

allerdings für die Institution, die das Finanzinstrument kreiert, durch eine geeignete Gestaltung der Passivseite zur Selbstbegünstigung der erste Zugriff auf die wichtigsten Vermögensgegenstände gesichert werden. Die Institution muss dazu letztlich nur in dem Finanzinstrument eine geeignete „Tranche“ von Schuldverschreibungen kreieren, die sie dann statt der Eigenkapitalinstrumente als Eigentum hält. Es muss dann nur gelingen, um die Selbstbegünstigung perfekt zu machen, die Risiken, die in dem Finanzinstrument „schlummern“ an jemand anderen zu veräußern. Und um dies zu erreichen, kann man die entsprechenden risikobehafteten Produkte zum Beispiel durch Mehrfachverbriefung verstecken und verkaufen oder aber beispielsweise durch die Möglichkeiten, die im Fair Value Accounting liegen, eine permanente Wertsteigerung des Finanzvehikels gestalten, die es dann als besonders attraktiv erscheinen lässt, Eigenkapitalanteile an einem solchen Finanzvehikel zu halten. Was man dafür hinbekommen muss, ist, Jahr für Jahr Gewinne auszuweisen, die so dem Vehikel insgesamt die höchste Bonität bringen. Dies ist das weite Feld des Accounting, zu dem wichtige Ansatzmöglichkeiten zur Gestaltung von Selbstbegünstigungen im folgenden Kapitel skizziert werden.

III. Accounting

Ein entscheidender Bereich der Selbstbegünstigungsmechanismen ist die Bewertung. Das Accounting, also die Festlegung von Kennzahlen für die Charakteristika von Vermögensgegenständen und Obligos, bildet den entscheidenden Hebel für die Ausgestaltung von Geschäften zur Selbstbegünstigung. Dies betrifft auf der einen Seite die Bestandsgrößen, sowie auf der anderen Seite die Flussgrößen und die über die Fair Value Bewertung vorgenommene Vermischung dieser beiden Dimensionen.

Die Bewertung von Vermögen und Schulden in Geldeinheiten kann prinzipiell nach zwei Ansätzen erfolgen:

- a) Niederstwertprinzip, das über viele Jahrzehnte in Deutschland ausschließlich angewandte Prinzip des „ehrbaren Kaufmanns“: fortgeschriebene Anschaffungs- oder Herstellungskosten und vorsichtige Bewertung
- b) Prinzip des „fair value“, das aus dem angelsächsischen Raum kommend, in den internationalen Vorschriften der Rechnungslegung verankerte Prinzip: mark to market oder ein anderer „anerkannter“ Bewertungsansatz

Ein entscheidender Unterschied ist, dass bei „Fair Value“ ein Vermögensgegenstand auch höher bewertet werden kann, als die Summe der Aufwände zu seiner Beschaffung oder Herstellung. Bei dem Niederstwertprinzip (principle of the lower, of cost or markets) ist dies ausgeschlossen, wodurch so genannte „stille Reserven“ entstehen können.

Bewertungsansätze von Flussgrößen sind prinzipiell:

- a) Einkaufspreise
- b) Verrechnungspreise

Wir wollen im Folgenden einmal ein fiktives Zusammenspiel hinsichtlich der Bewertung von Flussgrößen und der Nutzung von Fair Value Accounting erläutern, um die Prinzipien der Wirkungsmechanismen darzustellen. Wir wollen annehmen, dass ein Investor über Mittel von 2 Millionen Euro verfügt, sowie eine Baufirma besitzt. Das Geschäftsmodell der Selbstbegünstigung wählen wir im Immobiliensegment. Um die

Rechnung zu vereinfachen, wollen wir annehmen, dass die Erstellung eines Immobilienobjekts den Betrag von einer Million Euro ausmachen soll. Um nun fünf solcher Immobilienobjekte zu erstellen, konstruiert der Investor ein Finanzvehikel, also beispielsweise eine Projektgesellschaft, die die Aufgabe erhält, die fünf Immobilien á eine Million Euro zu erstellen. Ausgestattet wird diese Gesellschaft vom Investor mit zwei Millionen Euro Eigenkapital. Die Gesellschaft „hebelt“ dieses Eigenkapital über einen Kredit im Volumen von drei Millionen Euro. So hat sie fünf Millionen Euro zur Verfügung, um fünf Immobilienobjekte zu erstellen. Über die Baufirma des Investors werden diese Objekte erstellt. Dabei werden „hard costs“, das sind Aufwendungen, deren Realwert man gewissermaßen anfassen kann, und „soft costs“ angesetzt und dabei auch ein Gewinn für die Baufirma selbst einkalkuliert. Auch in dem angesetzten Umfang der so genannten „soft costs“, wie beispielsweise Planungsleistungen, Baubetreuung und so weiter, liegt ein Ansatz zur „Gestaltung“. Um die Wirkungsmechanismen nicht durch schwierige Rechenaufgaben zu komplizieren, nehmen wir an, dass die „harten“ Kosten 75 Prozent des kalkulierten Herstellungspreises ausmachen (der von der Projektgesellschaft zu zahlende Gesamtpreis). Darin sei bereits eine Gewinnmarge einkalkuliert (wir setzen hier 25 Prozent von den Gesamtkosten an, also 250.000 Euro). Dann werden noch die „weichen“ Kosten mit 25 Prozent angesetzt, das sind 250.000 Euro. Die tatsächlichen Kosten, um das Lieferversprechen einzulösen, also ein Immobilienobjekt am Fertigstellungstermin auszuliefern, liegen für die Baufirma demnach bei 500.000 Euro je Objekt, und die Bewertung des Immobilienobjekts nach „fortgeschriebenen Anschaffungs- und Herstellungskosten“ liegt bei der Projektgesellschaft bei einer Million Euro.

jekte als Anlageobjekt für 1,5 Millionen Euro erwerben. Es ist klar, dass dies auf verborgenem Wege zu gestalten ist, beispielsweise über ein weiteres Finanzvehikel, das als offener oder geschlossener Immobilienfonds zu gründen ist, und an dem die Bau- firma dann Anteile hält. Wir wollen aber diese Details der notwendigen Zwischen- schritte ausblenden, um den wesentlichen Mechanismus, der in der Ausnutzung von Accounting liegt, aufzuzeigen. Wir nehmen daher einfach an, die Baufirma kauft ei- nes der für eine Million Euro von der Projektgesellschaft ursprünglich in Auftrag ge- gebenen Immobilien für 1,5 Millionen Euro und bezahlt dies von dem Gewinn von 2,5 Millionen Euro. Das Resultat dieses Kaufs bei Ausnutzung des Fair Value Prinzips und einer „mark to market“ Bewertung der Objekte zeigt die folgende Abbildung.

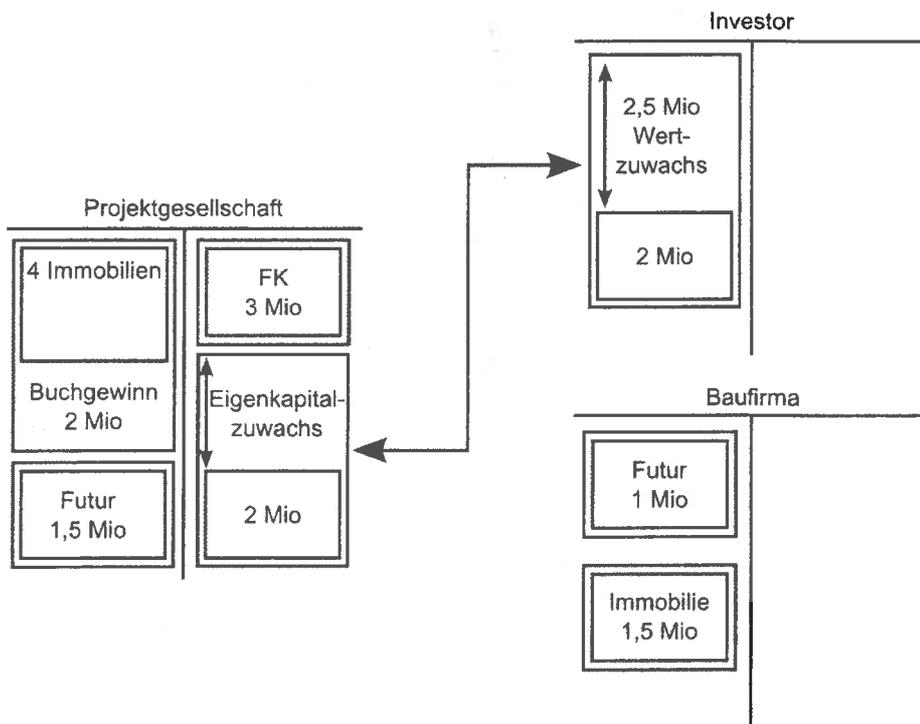


Abb. 32: „Wertzuwachs über Fair Value“

Die Immobilien – und zwar alle fünf – werden jetzt in den Büchern mit jeweils 1,5 Millionen Euro bewertet. Dadurch macht die Projektgesellschaft, die weiterhin vier Immobilien als Eigentum hält, bei diesen vier Immobilien einen Buchgewinn von zwei Millionen Euro. Liquide Mittel, also Futur, bekommt sie von der Baufirma, die ja eine Immobilie für 1,5 Millionen Euro gekauft hat. Insgesamt macht die Projektgesellschaft so 2,5 Millionen Euro Gewinn. Das Eigenkapital erhöht sich demnach auf einen Wert von 4,5 Millionen Euro. Dieser Eigenkapitalzuwachs spiegelt sich auf Seiten des Investors bei dessen Vermögen. Er hatte ja ursprünglich zwei Millionen Euro in die Projektgesellschaft als Eigenkapital eingebracht und somit erhöht sich der Wert seiner Gesellschaftsanteile, die er ja besitzt, von zwei auf 4,5 Millionen Euro. Der Investor könnte also jetzt beispielsweise die Hälfte seiner Anteile einem interessierten Dritten für die Hälfte des Firmenwerts, also für 2,25 Millionen Euro, verkaufen. Er hätte dadurch einen großen Teil des Gewinns „realisiert“. Das heißt, er hätte von den eingesetzten zwei Millionen Euro nicht nur diese zwei Millionen Euro wieder zurück, sondern auch zusätzlich noch 250.000 Euro an realisiertem Gewinn. Dabei würde er immer noch einen Eigenkapitalanteil an der Projektgesellschaft, der mit 2,25 Millionen Euro bewertet ist, als Eigentum halten. Hinzu kommt, dass ja die Baufirma bei diesem Geschäft 2,5 Millionen Euro an Gewinn ausweist. Im nächsten Abschnitt IV wird ein Weg aufgezeigt, wie der Investor auch einen solchen Gewinn und damit die bislang in der Baufirma liegende Haftung aus dem System herausziehen kann.

Der entscheidende „Trick“ bei dem zuvor skizzierten Prozess der Selbstbegünstigung liegt in den Bewertungen. Die Baufirma muss im Wesentlichen jeweils für jedes Objekt nur den tatsächlichen Erstellungsaufwand auf der eigenen Passivseite als Obligo kalkulieren. Das ist das, was der Investor, falls er das gesamte Geschäft selbst finan-

ziert, tatsächlich riskieren müsste. Er entledigt sich dieses gesamten Risikos aber dadurch, dass der Erstellungsaufwand höher kalkuliert wird und ein Teil der dafür benötigten Finanzierung über Kredite, also neu geschöpftes Schwellgeld, geleistet wird. Es ist klar, dass dafür natürlich „nachvollziehbar“ aufgezeigt werden muss, dass der übliche Erstellungsaufwand für die Immobilien, also die Einkaufspreise am Markt, so wie aufgezeigt höher liegen als der intern kalkulierte Erstellungsaufwand der Baufirma. Dies ist aber durchaus realistisch gestaltbar, denn am Markt ist es ja üblich, dass eine Baufirma auch einen Gewinn macht, wenn sie eine Immobilie erstellt. So kommt es zur ersten höheren Bewertung der faktischen Einkaufspreise für den Investor, der ja in unserem konstruierten Beispiel auch der Besitzer der Baufirma ist. Der zweite Schritt hat dann schon viel mehr den Charakter der Erzeugung einer Vermögensillusion, die darin liegt, den Marktpreis der Immobilien durch eine tatsächliche Kauftransaktion zu erhöhen. „Mark to market“ – das wurde ja zuvor erläutert – bedeutet die Bewertung von Vermögensgegenständen zu Preisen, die ähnliche Objekte am Markt erzielen. Um diesen erhöhten Marktpreis zu plausibilisieren, sind viele flankierende Maßnahmen denkbar. Man überlege sich beispielsweise einmal, dass die Immobilien in obigem Beispiel Ferienhäuser sind, die in einer neu erschlossenen Region erstellt werden, mit dem behaupteten Geschäftsmodell, daraus ein Freizeitparadies zu machen. Flankierend wird (beispielsweise gefördert durch die regionale Politik) die Attraktivität des gesamten Bereichs dadurch erhöht, dass man eine besondere Sportstätte, einen Golfplatz oder was auch immer, zusätzlich realisiert. Die Qualität des Standorts würde dadurch nachprüfbar aufgewertet, so dass es nachvollziehbar erscheint, wenn dann ein Ferienhaus in diesem Gebiet einen höheren Preis erzielt als das, was zur Erstellung aufgewendet wurde. Diesen Bewertungsansatz bezeichnet man als „hedonisch“.

IV. Withdrawal: Werte aus einem Unternehmen ziehen

Nach den internationalen Rechnungslegungsstandards (IAS – International Accounting Standard, IFRS – International Financial Reporting Standard) wird die Bewertung von Vermögens- und Schuldgegenständen im Rahmen des so genannten Asset-Liability-Ansatzes in vielen Fällen gemäß dem Fair Value vorgenommen. Im Falle von Vermögensgegenständen bedeutet dies beispielsweise, dass die Bewertung nach den am Markt beobachteten Preisen erfolgt. Ein Haus, das man gebaut hat, wird dann nicht so wie dies früher in Deutschland üblich war (Prinzip des vorsichtigen Kaufmanns und Bewertung nach so genannten fortgeschriebenen Anschaffungs- und Herstellungskosten) mit dem für die Erstellung aufgebrauchten Kostenvolumen bilanziert, sondern mit einem Preis bewertet, den ein „ähnliches“ Haus am Markt erzielt. Dadurch kam es beispielsweise auch zu der Überschuldung im amerikanischen Hypothekenmarkt und der so genannten Subprime-Krise, aber auch Spanien ist hierfür ein aktuelles Beispiel. Weil die Preise für Häuser, die am Markt bezahlt wurden, stiegen, konnten die Besitzer von Häusern, da ihr Vermögen nach Fair Value Bewertung gewachsen ist, ihre Häuser höher beleihen. In den USA war es sogar möglich, diese höhere Beleihungssumme für Konsumzwecke zu verwenden. Man bezeichnet solche Kredite auch als „mortgage equity withdrawal“. Dies kann man letztlich auch als Form der Selbstbegünstigung sehen, sofern es den Hauseigentümern gelungen ist, rechtzeitig vor der Subprime-Krise ihr Haus zu veräußern.

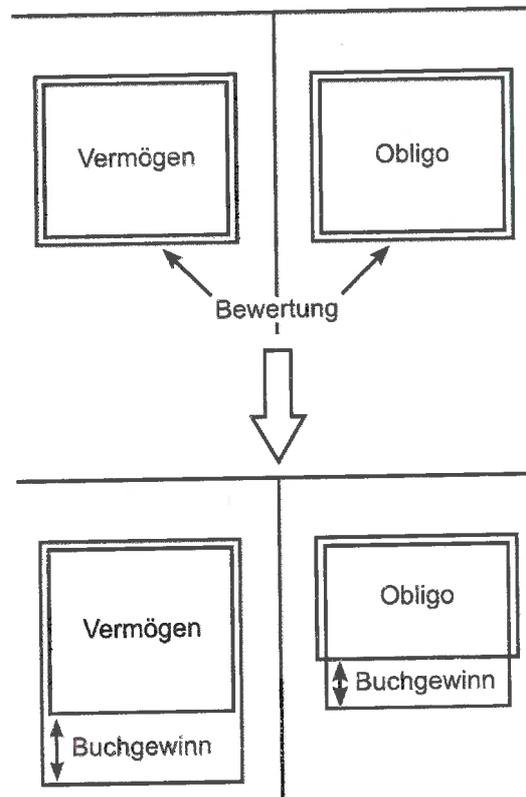
Internationale Unternehmen, gerade alle Unternehmen der Finanzwirtschaft und deshalb auch die großen Investoren, die Eigentümer dieser Unternehmen sind, können das Prinzip des Fair Value in vielen Bereichen nutzen, wie dies ja in diesem Text auch an anderen Stellen aufgezeigt ist. Eine besondere Form, mit der man seine bis-

lang in einem Unternehmen eingebrachte Haftung reduzieren kann, gewissermaßen ohne dass man das als Dritter direkt erkennt, kann man über einen Zusammenschluss von Unternehmen „gestalten“. Den Ansatzpunkt bildet die Möglichkeit, einen so genannten Goodwill, gewissermaßen als einen sehr speziellen Futur-Vermögensgegenstand, in der Bilanz auszuweisen. Vom Prinzip her ist der Goodwill ein Betrag, den man bei einem Kauf eines Vermögensgegenstandes (freiwillig) zuviel bezahlt hat. Konkret werden dabei der Kaufpreis und ein so genannter Substanzwert (bei einem Unternehmen durch das Nettovermögen bestimmt) betrachtet. Die Differenz ist der Goodwill. Ist der Kaufpreis niedriger als der Substanzwert, darf auch ein „Badwill“ als Obligo ausgewiesen werden. Das klingt vielleicht etwas seltsam, deshalb wollen wir dies an einem konstruierten Beispiel versuchen deutlich zu machen. Nehmen wir an, ein Unternehmen kauft etwas, das am Markt auch nach der Kauftransaktion nur mit 400.000 Euro bewertet wird, zum Preis von 500.000 Euro. Nach Fair Value „mark to market“ bewertet, dürfte dieser Vermögensgegenstand nur mit dem Betrag von 400.000 Euro in die Bilanz eingestellt werden. Anstatt jetzt die 100.000 Euro als Verlust in die Bilanz zu nehmen, weist man nun aber die 100.000 Euro des Hauses als Goodwill aus. Die Argumentation ist, dass man die Erwartungshaltung hat, dass der Vermögensgegenstand in Zukunft, weil es sich jetzt im eigenen Besitz befindet, auch tatsächlich die 500.000 Euro wert sein wird, möglicherweise diesen Wert sogar noch übersteigen wird. Der Goodwill ist also ein erhoffter Wertzuwachs eines zu teuer eingekauften beziehungsweise in der Bilanz zu hoch bewerteten Vermögensgegenstandes und dieser Betrag wird jetzt schon als Futurvermögensgegenstand in der Bilanz aktiviert. Der Hintergedanke dieses „Tricks“ sollte klar sein: Dadurch muss man das gegenüber einem „üblichen“ Marktpreis zuviel gezahlte Geld nicht als Verlust ausweisen. Nun geht dies in der Realität nicht ganz so einfach, formal sollen Bewertungen

regelmäßig auf „impairment“ abgeprüft werden und der Ausweis eines Goodwills ist weitgehend auf ganze Unternehmen (oder Unternehmensbeteiligungen) als Vermögensgegenstände begrenzt. Das heißt: Goodwill als Bilanzposition resultiert hauptsächlich daraus, wenn man ein Unternehmen gekauft hat und dafür mehr bezahlt hat als den Marktpreis. Die Frage ist natürlich, wie sich ein Marktpreis eines Unternehmens bestimmt. Bei Aktiengesellschaften kann man hier beispielsweise den Kurs von Aktien als einfaches Berechnungsbeispiel heranziehen. Gibt es von einem Unternehmen beispielsweise eine Million Aktien und der Aktienkurs ist 50 Euro pro Aktie, dann könnte man den Unternehmenswert mit 50 Millionen Euro ansetzen. Kauft ein anderes Unternehmen nun dieses Unternehmen, also alle Aktien komplett, statt für 50 Millionen Euro für 60 Millionen Euro ein, würde es das Unternehmen als Vermögensgegenstand nach Fair Value mit 50 Millionen Euro in seine Bilanz einstellen und 10 Millionen Euro als Goodwill ausweisen.

Über dieses Gestaltungsvehikel „Goodwill“ ist es nun beispielsweise möglich, dass ein Investor, der in zwei Unternehmen engagiert ist, über einen Zusammenschluss dieser beiden Unternehmen einen „dargestellten“ Mehrwert der zwei so konsolidierten Unternehmen einschließlich des Buchwerts des von ihm verkauften Unternehmens an sich selbst ausschüttet. Nehmen wir an, ein Investor besitze ein Unternehmen U2, dessen Reinvermögen (Eigenkapital) in der Unternehmensbilanz mit 100 Millionen Euro ausgewiesen ist. Der Investor habe ferner eine signifikante Einflussmöglichkeit auf die Geschäftsstrategie eines Unternehmens U1, bei dem der von ihm gehaltene Eigenkapitalanteil 200 Millionen Euro ausmacht, also mit 200 Millionen Euro bewertet ist. Das bedeutet: Wir nehmen an, das Unternehmen U1 habe mindestens ein Nettovermögen von 200 Millionen Euro, das beispielsweise für die Akquisition von anderen

Unternehmen (den Kauf im Rahmen so genannter „Mergers & Acquisitions“) genutzt werden kann. Mittels einer „geeigneten“ Analyse zukünftiger Ertragspotentiale eines betrachteten Zusammenschlusses wird nun aufgezeigt, dass das Unternehmen U2 für das Unternehmen U1 nicht nur den Marktwert von 100 Millionen Euro wert sein würde, sondern dessen Wert für U1 sogar den Betrag von 200 Millionen Euro übersteigen würde, sofern das Unternehmen U1 im Besitz dieses Unternehmens U2 wäre. Hier könnte beispielsweise argumentiert werden, dass das Unternehmen U2 einen großen Kundenstamm hat und wichtige Patente hält, zu dem das Unternehmen U1 für die eigenen Produkte bisher keinen Zugang hat und dieser Zugang wäre für das Unternehmen U1 mehr als 100 Millionen Euro wert. U1 ist daher bereit, das Doppelte des Marktwertes für das Unternehmen U2 an den Investor zu bezahlen, stellt also dann das konsolidierte, das heißt ins Eigentum überführte, Unternehmen U2 in der eigenen Bilanz mit einem Wert von 200 Millionen Euro ein. 100 Millionen Euro sind der Buchwert und 100 Millionen Euro der so genannte Goodwill. Einen finanzbuchhalterisch auszuweisenden Verlust macht das Unternehmen U1 bei diesem Geschäft nicht, das heißt das ausgewiesene Eigenkapital bleibt auch nach dem Geschäft gleich groß. Der Investor hat aber so 200 Millionen Euro an zuvor haftendem Vermögen aus den beiden Unternehmen herausgezogen, obwohl er letztlich immer noch deren Besitzer ist.



3

Abb. 34: „Buchgewinne“

In dieser Abbildung ist einmal das Prinzip von Buchgewinnen über Fair Value Accounting aufgezeigt. Ein Vermögensgegenstand (Aktivseite) und ein Obligo (Passivseite) sind hier mit zwei Rahmen gezeichnet. Der innere Rahmen repräsentiert den so genannten nominalen (oder realen) Wert eines Gegenstandes. Nehmen wir als Beispiel eine Schuldverschreibung, dann ist der Nominalwert der Schuldverschreibung der Kreditbetrag, da man bei einem Nominalbetrag nicht die mit einem Kredit noch verbundenen laufenden Zinszahlungen, in dem Fall, dass man nur Bestandsgrößen berücksichtigt, einberechnet. Wie weiter vorne im Buch aufgezeigt, ist dies bei Verwendung der Barwertkalkulation als Berechnungsmethode für einen Fair Value anders. Hier werden ja die laufenden Zinszahlungen und die Rückzahlung am Ende der Laufzeit mit dem Abzinsungsfaktor korrigiert aufaddiert. Und dies ergibt dann den Fair

Value. Zum Zeitpunkt der Ausgabe einer Schuldverschreibung dürfte der angesetzte Abzinsungsfaktor mit dem Kreditzins identisch sein. In dem Augenblick sind also der nominale Wert und der Fair Value, der sich aus der Barwertkalkulation ergibt, identisch. Dies deutet der äußere Rahmen – der Fair Value – an. Stellen wir uns nun aber einmal vor, dass der übliche Zins am Markt sinkt und entsprechend der angesetzte Abzinsungsfaktor reduziert wird. Dann erhöht sich der Barwert eines vorhandenen Schuldscheins (mit höherem Zins als im Markt jetzt „üblich“), wenn er als Vermögen gehalten wird. Entsprechend würde sich natürlich auch ein Fair Value des korrespondierenden Obligos, wenn er mit Fair Value bewertet wird, erhöhen. Der Nominalwert, also der innere Kasten, ändert sich dabei nicht, sondern ausschließlich der äußere Kasten. Und die Differenz zwischen dem Nominalwert und der äußeren Bewertung (Fair Value) ist auf der Vermögensseite ein Buchgewinn. Auf der Passivseite kann man aber die Erhöhung der Schuldposition dadurch verhindern, dass man das Obligo nicht nach Fair Value sondern nach fortgeschriebenen Anschaffungs- und Herstellungskosten bewertet. In dem Fall bleibt es auch bei Zinsänderungen im Markt, also bei Änderungen der grundsätzlichen Parameter, die den Fair Value bestimmen, bei einer Bewertung des Obligos mit Nominalwert.

Wie kann man nun sogar auch Buchgewinne durch Veränderung der Parameter im Obligo erreichen? Ein solcher Buchgewinn kommt zustande, wenn die Fair Value Bewertung einer Schuld sinkt. Dies ist beispielsweise der Fall, wenn sich das Rating des Schuldners verschlechtert. Am Markt geht man dann davon aus, dass die Zahlungen in der Zukunft eventuell nicht vom Schuldner geleistet werden können, was dann den Wert eines Schuldscheins dieses Schuldners reduziert. Hat nun der Schuldner selbst seine eigenen Schulden nach Fair Value bewertet in den Bilanzen, führt dies dazu,

dass die Bewertung der eigenen Schuldscheine sinkt und in Konsequenz ein Buchgewinn entsteht. Um diesen seltsamen Fall noch einmal deutlich auszusprechen: Die Bonität des Schuldners verschlechtert sich und genau deshalb weist er einen Gewinn aus.

Ähnlich kann man auch genau andersherum Buchverluste gestalten, wenn nämlich die Fair Value Bewertung eines Vermögensgegenstandes gegenüber dem Nominalwert des Gegenstands sinkt, beziehungsweise die Fair Value Bewertung eines Obligos gegenüber dem Nominalwert steigt. Dies ist in der nachfolgenden Abbildung dargestellt.

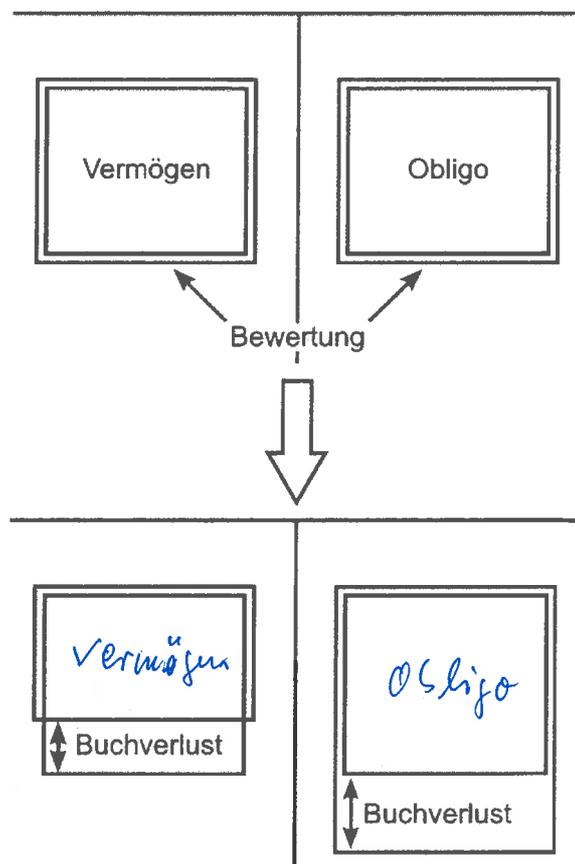


Abb. 34: „Buchverluste“