäfte auf die einzelnen systematischen Risikopositionen abgeschlossen werden.⁷⁴⁶ Je nach Vorgabe der Sicherungsziele und / oder der Qualität des Risikomanagements kann das interne Risikomanagement die bestehenden systematischen Risiken durch Abschluss von derivativen und/oder originären Sicherungsgeschäften mindern bzw. vollständig aufheben.

⁷⁴⁶ Zum Beispiel ist es einem externen Investor nicht möglich, das Währungsrisiko des Volkswagenkonzerns durch Abschluss von Sicherungsgeschäften aufzuheben, da er das genaue Währungsexposure des Konzerns nicht kennt.

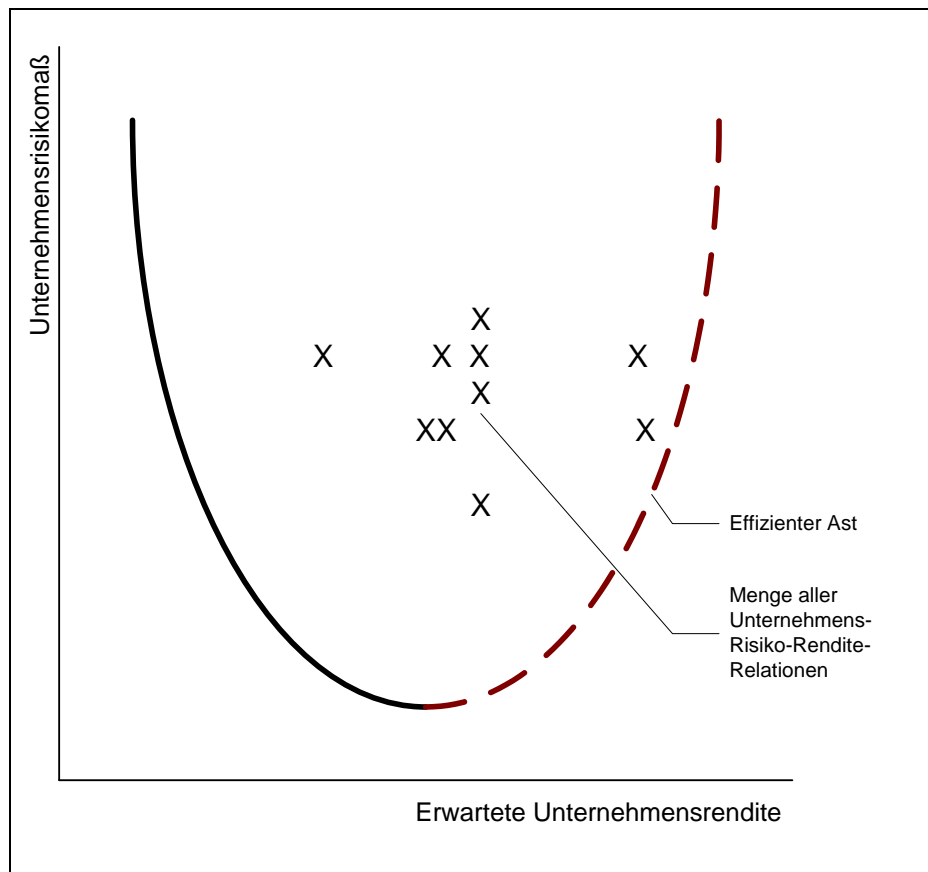


Abb. 31: Unternehmensrendite und -risikomaß

Die in der obigen Abbildung dargestellte Gegenüberstellung der Unternehmensrendite zum Risikomaß verdeutlicht, dass effiziente Risiko-Rendite-Relationen vorliegen, wenn das Unternehmen bei minimalem Risiko eine maximale Rendite erzielt. Diese Anforderung an eine optimale Risiko-Rendite-Relation können nur Unternehmen erfüllen, deren systematisches Risiko bei maximaler Rendite vollständig durch das interne Risikomanagement aufgehoben wurde (effizienter Ast). Die Absicherung des unsystematischen Risikos führt zu einer Minderung der Varianz der Rendite, da ungewünschte Markteffekte nicht das Ergebnis verzerren. Da eine hohe Ergebnisvarianz, die auch noch auf unsystematische Risiken zurück geht, aus Sicht des Analysten nicht wünschenswert ist, führt die Reduzierung der Varianz zu einem niedrigeren Risikomaß. Die mit dem veränderten Risikoprofil erzielbare Rendite bleibt hierbei aufgrund der verhältnismäßig geringen Kosten der Absicherung nahezu unverändert.

In der Praxis ist eine vollständige Absicherung des systematischen Risikos nahezu ausgeschlossen. Vielmehr sind bereits in der Treasury-Richtlinie der Konzerne häufig Sicherungsziele von nur 40-80 % vorgegeben. Eine komplette Aufhebung des systemati-

schen Risikos ist darüber hinaus am Markt mit einem dafür zu rechtfertigenden Aufwand häufig gar nicht realisierbar. Wird von einer unvollständigen Aufhebung des systematischen Risikos ausgegangen, so ist es die Aufgabe der externen Rentabilitätsanalyse, den Grad der Absicherung sowie die sich aus den verbleibenden systematischen Risiken ergebenden Verlustpotentiale bei der Aufstellung einzelner Kennzahlen zu berücksichtigen. Ob die jeweilige Risiko-Rendite-Relation des Unternehmens effizient ist, kann nur durch einen Unternehmensvergleich ermittelt werden.

Der Jahresüberschuss als erwirtschaftetes Ergebnis der gesamten Geschäftstätigkeit kann einerseits als Verzinsung des eingesetzten Kapitals andererseits als Entgelt für das übernommene Risiko des Unternehmens betrachtet werden. Letztere Interpretation erlaubt die Aufteilung des Jahresüberschuss in Entgelte für systematische und unsystematische Risiken. Das Kapital wurde für die Übernahme unsystematischer Risiken bereitgestellt, d. h. für die Bestreitung der eigentlichen Unternehmenstätigkeit, nicht aber für die Übernahme systematischer Risiken. Ziel des Risikomanagements muss es daher ein, systematische Risiken möglichst vollständig abzusichern.

Die Kapitalrendite kann sowohl auf Basis des Eigenkapitals als auch des Gesamtkapitals ermittelt werden. Aus Sicht des Eigentümers bzw. Investors ist vor allem die Eigenkapitalrendite relevant, da sie die Verzinsung des investierten Kapitals wiedergibt. Die Eigenkapitalrendite wird anhand des Quotienten aus Jahresüberschuss und durchschnittlichem Eigenkapital ermittelt. Die Eigenkapitalrendite stellt die Verzinsung des Kapitals dar, das aus der Übernahme von unsystematischen Risiken erwirtschaftet wird. Bestehen neben unsystematischen auch systematische Risiken, so werden Investoren für deren Übernahme ein über die Kapitalverzinsung hinausgehendes Entgelt erwarten. Die Höhe des systematischen Risikos kann zum Bilanzstichtag durch die einzelnen Risikoquantifizierungsmodelle ermittelt werden. Der Jahresüberschuss muss folglich sowohl eine adäquate Verzinsung des Kapitals als auch einen angemessenen Risikoaufschlag für die bestehenden systematischen Risiken enthalten. Um die tatsächliche Verzinsung des Kapitals und die Höhe des Risikozuschlags zu ermitteln, muss der Jahresüberschuss dem durchschnittlichen Eigenkapital und den durchschnittlichen systematischen Risiken gegenübergestellt werden.

$$\text{Kapital-Risiko-Rentabilität} = \frac{\text{Jahresüberschuss}}{\text{durchschnittliches Eigenkapital} + \text{durchschnittliches systematisches Risiko}}$$

Das durchschnittliche systematische Risiko und Eigenkapital des Unternehmens läßt sich vereinfacht aus dem Durchschnittswert des Jahresanfangs- und Jahresendwert ermitteln. Die Kapital-Risiko-Rentabilität betrachtet den Jahresüberschuss als Verzinsung des eingesetzten Kapitals und Entgelt für das durch die Investoren getragene systematische Risiko.

4.4.3. Strategische / Qualitative Bilanzanalyse

Die strategische Bilanzanalyse untersucht das Erfolgspotential eines Unternehmens und ist somit grundsätzlich zukunftsorientiert. Die strategische Bilanzanalyse ist hierbei weitestgehend auf die qualitativen Angaben im Anhang und Lagebericht angewiesen, da die Daten der Bilanz und GuV nur abgeschlossene Perioden beinhalten und damit vergangenheitsorientiert sind.

Die qualitative Analyse des Lageberichts und Anhangs ist oft ausreichend für eine Einordnung der Wesentlichkeit bestehender systematischer Risiken, da Unternehmen verpflichtet sind, im Lagebericht und im Konzernlagebericht gemäß §§ 289 Abs. 1 und 2 bzw. 315 Abs. 1 und 2 HGB auch auf die Risiken der künftigen Entwicklung einzugehen.

Die Angaben im Lagebericht beschränken sich i. d. R. auf die Darstellung des internen Risikokontrollsystems. Ausreichende Angaben über die Hedge-Effektivität und -Effizienz werden, mit Ausnahme von einigen Kreditinstituten, nicht ausgewiesen. Vielmehr finden sich nur vereinzelt Hinweise auf die konzernintern eingesetzten Risikoüberwachungssysteme und Backtesting-Verfahren, die die Angemessenheit der unterstellten Risikokontrollverfahren überprüfen sollen. Auch eine prozentuale Angabe darüber, in welchem Umfang Risiken gesichert wurden (z. B. 90% des USD Währungsrisikos ist durch Derivate gesichert etc.), findet sich regelmäßig nicht in den Anhangsangaben. Lediglich Bayer hat im Jahr 2002 den Anteil der gesicherten Fremdwährungspositionen ausgewiesen. Allerdings wird auch hier nicht zwischen den einzelnen Markttrisi-

ken unterschieden, sondern lediglich kumuliert die nach Sicherung verbleibende offene Fremdwährungsrisikoposition vermerkt.⁷⁴⁷

Zentrale Bedeutung für die Risikostrukturanalyse kommt dem Ausweis des quantifizierten systematischen Risikos zu. Wünschenswert wäre hierbei sowohl der Ausweis der Ergebnisse aus *value at risk*-Analysen als auch aus Stresstests. Die Untersuchung der Konzernabschlüsse der im DAX 30 gelisteten Unternehmen zeigt, dass die meisten Unternehmen keine quantitativen Angaben zum systematischen Risiko ausweisen. Dies wird sich mit der Umsetzung des IFRS 7 in den Geschäftsberichten für das Jahr 2006 / 2007 ändern. Hierbei werden sich allerdings die ausgewiesenen Werte häufig sowohl in der Art als auch im Umfang des zugrunde liegenden Portfolios und des Konfidenzintervalls unterscheiden, so dass die einzelnen *value at risks* nur eingeschränkt vergleichbar sind.⁷⁴⁸ Dafür weisen die DAX 30 Unternehmen eine Vielzahl von risikoorientierten Daten aus. Allerdings beschränken sich die Angaben vor allem auf eine Auflistung von Marktwerten sowie diversen qualitativen Angaben zum Risikomanagement. Wirklich zukunftsorientierte Daten wie beispielsweise der Ausweis eines *value at risk* oder Sensitivitätsanalysen und Stresstests werden in der Regel nicht publiziert.

Auch die qualitative Bilanzanalyse erlaubt aufgrund der häufig anzutreffenden allgemeinen Aussagen über die Risikoposition eine Einschätzung der Risikostruktur des Unternehmens. Es ist allerdings fraglich, ob und wie anhand der qualitativen Angaben ein verdichtetes Risikomaß abgeleitet werden kann, das eine Ermittlung der risikoadjustierten Rendite des Unternehmens erlaubt. Eine Vergleichbarkeit der Unternehmen kann nur durch die Erstellung eines standardisierten Bewertungssystems für qualitative Aussagen geschaffen werden.

5. Zwischenergebnis

Die bisherigen Rechnungslegungsvorschriften genügen nicht, um die innerhalb des *business reportings* vorgesehene Berücksichtigung von Zukunftszahlen (z. B. Markt- und

⁷⁴⁷ Vgl. BAYER (Hrsg.) (2002), S. 56.

⁷⁴⁸ Beispielsweise wird dies bei Banken offensichtlich, die bereits vor der Umsetzung des IFRS 7 zur Offenlegung von *value at risk*-Werten verpflichtet waren. So weist die Deutsche Bank nur den *value at risk* des Handelsbestands, nicht aber des Gesamtrisikoportfolios aus, während der *value at risk* der Commerzbank das Risiko des Handelsbestands sowie der Zins- und Währungsrisiken der Asset-Management-, Hypothekenbank- und sonstigen Töchtern umfasst.

Verlustrisiken) umzusetzen, da es an einheitlichen Standards fehlt. Die bestehenden deutschen, internationalen und US-amerikanischen Rechnungslegungsstandards führen zwangsläufig zu divergierenden Bewertungsansätzen, die eine Vergleichbarkeit der ausgewiesenen Risiken nicht gewährleisten. Insbesondere die HGB-Vorschriften sind nicht geeignet, das Verlustpotential von Derivaten extern zu ermitteln. Auch die Sondervorschriften für Banken erlauben keinen wirklichen Einblick in das Verlustpotential, da hier zwar qualitative und quantitative Erläuterungen empfohlen werden, diese jedoch nicht verbindlich vorgeschrieben sind.⁷⁴⁹ Die empfohlenen quantitativen Angaben beschränken sich insbesondere nur auf das Geschäftsvolumen, Risikokennziffern und die Fristigkeit der Instrumente, ohne jedoch konkret auf die Quantifizierung von Verlustpotentialen einzugehen. Auch die Umsetzung der Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung führt hier nur zu einer geringfügigen Verbesserung, da die Quantifizierung von Marktrisiken nicht ausreichend konkretisiert ist, um zu einem einheitlichen Bewertungsansatz zu gelangen.⁷⁵⁰

Die externe Risikostrukturanalyse ist weitestgehend auf die Ermittlung und den Ausweis von quantifizierten systematischen Risiken angewiesen. Ohne den Ausweis von zukünftigen Verlustpotentialen ist eine kennzahlenorientierte externe Analyse nur stark eingeschränkt möglich. Die bestehenden Ausweisvorschriften reichen nicht aus, um einen wirklichen Einblick in die Risikoposition des Unternehmens zu gewinnen und führen zu einer Vielzahl von ausgewiesenen Daten (z. B. Stichtagsmarktwerte von Derivaten, etc.), die für eine externe Analyse wenig aussagekräftig sind. Um zu einer aussagekräftigen Risikostrukturanalyse zu gelangen, die auch Aussagen über den Fortbestand und Rentabilität des Unternehmens erlauben, sollten m. E. die bestehenden Ausweisvorschriften dahingehend erweitert werden, dass zwingend:

1. das systematische Risiko als Unternehmensgesamtposition als auch für die bestehenden Währungs-, Zins- und Preisrisiken anzugeben sind,
2. das kumulierte Risiko sowie das sich aus den einzelnen Risikofaktoren ergebene Risiko durch *worst case* Szenarien quantifiziert und veröffentlicht werden müssen,
3. der prozentuale Grad der Absicherung pro Risikofaktor (z. B. 80% der bestehenden Währungsrisiken wurden gesicherte) ausgewiesen werden muß.

⁷⁴⁹ Vgl. BDB (Hrsg.) (1995), S. 5.

⁷⁵⁰ Vgl. BAB (Hrsg.) (2003) S. 104 ff.

IFRS 7 sieht bereits den Ausweis der unter Ziffer (1) aufgeführten systematischen Risiken für die einzelnen Risikoarten vor, allerdings ist ein Ausweis der Gesamtrisikoposition nicht vorgesehen.⁷⁵¹ Explizit nicht vorgesehen ist hingegen der Ausweis von Verlustpotentialen unter extremen Marktbedingungen oder bestimmter Kennzahlen. Hierdurch ist nur eine stark eingeschränkte Aussage zur Risikoposition des Unternehmens möglich, da gerade worst case Szenarien die Qualität des Risikomanagement aufzeigen. Auch der Ausweis von Kennzahlen wäre sicherlich einem Ausweis absoluter Zahlen zu bevorzugen, da hierdurch schneller eine Aussage zur Bedeutung der quantifizierten Risiken für die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage gemacht werden kann. Würde IFRS 7 den Ausweis von *worst case*-Werten vorsehen, ließen sich allerdings auf Basis dieser Angaben bereits eine Vielzahl der dargestellten Kennzahlen ermitteln sowie eine Schlussfolgerungen zur Risikoposition des Unternehmens machen. Eine deutliche Transparenzverbesserung könnte durch den standardisierten Ausweis von Risikokennzahlen erreicht werden.

⁷⁵¹ Vgl. IFRS 7.34.

Schlussbetrachtung

A. Zusammenfassung der Ergebnisse

Im Rahmen der Dissertation wurde ein Ansatz entwickelt werden, der es bei Vorliegen der Daten erlauben würde, die Risikostruktur eines Unternehmens und die aus Derivaten resultierenden Verlustpotentiale im Rahmen der Bilanzanalyse zu berücksichtigen. Hierzu standen zunächst die jeweiligen Rechnungslegungsvorschriften nach HGB, IFRS und US-GAAP im Vordergrund, um anhand der in ihnen vorgesehenen Regelungen und Ausweisvorschriften zur Bilanzierung von derivativen Finanzinstrumenten einen externe Analyseansatz zu entwickeln. Die Darstellung der Rechnungslegungsvorschriften hat gezeigt, dass die bestehenden Vorschriften zum Teil zu einer äußerst unterschiedlichen bilanziellen Abbildung von Finanzinstrumenten führen. Insbesondere die Marktbewertung nach IFRS und US-GAAP, aber auch die unterschiedlichen Vorschriften zur Abbildung von Sicherungszusammenhängen führen dazu, dass sich der Bilanzierende einer Vielzahl von Möglichkeiten und Wahlrechten gegenüber sieht, die eine externe Vergleichbarkeit der Jahresabschlussangaben stark einschränkt. Darüber hinaus zeigt die Analyse der Erläuterungspflichten, dass die bestehenden Vorschriften zwar eine Vielzahl von offenlegungspflichtigen Angaben enthalten, diese aber nur selten dazu geeignet sind, extern einen wirklichen Einblick in die internen Risikostrukturen des Unternehmens zu erhalten. So ist gerade der Stichtags Marktwert eines Derivats wenig aussagekräftig, da dieser lediglich die derzeitige Marktbewegung widerspiegelt, ohne jedoch das eigentliche Risikopotentials des Derivats aufzuzeigen.

Um den Grad des bilanzpolitischen Spielraums, der sich aus dem Einsatz von Derivaten und den bestehenden Bilanzierungswahlrechten ergibt, abschätzen zu können, wurden anschließend die einzelnen bilanzpolitischen Möglichkeiten und ihre Effekte auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage untersucht. Die Untersuchungen zeigen hierbei auf, dass Derivate nur eingeschränkt dazu geeignet sind, das laufende Ergebnis und einzelne Kennzahlen gezielt zu verändern. Dennoch können insbesondere die Erläuterungsvorschriften für bilanzpolitische Zwecke instrumentalisiert werden und so die bestehende bilanzpolitische Strategie des Unternehmens unterstützen.

Im Rahmen der externen Bilanzanalyse wurden schließlich die Ergebnisse der vorhergehenden Kapitel zusammengeführt, indem zunächst Maßnahmen zur Bereinigung bilanzpolitischer Verzerrung aufgezeigt wurden, um auf Basis der bereinigten Jahresabschlussangaben Kennzahlen zu entwickeln, die bei Vorliegen der Angaben sowohl eine Einschätzung der bestehenden Risikostruktur als auch der Risiko-Rendite-Relation erlauben. Problematisch ist in diesem Zusammenhang die Vergleichbarkeit der ausgewiesenen Daten sowie die bisher nicht gesetzlich nicht einheitlich vorgeschriebene Quantifizierung der systematischen Risiken (worst case Szenarien, etc.). Da vor allem das Risiko unter extremen Marktbewegungen von zentraler Bedeutung für eine Einschätzung der Risikoposition eines Unternehmens ist, reicht das bisher zum Teil ausgewiesene und in IFRS 7 vorgesehene systematische Risiko unter normalen Marktbedingungen (*value at risk*) für eine Risikoanalyse alleine nicht aus. Dies spiegeln auch die dargestellten Beispiele wider, in denen die häufig extrem niedrigen *value-at-risk*-Werte zu nur geringen Effekten auf die jeweiligen Kennzahlen führen.

B. Kritische Würdigung der Ergebnisse

Der erhebliche Einfluss von Derivaten auf die zukünftige Vermögens-, Finanz- und Ertragslage von Unternehmen werden auch die in den letzten Jahren verabschiedeten Rechnungslegungsvorschriften nicht ausreichend gerecht. Obwohl die Rechnungslegungsvorschriften zu einer Vereinheitlichung der bilanziellen Abbildung von freistehenden Derivaten und Sicherungszusammenhängen in Konzernabschlüssen führen werden, stellt sich doch die Frage, inwieweit eine reine Abbildung der zum Bilanzstichtag bestehenden Werte und Pflichten für derartig risikobehaftete Sachverhalte ausreichend ist. Moderne mathematische Bewertungsmodelle und -verfahren ermöglichen es, von einer reinen Vergangenheitsbetrachtung auf ein zukunftsorientiertes Reporting zu wechseln. Gerade für den Kapitalmarkt ist es hierbei relevant, Auskünfte über die bestehenden Risiken und Verlustpotentiale zu erhalten; eine Analyse der bereits eingetretenen Verluste ist hierbei wenig zielführend.

Die erarbeiteten Kennzahlen zur Analyse von systematischen Risiken basieren auf quantitativen Jahresabschlussangaben. Obwohl eine externe Analyse der Risikofaktoren, der Risikoposition des Unternehmens sowie deren Auswirkungen auf dessen Vermögens-, Finanz- und Ertragslage theoretisch in einem Kennzahlenmodell abbildbar ist,

zeigen die gebildeten Beispielkennzahlen, dass die bestehenden Rechnungslegungsvorschriften nur eingeschränkt zu vergleichbaren Ergebnissen führen. Hierbei ist kritisch zu hinterfragen, inwieweit die derzeitigen Ausweisvorschriften wirklich dem Ziel gerecht werden, Aufschluss über die bestehende Risikostruktur eines Unternehmens zu gewährleisten. Insbesondere das für die externe Risikoanalyse und die Bildung von risikoorientierten Kennzahlen dringend benötigte systematische Risiko ist bisher in nicht standardisierter Form nur nach IFRS 7 und für einzelne Branchen zwingend auszuweisen. Auch hier beschränken sich dabei die Ausweisvorschriften auf den *value at risk*, während dem eigentlichen Risiko, resultierend aus extremen Marktbewegungen, im Abschluss bisher nicht durch Ausweis von *worst case* Szenarien Rechnung getragen wird. Erschwerend kommt hinzu, dass die für eine externe Analyse benötigten Angaben häufig nicht auf Basis einheitlicher Modelle (z. B. *value at risk* Ermittlung mit abweichenden Haltedauern und Konfidenzintervallen) ermittelt werden und somit nur stark eingeschränkt vergleichbar sind.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die Vielzahl der Offenlegungsvorschriften und Wahlrechten zu Derivaten und Sicherungszusammenhängen oft nicht erlauben, die Auswirkungen der Sicherungsstrategie und des Sicherungserfolgs auf das unsystematische Risiko des Unternehmens einzuschätzen. Die Ausweisvorschriften erfüllen somit nicht das mit ihnen verfolgte Ziel, einen verbesserten Einblick in die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie die Risikoposition des Unternehmens zu gewährleisten.

C. Ausblick

Die derzeitige Diskussion um die Bilanzierung von Derivaten sowie die ständige Überarbeitung der Rechnungslegungsvorschriften zeigt, dass bisher kein finales Konzept für die Abbildung von Derivaten und Sicherungszusammenhängen im Jahresabschluss gefunden wurde. Die bestehenden Standards stellen einen Kompromiss dar, der sich bemüht, einen Ausgleich zwischen den widerstreitenden Interessen zu finden.

Die zunehmende Globalisierung der Geschäftsbeziehungen und die mit ihr einhergehenden steigenden systematischen Unternehmensrisiken werden zukünftig maßgeblichen Einfluss auf die Unternehmensentwicklung und damit auf die Informationsbedürfnisse der externen Adressaten des Jahresabschlusses haben. Eine rein stichtagsorientier-

te Berücksichtigung der bis zu diesem Zeitpunkt eingetretenen Marktwerteffekte erscheint wenig sachgerecht, da die ihnen zugrunde liegenden Risikofaktoren häufig erheblichen kurzfristigen Schwankungen unterliegen und der Aussagegehalt von Stichtagsgrößen bei stark volatilen Werten zumindest fraglich ist.

Die dargestellten Kennzahlen hatten zum Ziel, die einzelnen Risikoarten und ihre Effekte auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage darzustellen. Die gebildeten Beispiele zeigen dabei, dass der Effekt aus Derivaten bei einer Vielzahl von Kennzahlen geringfügig ist. Dies ist vor allem auf dem im Vergleich zum gesicherten Grundgeschäft häufig sehr geringen Marktwert des Derivats zurückzuführen. Die eigentlichen systematischen Risiken des Unternehmens werden darüber hinaus häufig nur unter extremen Marktbewegungen ersichtlich. Für die externe Analyse ist daher neben der Betrachtung der bereits eingetretenen Effekte aus Derivaten primär eine Einschätzung der sich aus der Risikostruktur des Unternehmens ergebenden Verlustpotentiale interessant.

Verlustpotentiale aus systematischen Risiken können, wie bereits dargestellt, auf Basis von mathematischen Bewertungsverfahren ermittelt werden. Der Ausweis systematischer Risiken ist eine zentrale Voraussetzung für die Bildung einer Vielzahl der dargestellten Kennzahlen. Der Ausweis des systematischen Risikos sollte als Pflichtbestandteil in die Erläuterungspflichten sowohl nach HGB, US-GAAP als auch in erweiterter Form in IFRS 7 aufgenommen werden, um zu vergleichbaren und zu für die externe Analyse interpretierbaren Ergebnissen zu gelangen. Die Erläuterungsvorschriften sollten hierbei die einzelnen einzusetzenden Verfahren (*value at risk*- und *worst case*-Szenarien, Sensitivitätsanalysen, etc.) als auch die wesentlichen, den Bewertungsverfahren zugrundezulegenden mathematischen Parameter (Festlegung des Konfidenzintervall, historische Szenarien, etc.) festlegen.

Die Berücksichtigung der Verlustpotentiale im Rahmen der externen Bilanzanalyse würde es ermöglichen, die auf dem systematischen Risiko basierenden Kennzahlen auf vergleichbarer Basis zu bilden und zu einer Aussage über das Risiko-Rendite-Verhältnis des Unternehmens zu gelangen und damit eine risikoorientiertere Investitionsentscheidung zu treffen.

Literaturverzeichnis

- ADAM, D. (1996): *Investitionscontrolling*, München, Wien 1996
- ADS: ADLER, H./DÜRING, W./SCHMALTZ, K. (1995 ff.): *Rechnungslegung und Prüfung der Unternehmen*, 6. Auflage in mehreren Teilbänden, bearbeitet von K.-H. Forster, R. Goerdeler, J. Lanfermann, H.-P. Müller, G. Siepe u. K. Stolberg, Teilband 1 bis 6, Stuttgart 1995
- ALLIANZ (HRSG.) (2004), Geschäftsbericht, München 2004
- ALTMANN, E. I. (1968): *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*, in: *The Journal of Finance* 1968, S. 589-609
- ANSTETT, C. W./HUSMANN, R. (1998): *Die Bildung von Bewertungseinheiten bei Derivatgeschäften*, in: *BB* 1998, S. 1523-1530
- BAB (Hrsg.) (2003): *Die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung*, in: Konsultationspapier des Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht in der Übersetzung der deutschen Bundesbank vom April 2003
- BAETGE, J. (1983): *Der Jahresabschluß im Widerstreit der Interessen*, Düsseldorf 1983
- BAETGE, J. (1996): *Bilanzen*, 4. Aufl., Düsseldorf 1996
- BAETGE, J. (1998): *Bilanzanalyse*, Düsseldorf 1998
- BAETGE, J./BEUTER, H./FEIDICKER, M. (1992): *Kreditwürdigkeitsprüfung mit Diskriminanzanalyse*, in: *WPg* 1992, S. 749-761
- BAETGE, J./BRUNS, C. (1996): *Erfolgsquellenanalyse*, in: *BBK* 1996, Fach 19, S. 387-402.
- BAK (Hrsg.) (1995): *Mindestanforderungen an das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute*, in: Verlautbarung des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen vom 23.10.1995, Berlin 1995
- BAK (Hrsg.) (1997): *Veräußerung von Kundenforderungen im Rahmen von Asset-Backed-Securities-Transaktionen durch deutsche Kreditinstitute*, in: Rundschreiben des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen vom 19.3.1997 einschließlich Übermittlungsschreiben vom 20.5.1997, Berlin 1997
- BALLWIESER, W. (1987): *Die Analyse von Jahresabschlüssen nach neuem Recht*, in: *WPg* 1987, S. 57-68
- BALLWIESER, W. (Hrsg.) (1995): *US-amerikanische Rechnungslegung*, Stuttgart 1995

- BÄR, H. P. (1998): *Asset Securitisation - Die Verbriefung von Finanzaktiven als innovative Finanzierungstechnik und neue Herausforderung für Banken*, Diss., Zürich 1998
- BARCKOW, A./ROSE, S. (1997): *Die Bilanzierung von Derivaten und Hedgestrategien – Konzeption, Anwendungsbereich und Inhalte des zukünftigen US-amerikanischen Standards SFAS 13X*, in: WPg 1997, S. 789-801
- BÄRTL, O./PFAFF, D. (1997): *Wertorientierte Unternehmenssteuerung mit differenzierten Kapitalkosten – Stellungnahme zum Beitrag des Arbeitskreises »Finanzierung« der Schmalenbach-Gesellschaft*, in: ZfbF 1997, S. 370-378
- BAUER, J. (1981): *Grundlagen einer handels- und steuerrechtlichen Rechnungslegung der Unternehmung*, Wiesbaden 1981
- BAYER (Hrsg.) (2002): *Geschäftsbericht*, Leverkusen 2002
- BAYER (Hrsg.) (2005): *Geschäftsbericht*, Leverkusen 2005
- BDB (Hrsg.) (1995): *Bilanzpublizität von Finanzderivaten – Empfehlungen des Ausschusses für Bilanzierung des Bundesverbandes deutscher Banken für die Berichterstattung über das Finanzderivategeschäft im Rahmen der externen Rechnungslegung von Kreditinstituten*, in: WPg 1995, S. 1-6
- BECK, J./CHEN, W. (1987): *Irregularities of Distribution*, Cambridge 1987
- BEINE, F. (1995): *Scheinkonflikte mit dem True and Fair View*, in: WPg 1995, S. 467-475
- BEISSE, H. (1993): *Gläubigerschutz - Grundprinzip des deutschen Bilanzrechts*, in: Beisse, H./Lutter, M./Närger, H. (Hrsg.) (1993): *Festschrift für Karl Beusch*, Berlin/New York 1993, S. 77-97
- BERGER, M. (1990): *Hedging – effektive Kursabsicherung festverzinslicher Wertpapiere mit Finanzkontrakten*, Diss., Wiesbaden 1990
- BERKOWITZ, J. (1999): *A coherent framework for stress-testing*, in: *Finance and Economics Discussion Series 1999*, Heft 29, S. 1-14
- BERTSCH, A./KÄRCHER, R. (1996): *Derivative Instrumente im Jahresabschluß und in der Steuerbilanz*, in: Eller, R. (Hrsg.) (1996): *Handbuch Derivativer Instrumente: Produkte, Strategien und Risikomanagement*, Stuttgart 1996, S. 648-688
- BEZOLD, A. (1995): *Finanzinstrumente in der (internen) Risiko- und Ergebnissteuerung*, in: IdW (Hrsg.) (1995): *Neuorientierung der Rechenschaftslegung - eine Herausforderung für Unternehmer und Wirtschaftsprüfer (Bericht über die Fachtagung 1994 in Stuttgart)*, Düsseldorf 1995, S. 341-363
- BFA (Hrsg.) (1993): *BFA-Stellungnahme 2/1993, Bilanzierung von Financial Futures und Forward Rate Agreements*, in: WPg 1993, S. 517-518
- BINKOWSKI, P./BEECK, H. (1989): *Finanzinnovationen*, Bonn 1989

- BIZ (Hrsg.) (1994): *Ein Diskussionspapier über die Offenlegung von Markt- und Kreditrisiken durch Finanzintermediäre, erstellt von der Arbeitsgruppe des Ständigen Eurogeldmarkt-Ausschusses der Zentralbanken der Zehnergruppe*, Basel 1994
- BLACK, F. (1975): *Fact and Fantasy in the Use of Options (Teil 1 und 2)*, in: *Financial Analysts Journal*, July-August 1975, S.36-41 und S. 61-72
- BLOHM, H./ LÜDER, K. (1991): *Investition: Schwachstellen im Investitionsbereich des Industriebetriebes und Wege zu ihrer Beseitigung*, 7. Aufl., München 1991
- BÖCKING, H.-J./ERNSTING, I./FITZNER, V./WAGENER, H./FREILING, A. (1995): *Zur praktischen Umsetzung der Bankbilanzrichtlinie in den Jahresabschlüssen 1993 deutscher Kreditinstitute- Ausgewählte Ergebnisse einer empirischen Erhebung*, in: WPg 1995, S. 461-467
- BÖCKING, H.-J./ORTH, C. (1998): *Kann das "Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG)" einen Beitrag zur Verringerung der Erwartungslücke leisten? – Eine Würdigung auf Basis von Rechnungslegung und Kapitalmarkt*, in: WPg 1998, S. 351-364
- BÖCKING, H.-J./ORTH, C. (1998a): *Neue Vorschriften zur Rechnungslegung und Prüfung durch das KonTraG und das KapAEG - Ergebnisse eines kapitalmarktinduzierten Reformzwangs*, in: DB 1998, S. 1241-1246
- BÖRSIG, C./GASSERT, H./PRECHTL, M. (HRSG.) (1996): *Neue Finanzierungsinstrumente für Unternehmen: Strategie, Anwendung und Erfolgssicherung*, Stuttgart 1996
- BRACKERT, G./PRAHL, R. /NAUMANN, T. K. (1995): *Neue Verfahren der Risiko-steuerung und ihre Auswirkungen auf die handelsrechtliche Gewinnermittlung*, in: WPg 1995, S. 544-555
- BREALEY, R. A./MYERS, S. C. (1996): *Principles of Corporate Finance*, 5. Aufl., New York u. a. 1996
- BREBECK, F./HERRMANN, D. (1997): *Zur Forderung des KonTraG-Entwurfs nach einem Frühwarnsystem und zu den Konsequenzen für die Jahres- und Konzernabschlussprüfung*, in: WPG 1997, S. 381-391
- BREUER, R.-E. (1993): *Das Effektesgeschäft*, in: Kloten, N./Stein, J. H. v. (Hrsg.) (1993): *Geld-, Bank- und Börsenwesen*, Stuttgart 1993, S. 525-575.
- BREUER, W. (1997): *Die Wertadditivität von Marktbewertungsfunktionen*, in: *Das Wirtschaftsstudium* 1997, S. 1148-1153
- BUSSE VON COLBE, W./LAßMANN, G. (1990): *Betriebswirtschaftstheorie, Band 3, Investitionstheorie*, 3. Aufl., Berlin u.a. 1990
- CLEMM, H. (1997): *Das Shareholder Value-Konzept in der Kritik, Meinungsspiegel*, in: BFuP 1997, S. 536-566
- COENENBERG, A. G. (1988): *Externe Ergebnisquellenanalyse für große Kapitalgesellschaften nach dem HGB 1985*, in: Domsch, M. (Hrsg.) (1988), *Unternehmens-*

- erfolg, Festschrift für Walter Busse von Colbe zum 60. Geburtstag, Wiesbaden 1988, S. 89-106
- COENENBERG, A. G. (1997): *Das Shareholder Value-Konzept in der Kritik, Meinungsspiegel*, in: BFuP 1997, S. 536-566
- COENENBERG, A. G. (2003): *Kostenrechnung und Kostenanalyse*, 5. Aufl., Stuttgart 2003
- COENENBERG, A. G. (2005): *Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse*, 20. Aufl., Stuttgart 2005
- COMMERZBANK (Hrsg.) (2000): *Geschäftsbericht*, Frankfurt am Main 2000
- COMMERZBANK (HRSG.) (2004), *Geschäftsbericht*, Frankfurt am Main 2004
- COOPER, D. F./WATSON, I. R. (1987): *How to Assess Credit Risks in Swaps*, in: *The Banker*, Vol. 137, S. 28-31
- COY, P. (1998): *How the game was played - and why Long-Term lost*, in: *Business Week* v. 12.10.1998, S. 40-41
- COY, P./WOLLEY, S. (1998): *Failed wizards of Wall Street*, in: *Business Week* v. 21.9.1998, S. 54-59
- DAIMLERCHRYSLER AG (HRSG.) (2005): *Geschäftsbericht*, Stuttgart 2005
- DEUTSCHE LUFTHANSA AG (HRSG.) (2005): *Geschäftsbericht*, Frankfurt am Main 2005
- DEUTSCHE POST (HRSG.) (2005): *Geschäftsbericht*, Bonn 2005
- DEUTSCHE TELEKOM (HRSG.) (2005): *Geschäftsbericht*, Bonn 2005
- DÖRNER, D. (1995): *Grundfragen für den Wirtschaftsprüfungs-Beruf*, in: *WPg* 1995, S. 785-794
- DÖRNER, D. (1998): *Ändert das KonTraG die Anforderung an den Abschlussprüfer?*, in: *DB* 1998, S. 1-8
- DÖRNER, D./OSER, P. (1995): *Erfüllen Aufsichtsrat und Wirtschaftsprüfer ihre Aufgabe*, in: *DB* 1995, S. 1085-1093
- DREISSIG, H. (1989): *Bilanzsteuerrechtliche Behandlung von Optionen*, in: *BB* 1989, S. 1511-1520
- DRMOTA, M./TICHY, R.F. (1997): *Sequences, Discrepancies and Applications*, (Lecture Notes in Mathematics 1651), Heidelberg 1997
- EHELPOEL, A. v. (1998): *Risikocontrolling von Fonds*, in: *Die Bank* 1998, S. 41-46
- EILENBERGER, G. (1995): *Überblick über produktbezogene Finanzinnovationen unter Gesichtspunkten der Rechnungslegung*, in: *BFuP* 1995, S. 125-145

- EISELE, W./KNOBLOCH, A. (1993): *Offene Probleme bei der Bilanzierung von Finanzinnovationen*, in: DStR 1993, S. 577-586
- ELKART, W. (1995): *Die Finanzinstrumente in der (externen) Rechnungslegung oder: A Black Hole in the Balance Sheet*, in: IdW (Hrsg.) (1995): *Neuorientierung der Rechenschaftslegung - eine Herausforderung für Unternehmer und Wirtschaftsprüfer (Bericht über die Fachtagung 1994 in Stuttgart)*, Stuttgart 1995, S. 365-389
- ELKART, W. (1996): *Aktuelle Fragen der Bewertung und Bilanzierung von Finanzinnovationen*, in: Börsig, C./Gassert, H./Precht, M. (Hrsg.) (1996): *Neue Finanzierungsinstrumente für Unternehmen: Strategie, Anwendung und Erfolgssicherung*, Stuttgart 1996, S. 61-77
- ELLER, R. (Hrsg.) (1996): *Handbuch Derivativer Instrumente: Produkte, Strategien und Risikomanagement*, Stuttgart 1996
- EON (HRSG.) (2005): *Geschäftsbericht*, Düsseldorf 2005
- ETTWEIN, F. (1987): *Forderungen und Sonstige Vermögensgegenstände*, in: Beck'HdR, Abt. B 215 Rz. 48
- FABOZZI, F. J. (2000): *Bond Markets – Analysis and Strategies*, 4. Aufl., Englewood Cliffs 2000
- FINDEISEN, K.-D. (1998): *Asset-Backed Securities im Vergleich zwischen US-GAAP und HGB*, in: DB 1998, S. 481-488
- FINNE, T. (1991): *Bilanzielle Berücksichtigung von Kurssicherungen*, in: BB 1991, S. 1295-1301
- FINNE, T. (1992): *Bilanzierung von Fremdwährungstransaktionen im handelsrechtlichen Jahresabschluß – Anmerkung zu dem Beitrag von GEBHARDT/BREKER*, DB 1991 S. 1529, in DB 1992, S. 338-339
- FISCHER, T. (1994): *Risikomanagement im Investment Banking*, in: Die Bank 1994, S. 636-642
- FITZNER, V./FREILING, A./LIEDTKE, J.-U. (1997): *Derivatepublizität deutscher Kreditinstitute*, in: WPg 1997, S. 177-193
- FORSTER, K.-H. (1994): *Zur „Erwartungslücke“ bei der Abschlussprüfung*, in: WPg 1994, S.789-795
- FORSTER, K.-H. (1998): *Abschlußprüfung nach dem Regierungsentwurf des KonTraG*, in: WPg 1998, S. 41-56
- FRANKE, G. (1993): *Finanzmärkte: Interdependenzen und Entwicklungslinien*, in: Kloten, N./Stein, J. H. v. (Hrsg.) (1993): *Geld-, Bank- und Börsenwesen*, Stuttgart 1993, S. 1053-1070
- FRANKE, G./MENICHETTI, M.J. (1994): *Die Bilanzierung von Terminkontrakten und Optionen bei Einsatz im Risikomanagement*, in: DBW 1994, S. 193-209

- GEBHARDT, G. (1995): *Berichterstattung deutscher Unternehmen über den Einsatz derivativer Finanzinstrumente*, in: WPg 1995, S. 609-617
- GEBHARDT, G. (1996): *Probleme der bilanziellen Abbildung von Finanzinstrumenten*, in: BFuP 1996, S. 557-584
- GEBHARDT, G./BREKER, N. (1991): *Bilanzierung von Fremdwährungstransaktionen im handelsrechtlichen Einzelabschluß - unter Berücksichtigung von §340 h HGB*, in: DB 1991, S. 1529-1538
- GEBHARDT, G./BREKER, N. (1992): *Replik von Prof. Dr. Günther Gebhardt, Frankfurt am Main/Dipl. Ök. Norbert Breker, Münster/Westfalen*, in: DB 1992, S. 339
- GEBHARDT, G./NAUMANN, T. K. (1999): *Grundzüge der Bilanzierung von Financial Instruments und von Absicherungszusammenhängen nach IAS 39*, in: DB 1999, S. 1461-1469
- GESKE, R./ROLL, R. (1984): *On Valuing American Call Options with the Black-Scholes European Formula*, in: Journal of Finance 1984, S. 443-455
- GLAAB, W./WERNETH, C./ZIMMER, M. (1984): *Eurodollar Deposit Futures als Prüfungsgegenstand der internen Revision*, in: ZIR 1984, S. 95-117
- GLAUM, M. (1997): *Die Bilanzierung von Finanzinstrumenten nach HGB, US-GAAP und IAS: Neuere Entwicklungen*, in: DB 1997, S. 1625-1632
- GMELIN, J. (1987): *Währungsumrechnung im Einzel- und Konzernabschluß*, in: WPg 1987, S. 579-605
- GÖTTGENS, M./PRAHL, R. (1993): *Bilanzierung und Prüfung von Financial Futures und Forward Rate Agreements*, in: WPg 1993, S. 503-513
- GÖTZE, U./BLOECH, J. (1995): *Investitionsrechnung: Modelle und Analysen zur Beurteilung von Investitionsvorhaben*, 2. Aufl., Berlin u.a. 1995
- GRÄFER, H. (1997): *Bilanzanalyse*, 7. Aufl., Herne/Berlin 1997
- GROH, M. (1986): *Zur Bilanzierung von Fremdwährungsgeschäften*, in: DB 1986, S. 869-877
- GRÜNEWALD, A. (1993): *Finanzterminkontrakte im handelsrechtlichen Jahresabschluß: Ansatz, Bewertung und Ausweis von Zinstermin- und Aktienindexterminkontrakten*, Düsseldorf 1993
- GRÜTZEMACHER, T. (1989): *Bewertung und bilanzielle Erfassung der Preisrisiken ausgewählter Finanzinnovationen - dargestellt am Beispiel der Behandlung der Aktienoptionsgeschäfte und der interest-rate-futures in der Rechnungslegung von Aktienbanken*, Diss., München 1989
- HAGGER, E. (1997): *Asset classes extend to the exotic and the esoteric*, in: Corporate Finance 1997, Heft 4, S. 19-21

- HALLER, A. (1993): *Grundlagen der externen Rechnungslegung in den USA - Unter besonderer Berücksichtigung der rechtlichen, institutionellen und theoretischen Rahmenbedingungen*, Diss., 3. Aufl., Stuttgart 1993
- HÄUSELMANN, H. (1987): *Die Bilanzierung von Optionen aus handelsrechtlicher Sicht*, in: DB 1987, S.1745-1748
- HÄUSELMANN, H./WIESENBART, T. (1990): *Produkte der deutschen Terminbörse – Die Besteuerung von Optionen und Futures: steuerliche Folgen des Engagement von Privatanlegern an der deutschen Terminbörse*, Frankfurt am Main 1990
- HÄUSELMANN, H./WIESENBART, T. (1990a): *Fragen zur bilanzsteuerlichen Behandlung von Geschäften an der Deutschen Terminbörse (DTB)*, in: DB 1990, S. 641-643
- HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997): *Micro-Hedges, Macro-Hedges und Portfolio-Hedges für derivative Finanzinstrumente: Kompatibel mit dem deutschen Bilanzrecht?*, in: WPg 1997, S. 141-155
- HERZIG, N./MAURITZ, P. (1997a): *Grundkonzeption einer bilanziellen Marktbewertungspflicht für originäre und derivative Finanzinstrumente*, in: BB 1997, Beilage 5, S. 1-16
- HIELSCHER, U. (1993): *Börsen und Börsengeschäfte*, in: Kloten, N./Stein, J. H. v. (Hrsg.) (1993): *Geld-, Bank- und Börsenwesen*, Stuttgart 1993, S. 1128-1188
- HLAWKA, E. (1988): *Beiträge zur Theorie der Gleichverteilung und ihren Anwendungen I-V*, in: *Sitzungsberichte der Österreichischen Akademie der Wissenschaften, Mathematisch-naturwissenschaftliche Klasse II*:197, 1-94, 95-120, 121-154, 209-259, 261-289
- HOLTERHUS, G. (1987): *Bilanzierung von Optionsgeschäften*, in: *Die Bank* 1987, S. 154-157
- HOMÖLLE, S./PFINGSTEN, A./SPETH, M. (1997): *True and fair view der Eigenhandelsergebnisse in den Geschäftsberichten deutscher Kreditinstitute?: Theoretische Analyse der Gestaltungsmöglichkeiten der Bilanzierung und Untersuchung der Berichterstattung*, in: WPg 1997, S. 621-628
- HVB GROUP (Hrsg.) (2003): *Geschäftsbericht*, München 2003
- IDW (Hrsg.) (1986): *Hauptfachausschuß: Geänderter Entwurf einer Verlautbarung zur Währungsumrechnung im Jahres- und Konzernabschluß*, in: WPg 1986, S. 664-667
- IDW (Hrsg.) (1993): *Erläuterung und Prüfung von Financial Futures und Forward Rate Agreements*, in: WPg 1993, S. 182-183
- IDW (Hrsg.) (1995): *Neuorientierung der Rechenschaftslegung - eine Herausforderung für Unternehmer und Wirtschaftsprüfer (Bericht über die Fachtagung 1994 in Stuttgart)*, Stuttgart 1995
- IDW (Hrsg.) (1995): *Stellungnahme BFA 2/1995: „Bilanzierung von Optionsgeschäften“*, in: WPg 1995, S.421-422

- JACOBS, O. H. (1988): *Berechnung von Rückstellungen in der Steuerbilanz*, in: DStR 1988, S. 238-247
- JARROW, R./RUDD, A. (1983): *Option Pricing*, 3. Aufl., Homewood 1983
- JENKINS, E. L. (1998): *Artikel von MacDonald*, in: The Wall Street Journal v. 2.6.1998
- JORION, P. (2001): *Value at Risk: the new benchmark for managing financial risks*, 2. Aufl., New York u. a. 2001
- JUNG, J./SCHMEKEL, H. (1989): *Aktioptionen: Grundsätze der Rechnungslegung für Kreditinstitute*, Frankfurt am Main 1989
- JUTZ, M. (1989): *Swaps und financial futures und ihre Abbildung im Jahresabschluß*, Diss., Stuttgart 1989
- JUTZ, M. (1990): *Bilanzierung und Bewertung von Financial Futures – Dargestellt am geplanten Bund-Futures-Kontrakt der Deutschen Terminbörse (DTB)*, in: BB 1990, S. 1515-1521
- KAPNER, K. R./MARSHALL, J. F. (1990): *The Swap Handbook – Swaps and related risk management instruments*, New York 1990
- KERTH, A./WOLF, J. (1992): *Bilanzanalyse und Bilanzpolitik*, 2. Aufl., München, Wien 1992
- KLEIN, W./JONAS, M. (1995): *Finanzinnovationen im Jahresabschluß, Meinungsspiegel*, in: BFuP 1995, S. 230-248
- KLOTEN, N./STEIN, J. H. v. (HRSG.) (1993): *Geld-, Bank- und Börsenwesen*, Stuttgart 1993
- KRUMNOW, J./SPRIßLER, W./BELLAVITE-HÖVERMANN, Y./KEMMER, M./STEINBRÜCKER, H. (1994): *Rechnungslegung der Kreditinstitute – Kommentar zum Bankbilanzrichtlinie-Gesetz und zur RechKredV*, Stuttgart 1994
- KUPSCH, P. (1995): *Ansatz und Bewertung von Rückstellungen im amerikanischen Jahresabschluß: Eine vergleichende Betrachtung deutscher Sicht*, in: Ballwieser, W. (Hrsg.) (1995): *US-amerikanische Rechnungslegung*, Stuttgart 1995, S. 99-123
- KÜTING, K. (1996): *Das Spannungsverhältnis zwischen Bilanzpolitik und Bilanzanalyse – Zur Interdependenz von Jahresabschlussgestaltung und Jahresabschlussbeurteilung*, in: DStR 1996, S. 934-944
- KÜTING, K./LORSON, P. (1998): *Anmerkungen zum Spannungsfeld zwischen externen Zielgrößen und internen Steuerungsinstrumenten*, in: BB 1998, S. 469-475
- KÜTING, K./WEBER, C.-P. (1993): *Die Bilanzanalyse*, Stuttgart 1993
- KÜTING, K./WEBER, C.-P. (2001): *Die Bilanzanalyse – Lehrbuch zur Beurteilung von Einzel- und Konzernabschlüssen*, 6. Aufl, Stuttgart 2001

- KÜTING, K./WEBER, C.-P. (Hrsg.) (1990): *Handbuch der Rechnungsleger*, 3. Auflage, Stuttgart 1990
- LANGENBUCHER, G. (1990): *Die Umrechnung von Fremdwährungsgeschäften*, in: Küting, K./Weber, C.-P. (Hrsg.) (1990): *Handbuch der Rechnungsleger*, 3. Auflage, Stuttgart 1990
- LAUPENMÜHLEN, M./MÜNZ, S. (1998): *Die neue SEC-Berichtsvorschrift zum Marktrisiko*, in: DB 1998, S. 2025-2032
- LERBINGER, P. (1987): *Asset Backed Securities am US-Kapitalmarkt*, in: Die Bank 1987, Heft 6, S. 310-315
- LERBINGER, P. (1988): *Zins- und Währungsswaps – Neue Instrumente im Finanzmanagement von Unternehmen und Banken*, Wiesbaden 1988
- LINDE (HRSG.) (2005), Geschäftsbericht, Wiesbaden 2005
- LORENZ, V. (1997): *Die Bilanzierung von Finanzinstrumenten in den USA*, Wiesbaden 1997
- LÜCK, W. (1998): *Elemente eines Risiko-Managementsystems – Die Notwendigkeit eines Risiko-Managementsystems durch den Entwurf eines Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG)*, in: DB 1998, S. 8-14
- MAULSHAGEN, A./MAULSHAGEN, O. (1998): *Die Neuregelung der Bilanzierung derivativer Finanzinstrumente nach US-GAAP*, in: BB 1998, S. 2151-2155
- MEISWINKEL, C. (1989): *Asset Backed Securities*, Bonn 1989
- MENICHETTI, M.J. (1993): *Währungsrisiken bilanzieren und hedgen*, Wiesbaden 1993
- MENNINGER, J. (1993): *Financial Futures und deren bilanzielle Behandlung*, Frankfurt am Main 1993
- MENNINGER, J. (1994): *Die Abbildung von Hedgegeschäften mittels Zins-Futures im Jahresabschluß großer Kapitalgesellschaften*, in: Recht der internationalen Wirtschaft 1994, S. 300-310
- MÖHLER, T. (1992): *Absicherung des Wechselkurs-, Warenpreis- und Erfüllungsrisikos im Jahresabschluß – Zuverlässigkeit und Grenzen der Berücksichtigung von Kompensationsgeschäften bei der Bewertung*, Düsseldorf 1992
- MOXTER, A. (1976): *Bilanzlehre*, 2. Aufl., Wiesbaden 1976
- NEUBÜRGER, H. J. (1995): *Einsatz (derivativer) Finanzinstrumente in der Praxis*, in: IdW (Hrsg.) (1995): *Neuorientierung der Rechenschaftslegung – eine Herausforderung für Unternehmer und Wirtschaftsprüfer (Bericht über die Fachtagung 1994 in Stuttgart)*, Stuttgart 1995, S. 311-339
- NEUß, A. (1998): *Finanzinstrumente in IAS-Konzernabschlüssen – Analyse der Offenlegungsvorschriften und der Bewertungsvorschriften unter Berücksichtigung al-*

- ternativer Vorschläge sowie des aktuellen Publizitätsniveaus deutscher Unternehmen*, Diss., Augsburg 1998
- NIEHUS, R./THYLL, A. (1998): *Konzernabschluß nach US-GAAP – Grundlagen und Gegenüberstellung mit den deutschen Vorschriften*, Stuttgart 1998
- OESTREICHER, A. (1992): *Grundsätze ordnungsmäßiger Bilanzierung von Zinsterminkontrakten – das Prinzip der Einzelbewertung bei funktional verknüpften Finanzgeschäften*, Düsseldorf 1992
- OHL, H.-P. (1994): *Asset-Backed Securities – Ein innovatives Instrument zur Finanzierung deutscher Unternehmen*, Wiesbaden 1994
- ORDELHEIDE, D. (1998): *Zur Marktbewertung von Finanzinstrumenten in Deutschland, nach US-GAAP und nach IAS*, in: BFuP 1998, S. 604-612
- PAUL, S. (1994): *Bankenintermediation und Verbriefung: Neue Chancen und Risiken für Kreditinstitute durch Asset Backed Securities?*, Wiesbaden 1994
- PEEMÖLLER, V. H. (1993): *Bilanzanalyse und Bilanzpolitik*, Wiesbaden 1993
- PERRIDON, L./STEINER, M. (1993): *Finanzwirtschaft der Unternehmung*, 7. Aufl., München 1993
- POLLANZ, M. (1997): *Due Diligence als künftiges Instrument einer risikoorientierten Abschlussprüfung?*, in: BB 1997, S. 1351-1355
- POTTHOFF, E. (1997): *Risikomanagement - ein Gegenstand der Abschlussprüfung?*, in: DB 1997, Heft 45, S. I
- PRAHL, R. (1996): *Bilanzierung und Prüfung von Financial Instruments in Industrie- und Handelsunternehmen*, in: WPg 1996, S. 830-839
- PRAHL, R./NAUMANN, T. K. (1991): *Zur Bilanzierung von portfolio-orientierten Handelsaktivitäten der Kreditinstitute*, in: WPg 1991, S. 729-739
- PRAHL, R./NAUMANN, T. K. (1992): *Moderne Finanzinstrumente im Spannungsfeld zu traditionellen Rechnungslegungsvorschriften: Barwertansatz, Hedge-Accounting und Portfolio-Approach*, in: WPg 1992, S. 709-719
- PRAHL, R./NAUMANN, T. K. (1994): *Die Bewertungseinheit am Bilanzstichtag – und was dann?*, in: ZBB 1994, S. 1-116
- PWC (Hrsg.) (2000): *Finanzwirtschaftliches Risikomanagement deutscher Industrie- und Handelsunternehmen, Industriestudie*, Frankfurt am Main 2000
- RAPPAPORT, A. (1986): *Creating Shareholder Value – The New Standard for Business Performance*, New York 1986
- RÜBEL, M. (1990): *Devisen- und Zinstermingeschäfte in der Bankbilanz – eine Konzeption zur Abbildung von Wechselkurs- und Zinsrisiken im Jahresabschluß*, Berlin 1990

- RUHNKE, K./DETERS, E. (1997): *Die Erwartungslücke bei der Abschlussprüfung*, in: ZfB 1997, S. 923-945
- RWE (HRSG.) (2003), *Geschäftsbericht*, Essen 2003
- RWE (HRSG.) (2004): *Geschäftsbericht*, Essen 2005
- SCHARPF, P. (1995): *Derivative Finanzinstrumente im Jahresabschluss unter Prüfungsgesichtspunkten – Erfassung, Abwicklung und Bildung von Bewertungseinheiten*, in: BFuP 1995, S. 166-199
- SCHARPF, P. (1997): *Die Sorgfaltspflicht des Geschäftsführers einer GmbH-Pflicht zur Errichtung eines Risikomanagement- und Überwachungssystems aufgrund der geplanten Änderung des AktG auch für den GmbH-Geschäftsführer*, in: DB 1997, S. 737-743
- SCHARPF, P./LUZ, G. (1996): *Risikomanagement, Bilanzierung und Aufsicht von Finanzderivaten*, München 1996
- SCHEFFLER, J. (1994): *Hedge Accounting*, 1. Aufl., Wiesbaden 1994
- SCHIERENBECK, H. (2001): *Ertragsorientiertes Bankmanagement (Risiko-Controlling und Bilanzstruktur-Management)*, Band 2, 7. Aufl., Wiesbaden 2001
- SCHILDBACH, T. (1998): *Zeitwertbilanzierung in USA und nach IAS*, in: BFuP 1998, S. 580-591
- SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (Hrsg.) (1992): *Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft – Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.: „Asset Backed Securities“ – ein neues Finanzierungsinstrument für deutsche Unternehmen*, in: ZfbF 1992, S.495-530
- SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (Hrsg.) (1997): *Arbeitskreis "Externe Unternehmensrechnung" der Schmalenbach-Gesellschaft – Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.: Bilanzierung von Finanzinstrumenten im Währungs- und Zinsbereich auf der Grundlage des HGB*, in : DB 1997, S. 637-642
- SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (Hrsg.) (1997a): *Arbeitskreis "Externe Unternehmensrechnung" der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.: Vereinbarkeit internationaler Konzernrechnungslegung mit handelsrechtlichen Grundsätzen*, Busse von Colbe, W./Seeberg, T. (Hrsg.), in: ZfbF 1997, Sonderheft 39
- SCHMEKEL, H. (1985): *Die Bilanzierung von Terminkontrakten in den USA – Eine Besprechung des FASB-Statements No. 80*, in: DB 1985, S. 1495-1496
- SCHMEKEL, H. (1995): *Finanzinnovationen im Jahresabschluss, Meinungsspiegel*, in: BFuP 1995, S. 230-248
- SCHUMACHER, A. (1995): *Kompensatorische Bewertung bei der Sicherung von Bilanzpositionen durch Finanztermingeschäfte in der Handels- und Steuerbilanz*, in: DB 1995, S. 1473-1478

- SCHWARZE, A. (1989): *Ausweis und Bewertung neuer Finanzierungsinstrumente in der Bankbilanz*, Berlin 1989
- SIEGEL, T. (1998): *Zeitwertbilanzierung für das deutsche Bilanzrecht?*, in: BFuP 1998, S. 593-603
- STAUDT, A./WEINBERGER, G. (1997): *Cross-Hedging von Währungspositionen und deren bilanzielle Bewertung am Beispiel von Devisentermingeschäften*, in: WPg 1997, S. 44-62
- STEINER, M. (1995): *Finanzinnovationen im Jahresabschluß, Meinungsspiegel*, in: BFuP 1995, S. 230-248
- STEINER, M./BRUNS, C. (2002): *Wertpapier Management (Professionelle Wertpapieranalyse und Portfoliostrukturierung)*, 8. Aufl., Ulm 2002
- STEINER, M./TEBROKE, H. J./WALLMEIER, M. (1995): *Konzepte der Rechnungslegung für Finanzderivate*, in: WPg 1995, S. 533-544
- SÜCHTING, J. (1995): *Finanzmanagement - Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung*, 6. Aufl., Wiesbaden 1995
- THIELE, S. (1998): *Das Eigenkapital im handelsrechtlichen Jahresabschluss*, Düsseldorf 1998
- TÖNNIES, M./SCHIERSMANN, B. (1997): *Die Zulässigkeit von Bewertungseinheiten in der Handelsbilanz (Teil 1 und 2)*, in: DStR 1997, S. 714-720 und 756-760
- TREUBERG, H. v./SCHARPF, P. (1991): *DTB-Aktienoptionen und deren Abbildung im Jahresabschluß von Industrieunternehmen*, in: DB 1991, S. 661-668
- VOLKSWAGEN (HRSG.) (2004): *Geschäftsbericht*, Wolfsburg 2004.
- WEBER, M. (1997): *Das Shareholder Value-Konzept in der Kritik, Meinungsspiegel*, in: BFuP 1997, S. 536-566
- WELCKER, J./KLOY, J. W./SCHINDLER, K. (1992): *Professionelle Optionsgeschäfte – alles über Optionen auf Aktien, Renten, Devisen, Waren und Terminkontrakte*, 3. Aufl., Zürich 1992
- WENTGES, P. (2000): *Eine Stakeholder-orientierte Analyse der Berücksichtigung des Risikos im Rahmen des Shareholder Value-Konzeptes*, in: DBW 2000, S. 199-209
- WILLBURGER, A. (1997): *Asset Backed Securities im Zivil und Steuerrecht*, Köln 1997
- WINDMÖLLER, R. (1995): *Finanzinnovationen im Jahresabschluß, Meinungsspiegel*, in: BFuP 1995, S. 230-248
- WINDMÖLLER, R./BREKER, N. (1995): *Bilanzierung von Optionsgeschäften*, in: WPg 1995, S. 389-401
- WÖHE, G. (1992): *Bilanzierung und Bilanzpolitik*, 8. Aufl., München 1992

Verzeichnis der Gesetze, Verordnungen und Verwaltungsanweisungen

APB 16: *Business Combinations*, AICPA 1970

APB 21: *Interest on Receivables and Payables*, AICPA 1971

BilReG (2004): *Bilanzrechtsreformgesetz – Gesetz zur Einführung internationaler Rechnungslegungsstandards und zur Sicherung der Qualität der Abschlussprüfung*, vom 04.12.2004, in: BGBl, 2004 Teil I, S. 3166.

CON 2: *Characteristics of Accounting Information*, FASB 1980.

CON 6: *Elements of Financial Statements—a replacement of FASB Concepts Statement No. 3 (incorporating an amendment of FASB Concepts Statement No. 2)*, FASB 1985

ED 7: *Financial Instruments: Disclosures*, IASB 2004

EUROPÄISCHE UNION (2001): *Richtlinie 2001/65/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 27. September 2001 zur Änderung der Richtlinien 78/660/EWG, 83/349/EWG und 86/635/EWG des Rates im Hinblick auf die im Jahresabschluss bzw. im konsolidierten Abschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen und von Banken und anderen Finanzinstituten zulässigen Wertansätze*, in: Amtsblatt L 283 vom 27.10.2001, S. 28 ff.

EUROPÄISCHE UNION (2002): *Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Juli 2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards*, in: Amtsblatt L 243 vom 11.9.2002, S. 1 ff.

EUROPÄISCHE UNION (2003): *Richtlinie 2003/51/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2003 zur Änderung der Richtlinien 78/660/EWG, 83/349/EWG, 86/635/EWG und 91/674/EWG über den Jahresabschluss und den konsolidierten Abschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen, von Banken und anderen Finanzinstituten sowie von Versicherungsunternehmen*, in: Amtsblatt L 178 vom 17.07.2003, S. 16 ff.

- FAS 107: *Disclosures about Fair Value of Financial Instruments*, FASB 1991
- FAS 114: *Accounting by Creditors for Impairment of a Loan—an amendment of FASB Statements No. 5 and 15*, FASB 1993
- FAS 115 : *Accounting for Certain Investments in Debt and Equity Securities*, FASB 1993
- FAS 125: *Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities*, FASB 1996
- FAS 133: *Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities*, FASB 1998
- FAS 138: *Accounting for Certain Derivative Instruments and Certain Hedging Activities—an amendment of FASB Statement No. 133*, FASB 2000
- FAS 52: *Foreign Currency Translation*, FASB 1981
- FORMULAR 20-F: *Registration statement / Annual report / Transition report*, SEC Number 1852, SEC 2004.
- FRAMEWORK: *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*, FASB 2001.
- HGB (2004): *Handelsgesetzbuch vom 10.05.1897 (RGBl. S. 219) mit allen späteren Änderungen einschließlich der Änderungen durch das Bilanzrechtsreformgesetz vom 04.12.2004*, in: BGBl. S. 3166
- IAS 1: *Presentation of Financial Statements*, IASB 2006.
- IAS 18: *Revenue*, IASB 2006.
- IAS 21: *The Effects of Changes in Foreign Exchange Rates*, IASB 2006.
- IAS 29: *Financial Reporting of Hyperinflationary Economies*, IASB 2006.
- IAS 32: *Financial Instruments: Presentation*, IASB 2006.
- IAS 37: *Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets*, IASB 2006

IAS 39 (2000) ; *Financial Instruments: Recognition and Measurement*, in der Fassung des Jahres 2000, IASB 2000.

IAS 39: *Financial Instruments: Recognition and Measurement*, IASB 2006.

IFRS 7: *Financial Instruments: Disclosures*, IASB 2006.

IFRS FRAMEWORK: *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*, IASB 2006.

RechKredV (1998): *Verordnung über die Rechnungslegung der Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute Bekanntmachung der Neufassung der Verordnung über die Rechnungslegung der Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute*, vom 11.12.1998, in: BGBl. 1998, Teil I, S. 3654, berichtigt 2004, I S. 3166.

REGULATION S-B: *Integrated disclosure system for small business issuers*, SEC Number 2345, SEC 2003.

REGULATION S-K: *Part 229 – Standard Instructions for Filing Forms Under Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934 and Energy Policy and Conservation Act of 1975*, SEC 2003.

REGULATION S-X: *Accounting Rules, SEC Number 1887*, SEC 2004.

SAR 7386: *Securities Act Release No. 7386, Exchange Act Release No. 38223*, January 31, 1997