

Prof. Dr. Peter Albrecht, Universität Mannheim

## Marktwert oder Buchwert, das ist hier die Frage

In seinem Beitrag „Hat die Solvabilitätskennziffer ihre Aussagekraft verloren?“ (VW 16/2003 S. 1253) plädiert Metzler sehr eindringlich für eine konsequente Marktwertbetrachtung (z.B. beim Deckungsstock und den Solvabilitätskennziffern) bei der Beurteilung von (Lebens-)Versicherungsunternehmen durch die Finanzaufsicht sowie in der Kommunikation mit der Öffentlichkeit. Damit steht er im Einklang mit der internationalen Rechnungslegungspraxis (IAS/IFRS, US-GAAP), die von dem Fair Value-Ansatz geprägt ist. Bei vorhandenen Märkten (z.B. für Finanztitel) ist dabei der Marktwert der standardmäßige Ausgangspunkt für die Substanziierung des Fair Values ist (vgl. etwa Coenenberg [2003, S. 109 ff.]).

Die Gepflogenheiten der internationalen Rechnungslegungspraxis, insbesondere deren standardmäßige Auslegung des Inhalts eines „fairen (Bilanz-)Werts“ unterstützen somit die Sichtweise von Metzler. Doch aus Sicht eines Wissenschaftlers sind „Praxisgepflogenheiten“, auch wenn sie noch so international verbreitet sind, nicht notwendigerweise ein verlässlicher Maßstab für sachgerechtes Handeln. Wie also steht es denn mit der theoretischen Begründung einer Marktwertbetrachtung? Dabei konzentrieren wir uns auf die Bewertung marktgängiger Finanztitel, für die ein Marktwert einwandfrei festgestellt werden kann. Steht damit aber bereits fest, dass hier der Marktwert der alleine korrekte Wertmaßstab ist?

Ausgangspunkt der weiteren Überlegungen ist der „True and Fair View“ als Generalnorm der Rechnungslegung, sei es nach HGB, nach IAS/IFRS oder nach US-GAAP. Ekholm/Troberg (1998) haben nun in einer vergleichenden Analyse festgestellt, dass diese Norm trotz ihrer fundamentalen Bedeutung keine präzise und operationale Definition besitzt und sehr heterogen ausgelegt wird. Um diesen unbefriedigenden Umstand abzuwehren, schlagen sie einen Rückgriff auf die ökonomische Werttheorie vor und stellen dabei auf den „inneren Wert“ (intrinsic value) als adäquate Substanziierung eines „fairen Werts“ ab. In einer mehr modelltheoretischen Perspektive, d.h. auf der Basis eines expliziten ökonomischen (Gleichgewichts-)Modells, entspricht dies dem Gleichgewichtswert des zu bewertenden Finanztitels. Damit aber lässt sich eine direkte Brücke schlagen zur Theorie *effizienter Märkte* (auch Ekholm/Troberg sowie Fey/Mujkanovic [2003] schlagen diese Brücke, aber stützen sich dabei auf andere Literaturquellen). Wie LeRoy (1989, S. 1583) klarstellt, ist die Theorie effizienter Märkte in ihrer allgemeinsten Ausprägung nichts anderes als die Theorie eines kompetitiven Gleichgewichts, angewendet auf Finanzgütermärkte. Ein beizulegender Wert eines Finanztitels ist also „fair“ in einem ökonomischen, modelltheoretisch gestützten Sinne, wenn er einem solchen Gleichgewichtswert entspricht. Ein Finanzgütermarkt ist (informations-)effizient, wenn die aktuellen Marktpreise die „inneren Werte“ bzw. Gleichgewichtswerte der betreffenden Titel widerspiegeln.



Prof. Dr. Peter Albrecht

Damit ist die entscheidende Frage also, ob der aktuelle Marktwert notwendigerweise einem solchen „inneren Wert“ oder Gleichgewichtswert entspricht. Nur dann ist er ein effizienter Marktpreis, d.h. hat er sich auf einem effizienten Markt gebildet, und nur dann erfüllt er die Anforderungen an einen „Fair View“.

### Entmystifiziert den Fair Value

Aus theoretischer Sicht kann nachgewiesen werden, dass Marktpreise genau dann „fairen Preisen“ entsprechen, wenn ihre Wertentwicklung ein „faires Spiel“ (in der Sprache der mathematischen Theorie: Martingal) darstellt, weder Käufer noch Verkäufer können dann durch ihre Aktivitäten systematisch Gewinne erzielen. Nun lässt sich aber sowohl aus theoretischer Perspektive als auch hinsichtlich der statistischen Analyse von empirischen Wertpapierpreisen nachweisen, dass die Wertentwicklungen von Finanztiteln typischerweise keine „fairen Spiele“ darstellen [vgl. eingehender hierzu Albrecht (2003)]. Damit verliert der Marktwert aber seine Begründungsbasis in der ökonomischen Theorie oder als adäquate Wertsubstanziierung aus der Perspektive eines „Fair Views“. Dies zeigt zugleich, dass das Verständnis des Marktwerts als Fair Value gemäß der nationalen und internationalen Rechnungslegungsnormen nicht notwendigerweise ein Fair Value im Sinne der ökonomischen Theorie oder Ausprägung eines „Fair Views“ ist, sondern sich das Attribut fair hier primär auf die Objektivierbarkeit des beizulegenden Werts (Orientierung an Markttransaktionen und nicht an der individuellen Einschätzung) bezieht. Dies ist aber ein fundamentaler Unterschied und relativiert damit die Begründungsbasis für die (internationale) Vorherrschaft des Fair Value-Paradigmas erheblich. Jenseits dieser theoretischen Überlegungen bestätigt gerade der dramatische Kursverfall der Aktienmärkte in den Jahren 2000 bis 2002 sehr eindrucksvoll, dass die Marktwerte z.B. per Ultimo 1999 (mit einem KGV von 29,2 beim DAX) keinesfalls faire Widerspiegelungen des wahren Werts der zugrunde liegenden Aktien gewesen sind, sondern im Gegenteil eher erhebliche Informationsverzerrungen beinhaltet haben. Dies gilt ebenso für die Marktwerte z.B. per Ultimo 2002 (mit einem DAX-KGV von 10,9), das erheblich unter dem langjährigen Mittelwert von 15 liegt). Insofern erscheint die z.B. von Coenenberg (2003, S. 107) getroffene Übersetzung des Fair Value als „beizulegender Zeit-

wert“ vollständig angemessen und entmystifiziert den Fair Value in begrüßenswerter Weise.

Eine alternative Begründungsbasis besitzt der Marktwert im Zusammenhang mit einer Unternehmensliquidation (Unternehmenszerschlagung), denn dann müssen die Aktiva des Unternehmens zum jeweiligen Marktwert veräußert werden, insofern ist eine Marktbewertung unter der Perspektive einer Unternehmenszerschlagung nur konsequent. Die Einnahme einer solchen Perspektive ist jedoch primär ein relevanter Gesichtspunkt im Rahmen einer Liquiditätsanalyse. Im Hinblick auf die Erstellung eines Jahresabschlusses ist hingegen der Grundsatz der Fortführung der Unternehmenstätigkeit ein im Handelsgesetzbuch kodifizierter Grundsatz ordnungsgemäßer Buchführung. Nach dem Going Concern-Prinzip ist demnach bei der Bewertung der Vermögenswerte und Schulden im Jahresabschluss von der Prämisse auszugehen, dass das Unternehmen über den Abschlussstichtag hinaus fortgeführt wird.

Fassen wir also zusammen: Trotz ihrer weiten Verbreitung im Rahmen der internationalen Rechnungslegungspraxis ist eine Marktwertbetrachtung weder Ausdruck eines Fair Value im Sinne der ökonomischen Theorie noch eine Wertsubstanziierung aus der Perspektive eines „Fair Views“. Die Bedeutung des Marktwerts reduziert sich auf die damit einhergehende Objektivierbarkeit des Wertansatzes und auf die Ex post-Feststellung realisierter Werte. Buchwerte, die den „inneren Wert“ bzw. Gleichgewichtswert eines Finanztitels [für eine entsprechende Substantiierung im Zusammenhang mit den Aktienanlagen eines Lebensversicherungsunternehmens vgl. Albrecht (2003)] widerspiegeln, vermögen hingegen die Rechnungslegungsnorm eines „Fair View“ erheblich besser auszufüllen und stellen daher sowohl aus der Sicht der Rechnungslegung als auch aus der Sicht der Finanzaufsicht eine erheblich fundiertere Basis für die Beurteilung eines Lebensversicherers dar. Die quasi selbstevidente Überlegenheit des Marktwerts ist ein (wissenschaftlich nicht haltbarer) Mythos.

### Literatur

Albrecht, P. (2003): Zum fairen Wert der Aktienanlagen eines Lebensversicherungsunternehmens aus ökonomisch-statistischer Perspektive, Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft 3/2003.

Coenenberg, A.G. (2003): Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse, 19. Aufl., Stuttgart.

Ekholm, B., P. Troberg (1998): Quo Vadis True and Fair View?, Journal of International Accounting Auditing & Taxation 7, 113-125.

Fey, G., R. Mujkanovic (2003): Außerplanmäßige Abschreibungen auf das Finanzanlagevermögen, Die Wirtschaftsprüfung 5/2003, S. 212-219.

LeRoy, S.F. (1989): Efficient Capital Markets and Martingales, Journal of Economic Literature 27, 1583-1621.

Metzler, M. (2003): Hat die Solvabilitätskennziffer ihre Aussagekraft verloren?, VW 16/2003, S. 1253.

Prof. Dr. Peter Albrecht ist Geschäftsführender Direktor des Instituts für Versicherungswissenschaft der Universität Mannheim.