



Total Balance

Fair Value – zwischen Fakten und Fiktionen:
Rechnungslegungspraxis und Kommunikation bei Banken und Versicherungen

Dr. Kleeberg & Partner GmbH, München
Kuhn, Kammann & Kuhn AG, Köln

total
balance



Total Balance

Fair Value – zwischen Fakten und Fiktionen:
Rechnungslegungspraxis und Kommunikation bei Banken und Versicherungen

Inhalt

Editorial	3
Executive Summary	4
1. Fair Value in der Krise	5
2. Empirische Untersuchung: Abgrenzung der Peer Group	6
3. Vielfach deutliche Unterbewertung der untersuchten Unternehmen zum 30.09.2008	8
4. Fair Value und finanzielle Fakten	9
5. Reporting in der Krise	15
6. Herausforderungen für die Praxis	21
Autoren	22

Editorial

Schon einmal ist der amerikanische Traum geplatzt. Knapp 80 Jahre sind seit dem „Schwarzen Freitag“ vergangen, an dem zunächst in den USA, kurz darauf weltweit die Kurse zusammenbrachen. Diesmal war es ein Dienstag. Am 7. Oktober spielten die Börsen verrückt. Der Internationale Währungsfonds korrigierte seine Prognose für den weltweiten Schaden der aktuellen Finanzmarktkrise nach oben – auf 1,4 Billionen Dollar. Island bemühte sich, dem drohenden Staatsbankrott durch Notstandsgesetze zu begegnen. Und in Deutschland gelang es der Bundesregierung, die finanziell angeschlagene Hypo Real Estate zu retten. Spätestens seit diesem Tag ist es vorbei mit der Illusion, die Krise sei eine amerikanische und verschone uns weitgehend. Genau betrachtet, haben uns die Auswirkungen des Subprime-Dilemmas schon vor Monaten erreicht.

Vor einem Jahr waren die SachsenLB und die IKB ins Straucheln geraten – und konnten nur durch staatliche Rettungspakete vor dem Zusammenbruch bewahrt werden. Auch zwei andere Landesbanken, nämlich WestLB und BayernLB, hatte der Subprime-Sog ergriffen. Das gewagte Spiel auf dem amerikanischen Hypothekenmarkt wurde besonders deutlich am Beispiel der SachsenLB, die mit einem Eigenkapital von 1,4 Milliarden EUR Risiken im Wert von 39 Milliarden EUR eingegangen war. Den daraus resultierenden Schaden tragen nun die Steuerzahler. Der Freistaat Sachsen bürgte mit 2,75 Milliarden EUR. Die anderen öffentlich-rechtlichen Banken mussten 17,3 Milliarden EUR zulegen, um die Pleite der kleinsten deutschen Landesbank abzuwenden. Die Finanzkrise entwickelte sich immer stärker zum beherrschenden Thema – und wurde von der Gesellschaft für deutsche Sprache inzwischen zum „Wort des Jahres 2008“ gekürt.

In den USA wirkte sich der Zusammenbruch weitaus dramatischer aus. Die Krise erwischte angesehene Finanzinstitute wie Bear Stearns, Fannie Mae, Freddie Mac, Merrill Lynch, Lehman Brothers und American International Group. Alle sehen sich mit massiven Problemen konfrontiert, zwei von ihnen sind an der eigenen Risikobereitschaft gescheitert. Der weltweite Finanzverkehr funktioniert nur noch, weil die Finanzmärkte von den Zentralbanken mit frischem Geld versorgt werden. Zunehmend in den Blickpunkt ist dabei der „Fair Value“ geraten. Hatte er in der Vergangenheit die überzogenen Gewinnerwartungen abgebildet, wird er nun zum Ausdruck der Krise. Der nahezu unglaubliche Wertverlust entlarvt die vorher konstruierte Wertschöpfung als das, was sie war – als spekulative Blase ohne reale Gegenwerte.

In der fünften Ausgabe unserer Studienreihe „Total Balance“ setzen wir uns kritisch mit diesem aktuellen Thema, insbesondere mit dem Begriff „Fair Value“ und seiner Bedeutung, auseinander. Exemplarisch haben wir die im November erschienenen Quartalsberichte von acht Banken und Versicherungen analysiert, uns dabei aber nicht nur auf die Bilanzierung konzentriert, sondern – ganz im Sinne von „Total Balance“ – auch die Krisenkommunikation betrachtet. Wie werden die sichtbar gewordenen Risiken „verpackt“ und wie transparent fallen die Prognosen aus? Damit möchten wir die Diskussion um die Krise der Finanzmärkte, ihre Ursachen und Wirkungen, um weitere Aspekte bereichern.

München/Köln, 15. Dezember 2008

WP/StB Karl Petersen, Dr. Christian Zwirner

Dr. Kleeberg & Partner GmbH

Carsten Rossi, Janine Müller

Kuhn, Kammann & Kuhn AG

Executive Summary

- Keine Begrifflichkeit und kein Wertmaßstab haben die Befürworter und Gegner der internationalen Rechnungslegung in den letzten Jahren so sehr bewegt wie der des Fair Value. Aktuell wird eben dieser Wertmaßstab zwar nicht als Grund, wohl aber als starker Katalysator der Finanz(markt)krise verantwortlich gemacht.
- In den ersten neun Monaten des Jahres 2008 haben die in dieser Studie untersuchten Banken und Versicherungen mehr als 70 Milliarden EUR an Marktkapitalisierung verloren. Das Eigenkapital hat in Summe um mehr als 24 Milliarden EUR abgenommen.
- Im dritten Quartal 2008 haben die Banken und Versicherungen in Deutschland ein im Vorjahresvergleich katastrophales Ergebnis vorgelegt, in Summe erreichten die untersuchten Unternehmen ein Neunmonatsergebnis von weniger als 1 Milliarde EUR, nach rund 20 Milliarden im Vorjahreszeitraum. Daneben haben sie rund 21 Milliarden EUR zusätzlich erfolgsneutral gegen das Eigenkapital verrechnet.
- Bei den hier untersuchten Banken schlummern per 30.09.2008 noch rund 9 Milliarden unrealisierte Verluste aus Finanzinstrumenten im Konzernabschluss.
- Noch schlimmer wären die Befunde ausgefallen, hätten das IASB und die EU nicht kurzfristig im Oktober eine Änderung der internationalen Regelungen zur Bewertung von Finanzinstrumenten beschlossen. Weitere 3,4 Milliarden EUR konnten die Banken durch die Anwendung der neuen Regelungen an Eigenkapitalminderung somit zunächst vermeiden.
- Die Kommunikation der Banken und Versicherungen in dieser Zeit ist einheitlich und deutlich von der globalen Finanzmarktkrise und deren Auswirkungen angetrieben. Alle wesentlichen Teile des Reportings befassen sich mit der Entstehung, dem Verlauf und den Auswirkungen der Krise, sowohl auf den internationalen Finanzmarkt als auch auf das eigene Konzernergebnis bezogen.
- Als Epizentrum der Krise – und damit auch, wenn gegeben, der eigenen Schieflage – sehen die Unternehmen fast alle die Insolvenz der US-Investmentbank Lehman Brothers und andere internationale Einflussgrößen. Mögliche eigene Einflussfaktoren klammern die Unternehmen in ihrer Berichterstattung aus.
- Die umfangreichste und detaillierteste Risikokommunikation liegt bei den Unternehmen vor, die die Krise so weit getroffen hat, dass sie das Finanzmarktstabilisierungsprogramm der Bundesregierung in Anspruch nehmen mussten.

1. Fair Value in der Krise

Kaum ein Begriff beschäftigt die Rechnungslegungswelt derzeit so intensiv wie der des Fair Value. Gleichzeitig bleibt offen, was er wirklich ist. Ebenso ungeklärt und uneinheitlich scheint seine Behandlung in der Bewertungs- und Berichterstattungspraxis zu sein. Im Zusammenhang mit der Finanzmarktkrise wird dem Fair Value eine eskalierende, prozyklische Wirkung zugeschrieben: Geht es nach unten, dann verstärkt der Fair Value diesen Effekt.

Der Fair Value stellt den zentralen Bewertungsmaßstab in der IFRS-Rechnungslegung dar. Er soll richtige, zeitnahe und faire Werte generieren. Jeder Bilanzadressat muss sich allerdings der Gefahr einer bestehenden Erwartungslücke zwischen diesem an den Wertmaßstab gestellten Anspruch einerseits und seiner Bedeutung für die Qualität und Aussagekraft der Rechnungslegung andererseits bewusst sein. Dies gilt umso mehr für den Aufsichtsrat, wenn er seiner Überwachungsfunktion gerecht werden will.

Zunächst vermittelt eine an Marktwerten und Tagespreisen orientierte Bewertung den Charme einer aktuellen und verlässlichen Bewertung, welche die in der HGB-Rechnungslegung häufig kritisierte Bildung von stillen Reserven gerade ausschließen soll. Folglich wird die IFRS-Rechnungslegung oft als Möglichkeit zur offenen und transparenten Verständigung zwischen Unternehmen und der interessierten Öffentlichkeit charakterisiert. Allerdings geht der Bilanzadressat fehl, wenn er glaubt, der Fair Value sei in den IFRS eindeutig und abschließend geregelt.

International bezeichnet der Fair Value einen beizulegenden Zeitwert. Da für die Mehrzahl an Vermögenswerten aber gerade kein verlässlicher Zeitwert existiert, müssen zu seiner Bestimmung Hilfsgrößen herangezogen werden. Als solche finden geschätzte Marktpreise ebenso Verwendung wie Barwerte, Ertragswerte oder Wiederbeschaffungswerte. Der erforderliche Rückgriff auf derartige ‚Notlösungen‘ offenbart letztlich eine gewisse Hilflosigkeit der IFRS-Anwender im Umgang mit dem Wertmaßstab. Hinzu kommt die Notwendigkeit der Ausübung von Wahlrechten und Ermessensspielräumen, so dass (auch) der Bestimmung des Fair Value ein hohes Maß an bilanzpolitischem Potenzial inhärent ist. Je weiter die gewählte Ausprägungsform von einem Marktpreis entfernt ist, desto geringer ist die Nachvollziehbarkeit des gewählten Ansatzes und desto weiter wird der Weg zu einer entobjektivierten Bilanz beschritten.

Auch dem deutschen HGB-Recht ist der Fair Value durchaus nicht unbekannt, dient er doch als Vergleichsgröße bei der Bewertung einzelner Vermögenswerte und Schulden. Als steuerlicher Teilwert oder handelsrechtlich beizulegender Wert stellt er eine Bewertung sicher, deren Ansätze allerdings nicht über die ursprünglichen Anschaffungs- oder Herstellungskosten hinausgehen dürfen. Während das HGB den Fair Value damit nur zur Wertabsicherung nach unten nutzt, kann er in der IFRS-Rechnungslegung auch zu einem über den ursprünglichen Zugangswert hinausgehenden Wertansatz führen.

Bei den derzeitigen Plänen des Gesetzgebers, mit der Reformierung des HGB durch das BilMoG eine Annäherung an die Vorgaben der IFRS zu erreichen, nimmt eine an Zeitwerten orientierte Bilanzierung und Bewertung eine zentrale Rolle ein. Selbst erstellte immaterielle Werte des Anlagevermögens sollen künftig zu aktivieren sein; gleichzeitig ist eine Bewertung bestimmter Finanzinstrumente zum Fair Value angedacht. In einzelnen Branchen stellen selbst erstellte immaterielle Werte die entscheidenden Wertfaktoren dar. Außerdem ruhen in den Finanzanlagen deutscher Bilanzen vielfach hohe stille Reserven.

Bei der Aktivierung selbst erstellter immaterieller Werte bleibt aber offen, wie der Fair Value im Einzelfall zu bestimmen ist. Gerade im Zusammenhang mit unternehmensspezifischen

Werten stellt sich die Frage nach einer zutreffenden Ermittlung des fairen, immer von den jeweiligen Möglichkeiten des Bilanzierenden abhängigen Werts.

Auf den ersten Blick mag die Ermittlung von Marktwerten bei Finanzinstrumenten – zumindest bei börsennotierten Wertpapieren – einfacher sein, denn der Marktpreis suggeriert den fairen Wert des Finanztitels. Nicht zuletzt die aktuelle Finanzmarktkrise hat dem Kapitalmarkt und den Bilanzierenden aber deutlich vor Augen geführt, wie sehr Marktwerte und faire Werte abweichen können. Drastische Kursverluste führen zu Marktkapitalisierungen, die kleiner als das Eigenkapital des Unternehmens sind. Kapriolen einzelner Aktien auf engen Märkten mit wenigen frei handelbaren Stücken weisen Schwankungen von mehreren Hundert Euro am Tag auf. Beide Beispiele zeigen, dass eine stichtagsbezogene Ermittlung des Fair Value anhand des Marktpreises zu bisweilen vollkommen falschen Ergebnissen führen kann. Weder der Marktwert noch seine Wiedergabe in der Rechnungslegung können dann berechtigterweise als ‚fair‘ bezeichnet werden.

Mit einfachen Beispielen lässt sich der Fair Value entzaubern. Als Surrogat und Lückenfüller dient er zwar der vermeintlichen Gewissensberuhigung, alle Werte in der Rechnungslegung richtig abbilden zu können. Im Ernstfall verhindert er aber nicht die Krise, sondern kann unter Umständen sogar als deren Katalysator wirken. Die katalytische Wirkung verdeutlicht die Bewertung von Finanzinstrumenten nach IFRS. Keine Regelung hat eine derart kontroverse und lange Entstehungsgeschichte aufzuweisen wie die Regelungen des IAS 39, dessen erste Entwürfe auf den Anfang der 90er Jahre zurückgehen. Und kaum eine Regelung steht seitdem so sehr in der Kritik wie die der Bewertung von Finanzinstrumenten zum Fair Value.

Die massive Abwertung bestimmter Finanztitel führt bei einer stichtagsbezogenen Marktbewertung zu einer katalytischen Wirkung in der Krise. Unternehmen sind gezwungen, bestimmte Finanzinstrumente zum niedrigeren Marktwert anzusetzen – wohlwissend, dass dieser als Reflex einer extremen Situation an den Finanzmärkten kaum der faire Wert sein dürfte. Mit der Bewertung zum niedrigeren Wert, der in vielen Fällen unter den Anschaffungskosten liegen mag, gehen Abschreibungen einher und der Verlust von Eigenkapital. Bestimmte Eigenkapitalkennziffern sinken und verschärfen das Problem der Unternehmen, bei Banken notwendige Liquidität zu beschaffen.

Die aktuellen Entwicklungen am Finanzmarkt dürften auch die Pläne des Gesetzgebers nicht unberührt lassen. Der Wertmaßstab Fair Value steht wieder auf dem Prüfstand. Erste Neuerungen im Bereich der IFRS führen bereits dazu, dass unter bestimmten Bedingungen – wenn die stichtagsbezogene Wertminderung nicht nachhaltig ist – ein Ansatz zum niedrigeren Wert auch wieder unterbleiben darf. Unklar ist allerdings, wie die Nachhaltigkeit im Einzelfall zu bestimmen ist.

Die vorstehenden Probleme und Unsicherheiten dienen ebenfalls als Motivation der vorliegenden Untersuchung.

2. Empirische Untersuchung: Abgrenzung der Peer Group

Im Zentrum der aktuellen Untersuchung rund um den Fair Value stehen die deutschen Banken und Versicherungen. Vielfach wird in der Wahrnehmung am Markt die Fair Value-Bewertung bei diesen Unternehmen für das Ausmaß der Krise verantwortlich gemacht. Daher ist es angemessen nachzuprüfen, wie die Unternehmen im aktuellen Neunmonatsbericht mit dem Wertmaßstab des Fair Value umgehen. Was berichten sie? Wie bewerten sie?

Die vorliegende Studie untersucht den Fair Value vor dem Hintergrund der aktuellen Neunmonatsberichte der wichtigsten deutschen Banken und Versicherungen.

Die Deutsche Börse AG unterteilt die am deutschen Kapitalmarkt notierten Unternehmen insgesamt in 18 Branchenindizes und 63 Industriegruppen. Der DAXsector Banks sowie der DAXsector Insurance stellen zwei dieser 18 Branchenindizes dar. Im Dezember 2008 sind insgesamt zehn Werte im DAXsector Banks und sechs Werte im DAXsector Insurance geführt.

In einem ersten Schritt wurde die Grundgesamtheit der vorliegenden Untersuchung ausgehend von den Branchenindizes auf Basis der Zugehörigkeit der Unternehmen zu den vier Auswahlindizes der Deutsche Börse AG – also DAX, MDAX, SDAX und TecDAX – weiter eingeschränkt. Von den insgesamt zehn Werten im DAXsector Banks sind zum Zeitpunkt dieser Auswertung sechs Banken in einem der vier Auswahlindizes enthalten und gehören folglich zu den 160 bedeutendsten Unternehmen am deutschen Kapitalmarkt gemäß den Kriterien der Deutschen Börse für die Indexzusammensetzung. Vier dieser Gesellschaften gehören dem DAX an und stellen somit die größten deutschen Banken dar. Daher werden in die Untersuchung die in der folgenden Abbildung dargestellten vier Banken einbezogen.

Bei den Versicherungsunternehmen sind von den sechs Werten im DAXsector Insurance vier Gesellschaften gleichzeitig in einem der vier Auswahlindizes enthalten. Um eine Gleichverteilung zwischen Banken und Versicherungen in der Analyse zu erreichen, werden sowohl die beiden dem DAX angehörenden Unternehmen als auch die beiden Versicherungen im MDAX in die empirische Auswertung einbezogen.

Mit Wirkung zum 22.12.2008 wird die Zusammensetzung der Auswahlindizes der Deutsche Börse AG verändert. Zu diesem Zeitpunkt wechselt die Hypo Real Estate vom DAX in den MDAX. Aufgrund des zu geringen Streubesitzanteils in Bezug auf die Kriterien der Deutschen Börse verlässt außerdem AMB Generali den MDAX. Die vorliegende Analyse stellt auf die zum Zeitpunkt der Auswertung noch aktuelle Indexzusammensetzung ab und bezieht sich daher auf die in der folgenden Abbildung aufgeführten Gesellschaften.

Unternehmen	Index	Bilanzstichtag	Rechnungslegung
Banken			
Commerzbank AG	DAX	31.12.2008	IFRS
Deutsche Bank AG	DAX	31.12.2008	IFRS
Deutsche Postbank AG	DAX	31.12.2008	IFRS
Hypo Real Estate Holding AG	DAX	31.12.2008	IFRS
Versicherungen			
Allianz SE	DAX	31.12.2008	IFRS
AMB Generali Holding AG	MDAX	31.12.2008	IFRS
Hannover Rückversicherung AG	MDAX	31.12.2008	IFRS
Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG	DAX	31.12.2008	IFRS

Grundlage der Untersuchung sind die alle zum Stichtag 30.09.2008 vorgelegten Zwischenberichte nach IFRS aus der jeweiligen Konzernsicht.

3. Vielfach deutliche Unterbewertung der untersuchten Unternehmen zum 30.09.2008

Die Banken und Versicherungen weisen einen hohen Anteil an finanziellen Vermögenswerten in ihren Bilanzen aus. Daher wirkt sich die Bewertung dieser Vermögenswerte unmittelbar deutlich auf das Jahresergebnis und den Eigenkapitalausweis dieser Unternehmen aus. Zugleich hat die Finanzmarktkrise das Vertrauen in die Kapitalmärkte schwinden lassen und die am Markt vorgenommene Bewertung der Unternehmen hat in den letzten Monaten deutlich abgenommen.

Ein Vergleich des Marktwerts der Aktie beziehungsweise des Eigenkapitals mit dem Buchwert, also ein Vergleich der Marktkapitalisierung des Unternehmens mit seinem bilanziellen Eigenkapital, verdeutlicht, wie misstrauisch der Kapitalmarkt derzeit ist.

Bei einem durchschnittlichen Eigenkapital der hier untersuchten Unternehmen zum 01.01.2008 von rund 19 Mrd. EUR lag die Marktkapitalisierung noch bei rund 127 %. Bis auf die Hannover Rückversicherung waren alle Unternehmen höher bewertet als ihr bilanzielles Eigenkapital.

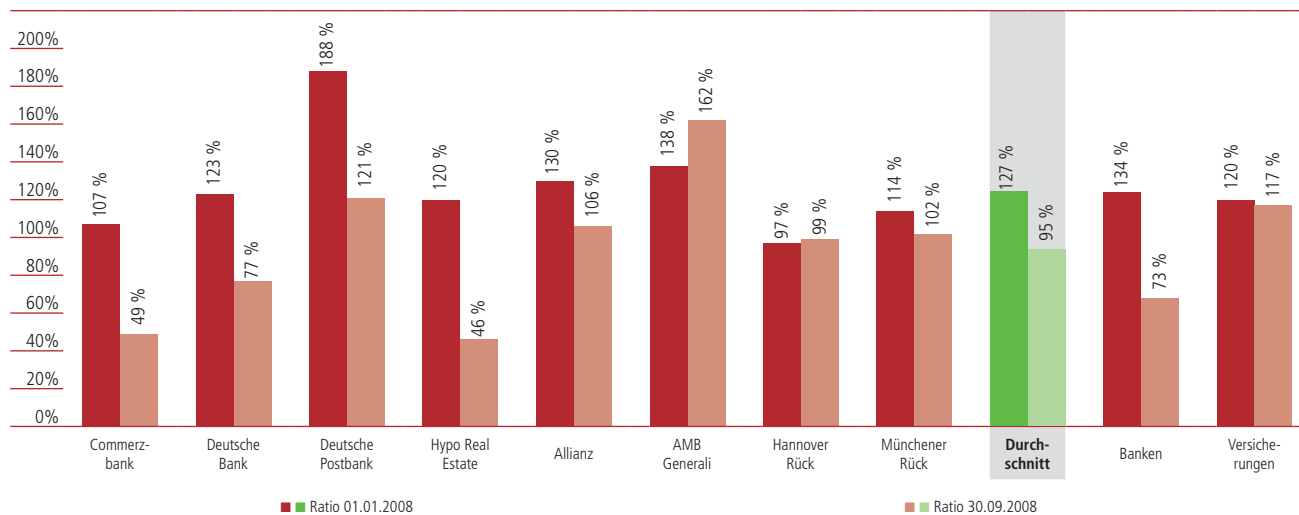
Zum 30.09.2008 hat sich dieser Befund gedreht. Bei einer durchschnittlichen Ratio von Marktkapitalisierung zu Eigenkapital von rund 95 % sind nur noch vier der acht untersuchten Unternehmen höher bewertet als das zum Quartalsende ausgewiesene Eigenkapital.

Insgesamt haben die hier untersuchten Banken deutlich mehr unter den veränderten Marktverhältnissen im Jahr 2008 gelitten als die Versicherungen.

[EUR-Angaben in Mio.]	Commerz- bank	Deutsche Bank	Deutsche Postbank	Hypo Real Estate	Allianz	AMB Generali	Hannover Rück	Münchener Rück	Durchschnitt
Marktkapitalisierung 31.12.2007	17.257	47.418	9.963	7.260	66.600	5.730	3.805	28.966	23.375
Marktkapitalisierung 30.09.2008	7.515	28.278	4.372	876	43.552	5.937	3.101	21.922	14.444
EK 31.12.2007	16.132	38.466	5.311	6.074	51.381	4.144	3.922	25.458	18.861
EK 30.09.2008	15.257	36.628	3.619	1.909	41.192	3.661	3.127	21.464	15.857
Ratio 01.01.2008	107 %	123 %	188 %	120 %	130 %	138 %	97 %	114 %	127 %
Ratio 30.09.2008	49 %	77 %	121 %	46 %	106 %	162 %	99 %	102 %	95 %

In der Krise ist es alleine der AMB Generali Versicherung gelungen, das Verhältnis von Marktwert und Buchwert des Eigenkapitals deutlich zu verbessern. Bei der Hannover Rück konnte zumindest eine leichte Verbesserung des Verhältnisses erreicht werden, auch wenn die Relation zwischen Marktkapitalisierung und bilanziellem Eigenkapital immer noch unter 100 % liegt.

Zum Zeitpunkt dieser Analyse im Dezember 2008 sind die Aktienkurse der untersuchten Unternehmen nochmals deutlich gesunken. Im Schnitt betragen die Börsenkurse Anfang Dezember noch rund zwei Drittel der Schlusskurse zum 30.09.2008. Einzig der Aktienkurs der Münchener Rück konnte sich in dem schwierigen Marktumfeld behaupten.



Damit dürfte deutlich geworden sein, dass aktuell alle Unternehmen aus dem Bereich der Banken und Versicherungen am Markt deutlich geringer bewertet sind, als man es aufgrund ihres bilanziellen Reinvermögens erwarten würde. Der wichtigste Grund hierfür dürfte die weiterhin bestehende Unsicherheit hinsichtlich der Werthaltigkeit einzelner Vermögenswerte sein. Die vorgenommenen Abwertungen im Bereich der Finanzinstrumente werden vielfach als noch nicht ausreichend angesehen und das Misstrauen hinsichtlich der tatsächlichen Werte besteht weiterhin. Im Zentrum dieses Problems steht die Fair Value-Konzeption, die grundsätzlich bei schwierigen Marktbedingungen eine Abwertung bestehender Vermögenswerte und eine damit einhergehende Eigenkapitalreduzierung erzwingt.

Gerade in unsicheren Zeiten und bei einer deutlichen Unterbewertung der Unternehmen rückt eine intensive Auseinandersetzung mit diesen Problemen in den Vordergrund. Dies gilt sowohl für die bilanzielle Bewertung als auch für die Berichterstattung in den unternehmensspezifischen, kapitalmarktgerichteten Informationsmedien.

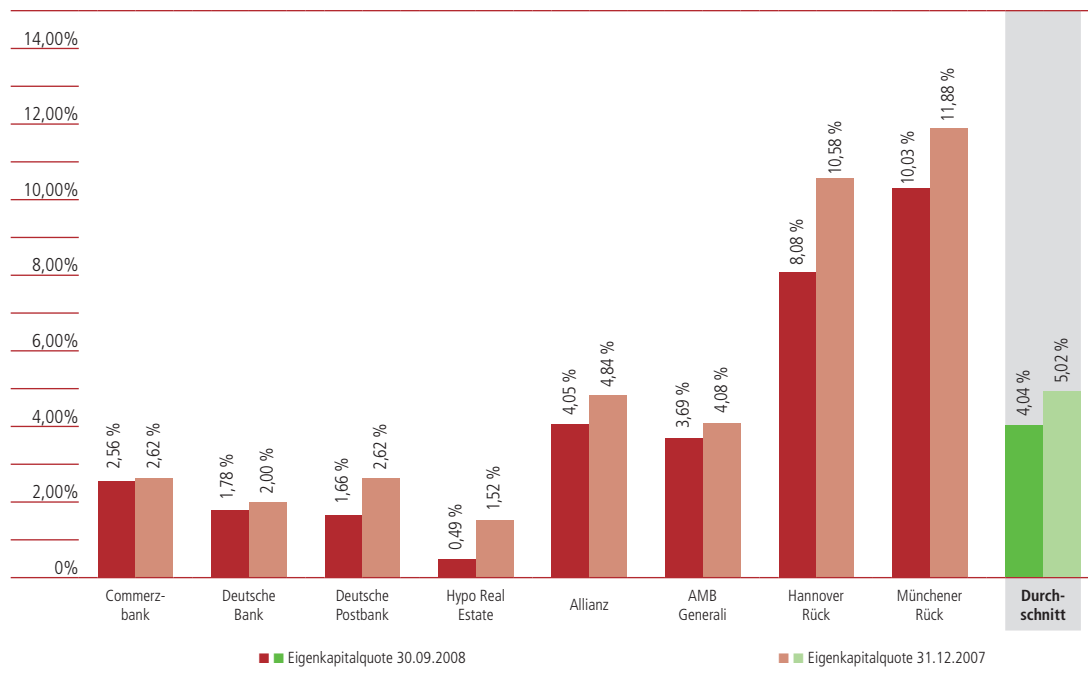
4. Fair Value und finanzielle Fakten

Eigenkapitalquote

Mit herkömmlichen Beurteilungsmaßstäben aus der Kennzahlenanalyse kann man kaum die Rentabilität oder den Erfolg des jeweils verfolgten Geschäftsmodells messen. So liegt die Eigenkapitalquote von Banken und Versicherungen zwangsläufig weit unter dem Durchschnitt der Eigenkapitalquote von Industrie-, Dienstleistungs- oder Handelsunternehmen.

Aber auch wenn dies grundsätzlich für die gesamte Branche gilt, sind die Unterschiede zum Teil massiv.

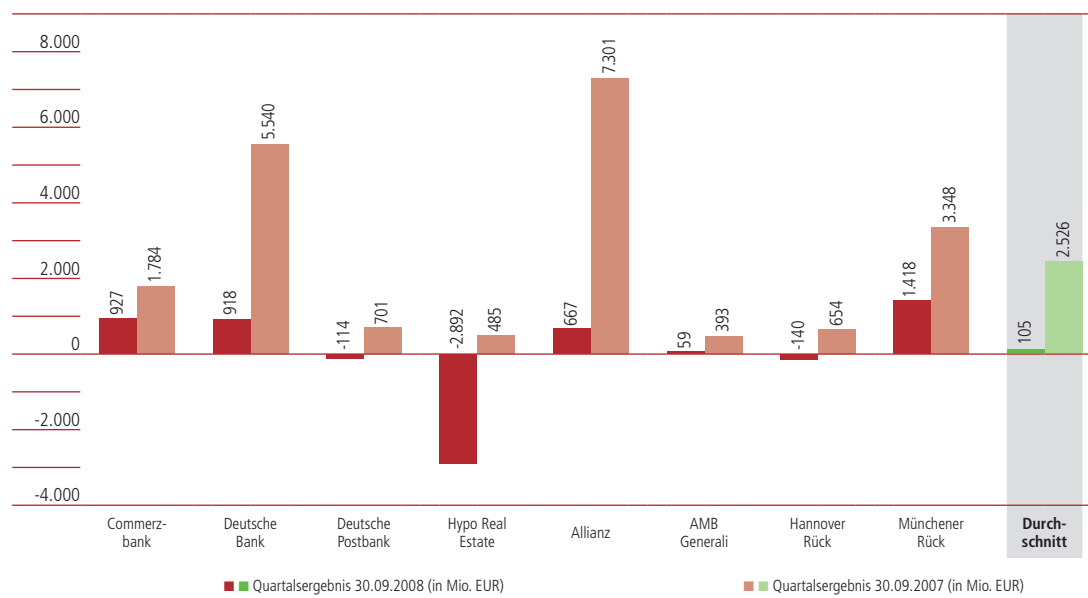
Die Eigenkapitalquote zum 30.09.2008 liegt zwischen knapp 0,5 % und rund 10,0 %, im Durchschnitt bei 4 %. Im Vergleich zum Durchschnitt per 31.12.2007 hat sie um fast einen Prozentpunkt abgenommen. Angesichts der Finanzmarktkrise, die bereits zum 30.09.2008 ihren Niederschlag in den Bilanzen der untersuchten Unternehmen gefunden hat, ist dies kein Wunder.



Quartalsergebnisse

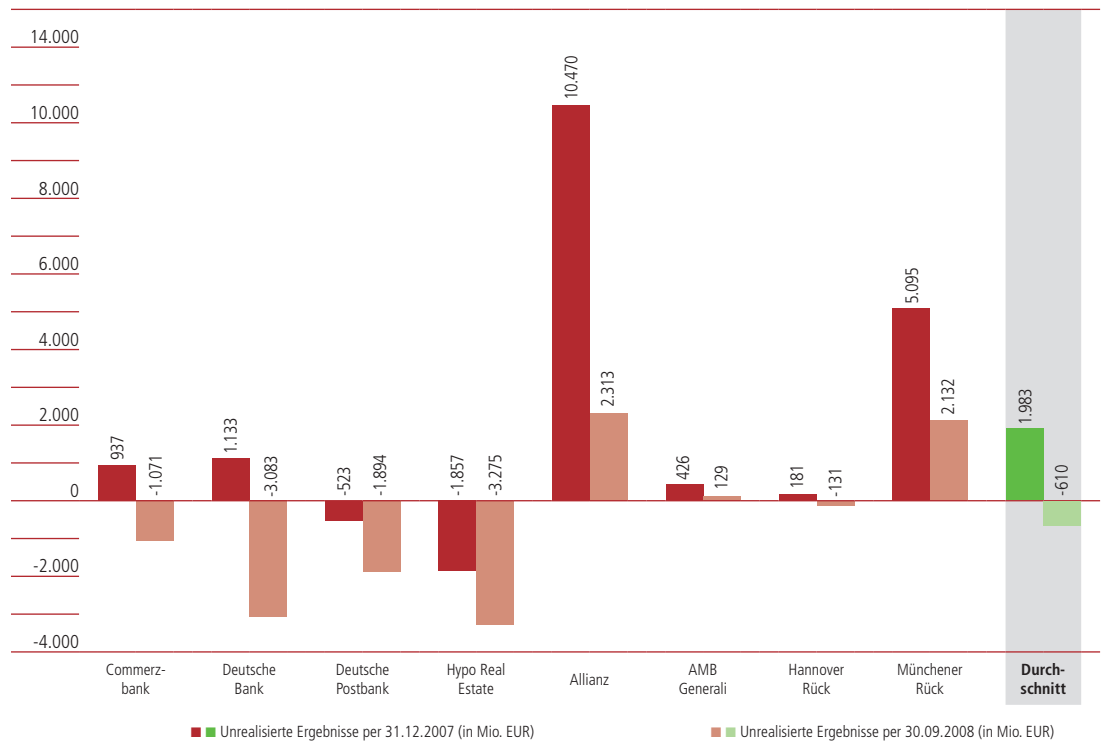
Noch deutlicher zeigen sich die Auswirkungen der allgemein schwierigen Branchenbedingungen im Jahr 2008 gegenüber dem Vorjahr bei einem direkten Vergleich der Neunmonatsergebnisse per 30.09.2008 mit denen per 30.09.2007.

Bei allen Unternehmen bleiben die Neunmonatzzahlen deutlich hinter denen des Vorjahreszeitraums zurück. Nach einem Ergebnis von durchschnittlich rund 2,5 Mrd. EUR per 30.09.2007 erwirtschafteten die Unternehmen per 30.09.2008 nur noch rund 100 Mio. EUR im Durchschnitt. Allerdings ist zu beachten, dass der Rückgang der Ergebnisgrößen nicht bei allen Unternehmen im gleichen (relativen) Ausmaß festzustellen ist. Das negative Ergebnis der Hypo Real Estate von rund 3 Mrd. EUR wirkt sich deutlich auf den Mittelwert der hier untersuchten Größe aus.



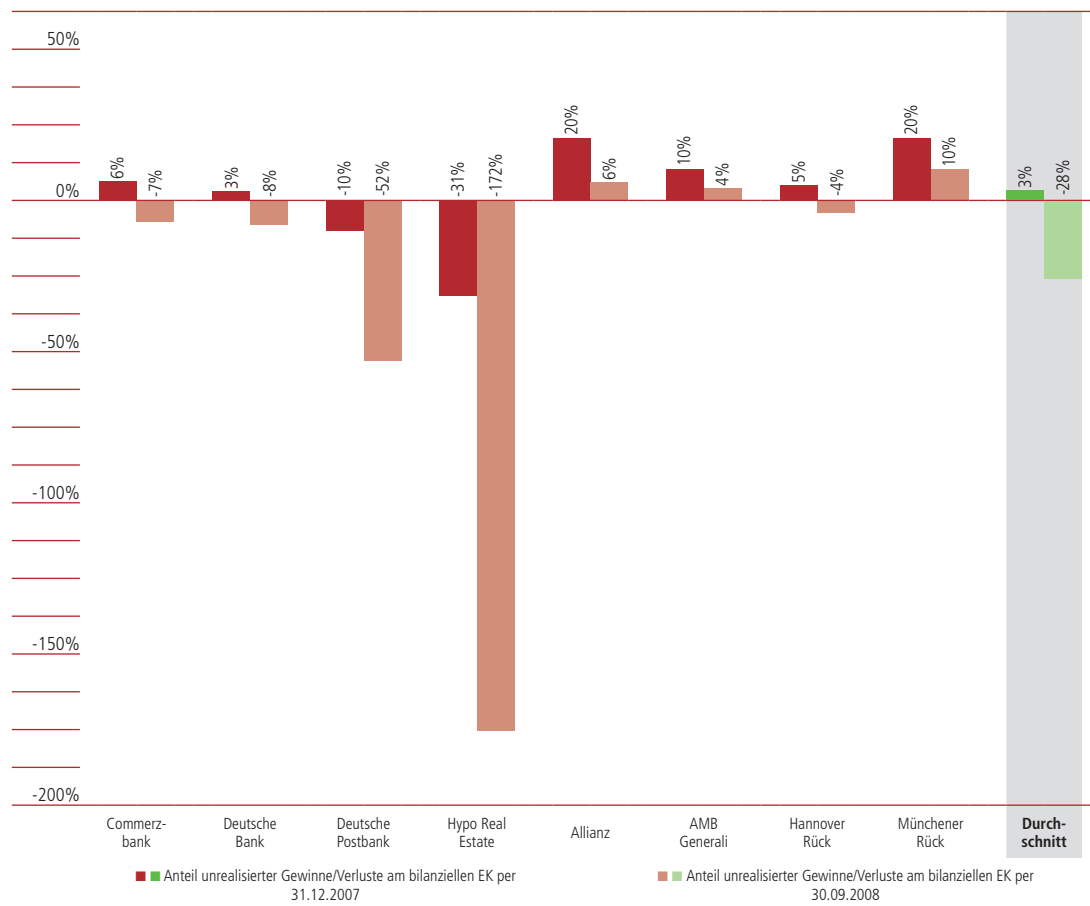
Neubewertungsrücklage

Neben den unmittelbaren Auswirkungen des Ergebnisses auf das Eigenkapital unterliegt das Eigenkapital im IFRS-Abschluss der hier untersuchten Unternehmen auch den nicht ergebniswirksamen Schwankungen. Ein typisches Beispiel hierfür sind die Eigenkapitalveränderungen aufgrund der Neubewertung bestimmter Finanzinstrumente in der sog. „Neubewertungsrücklage“ bzw. in der Kategorie der „nicht in der Gewinn- und Verlustrechnung berücksichtigten Gewinne/Verluste“ oder unter der Bezeichnung „nicht realisierte Gewinne und Verluste“. Während die erfolgsneutral im Eigenkapital erfassten unrealisierten Aufwendungen und Erträge aus der Bewertung von Finanzinstrumenten (inklusive der Beträge aus dem Cashflow Hedging) zum 31.12.2007 im Durchschnitt noch 2 Mrd. EUR betragen, weist dieser Eigenkapitalposten per 30.09.2008 einen Wert von rund ./.. 0,6 Mrd. EUR auf. Im Durchschnitt haben die hier untersuchten Unternehmen demnach rund 2,6 Mrd. EUR eigenkapitalaufzehrend, aber nicht erfolgswirksam an Verlusten in den ersten neun Monaten des Jahres 2008 im Eigenkapital verbucht.



Noch deutlicher wird die Auswirkung dieser bilanziellen Behandlung, wenn man die Summe über alle Unternehmen betrachtet: rund 21 Mrd. EUR haben die hier untersuchten acht Unternehmen in den ersten neun Monaten 2008 erfolgsneutral gegen das Eigenkapital verrechnet. Zum Vergleich: Im Vorjahreszeitraum waren es „nur“ rund 4 Mrd. EUR.

Während die unrealisierten Ergebnisse zum 31.12.2007 im Durchschnitt rund 3 % des bilanziellen Eigenkapitals ausgemacht haben, stellt sich die Situation aktuell anders dar. Mit durchschnittlich ./.. 28 % tragen die unrealisierten Ergebnisbeiträge zum bilanziellen Eigenkapitalausweis zum 30.09.2008 bei. Während bei den Banken in Summe mehr als 9 Mrd. EUR unrealisierte Verluste im Eigenkapital schlummern, die – sofern sich der Markt nicht dreht – irgendwann ergebniswirksam über die Erfolgsrechnung verbucht werden müssen, weisen die Versicherungen in der Summe rund 4 Mrd. EUR unrealisierte Gewinne aus. Rund 5 Mrd. EUR nicht realisierte Verluste haben die hier untersuchten Unternehmen demnach in Summe in ihrem Eigenkapital bislang ergebnisunwirksam, erfolgsneutral gebucht.



Alleine die erfolgsneutrale Erfassung bestimmter Aufwendungen trägt dazu bei, dass die Gewinn- und Verlustrechnungen zum 30.09.2008 nicht noch weiter in die roten Zahlen rutschen. Geholfen hat den Unternehmen zum 30.09.2008 hierbei vielfach ein Rückgriff auf das aktuell geänderte Regelwerk der IFRS.

Bewertung bestimmter Finanzinstrumente

Neuregelungen des IASB mildern Krise ab

Als eine kurzfristige Reaktion auf die weltweite Finanzmarktkrise sowie die Turbulenzen an den internationalen Kapitalmärkten und zur Sicherstellung einer höheren Akzeptanz der IFRS hat das IASB die Regelungen zur Behandlung bestimmter Finanzinstrumente nach IAS 39 und IFRS 7 geändert (Amendments to IAS 39 and IFRS 7: Reclassification of Financial Assets). Das Ziel der Änderung bestand darin, in der gegenwärtigen schwierigen Kapitalmarktlage sowie bei den damit verbundenen Folgen für die Bewertung bestimmten Unternehmen eine kurzfristige Erleichterung bezogen auf ihre bilanzielle Situation zu gewähren. Aufgrund der Dringlichkeit der Maßnahme verzichtete das IASB auf das Durchlaufen des Due Process. Nur zwei Tage nach der Beschlussfassung hinsichtlich dieser Änderungen durch das IASB hat auch die Europäische Kommission am 15.10.2008 die Regelungen übernommen (Verordnung Nr. 1004/2008). Damit wurde erstmals ein Standard unterjährig so schnell verabschiedet und für die Unternehmen anwendbar – in diesem Fall mit Rückwirkung zum 01.07.2008 bezogen auf die Bewertung.

Bei den Änderungen handelt es sich insbesondere um die Möglichkeit, unter bestimmten Voraussetzungen unschädlich Umwidmungen von nicht derivativen finanziellen Vermögenswerten innerhalb der Bewertungskategorien gemäß IAS 39 vornehmen zu können. Begründet werden die Neuregelungen damit, dass angesichts der Finanzmarktkrise bestimmte Finanzinstrumente nicht mehr gehandelt werden können und einzelne Märkte inaktiv geworden oder in eine Schieflage geraten sind.

Die Änderungen nach IAS 39 – konkret die Änderung der Paragraphen 50 und AG8 sowie die Einfügung der Paragraphen 50B bis 50F – ermöglichen unter außergewöhnlichen Umständen die Umklassifizierung von bestimmten finanziellen Vermögenswerten aus der Bewertungskategorie „at Fair Value through Profit or Loss“ in eine andere Bewertungskategorie. Nach IAS 39.50B darf ein Unternehmen damit dann bestimmte Finanzinstrumente, die eigentlich zum Fair Value anzusetzen wären, unschädlich in eine andere Bewertungskategorie umgliedern, wenn die Absicht aufgegeben worden ist, den betroffenen Vermögenswert kurzfristig zu halten oder zurückzukaufen. Dies gilt auch für finanzielle Vermögenswerte, die die Definition der Kredite und Forderungen erfüllen, wenn der Bilanzierende die Absicht hat und in der Lage ist, den finanziellen Vermögenswert auf absehbare Zeit oder bis zu seiner Fälligkeit zu halten. Zum Zeitpunkt der Umgliederung gilt der noch zum Fair Value bewertete Wertansatz als neue Anschaffungskosten des finanziellen Vermögenswerts. Damit stellt der Fair Value auch für die Folgebewertung die maßgebliche Ausgangsgröße dar.

Im Ergebnis ermöglicht es dieser Weg einzelnen Unternehmen, Wertpapiere, die eigentlich zu einem niedrigeren Fair Value zum Stichtag anzusetzen wären, weiterhin zu ihren Anschaffungskosten zu bewerten und somit eigenkapitalaufzehrende Abschreibungen zu vermeiden.

Die Änderungen sind rückwirkend ab dem 01.07.2008 anzuwenden, sofern die entsprechenden Voraussetzungen vorliegen. Damit müssen Marktwertänderungen, die sich im dritten Quartal ergaben und zukünftig ergeben werden, nicht mehr in der Gewinn- und Verlustrechnung oder im Eigenkapital gezeigt werden.

Anwendung der Neuregelungen rettet Periodenergebnis

Erste Unternehmen haben von den Neuregelungen zur Bewertung von Finanzinstrumenten bereits Gebrauch gemacht – so auch viele der hier untersuchten Unternehmen. Den Umgang mit den veränderten Bewertungsmöglichkeiten, mit deren Hilfe der Ausweis weiterer negativer Ergebnisbeiträge vermieden werden kann, zeigt ein Blick in die Quartalsberichterstattung der Unternehmen per 30.09.2008, insbesondere bei den Banken.

Commerzbank (Quartalsbericht, S. 8 und S. 32):

Bei der Commerzbank spiegelt sich in der Neubewertungsrücklage deutlich die anhaltende Finanzmarktkrise wider. Die Neubewertungsrücklage ging – ohne Berücksichtigung der Effekte aus den Cashflow Hedges – deutlich zurück, bedingt durch die Mark-to-Market-Bewertung des Portfolios an festverzinslichen Wertpapieren – dieser Wert ist auch durch die Reklassifizierung gemäß der Mitteilung des IASB vom 13.10.2008 beeinflusst.

Der Fair Value der umkategorisierten Wertpapiere beträgt im Umkategorisierungszeitpunkt am 30.09.2008 44 Mrd. EUR. Dieser Wert wurde als neuer Buchwert der Wertpapierbestände angesetzt. Die Neubewertungsrücklage (nach latenten Steuern) beläuft sich für die umkategorisierten Wertpapiere zum 30.09.2008 auf -751 Mio. EUR im Vergleich zu -410 Mio. EUR zum 31.12.2007.

Eine konkrete Angabe über die Auswirkungen der Anwendung des im Oktober 2008 geänderten IAS 39 findet sich nicht.

EFFEKT: **keine Aussage möglich**

Deutsche Bank (Quartalsbericht, S. 63):

Auch die Deutsche Bank hat Umgliederungen im Einklang mit den Änderungen zu IAS 39 und IFRS 7 vorgenommen. Wäre die Umgliederung nicht vorgenommen worden, hätte die Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung im dritten Quartal 2008 unrealisierte Fair Value-Verluste in Höhe von 726 Mio. EUR aus umklassifizierten Handelsaktiva und zusätzliche

Wertminderungsverluste in Höhe von 119 Mio. EUR aus bereits wertgeminderten zur Veräußerung verfügbaren finanziellen Vermögenswerten beinhaltet. Darüber hinaus wären im dritten Quartal 2008 unrealisierte Fair Value-Verluste in Höhe von 649 Mio. EUR aus umklassifizierten zur Veräußerung verfügbaren finanziellen Vermögenswerten, bei denen keine Wertminderung vorlag, entstanden. Diese wären direkt im Eigenkapital in der Position Nicht in der Gewinn- und Verlustrechnung berücksichtigte Gewinne/Verluste ausgewiesen worden.

EFFEKT: + 1.494 Mio. EUR

Deutsche Postbank (Quartalsbericht, S. 13 und S. 38):

Auch die Postbank hat Umgliederungen im Einklang mit den Änderungen zu IAS 39 und IFRS 7 vorgenommen. Als Folge davon wird der überwiegende Teil der Available-for-Sale-Bestände seit dem 01.10.2008 zu fortgeführten Anschaffungskosten bewertet. Die Postbank hat gemäß IAS 39.50E Fremdwährungsschuldverschreibungen von nom. 1.596 Mio. EUR rückwirkend zum 01.07.2008 zum Fair Value von 1.463 Mio. EUR von der Bewertungskategorie Available for Sale in Loans and Receivables umgegliedert. Sofern die Postbank die Halteabsicht nicht geändert hätte, wäre die negative Neubewertungsrücklage im dritten Quartal um weitere 69 Mio. EUR angestiegen.

EFFEKT: + 69 Mio. EUR

Hypo Real Estate (Quartalsbericht, S. 23):

Hauptursache für den Rückgang der Neubewertungsrücklage sind Kurswertanpassungen im ersten Halbjahr 2008. Auch die Hypo Real Estate hat Umgliederungen im Einklang mit den Änderungen zu IAS 39 und IFRS 7 vorgenommen. Es wurden Vermögenswerte mit einem Buchwert von 76,1 Mrd. EUR rückwirkend zum 01.07.2008 von der Bewertungskategorie Available for Sale in Loans and Receivables umgegliedert. Sofern diese Umwidmung unterblieben wäre, wäre die negative Neubewertungsrücklage im dritten Quartal um weitere 1,8 Mrd. EUR (nach Steuern) angestiegen.

EFFEKT: + 1.800 Mio. EUR

Allianz (Quartalsbericht, S. 54):

Der Allianz Konzern hat den geänderten IAS 39 und IFRS 7 im dritten Quartal 2008 angewendet und bestimmte finanzielle Vermögenswerte des Bankgeschäfts, die von der Dresdner Bank Gruppe gehalten werden, vor dem 01.11.2008 mit den Zeitwerten vom 01.07.2008 umklassifiziert. Aufgrund der Umgliederung der Dresdner Bank Gruppe als zur Veräußerung gehaltene Veräußerungsgruppe und aufgegebenen Geschäftsbereich hat die Umklassifizierung jedoch keine Auswirkung auf den Periodenüberschuss des Allianz Konzerns für den Zeitraum vom 01.07. bis 30.09. und vom 01.01. bis 30.09.2008. Ende November hat die Commerzbank bekanntgegeben, den 40%igen Restanteil an der Dresdner Bank von der Allianz im Januar 2009 zu übernehmen.

EFFEKT: 0 EUR

AMB Generali (Quartalsbericht, S. 27):

Die Gesellschaft hat die Neuregelungen des IASB in ihrem Zwischenbericht zum 30.09.2008 nicht angewandt.

EFFEKT: 0 EUR

Hannover Rück (Quartalsbericht, S. 26):

Die Änderungen des IAS 39 eröffnen die Möglichkeit zur Umklassifizierung und -bewertung ausgewählter Finanzinstrumente. Die Hannover Rück hat die Auswirkungen der Änderungen geprüft und aufgrund des kaum vorhandenen Anwendungspotenzials die mit den Änderungen verbundenen Erleichterungen zum Bilanzstichtag nicht in Anspruch genommen.

EFFEKT: 0 EUR

Münchener Rück (Quartalsbericht, S. 16):

Das Unternehmen gibt an, aufgrund seiner ausgewogenen Kapitalanlagepolitik und der bisher eher konservativen Rechnungslegung auf die Reklassifizierung von Finanzinstrumenten verzichten zu können.

EFFEKT: 0 EUR

Beurteilung

Während zum 30.09.2008 alle untersuchten Banken von den Neuregelungen der IFRS-Bewertung von Finanzinstrumenten Gebrauch gemacht haben, hat sich bei den Versicherungsunternehmen keine Auswirkung auf den Ausweis des Periodenergebnisses ergeben. Zwar hat die Allianz bei der Dresdner Bank die Neuregelungen angewandt, allerdings ohne Auswirkungen auf das Periodenergebnis, da die Beteiligung ohnehin wegen der Veräußerungspläne nach gesonderten Regelungen bewertet wird.

Rund 3,4 Mrd. EUR konnten die deutschen Banken an Eigenkapitalminderung durch die Anwendung der neuen Regelungen vermeiden.

Während bei den anderen Banken das Eigenkapital ohne Anwendung der Neuregelungen „nur“ zwischen 2 % und 4 % zum 30.09.2008 abgenommen hätte, profitiert im Besonderen die Hypo Real Estate von den modifizierten Bewertungsvorschriften. Bei einer ansonsten zu verbuchenden Eigenkapitalminderung von weiteren 1,8 Mrd. EUR hätte das zum 30.09.2008 ausgewiesene Eigenkapital rund 94 % abgenommen, wäre auf rund 100 Mio. EUR zusammengeschrumpft und die Eigenkapitalquote im IFRS-Konzernabschluss wäre mit 0,03 % nahezu Null gewesen.

Alleine wegen der Neuregelungen zur Bewertung von bestimmten Finanzinstrumenten konnte die Deutsche Bank zum 30.09.2008 noch ein positives Quartalsergebnis ausweisen. Statt einem Gewinn von rund 400 Mio. EUR stünde bei einer unveränderten Bewertung der Finanzinstrumente nach den bis vor der Finanzmarktkrise geltenden Regelungen ein Verlust von rund 400 Mio. EUR in der Gewinn- und Verlustrechnung.

Wirkung des Fair Value

Die Neuregelungen des IASB haben den Eigenkapitalausweis und die Quartalsergebnisse der deutschen Banken gerettet. Gleichzeitig offenbaren die Neuregelungen die Kehrseite der Fair Value-Bewertung. Die Effekte, die in guten Zeiten Eigenkapital schaffen und positive Ergebnisse in den Erfolgsrechnungen bewirken, wirken in Krisenzeiten als Katalysator von Negativmeldungen. Der Fair Value ist nicht die Ursache für die Krise, aber liegt die Krise vor, so bewirkt seine grundsätzlich an volatilen Marktwerten orientierte Bewertungskonzeption eine Verstärkung der Problematik.

5. Reporting in der Krise

Im Rahmen der Untersuchung, wie sich die Weltfinanzmarktkrise auf die Zahlen und die Ergebnisse der großen deutschen Banken und Versicherungen ausgewirkt hat, ist es auch interessant zu erfahren, wie diese nun damit umgehen. – Wie gestaltet sich die Kommunikation der Unternehmen den Stakeholdern gegenüber; wie offen wird der Begriff der „Krise“ kommuniziert und welche Einflussgrößen auf ihre eigene wirtschaftliche Lage nennen die Unternehmen selber?

In Vorbereitung auf diese Untersuchung haben wir uns sowohl die Reaktion der Politik auf die aktuellen Geschehnisse der Wirtschaft als auch den Umgang großer Unternehmen damit angesehen.

Das Bewusstsein über die wirtschaftliche Situation in Deutschland (und auch der Welt) legt nahe, dass Unternehmen den Begriff der „Krise“ zu dem oder zumindest zu einem der zentralen Gegenstände ihres Reportings machen könnten. Wie aber ein jedes Unternehmen damit umgeht – vor allem in Hinblick darauf, dass sich das Jahresende nähert und es sicherlich einen jeden Aktionär interessiert, wie sein Unternehmen ins nächste Jahr blickt – das soll dieser Teil unserer Studie zeigen.

Wir gehen dabei von folgenden Thesen aus:

1. Die untersuchten Banken und Versicherungen greifen die Krise an den Finanzmärkten der Welt auf und machen sie zum zentralen Gegenstand des Reportings.
2. Die eigene wirtschaftliche Situation wird von den Unternehmen in Abhängigkeit von den Entwicklungen auf dem US-amerikanischen Finanzmarkt und anderen internationalen Einflussgrößen der Finanzmarktkrise gesehen. Viel mehr bemühen die Unternehmen sich um „Schadensbegrenzung“ ihren Investoren gegenüber.
3. Die eigene Betroffenheit durch die Finanzmarktkrise führt dazu, die Kommunikation transparenter und umfangreicher zu gestalten, vor allem hinsichtlich der das Unternehmen betreffenden Risiken.

Im Folgenden wird nun eine jede These eingehend untersucht und anhand von Untersuchungsergebnissen und Beispielen ausgeführt.

Auf Basis der aufgestellten Thesen wurden bestimmte Teile des Reportings ganz gezielt unter kommunikativen Gesichtspunkten untersucht. Besonderer Fokus lag dabei auf

- dem Vorwort bzw. dem Brief an die Aktionäre,
- der Beschreibung der eigenen wirtschaftlichen Situation,
- dem Risikobericht,
- dem Prognosebericht bzw. dem Ausblick.

These 1

Die untersuchten Banken und Versicherungen greifen die Krise an den Finanzmärkten der Welt auf und machen sie zum zentralen Gegenstand des Reportings.

Wie erwartet, spiegeln alle untersuchten Quartalsberichte die Auswirkungen der Krise und den Umgang damit stark wider. Nahezu alle untersuchten Unternehmen steigen gleich als Einleitung, also mit dem Brief an die Aktionäre, in dieses Thema ein. Schlagworte wie „Finanzmarktkrise“, „Turbulenzen“, „Insolvenz“ oder „Ausfälle“ werden dabei bei sieben von acht Unternehmen (87,5 %) regelmäßig verwendet und ziehen sich wie ein roter Faden durch den Brief. Einzig die Münchener Rück verzichtet im Brief an die Aktionäre (und auch im weiteren Verlauf des Berichtes) auf die Nutzung eben solcher „Schlagzeilen“, die den Leser recht schnell und eindeutig in eine bestimmte Richtung lenken.

Eine bestimmte Regelmäßigkeit findet sich nicht nur in den verwendeten Begriffen wieder – auch der Aufbau der Briefe an die Aktionäre wird im dritten Quartal von den unterschiedlichen Unternehmen recht ähnlich gehandhabt: So beginnen sechs von acht Aktionärsbriefen mit einer Darlegung der Auswirkung der Finanzmarktkrise auf die Weltwirtschaft und die Bedingungen an den Kreditmärkten. Formulierungen wie „Das abgelaufene Quartal und die Wochen danach brachten für die internationalen Finanzmärkte die härteste Belastungsprobe seit Jahrzehnten“ oder „Schieflagen bei führenden Bankhäusern haben zu einem ungeheuren Vertrauensverlust im Finanzmarkt geführt“ halten das Ausmaß der Krise erst einmal allgemein und stellen klar, dass hier immerhin die ganze Welt betroffen ist und nicht nur die eigene Bank bzw. Versicherung. Erst daraufhin leitet der Brief auf das eigentliche Zentrum des Interesses des Lesers: Wie ist die eigene wirtschaftliche Lage? Wie geht das Unternehmen mit den Turbulenzen an den Finanzmärkten um, und wie wirkt sich die Krise auf die eigenen

Zahlen aus? Einzig die Commerzbank und die Hypo Real Estate haben eine offensivere Form des Einstiegs in den Bericht gewählt: Das eigene Ergebnis wird hier den allgemeinen Entwicklungen auf dem Markt voran gestellt – wenn es auch im selben Abschnitt oder gar demselben Satz erwähnt wird.

Ob eine eher offensive oder eher allgemeiner gehaltene Einleitung des Berichtes im Zusammenhang mit der eigenen Betroffenheit durch die Krise steht, erschließt sich dem Leser an diesem Punkt noch nicht. Doch fällt zumindest auf, dass eben die beiden Banken besonders schnell in das eigentliche, das „eigene“ Thema einsteigen, die die Finanzmarktkrise am wenigsten unbeschadet überstanden haben. Nämlich eben die Commerzbank und die Hypo Real Estate, die sich im Verlauf der anhaltenden Schwierigkeiten als einzige der untersuchten Unternehmen dazu entschieden haben, das Finanzmarktstabilisierungsprogramm der Bundesregierung in Anspruch zu nehmen.

(Anmerkung: Die Hypo Real Estate weist klar darauf hin, dass diese Maßnahme aufgrund eines existenzgefährdenden Liquiditätengraps getroffen wurde. Die Commerzbank sieht das Programm insbesondere als Hilfe zur Stärkung der Eigenkapitalbasis, um weiterhin Kredite vergeben zu können.)

Dem Leser wird also als Einstieg des Berichtes in erster Linie gezeigt, inwieweit (oder auch nicht) das Unternehmen von der Krise betroffen ist. Auf einer zweiten Ebene macht dies aber vor allem dem Leser klar, welchen hohen Stellenwert das Thema Finanzmarktkrise für den Quartalsbericht wirklich hat. Und damit, welche Relevanz es für das ganze Unternehmen erlangt hat.

Und das Thema setzt sich fort. Auch in den Lageberichten der untersuchten Reporte spielt die Finanzmarktkrise eine eher übergeordnete Rolle. Speziell das Lesen des Risikoberichtes lässt beim Leser in dem ein oder anderen Quartalsbericht das Gefühl eines Déjà vu aufkommen – werden hier doch von einigen Unternehmen die schon aus dem Brief an die Aktionäre wohl bekannten Ursachen für das Ausbrechen der Krise ein weiteres Mal genannt. Selbst die Hypo Real Estate, die im Brief an die Aktionäre noch zurückhaltend ist, was das Finden von Gründen für die eigene Krise angeht, widmet die ersten zwei Absätze ihres Risikoberichtes dem Fall Lehman Brothers und dessen Auswirkungen auf das eigene Ergebnis. Kaum anders verhält es sich mit dem Prognosebericht bzw. dem Ausblick ins nächste (Geschäfts-) Jahr. 50 % der Unternehmen weisen bereits im Brief an die Aktionäre darauf hin, dass „aufgrund der hohen Volatilität auf den Finanzmärkten seriöse Aussagen zur Zeit nicht möglich sind“. So ist es beinahe zu erwarten und nicht weiter verwunderlich, dass einige der Prognoseberichte/Ausblicke eher einer Fortführung des Risikoberichtes gleichen als einer Auseinandersetzung mit der Zukunft. Es werden zwar vage Prognosen getroffen, doch spiegeln diese eher die momentane Unsicherheit wider, als dass sie dem Leser einen konkreten Blick ins nächste Jahr verschaffen. Man erfährt also viel darüber, wo das Unternehmen gerade steht, wie es aus eigener Sicht dort hin gekommen ist – aber man erfährt kaum etwas darüber, wo das Unternehmen sich in Zukunft sieht. Denn dafür reichen Formulierungen wie „dass wir diese Krise eher als Chance denn als Risiko verstehen können“ leider nicht aus. Allen Unternehmen ist also eines gemein: Sie wissen noch nicht recht, wohin das nächste Jahr sie wirklich führen wird und sind daher – trotz gegenteiliger Bemühungen, die sich in allen der Berichte erkennen lassen – gezwungen, die Aktionäre mehr oder weniger warten zu lassen. Genau, wie sie es selber tun müssen.

These 2

Die eigene wirtschaftliche Situation wird von den Unternehmen in Abhängigkeit von den Entwicklungen auf dem US-amerikanischen Finanzmarkt und anderen internationalen Einflussgrößen der Finanzmarktkrise gesehen. Viel mehr bemühen die Unternehmen sich um „Schadensbegrenzung“ ihren Investoren gegenüber.

Wie bereits in These 1 beschrieben, machen die untersuchten Unternehmen die Finanzmarktkrise zum zentralen Thema ihres Reportings. Und da, abgesehen von den zwei oben genannten Unternehmen, alle weiteren auch direkt mit diesem Thema in den Bericht einsteigen, liegt die Vermutung nahe, dass die Krise auch bei der Findung von Erklärungen für die eigene wirtschaftliche Lage eine Rolle spielen kann. Denn wie bereits im ersten Teil unserer Studie gezeigt, liegen bei allen untersuchten Unternehmen die Neunmonatszahlen deutlich hinter denen des Vorjahreszeitraums. Und tatsächlich zeigt sich, dass alle der untersuchten Unternehmen konkrete Einflussfaktoren auf das eigene Finanzergebnis nennen, die mit dem eigenen Agieren recht wenig, wenn nicht gar nicht, in Verbindung stehen. (Natürlich spielen gerade bei Versicherungen Schäden, entstanden aus höherer Gewalt, eine zentrale Rolle. Denn je nach dem, wie viele dieser Ereignisse im Berichtszeitraum auftreten, haben diese erheblichen Einfluss auf das Ergebnis.)

Um diese konkreten Einflussfaktoren zu finden, muss man auch hier wieder erst einmal nicht mehr lesen als den Brief an die Aktionäre: In fünf von sieben Briefen (Die Allianz SE hat gänzlich auf einen Brief an die Aktionäre verzichtet), was immerhin 71 % der Unternehmen ausmacht, finden sich mehr oder weniger konkrete Aussagen über die „Schuldigen“ dieser Bankenkrise: In den Briefen, in denen nicht sowieso schon eindeutig von der Insolvenz der US-Investmentbank Lehman Brothers gesprochen wird, ist zumindest die Rede von „Schieflagen bei führenden internationalen Bankhäusern“.

Die einzige Versicherung, die sowohl mit einem Aktionärsbrief in den Bericht einsteigt und hier tatsächlich auch die Situation der großen US-Banken als Einflussfaktoren auf unsere Krise nennt, ist die Hannover Rück. Doch grenzt die Hannover Rück ganz klar die Auswirkungen der internationalen Krise auf das eigene Unternehmen von den Auswirkungen auf den deutschen Bankensektor ab – und fasst dabei sehr prägnant zusammen, welches Problem sich nun eigentlich aus der internationalen Krise und dem Zusammenbruch von Lehman Brothers ergeben hat: ein Liquiditäts- und Refinanzierungsproblem der deutschen Wirtschaft. Ein großes Thema, was aus Sicht der untersuchten Unternehmen mit der andauernden Wirtschaftskrise einhergeht, ist ein massiver Vertrauensverlust. Das dritte Quartalsreporting der Banken und Versicherungen zeigt deutlich, dass, nun da die Einflussfaktoren der Krise international zu suchen sind, man sich jetzt auf die Wiederherstellung des verloren gegangenen Vertrauens konzentrieren muss.

Indikatoren dafür finden sich sowohl im weiteren Verlauf des Aktionärsbriefes als auch in der weiteren Berichterstattung in der Darstellung der das Unternehmen betreffenden Risiken: sechs der acht untersuchten Unternehmen (75 %) verwenden bereits in ihrem Aktionärsbrief beruhigende Formulierungen. Darunter fallen in den meisten Fällen vor allem Erklärungen darüber, welche kurz- und langfristigen Abwendungsmaßnahmen das Unternehmen als Reaktion auf die Krise getroffen hat, und warum diese aus Sicht des Unternehmens genügend Potenzial mit sich bringen, um dieses gestärkt aus der Krise zu führen. Nahezu einheitlich ist hier die Rede von Anpassung des Risikomanagements, Strategieprogrammen und -anpassungen. Es fallen Schlagworte wie „angemessenes Kostenniveau“, „umsichtige Risikopolitik“, „Werte langfristig sichern“ oder „erkennbare Fortschritte bis Jahresende“. Doch bekommt der Leser nur in den seltensten Fällen das Gefühl, nun konkret etwas über die Pläne erfahren zu haben, die sein Unternehmen wirklich aus der Krise heben.

Als einziges Unternehmen geht die Münchener Rück ausführlicher darauf ein, wie sich die durch das International Accounting Standards Board (IASB) beschlossenen Erleichterungen beim Fair Value-Accounting sowohl auf das Ergebnis, als auch auf die Möglichkeiten der Berichterstattung des Unternehmens auswirken. Die mit dem Fair Value-Accounting einhergehenden Möglichkeiten des Umklassifizierens von Wertpapieren sorgen in den Augen der Münchener Rück für den Verlust an Klarheit und Transparenz über die Ertragslage, die Kapitalausstattung und die Risikoposition des Unternehmens.

Da dies in Zeiten einer globalen Finanzmarktkrise, die einen außerordentlichen Vertrauensverlust innerhalb des Bankensektors und zwischen Investoren und Banken mit sich gebracht

hat, zu noch wachsenden Unklarheiten führen könnte, spricht sich die Münchener Rück konsequent dafür aus, erst auf diese Art des Bilanzierens zurückzugreifen, wenn sie ansonsten einen Wettbewerbsnachteil zu fürchten hätte.

These 3

Die eigene Betroffenheit durch die Finanzmarktkrise führt dazu, die Kommunikation transparenter und umfangreicher zu gestalten, vor allem hinsichtlich der das Unternehmen betreffenden Risiken.

Die Risikoberichterstattung im Rahmen der Finanzkommunikation muss verschiedensten Anforderungen gerecht werden. Dies sind zum Beispiel Anforderungen im Rahmen der externen Rechnungslegung, aufsichtsrechtliche Anforderungen und – besonders im Hinblick auf die aktuelle Finanzkrise und den damit einhergehenden Vertrauensverlust – die Anforderungen, die die Investoren an die Risikoberichterstattung stellen. Wichtige Stichworte hierbei sind vor allem größtmögliche Transparenz und Offenheit. Wie bereits erwähnt, zeigen sich in der dritten Quartalsberichterstattung zwei der untersuchten Unternehmen so außerordentlich stark durch die Finanzkrise betroffen, dass diese das Finanzmarktstabilisierungsprogramm der Regierung in Anspruch genommen haben. Die Rede ist von der Commerzbank und der Hypo Real Estate. (Anmerkung: Die Hypo Real Estate weist klar darauf hin, dass diese Maßnahme aufgrund eines existenzgefährdenden Liquiditätsengpass getroffen wurde. Die Commerzbank sieht das Programm insbesondere als Hilfe zur Stärkung der Eigenkapitalbasis, um weiterhin Kredite vergeben zu können.)

Ein Vergleich der von den Unternehmen erstellten Risikoberichte zeigt, dass sich im Umfang dieser Berichterstattung durchaus eine Verhältnismäßigkeit zu deren Betroffenheit durch die Krise feststellen lässt. So weisen die Quartalsberichte der Commerzbank und der Hypo Real Estate im Vergleich zu allen anderen untersuchten Unternehmen mit Abstand die umfangreichsten Risikoberichte auf. Der Risikobericht der Commerzbank umfasst 19 Seiten, der von der Hypo Real Estate 17. Auch liegt bei diesen beiden Berichten von allen Unternehmen die größte Seitendifferenz zwischen Prognosebericht/ Ausblick und Risikobericht vor. Auch im Vergleich zum Halbjahresbericht haben beide Unternehmen den Risikobericht deutlich ausgebaut: Bei der Commerzbank hatte dieser im Halbjahresbericht einen Umfang von 13 Seiten, bei der Hypo Real Estate hatte er einen Umfang von 11 Seiten. Auf dieser Ebene einen kausalen Zusammenhang zu sehen, erschließt sich dem Leser relativ schnell. Die Motivation der Banken dahinter kann jedoch verschiedene Gründe haben. Es kann davon ausgegangen werden, dass der große Schritt, der Öffentlichkeit die Inanspruchnahme des Finanzmarktstabilisierungspaketes zu kommunizieren, im weiteren Verlauf der Unternehmenskommunikation dazu geführt hat, auch die Risikoberichterstattung so ausführlich wie möglich zu halten: Das Bewusstsein des Investors darüber, dass seine Bank diesen Weg wählen musste, bringt für ihn selbstverständlich den Wunsch mit sich, so offen und transparent wie möglich über alle erwägaren Einflussfaktoren und bestehende Risiken informiert zu werden. Die Hypo Real Estate formuliert im Brief an die Aktionäre einleitend folgendermaßen: „Es entstand für die Hypo Real Estate Group ein existenzgefährdender Liquiditätsengpass.“ Und wenngleich diese Aussage im ersten Moment auf den Leser sehr gravierend wirkt, so zeigt sie doch, was die Hypo Real Estate auch im weiteren Verlauf des Quartalsberichtes fortführt: Nicht etwa die Flucht nach vorn, sondern eine bewusst gewählte Offenheit ihren Investoren gegenüber. Die Banken tun also gut daran, einen entstandenen Vertrauensverlust den Investoren gegenüber zumindest dahingehend einzugrenzen, dass sie ihnen ihre missliche Situation darlegen – wenn es schon nichts, oder kaum etwas, Positives zu berichten gibt. Denn zur Wiederherstellung von Vertrauen gehören gerade nicht beruhigende Formulierungen, um den Ausgang der Situation beschwichtigend und vage zu halten. Des Weiteren könnte eine überaus transparente und ausführliche Risikoberichterstattung ebenso in Zusammenhang mit der dritten Säule der neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung, auch Basel II genannt, gesehen werden. Basel II besteht aus drei Säulen, die in ihrer Gesamtheit auf eine Stärkung der Sicherheit und

Solidität des Finanzsystems abzielen. Wesentliches Ziel von Basel II ist es, die Kapitalanforderungen an Banken stärker als bisher vom eingegangenen Risiko abhängig zu machen. Außerdem sollen hier neueste Entwicklungen an den Finanzmärkten und im Risikomanagement der Einrichtungen berücksichtigt werden.

Neben den Vorschriften der Säule 1 über die Mindestkapitalanforderungen und dem bankenaufsichtlichen Überprüfungsprozess (Säule 2) kommen in Säule 3 Transparenzanforderungen dazu, die eine ergänzende Nutzung der Marktmechanismen für bankenaufsichtliche Ziele ermöglichen sollen. Das Ziel hinter dieser dritten Säule ist es, dass gut informierte Marktteilnehmer eine risikobewusste Geschäftsführung und ein wirkungsvolles Risikomanagement von Kreditinstituten in ihren Anlage- und Kreditentscheidungen honorieren – aber auch risikoreicheres Verhalten sanktionieren. Für die Banken ergibt sich somit ein erweiterter Anreiz, die sie betreffenden Risiken zu kontrollieren und effizient zu steuern. Auffällig im Zusammenhang mit Basel II ist, dass sowohl die Commerzbank als auch die Hypo Real Estate sich bereits eingehend mit diesem Thema beschäftigt haben: Die Commerzbank sieht die aufsichtsrechtlichen Reformen im Sinne der Transparenzverbesserung als eine sinnvolle Entwicklung. Und obwohl sie klar herausstellt, dass hiermit auch unangenehme Nebeneffekte einhergehen, erfüllt die Kapitalausstattung der Bank nach eigenen Angaben der Bank zum Stichtag in vollem Umfang die regulatorischen Anforderungen. Für die Hypo Real Estate ist „insbesondere in der aktuellen Krise ein intensives und vorausschauendes Risikomanagement der Kreditportfolios der Group essentiell“.

Anmerkung: Die oben stehenden Ausführungen sollen nicht implizieren, dass jedes Unternehmen, welches sich für eine ausführliche Risikoberichterstattung entschieden hat, auch gleichzeitig tief in der Krise steckt. Viel mehr geht es darum, anhand zweier exemplarisch ausgewählter Unternehmen zu zeigen, dass die Tatsache, selber von der Krise betroffen zu sein, zu einer durchaus soliden und transparenten Berichterstattung führen kann. Im Hinblick auf die Gesamtheit der Quartalsberichte ist zu sagen, dass alle Unternehmen angeben – wenn auch in sehr unterschiedlichem Maße –, dass sie sich den Folgen der Finanzmarktkrise zumindest nicht vollkommen entziehen konnten. Daher wundert es nicht, dass bei vier der fünf Unternehmen, die sowohl einen Prognosebericht/Ausblick als auch einen Risikobericht abgelegt haben, der Umfang des Risikoberichtes den des Prognoseberichtes übersteigt. Einzig die Hannover Rück hält den Risikobericht schmaler als den Ausblick, wobei sich die Differenz hier auf etwa eine halbe Seite beschränkt. (Alle anderen berichtenden Versicherungen, die Allianz, AMB Generali und die Münchener Rück, verzichten auf die Darstellung eines Risikoberichtes und verweisen auf den Geschäftsbericht von 2007 bzw. auf den vorangegangenen Quartalsbericht.)

Fakten und Zusatzinformationen

- Nur drei der sieben Unternehmen, die ihren Quartalsbericht mit einem Brief an die Aktionäre einleiten, haben dabei die Möglichkeit genutzt, diesen mit einem Bild des Vorstandsvorsitzenden persönlicher und damit vertrauensvoller zu gestalten (43 %).
- Alle untersuchten Unternehmen kommunizieren die allgemeine Finanzkrise in ihrem dritten Quartalsbericht (100 %).
- Ebenso viele nennen konkrete Einflussfaktoren auf die allgemeine wirtschaftliche Situation, die in den Augen der Unternehmen auch deckungsgleich mit denen auf die eigene wirtschaftliche Situation sind (100 %).
- Sechs der sieben Unternehmen, die ihren Quartalsbericht mit einem Brief an die Aktionäre einleiten, nutzen bereits hier Formulierungen, die auf den Leser eine beruhigende Wirkung haben sollen (86 %).
- Fünf der acht untersuchten Unternehmen sprechen in ihrem Bericht geplante Abwendungsmaßnahmen der Krise an (führen diese allerdings nur vereinzelt konkret aus) (62,5 %).
- Zwei der acht untersuchten Unternehmen haben bereits das Finanzmarktstabilisierungsprogramm der Regierung in Anspruch genommen; die Commerzbank und die Hypo Real Estate (25 %).

- Nur eines der acht untersuchten Unternehmen kündigt als Reaktion auf die Finanzmarktkrise Spar- und Verichtsmaßnahmen im eigenen Vorstand an, die Deutsche Bank (12,5 %).
- Sechs der acht untersuchten Unternehmen kommunizieren Risiken auch über den Prognosebericht/Ausblick (75 %).
- Keins der untersuchten Unternehmen hat einen Chancenbericht mit in den Quartalsbericht aufgenommen, wobei zwei Unternehmen darauf hinweisen, dass sich seit dem zweiten Quartalsbericht bzw. dem Geschäftsbericht von 2007 daran nichts mehr verändert hat und er deshalb nicht aufgeführt wird.
- Das Verhältnis zwischen Prognosebericht und Risikobericht beträgt im Durchschnitt 2,0 Seiten zu 6,5 Seiten, wobei hier bei den einzelnen Unternehmen keine Regelmäßigkeit festzustellen ist.

6. Herausforderungen für die Praxis

Wie geht es weiter mit dem Fair Value? Es bleibt offen, inwieweit die aktuelle Diskussion Auswirkungen auf die Reform des HGB haben wird oder aber auch auf die langfristige Akzeptanz der IFRS.

Aktuell sehen sich der Rechnungslegende und der Prüfer mit der Frage nach dem Umgang mit der Finanzmarktkrise und ihren Auswirkungen auf die Bewertung der Bilanzposten konfrontiert. Dies betrifft einzelne Vermögenswerte und Schulden ebenso wie die Beurteilung der Werthaltigkeit aktivierter Firmenwerte oder Beteiligungen.

Insbesondere im Bereich der Finanzanlagen und dort vor allem bei den Aktien ist unter Beachtung des gemilderten Niederstwertprinzips im Anlagevermögen beziehungsweise des strengen Niederstwertprinzips im Umlaufvermögen die Notwendigkeit von Abschreibungen zu prüfen; dies gilt im HGB. Nach IFRS sind vielfach zum Bilanzstichtag die entsprechenden Marktwerte zu bestimmen, um Finanzinstrumente in Abhängigkeit ihrer Kategorisierung richtig bewerten zu können.

Die Unternehmen – und nicht zuletzt die Banken und Versicherungen – stehen zum 31.12.2008 vor der Herausforderung, das Jahr 2008 abzuschließen – in der Bilanz, bei der Bewertung, bei der Berichterstattung. Der Fair Value wird im Zentrum dieser Diskussion stehen.

Autoren

Dr. Kleeberg & Partner GmbH, München

WP/StB Karl Petersen (karl.petersen@kleeberg.de)

Dr. Christian Zwirner (christian.zwirner@kleeberg.de)

Kleeberg betreut als Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaft ein breites Spektrum großer und mittelständischer Unternehmen und Institutionen sowie anspruchsvolle private Mandanten – oft bereits seit Jahrzehnten. Das Dienstleistungsangebot umfasst neben den Kernbereichen Wirtschaftsprüfung und Steuerberatung auch den Bereich der Rechtsberatung (insbesondere Gesellschaftsrecht). In den letzten Jahren konnte die Beratung in ausgewählten Bereichen der IFRS-Rechnungslegung stark ausgebaut werden. Mittlerweile betreut Kleeberg eine Vielzahl von IFRS-Mandaten. Die Blickrichtung ist hierbei neben dem Mittelstand auch auf die Betreuung börsennotierter Unternehmen fokussiert.

Derzeit gehört Kleeberg zu den 40 größten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in Deutschland. Die Tätigkeit von Kleeberg wird zentral vom Standort München aus koordiniert. Weltweit ist Kleeberg in zwei Zusammenschlüssen international tätiger Gesellschaften (Kreston International, The Leading Edge Alliance) in allen wichtigen Ländern vertreten. Im Zentrum der Unternehmensphilosophie von Kleeberg steht die durchgängige und persönliche Betreuung der Mandanten.

Für Finanzdienstleister, Banken und Versicherungen ist Kleeberg der kompetente, verlässliche und innovative Partner. Diese Unternehmen agieren in einem dynamischen Umfeld. Der regulatorische Rahmen entwickelt sich permanent weiter – durch Änderungen des Steuer- und Gesellschaftsrechts, durch technologische Neuerungen und umfangreiche aufsichts- und handelsrechtliche Anforderungen. Daraus ergeben sich für die Unternehmen der Branche spezifische Herausforderungen, deren Bewältigung Investitionen erfordert und Kapazitäten bindet. Kleeberg verfügt über umfassende Branchenkenntnisse für die Prüfung und Beratung von Finanzdienstleistungsunternehmen verschiedener Größe und rechtlicher Strukturierung. Der Service reicht von der kompetenten Beratung bei der Anwendung geänderter Bilanzierungsvorschriften über steuerliche und aufsichtsrechtliche Beratung bis hin zur Klärung unternehmensspezifischer Fragen. Kleeberg berät seine Mandanten darüber hinaus bei der Gestaltung und Einführung neuer Services und Produkte.

„Bei uns steht die persönliche Beratung im Mittelpunkt, denn Vertrauen lässt sich nicht beliebig delegieren“.

Kuhn, Kammann & Kuhn AG, Köln

Carsten Rossi (c.rossi@kkk-ag.de)

Janine Müller (j.mueller@kkk-ag.de)

Die Kuhn, Kammann & Kuhn AG ist eine umsetzungsorientierte Agentur für Wirtschaftskommunikation. Seit 1972 haben wir über 750 Geschäftsberichte, 200 Broschüren, 25 CDs, 10 Kampagnen, 10 Magazine, 70 Events und 20 Websites entwickelt.

Zu unseren aktuellen Kunden gehören unter anderem ARAG, Clariant, Evonik Industries, Henkel, Loewe, METRO Group, SAP, Vivico, Versatel und WINKLER+DÜNNEBIER.

Als Wirtschaftsbürger („Corporate Citizen“) benötigen Unternehmen wie jeder andere Teilnehmer des öffentlichen Lebens eine erstklassige Reputation, um gute Geschäfte machen zu können („License to operate“).

Wir helfen Unternehmen dabei, diese Reputation aufzubauen und zu pflegen, indem wir

- ihre Identität schärfen („Corporate Identity“), ihr einen visuellen Ausdruck verleihen („Corporate Design“) und sie in eine einzigartige Unternehmensmarke überführen („Corporate Branding“),
- darauf aufbauend die Kommunikation mit allen Marktteilnehmern durch angemessene, aufmerksamkeitsstarke und dialogische Unternehmensmedien („Corporate Media“) entwickeln und
- alle Maßnahmen auf Basis einer mittel- und langfristigen Reputationsstrategie miteinander verzahnen und wo nötig durch gezielte Interventionen im öffentlichen Leben aktiv gestalten („Corporate Reputation & PR“).

Unsere Vision

Wir arbeiten gemeinsam mit vielen anderen an der Ablösung des Shareholder Value-Begriffs durch den des „Stakeholder Value“.

In einer Ökonomie, die den Stakeholder Value zum Maßstab macht, dominiert nicht mehr kurzfristiges Profitstreben die Entscheidungen des Managements, sondern der Versuch, das optimale Ergebnis für alle beteiligten Anspruchsgruppen - von den Mitarbeitern über die Konsumenten bis hin zu den Aktionären - zu erreichen und auszubalancieren.

Stakeholder Value-orientiertes Management ist die Voraussetzung für jede ernsthafte Form nachhaltigen Wirtschaftens.

Der Wirtschaftskommunikation kommt in diesem Umfeld die besondere Aufgabe zu, den direkten Dialog zwischen Stakeholdern und Unternehmen zu organisieren, der die Voraussetzung für jeden Interessensausgleich ist.

Disclaimer

Die vorliegende Publikation dient der Information unserer Mandanten und Kunden sowie der interessierten Öffentlichkeit. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Wir übernehmen dennoch keine Gewähr und keine Haftung für die Vollständigkeit und Richtigkeit der Hinweise. Alle Angaben beziehen sich auf den Stand zum Zeitpunkt der Manuskriptfertigstellung. Aufgrund künftiger Entwicklungen können Änderungen eintreten. Wir übernehmen keine Verpflichtung, hierüber zu informieren.

Mit dieser Studie wird keine Empfehlung zum Verkauf, zum Kauf oder zur Zeichnung eines Anlagetitels unterbreitet. Die in dieser Studie gegebenen Informationen beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, jedoch nicht einer neutralen Prüfung unterzogen haben. Die Herausgeber/Autoren dieser Studie übernehmen keine Gewähr und keine Haftung für die Vollständigkeit und Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen. Die in dieser Studie vertretenen Meinungen stellen ausschließlich die Auffassungen der Herausgeber/Autoren dar und können sich jederzeit ändern; solche Meinungsänderungen müssen nicht publiziert werden.

Copyright-Vermerk

© 12/2008. Herausgeber dieses Druckwerks sind die Dr. Kleeberg & Partner GmbH, München, und die Kuhn, Kammann & Kuhn AG, Köln. Wir weisen darauf hin, dass das Urheberrecht sämtlicher Texte und Grafiken in diesem Druckwerk bei uns als Herausgeber und ggf. bei den Autoren liegt. Die begründeten Urheberrechte bleiben umfassend vorbehalten. Jede Form der Vervielfältigung z.B. auf drucktechnischem, elektronischem, optischem, photomechanischem oder ähnlichem Wege – auch auszugsweise – bedarf der ausdrücklichen, schriftlichen Einwilligung des Herausgebers und ggf. des Autors. Es ist Dritten nicht gestattet, das Druckwerk – auch auszugsweise – zu vervielfältigen.

Dr. Kleeberg & Partner GmbH
Augustenstraße 10
80333 München
Telefon 089-55983-0
www.kleeberg.de

Kuhn, Kammann & Kuhn AG
Maria-Hilf-Straße 15-17
50677 Köln
Telefon 0221-976541-0
www.kkk-ag.de

www.totalbalance.de