

Der Open-Access-Publikationsserver der ZBW – Leibniz-Informationzentrum Wirtschaft  
*The Open Access Publication Server of the ZBW – Leibniz Information Centre for Economics*

Zimmermann, Jochen

Article

## Ordnungspolitische Fragen zur Unternehmenspublizität nach der Enron-Insolvenz

Wirtschaftsdienst

Suggested citation: Zimmermann, Jochen (2002) : Ordnungspolitische Fragen zur Unternehmenspublizität nach der Enron-Insolvenz, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Vol. 82, Iss. 5, pp. 303-312, <http://hdl.handle.net/10419/41262>

**Nutzungsbedingungen:**

Die ZBW räumt Ihnen als Nutzerin/Nutzer das unentgeltliche, räumlich unbeschränkte und zeitlich auf die Dauer des Schutzrechts beschränkte einfache Recht ein, das ausgewählte Werk im Rahmen der unter

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen> nachzulesenden vollständigen Nutzungsbedingungen zu vervielfältigen, mit denen die Nutzerin/der Nutzer sich durch die erste Nutzung einverstanden erklärt.

**Terms of use:**

*The ZBW grants you, the user, the non-exclusive right to use the selected work free of charge, territorially unrestricted and within the time limit of the term of the property rights according to the terms specified at*

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen>  
*By the first use of the selected work the user agrees and declares to comply with these terms of use.*

Jochen Zimmermann

# Ordnungspolitische Fragen zur Unternehmenspublizität nach der Enron-Insolvenz

*Am 2. Dezember 2001 hat der US-amerikanische Energiehändler Enron Insolvenz angemeldet. Für viele völlig überraschend brach das an der Börsennotierung gemessen vormals siebtgrößte Unternehmen der USA zusammen. Welche ordnungspolitischen Lehren sind für die Publizität und Rechnungslegung von Unternehmen aus dem Fall Enron zu ziehen?*

Der Zusammenbruch von Enron wurde durch eine Korrektur der Bilanzen für das gerade abgelaufene Geschäftsjahr ausgelöst. Solche Korrekturen stellen keine außergewöhnliche Angelegenheit dar. Sie korrigieren Fehler oder berücksichtigen die Änderung gewählter Bilanzierungsmethoden. Die im Fall Enron eingetretenen Konsequenzen haben nun aber eine Debatte eröffnet, die wirtschaftspolitische Dimensionen angenommen hat: die Qualität der Informationsproduktion durch Publizität und Rechnungslegung, aber auch Fragen der Informationsaufbereitung in Kapitalmärkten selbst. Besonders starker Kritik sehen sich die Bilanzierungs- und Bewertungsregeln („Generally Accepted Accounting Principles“ – GAAP) und ihre Anwendung durch Rechnungslegende und Abschlussprüfer ausgesetzt.

Die Weiterungen dieser Entwicklungen, die zunächst vornehmlich die Vereinigten Staaten betreffen, sind für den deutschen und europäischen Raum noch nicht abzusehen. Lange Zeit galt es als wenig fraglich, dass sich die derzeitige deutsche Rechnungslegung, die durch steuerliche Regelungen und das Gläubigerschutzprinzip bestimmt ist, an internationale Regeln anpassen wird. Diese insbesondere durch den Deutschen Standardisierungsrat vorangetriebene Entwicklung wird sich möglicherweise verlangsamen. Auch im europäischen Raum könnte die Initiative der europäischen Kommission, für börsennotierte Unternehmen internationale Rechnungslegungsstandards („International Accounting Standards“ – IAS) spätestens ab dem Jahr 2005 einzuführen<sup>1</sup>, an Dynamik verlieren.

Aus ordnungspolitischer Sicht nehmen Normen zur Publizität und Rechnungslegung eine zentrale Stellung im Geflecht der Beziehungen zwischen Kapitalgebern, Managern und anderen Anspruchsgruppen des Unter-

nehmens ein. Zusammenbrüche wie der von Enron könnten signalisieren, dass mit einem Wechsel zu internationalen Rechnungslegungsnormen Weichen falsch gestellt werden. Solche Zusammenbrüche können möglicherweise auch darüber informieren, wo Schwachstellen eines ineinander greifenden Systems von Vorschriften, Normen und Verhaltensweisen liegen. Diese Analyse soll Gegenstand des vorliegenden Beitrags sein.

Bereits Mitte August, als der Vorstandsvorsitzende überraschend und „aus persönlichen Gründen“ zurücktrat und durch seinen Vorgänger ersetzt wurde, begann man Enrons Geschäftspolitik kritisch zu überprüfen. Es waren jedoch keine bedrohlichen Probleme erkennbar. Im Rahmen eines „conference call“ mit Analysten gab das Management von Enron am 16. Oktober 2001 eine außerordentliche Abschreibung in Höhe von 1 Mrd. US-\$ bekannt. Die Abschreibung war auf die Überbewertung zuvor erworbener Geschäftsbereiche zurückzuführen und verursachte im dritten Quartal einen Verlust von etwa 620 Mill. US-\$. Gleichzeitig reduzierte das Management das bilanzierte Eigenkapital um weitere 1,2 Mrd. US-\$, was den Analysten und der Presse jedoch zunächst entging. Die vermeintliche Täuschung setzte das Unternehmen unter den Druck der veröffentlichten Meinung. Belastet von fallenden Aktienpreisen wurde der verantwortliche Finanzvorstand („Chief Financial Officer“) eine Woche später entlassen.

Enron war zu Anfang der neunziger Jahre als regionales Infrastrukturunternehmen tätig und betrieb Pipelines für Naturgas. Im folgenden Jahrzehnt expandierte das Unternehmen in die angrenzenden Geschäftsbereiche Elektrizität und Kommunikation und hatte vor dem Zusammenbruch einen Marktanteil am Energiehandel von etwa 25% in den USA; in Europa wurde eine ähnliche Größenordnung erreicht. War Enron als Infrastrukturunternehmen durch einen hohen Anteil von langfristig gebundenen Vermögensgegenständen

*Prof. Dr. Jochen Zimmermann, 36, ist Inhaber des Lehrstuhls für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Unternehmensrechnung und Controlling an der Universität Bremen.*

<sup>1</sup> Vgl. K. Ruhnke, M. Schmidt, T. Seidel: Fortschritte bei der Verbreitung der IAS, in: Steuern und Bilanzen, 2. Jg. (2000), H. 17, S. 880.

gekennzeichnet, entwickelte sich das Unternehmen mit der Expansion immer stärker zu einem Händler ohne Infrastruktur und zu einem Dienstleister für Finanz- und Risikomanagement. Damit veränderte sich auch die unterliegende Bilanzstruktur: Händlerbilanzen zeigen nur wenig Anlagevermögen, der Hauptteil der Aktiva ist im Umlaufvermögen kurzfristig gebunden. Im Jahr 2000 wies Enron ein Anlagevermögen von weniger als 20% der Bilanzsumme aus.

### Schwerwiegender Reputationsverlust

Als ein im Finanz- und Risikomanagement tätiges Unternehmen zeichnete Enron in bedeutendem Umfang Derivate<sup>2</sup>. Derivate leiten ihre Verpflichtungen aus einem Grundgeschäft ab, von dessen Finanzströmen Teile zu bestimmten Bedingungen transferiert werden. Börsengehandelte Derivate unterliegen der Aufsicht der „Securities and Exchange Commission“ (SEC). Handelt es sich jedoch um „Over the Counter“-Transaktionen, dann erfolgt eine Regulierung nur indirekt, und zwar über die Aufsicht des Vertragspartners, der normalerweise ein Finanzintermediär ist<sup>3</sup>. Da Enron kein Finanzintermediär war und die Verträge so strukturiert waren, dass Enron auch nicht als Börse fungierte (Enron war Geschäftspartner der Käufer und Verkäufer der Derivate), unterlag dieser Handel faktisch keiner Regulierung.

Mit den ersten Gerüchten um einen Unternehmenszusammenbruch sackte das Handelsvolumen des Unternehmens ab. Viel schwerwiegender war aber der Reputationsverlust. Bei Enrons Konstruktion des Finanz- und Risikomanagements trug jeder Händler Enrons Ausfallsrisiko mit. Dieses schien eine gefährliche Größenordnung anzunehmen. Als Folge wurden höhere Sicherheiten (Einschüsse) verlangt, die den Liquiditätsbedarf des Unternehmens in nicht unbeträchtlichem Maße ansteigen ließ. Diese Liquiditätsbedarfe begannen sich zu einem Problem auszuwachsen.

Schon vor der Krise waren Verbindlichkeiten in Höhe von 3,9 Mrd. US-\$ mit Besicherungsklauseln ausgestattet. Diese Besicherungsklauseln sahen Rückzahlungen oder zusätzliche Besicherungen vor, sollten die Verbindlichkeiten des Unternehmens einen festgelegten Risikograd übersteigen. Als akzeptabler Grad wurde die untere Grenze des „investment grade“ definiert<sup>4</sup>. Obwohl die mit Enron verbundenen Banken noch Ende Oktober neue Liquidität in Höhe von 1 Mrd. US-\$

bereitstellten, konnte sich das Unternehmen nicht stabilisieren: Ein Übernahmeangebot von Dynergy, einem Konkurrenten, schlug Ende November fehl. Daraufhin wurden die Verbindlichkeiten in ihrer Bonität so weit heruntergestuft, dass die Besicherungsklauseln griffen und dem Unternehmen so die Liquidität entzogen wurde<sup>5</sup>. Der Zusammenbruch war nicht mehr aufzuhalten. Am 2. Dezember reichte Enron am United States Bankruptcy Court (Southern District of New York) seinen Insolvenzantrag ein.

### Die Tatbestände der Rechnungslegung

Kritische Stimmen zum Enron-Zusammenbruch beziehen sich immer wieder auf die von Enron geübte und von Arthur Andersen gebilligte Rechnungslegungspraxis. Sie stellen auch die internationalen Rechnungslegungsstandards der US-GAAP zunehmend in die Kritik. Daher sollen die Rechnungslegungsprobleme hier gesondert gewürdigt werden.

Im Grundsatz hat eine wirtschaftliche Einheit wie ein Konzern Rechnung zu legen, als ob sie als rechtliche Einheit bestünde. Beziehungen zwischen Konzerngesellschaften werden als Innenbeziehungen erfolgsneutral gestellt (konsolidiert). Dabei werden Töchterunternehmen in den Abschluss einbezogen, auch wenn das Mutterunternehmen nicht alleiniger Gesellschafter ist. Voraussetzung für die Einbeziehung (Konsolidierung) ist das Bestehen eines faktischen Kontrollverhältnisses. Hierbei gibt es allgemein anerkannte Grundsätze, ab wann eine wirtschaftliche Einheit besteht; dies ist zum Beispiel bei einer Mehrheitsbeteiligung beziehungsweise bei Stimmenmehrheiten der Fall. Ausnahmen stellen finanztechnische Konstrukte dar, wie zum Beispiel Spezialfonds in Deutschland oder „special purpose entities“ in den USA<sup>6</sup>. Auch Enron hat sich des Öfteren solcher Konstrukte, die in der Wirtschaftspraxis weit verbreitet sind, bedient.

„Special purpose entities“ brauchen nicht mit ihren Vermögensgegenständen in die Konzernbilanz einbezogen zu werden, sondern sind als Wertpapiere mit ihrem anteiligen Marktwert oder als Beteiligungen mit ihrem fortgeschriebenen Wert (Ursprungswert zuzüglich angefallener Gewinne abzüglich Ausschüttungen) zu

<sup>2</sup> Der Anteil, der sich aus diesem Geschäftsfeld ableitenden Vermögensgegenstände betrug im Jahr 2000 etwa ein Drittel der Bilanzsumme.

<sup>3</sup> Wegen der besonderen Bedeutung der „Commodity Futures“ existiert hierfür eine besondere Aufsichtsbehörde, die „Commodity Futures Trading Commission“ (CFTC). Sie hat jedoch keine Kompetenz, in den individuellen Handel zwischen Vertragspartnern, der bisweilen „swap-trade“ genannt wird, einzugreifen.

<sup>4</sup> Anleihen mit hohem Insolvenzrisiko tragen ein „sub-investment grade“; man bezeichnet sie auch als „junk bonds“. Sie sind deswegen besonders unattraktiv, weil institutionelle Anleger Verbindlichkeiten mit „sub-investment grades“ nur zu einem sehr geringen Anteil halten dürfen.

<sup>5</sup> Beispielsweise wurde eine durch Kundenforderungen besicherte Anleihe in Höhe von 690 Mill. US-\$, deren Gläubiger JP Morgan war, am Tage der Herabstufung fällig.

<sup>6</sup> Zur Definition vgl. S. Brakensiek, K. Küting: Special Purpose Entities in der US-amerikanischen Rechnungslegung, in: Steuern und Bilanzen, 4. Jg. (2002), H. 5, S. 209.

bilanzieren<sup>7</sup>. Die Vermögensgegenstände und Schulden bleiben so hinter dem Schleier der Finanztransaktion verborgen.

Diese Konstruktion wird in der Regel für so genannte „off balance sheet“-Finanzierungen genutzt, also solche Formen der Kapitalbeschaffung, bei denen weder das beschaffte Kapital noch die mit dem Kapital beschafften Vermögensgegenstände bilanziert werden. Handelt es sich hierbei schon um Grenzfragen, wurden diese Transaktionen bei Enron „innovativ“ benutzt, indem Erfordernisse der Drittbeteiligung durch fragwürdige Rechtsformkonstruktionen ausgehebelt wurden.

Enron brachte in ein „special purpose entity“ in der Regel eigene Aktien, Dritte Bargeld ein. Der Dritte in diesen Fonds war aber wiederum eine Beteiligungsgesellschaft, die mittelbar durch Enron finanziert und durch Angestellte Enrons (wenn auch nicht Vorstandsmitglieder) gesteuert wurde. Eine solche Gestaltungsform war aus bilanzieller Sicht höchst interessant: Im Wege der Beteiligungsbilanzierung war es Enron nun möglich, die Wertsteigerungen eigener Aktien im eigenen Jahresabschluss auszuweisen. Sie waren so zugleich Ursache und Wirkung von Kursbewegungen und wurden so doppelt gezählt. Die Wertsteigerungen der Enron-Aktien wurden in den Beteiligungsgesellschaften ordnungsgemäß erfasst und im Rahmen der Beteiligungsbilanzierung der Muttergesellschaft gutgeschrieben, die diese Gewinne wiederum als Begründung erhöhter Kurse auswies. Eine solche Konstruktion verstärkt sich selbst, allerdings in beide Richtungen. Fällt nämlich der Kurs der Aktien, so schlägt sich dies verstärkt durch die Einbeziehung der Verluste auch in der Bilanz des Mutterunternehmens nieder.

### Die Hedging-Strategie

Die Wertsteigerungen der Enron-Aktien wurden in Form der „special purpose entities“ noch ein weiteres Mal genutzt, nämlich um den bilanzierten Wert eines Teils der Vermögensgegenstände abzusichern, die zu Marktwerten („fair values“) bilanziert waren. Dies betraf insbesondere Beteiligungen aus dem TMT-Bereich (Technologie, Medien und Telekommunikation), deren Wert durch generell skeptischer eingeschätzte Zukunftsaussichten zu sinken begann. Enron schuf einen Spezialfonds, der Finanzinstrumente dergestalt austauschte, dass die bei Enron ausgewiesenen Vermögensgegenstände zu ihrem bilanzierten Wert besichert waren, Wertverluste im Spezialfonds aufließen, diese aber über die Wertsteigerung der Enron-Beteiligungspapiere aufgefangen wurden. Ein solches

Besicherungsgeschäft („Hedge“) ist für den externen Bilanzleser nicht erkennbar. Da herrschende Meinung ist, den Hedge beim zugehörigen Grundgeschäft auszuweisen, wird die Netto-Position bilanziert, und mögliche Erträge und Aufwendungen werden in der Gewinn- und Verlustrechnung saldiert.

Diese wahrscheinlich bilanzrechtlich zulässige Hedging-Strategie kann aber nur dann aufgehen, wenn die Korrelation zwischen der Wertentwicklung der bilanzierten Beteiligung und den Enron-Aktien hinreichend negativ ist, also ein geringes Basisrisiko besteht. Fallen nämlich sowohl die Werte der Beteiligungen als auch die Enron-Aktien, steht kein Vermögen mehr zur Verfügung, das die Wertverluste ausgleichen kann. Der Hedge ist gescheitert. Genau dies geschah durch die Marktschwäche im Jahr 2001.

Der Kursverfall des US-amerikanischen Aktienmarktes zwang Enron dazu, die aus bilanzpolitischen Gründen getätigten Transaktionen rückgängig zu machen. Dies führte zu erfolgswirksamen Abschreibungen in Höhe von 1 Mrd. US-\$. Gleichzeitig erkannte das Management einen Konstruktionsfehler in den „special purpose entities“<sup>8</sup> und korrigierte die Bilanzierung aus den Vorjahren in üblicher Form durch erfolgsneutrale (nicht das Jahresergebnis betreffende) Korrektur des ausgewiesenen Eigenkapitals. Zwar belief sich die Summe der Korrekturen auf über 2 Mrd. US- $\text{\$}$ ; dies hätte Enron aber bei einem gesamten bilanzierten Eigenkapital von fast 12 Mrd. US- $\text{\$}$  im dritten Quartal des Jahres 2001 problemlos auffangen können.

Der durch den Vertrauensverlust hervorgerufene Liquiditätsbedarf erscheint daher als die treibende Ursache des Zusammenbruchs. Dieser Vertrauensverlust begründete sich aus dem scheinbaren Versagen der Publizität für den Kapitalmarkt, aber auch für die Sekundärmärkte. Woraus sich die bedeutende Rolle sachgerechter Publizität für Kapitalmärkte ableitet, soll im Folgenden dargestellt werden.

### Ursachen für mögliches Marktversagen

Die ordnungspolitische Aufgabe von Normengebern besteht darin, Rahmenbedingungen für Märkte zu schaffen, auf denen hinreichend gut informierte Akteure Austauschbeziehungen aufnehmen, stabile Austauschbeziehungen zu ermöglichen und dabei möglichst geringe Kosten des institutionellen Arrangements entstehen zu lassen. Diese Aufgabe ist für Kapitalmärkte besonders schwierig; denn diese Märkte sind durch ihre Spezifika besonders gefährdet.

<sup>7</sup> Zu den Regelungen im Detail vgl. S. Brakensiek, K. Küting, a.a.O., S. 211.

<sup>8</sup> Die Beteiligungsquote Dritter lag nicht, wie angenommen bei 3%, sondern knapp darunter. Auch regten sich Bedenken wegen der Garantien für die Drittkapitalgeber.

Kapitalmärkte haben die Aufgabe, Kapital (Ersparnisse) zu sammeln und zu verteilen. Für diese allokativen Rolle ist es erforderlich, dass der Markt auch aus der Informationsperspektive nicht systematisch versagt<sup>9</sup>. Systematische Verzerrungen, die von den Wirtschaftssubjekten nicht erkannt werden, führen zu allokativen Fehlentscheidungen und Wohlfahrtsverlusten<sup>10</sup>. Typischerweise unterscheidet man drei Gründe des Marktversagens. Hierbei handelt es sich um (i) Externe Effekte und Kollektivgüter, um (ii) Wettbewerbsbeschränkungen und Skaleneffekte sowie (iii) Informationsmängel. Alle drei Tatbestände sind auf Kapitalmärkten gegeben.

Auf Kapitalmärkten entstehen externe Effekte; denn für einzelne Akteure ist der Informationsstand der anderen Kapitalmarktteilnehmer, die Informiertheit des Marktes, wichtig. Dieser allgemeine Informationsstand steuert direkt die Menge der durch die Einzelnen auf dem Kapitalmarkt zu beschaffenden zusätzlichen Informationen und indirekt Allokationsentscheidungen auf Sekundärmärkten. Je höher der allgemeine Informationsstand ist, desto weniger zusätzliche Informationen müssen beschafft werden<sup>11</sup>. Kollektivgutcharakter liegt vor, weil Informationen zu Handlungen an Kapitalmärkten führen, die diese Informationen enthüllen. So können Dritte nicht von der Nutzung im Konsum ausgeschlossen werden, wenn Information nicht sofort diffundiert<sup>12</sup>. Bei geringer Informationsdiffusion kommt es zu Marktversagen in Form der Unterproduktion von Information<sup>13</sup>.

Bei der Informationsverarbeitung treten neben externen Effekten als zweite Ursache möglichen Marktversagens auch Skaleneffekte auf<sup>14</sup>, die zu Wettbewerbsbeschränkungen führen können. Da Informationsbeschaffung mit Kosten verbunden ist, werden Kleinanleger in der Regel weniger Informationen nachfragen als solche Investoren, bei denen die Kosten der Informationsbeschaffung im Vergleich zu den zu erwartenden Erträgen wesentlich niedriger sind. Diese Skaleneffekte führen zu einer „rational apathy“ und einem Machtgefälle zwischen einzelnen Akteuren auf den Kapitalmärkten<sup>15</sup>. Möglicherweise vertrauen Kleinanleger aber wiederum auf den Charakter von Infor-

mation als Kollektivgut, so dass sie als Trittbrettfahrer Informationen erhalten.

Die dritte Ursache potentiellen Marktversagens sind Informationsasymmetrien, die auf den Kapitalmärkten zwischen den Investoren und Managern bestehen; denn Eigentum und Verfügungsmacht sind getrennt. Dabei können Informationsasymmetrien in Form verborgener Handlungen („hidden action“) oder privater Informationen („hidden information“) auftreten<sup>16</sup>. Dies führt zu einem Informations- und einem Prinzipal-Agenten-Problem.

Ist Investoren nicht bekannt, welche Investitionsmöglichkeiten Managern zur Verfügung stehen, und nutzen Manager ihre privaten Informationen dergestalt aus, dass sowohl „gute“ als auch „schlechte“ Investitionsmöglichkeiten gleichermaßen als „gute“ ausgegeben werden, dann bricht ohne zusätzliche Kommunikationsmaßnahmen der Markt zusammen<sup>17</sup>. Bei Prinzipal-Agenten-Beziehungen sollen Manager für den Prinzipal optimalen Entscheidungen gelangen, wobei die Kapitalgeber die Handlungen des Agenten nicht beobachten können. Bei opportunistischem Handeln wird der Agent die Lösung wählen, die seinen eigenen Nutzen maximiert, nicht aber den des Prinzipals. Obwohl das Problem in der klassischen Form als Problem der Eigenkapitalgeber formuliert ist<sup>18</sup>, gilt es auch für Fremdkapitalgeber, die zum Beispiel dann geschädigt werden können, wenn Fremdkapital in Form von Dividenden ausbezahlt wird<sup>19</sup>.

### Staatliche Eingriffe nicht zwingend

Diese Risiken des Marktversagens müssen jedoch nicht zwingend zu direkten staatlichen Eingriffen führen, um das ordnungspolitische Problem zu lösen. Die Informationsökonomik kennt eine Reihe von Mecha-

<sup>9</sup> Der Kapitalmarkt übernimmt eine allokativen Rolle auch auf Sekundärmärkten, da das gesammelte und verteilte Kapital dann in produktive Verwendungen (Sekundärmärkte) gelenkt wird. Auch für diese Funktion ist es notwendig, dass die Informationsaufgabe des Marktes erfüllt wird.

<sup>10</sup> Vgl. H. Berg, D. Cassel, K.-H. Hartwig: Theorie der Wirtschaftspolitik, in: Vahlens Kompendium der Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik, Band 2, 7. Auflage, München 1999, S. 203.

<sup>11</sup> Vgl. im Einzelnen R. Schmidt: Rechnungslegung als Informationsproduktion auf nahezu effizienten Kapitalmärkten, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 34. Jg. (1982), H. 8/9, S. 740 f.

<sup>12</sup> Andererseits gehört das Entdecken von Vorsprungsgewinnen zu den Charakteristika einer dynamisch konstruierten Wirtschaft; vgl. I. Kirzner: Wettbewerb und Unternehmertum, Tübingen 1978, S. 222.

<sup>13</sup> Vgl. N. Gonedes, N. Dopouch: Capital Market Equilibrium, Information Production and Selecting Accounting Techniques: Theoretical Framework and Review of Empirical Work, in: Journal of Accounting Research, Vol. 12 Supplement (1974), S. 75 - 78; ein gegenläufiges informationsökonomisches Argument legen E. Fama, A. Laffer: Information and Capital Markets, in: Journal of Business, Vol. 44 (1971), S. 289 - 298 vor. Zu diesem statisch konstruierten Argument vgl. zum Beispiel H. Hax: Rechnungslegungsvorschriften – Notwendige Rahmenbedingungen für den Kapitalmarkt?, in: M. Domsch, F. Eisenführ, D. Ordelheide, M. Perlitz (Hrsg.): Unternehmenserfolg: Planung, Ermittlung, Kontrolle. W. Busse von Colbe zum 60. Geburtstag, Wiesbaden 1988, S. 192.

<sup>14</sup> Vgl. B. Lev: Toward a Theory of Equitable and Efficient Accounting Policy, in: The Accounting Review, Vol. 63 (1988), Nr. 1, S. 6.

<sup>15</sup> Vgl. zum Beispiel W. Walz: Ökonomische Regulierungstheorien vor den Toren des Bilanzrechts, in: F. Wagner (Hrsg.): Ökonomische Analyse des Bilanzrechts, Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Sonderheft, 32. Jg. (1993), S. 99.

<sup>16</sup> Vgl. K. Arrow: The economics of agency, in: Principals and Agents: The Structure of Business, Boston, Mass., 1985, S. 37 - 51.

nismen, die diese Versagensursachen auf privatwirtschaftlicher Ebene beseitigen. Die Ausgestaltung von Vertragsbeziehungen mit bestimmten Rechenschaftspflichten oder Kontrollmöglichkeiten<sup>20</sup> sowie der Einsatz von Informationsintermediären können diese Probleme mindern oder lösen. Hinzu treten als potentielle Lösungen der Einsatz besonderer Beherrschungsmechanismen („corporate governance“) wie Aufsichtsräte oder der Markt für Unternehmenskontrolle<sup>21</sup>. Welche dieser Maßnahmen die aus Informationsproblemen entstehenden Probleme am effektivsten löst, ist noch weitgehend unklar<sup>22</sup>.

Diese Überlegungen zeigen, dass eine Vielzahl von Kombinationsmöglichkeiten aus privatwirtschaftlichen Verträgen, rechtlichen Rahmenbedingungen und anderen regulativen staatlichen Eingriffen zur Verfügung steht<sup>23</sup>. Aus ordnungstheoretischer Perspektive gälte es zunächst, das Zusammenspiel möglicher alternativer Ordnungen zu untersuchen. Dennoch gilt es als international akzeptiertes ordnungspolitisches Werturteil, dass Regulierung der Publizität (Rechnungslegung) mögliches Kapitalmarktversagen effizient beseitigt<sup>24</sup>.

#### Regulierte Publizität der Rechnungslegung

Eine Begründung für eine Regulierung der Publizität kann in dreifacher Form vorgebracht werden. Zunächst kann man argumentieren, dass die produzierten Informationen Kollektivgutcharakter haben; das Trittbrettfahrerproblem macht Regulierung erforderlich<sup>25</sup>. Weiterhin wird der Schutzgedanke zur Begründung der Regulierung angeführt. Mit der Regulierung wird die Lücke zwischen versierten und weniger versierten Nutzern von Publizität geschlossen<sup>26</sup>. Zum dritten kann Regulierung nichts anderes sein als die Bereitstellung von Standardverträgen über Publizität, die die Vertragspartner ohnehin geschlossen hätten, für die aber Transaktionskosten entfallen<sup>27</sup>.

Regulierte Publizität erfolgt nicht im Erzwingen beliebiger Formen der Rechnungslegung, sondern auch

durch die Vorgabe bestimmter Rahmenbedingungen<sup>28</sup>. Diese Rahmenbedingungen erlauben es, sich auf eine gemeinsame, allgemein verständliche Sprache zu einigen. Hierbei handelt es sich um das Instrument der Bilanz bzw. die mit der Erstellung von Bilanzen verbundene und normierte Publizität<sup>29</sup>.

Ob Rechnungslegungsregeln verstanden und als Information interpretiert werden, lässt sich empirisch überprüfen. Hierzu wird untersucht, ob die Daten der Jahresabschlüsse auf Kapitalmärkten verarbeitet werden<sup>30</sup>. Im Wesentlichen findet diese Informationsverarbeitung statt<sup>31</sup>, allerdings sind systematische unternehmens- und länderspezifische Einflüsse zu erkennen<sup>32</sup>.

Regulierung kann in unterschiedlichen Formen institutionalisiert werden; sie kann unmittelbar staatlich organisiert sein oder nur in mittelbarer (staatsferner) Form<sup>33</sup>. Ein staatsfernere Modell der Regulierung ist in den Vereinigten Staaten zu finden. Hier erfolgt Regulierung nicht über Gesetze, sondern zunächst in einer privatwirtschaftlich organisierten Form. Rechnungslegung erfolgt nach „Generally Accepted Accounting Principles“ (GAAP). Sie werden durch das „Financial Accounting Standards Board“ (FASB) formuliert, sind aber nicht bindend. Ihre Wirkung entfalten sie nur mittelbar über die Haftung der Abschlussprüfer: Liegen einem Jahresabschluss GAAP zugrunde, so gilt der Abschluss zunächst als ordnungsmäßig geprüft. Eine Einschränkung dieser Freiheit ergibt sich durch die Rolle der „Securities and Exchange Commission“ (SEC).

<sup>23</sup> So schon R. Schmidt, a.a.O., S. 744 mit Verweis auf K. Hopt: Die Publizität von Kapitalgesellschaften, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 9. Jg. (1980), S. 225 - 253.

<sup>24</sup> Vgl. zum Beispiel W. Busse von Colbe: Die neuen Rechnungslegungsvorschriften aus betriebswirtschaftlicher Sicht, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 39. Jg. (1987), H. 3/4, S. 192.

<sup>25</sup> Die Eigenschaft von Rechnungslegungsregeln als Kollektivgüter thematisieren R. Leftwich: Market Failure Fallacies and Accounting Information, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 2 (1980), S. 193 - 211; R. Watts, J. Zimmerman: Positive Accounting Theory, Englewood Cliffs 1986; und W. Beaver: Financial Reporting: An Accounting Revolution, Englewood Cliffs 1998.

<sup>26</sup> Diese Probleme werden ebenso von R. Leftwich, a.a.O.; R. Watts, J. Zimmerman, a.a.O.; sowie W. Beaver, a.a.O., behandelt.

<sup>27</sup> Vgl. W. Walz, a.a.O. S. 94 f., mit Verweis auf R. Posner: Economic Analysis of Law, 3. Aufl., Boston u.a.O. 1986, S. 79 ff.

<sup>28</sup> Zu diesen Rahmenbedingungen gehören auch andere Formen regulierter Publizität wie Emissionspublizität; vgl. R. Schmidt, a.a.O., S. 744.

<sup>29</sup> Bei den Regeln handelt es sich zum Beispiel um Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung, die Gesetze, Verordnungen, Erlasse und Urteile umfassen; vgl. U. Leffson: Die Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung, 7. Aufl., Düsseldorf 1987. Gleiches gilt für die US-GAAP und das so genannte house of GAAP; vgl. hierzu zum Beispiel R. Niehus, A. Thyll: Konzernabschluss nach US-GAAP: Grundlagen und Gegenüberstellung mit den deutschen Vorschriften, 2. Aufl., Stuttgart 2000.

<sup>17</sup> Das Problem wurde von G. Akerlof: The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 90 (1970), S. 629 - 650 beschrieben.

<sup>18</sup> Vgl. W. Jensen, W. Meckling: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, Vol. 3 (1976), S. 312 ff.

<sup>19</sup> Vgl. C. Smith, J. Warner: On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants, in: Journal of Financial Economics, Vol. 7 (1979), S. 118.

<sup>20</sup> Vgl. U. Schweizer: Vertragstheorie, in: J. von Hagen, A. Börsch-Supan, P. J. J. Welfens (Hrsg.): Springers Handbuch der Volkswirtschaftslehre, 1. Grundlagen, Heidelberg 1996.

<sup>21</sup> Vgl. H. Hax, a.a.O., S. 193.

<sup>22</sup> Vgl. P. Healy, K. Palepu: Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 31 (2001), Nr. 1-3, S. 409 f.

Börsengängige Unternehmen sind durch die SEC verpflichtet, GAAP anzuwenden.

Ähnlich staatsfern organisiert ist die Genese der „International Accounting Standards“ (IAS). Seit April 2001 werden die IAS durch das „International Accounting Standards Board“ (IASB), einem Gremium aus 14 Mitgliedern<sup>34</sup>, verabschiedet<sup>35</sup>. Das IASB wird von der IASC-Foundation, einer in Delaware (USA) eingetragenen gemeinnützigen Gesellschaft finanziert, deren „trustees“ die Finanzierung der Stiftung sichern und gleichzeitig die Mitglieder des IASB bestimmen und überwachen. Das Board wird in seiner Arbeit durch ein „Standards Advisory Council“ und ein „Standing Interpretations Committee“ unterstützt.

Das deutsche Modell als klassisches kontinental-europäisches Modell der Regulierung der Rechnungslegung ist staatlich organisiert. Rechnungslegung ist im Wesentlichen handels- und gesellschaftsrechtlich normiert<sup>36</sup>. Regulierung erfolgt direkt durch den Erlass entsprechender Gesetze. Die weitgehend generell formulierten Regeln werden durch spezifische Auslegung näher bestimmt, an der Praktiker, Hochschullehrer und Gerichte beteiligt sind. Allerdings haben sich mit dem Erfolg der internationalen Rechnungslegungsnormen auch die Rahmenbedingungen der Regulierung geändert. Für die Konzernrechnungslegung erlässt inzwischen der Deutsche Standardisierungsrat Rechnungslegungsgrundsätze, die ihrerseits vom Bundesminister der Justiz bestätigt werden und so Gültigkeit erlangen. Die Befolgung dieser Grundsätze

führt zu einem den Grundsätzen ordnungsmäßiger Konzernrechnungslegung entsprechenden Abschluss.

### Freiwillige Publizität

Als freiwillige Publizität kann man die Bereitstellung von Informationen über das regulatorisch vorgeschriebene Maß hinaus bezeichnen. Diese Publizität kann verschiedene Formen annehmen. Beispiele können Gewinnprognosen („earnings forecasts“), aber auch Einschätzungen des Managements über Prozessgrößen, wie z.B. Kundenzufriedenheit oder Humankapital sein<sup>37</sup>.

Die Motivation für freiwillige Publizität ist vielfältig. Die Literatur nennt hier als Motive das Senken von (Transaktions-)Kosten bei der Begebung von Eigen- oder Fremdkapital<sup>38</sup>, den Versuch, insbesondere bei Bonusplänen die eigene Vergütung zu erhöhen<sup>39</sup>, potentielle Prozesskosten i.w.S. („litigation costs“) zu senken<sup>40</sup> oder Signale über das eigene Können zu senden<sup>41</sup>. Dabei kann es als gesichert gelten, dass zumindest die ersten drei Motive die Menge an bereitgestellten Informationen erhöhen.

Allerdings kann das Bereitstellen von zu umfangreicher Information zu negativen Effekten führen. Die bereitgestellte Information ist potentiell jedermann zugänglich, auch anderen Wettbewerbern. Werden nun Konkurrenten Geschäftsprozesse oder Planungen offen gelegt, so entfallen Übergewinne aus Informationsvorsprung. Während die Literatur dieses Argument auf modelltheoretischer Basis sehr intensiv diskutiert hat<sup>42</sup>, gibt es keine empirischen Befunde, die diese These stützen<sup>43</sup>.

Aus den Motiven der Offenlegung wird bereits deutlich, dass es strukturelle Einflüsse auf die Menge an freiwillig bereitgestellten Informationen gibt<sup>44</sup>. Ein inhabergeführtes mittelständisches Unternehmen wird daher in viel geringerem Umfang mit der Öffentlichkeit kommunizieren als ein Großunternehmen. Gleiches gilt, wenn die Kapitalbereitstellung im Wesentlichen über Innenfinanzierung oder über die Hausbanken erfolgt. Auch das Fehlen einer „litigation culture“ wird die Offenlegung negativ beeinflussen. Zweifelhaft kann die Glaubwürdigkeit der freiwilligen Publizität sein. So wur-

<sup>30</sup> Kritisch zu diesem Design äußern sich R. Holthausen, R. Watts: The Relevance of the Value-Relevance Literature for Financial Accounting Standards Setting, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 31 (2001), Nr. 1-3, S. 3 - 75.

<sup>31</sup> Vgl. S. Kothari: Capital Markets Research in Accounting, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 31 (2001), Nr. 1-3, S. 105 - 231.

<sup>32</sup> Vgl. D. Collins, S. Kothari: Firm Size and the Information Content of Prices with respect to Earnings, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 9 (1987), Nr. 2, S. 111 - 138; P. Easton, M. Zmijewski: Cross-Sectional Variation in the Stock Market Response to Accounting Earnings Announcements, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 11 (1989), Nr. 2/3, S. 117 - 141; R. Ball, S. Kothari, A. Robin: The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 29 (2000), Nr. 1, S. 1 - 51.

<sup>33</sup> Eine „staatsfreie“ Regulierung kann nicht existieren, weil die Durchsetzung der Vereinbarungen staatlich erfolgt; vgl. W. Walz, a.a.O., S. 90.

<sup>34</sup> Die 14 Mitglieder bestehen aus Prüfern, Bilanzierenden, Nutzern von Bilanzen, Hochschullehrern und sonstigen Mitgliedern, in diesem Fall Kontakten zu internationalen Standardsetzern.

<sup>35</sup> Bis zu diesem Zeitpunkt geschah dies durch das Board des „International Accounting Standards Committee“, das 49 Personen, unter ihnen viele Wirtschaftsprüfer umfasste; vgl. A. Wagenhofer: International Accounting Standards: Bilanzierung und Bewertung; Auswirkung auf den Jahresabschluss, Wien u.a.O. 1999, S. 51. Diese Beschlüsse behalten ihre Gültigkeit.

<sup>36</sup> Allerdings ordnet man die Regelungen des Handelsgesetzbuchs zur Regulierung der Rechnungslegung auch der Sphäre des Öffentlichen Rechts zu; vgl. W. Walz, a.a.O., S. 91.

<sup>37</sup> Vgl. P. Healy, K. Palepu, a.a.O., S. 426.

<sup>38</sup> Vgl. z.B. M. Lang, R. Lundholm: Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior, in: The Accounting Review, Vol. 71 (1996), Nr. 4, S. 468; P. Healy, A. Hutton, K. Palepu: Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure, in: Contemporary Accounting Research, Vol. 16 (1999), Nr. 3, S. 508; oder R. Verrecchia: Disclosure and the Cost of Capital: A Discussion, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 26 (1999), Nr. 1-3 S. 282.

de von smartstockinvestor.com für das dritte Quartal 2001 bei den NASDAQ 100 Unternehmen die Pro-forma- mit der GAAP-Publizität verglichen: 19,1 Mrd. \$ Gewinn aus freiwilliger Publizität standen 82,3 Mrd. \$ Verlust nach US-GAAP gegenüber<sup>45</sup>.

### Glaubwürdigkeit und Zielrelevanz

Empfänger von Publizität beurteilen Jahresabschlüsse anhand zweier Kriterien. Das erste Kriterium ist die Glaubwürdigkeit der bereitgestellten Informationen, das zweite ist die Zielrelevanz der bereitgestellten Daten. Zwischen beiden Dimensionen besteht ein grundlegender Zielkonflikt: Höhere Zielrelevanz ist in der Regel mit niedrigerer Glaubwürdigkeit verbunden.

Zielrelevanz kann zunächst ganz allgemein definiert werden als die Bereitstellung von Informationen, die Entscheidungen über das Halten, Kaufen oder Verkaufen von Anteilsrechten sachgerecht begründen. Eine andere Formulierung wäre der Begriff der Prognosefähigkeit der Informationen. Zielrelevante Informationen müssen Prognosen über die zukünftige Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens ermöglichen. Hierzu ist es üblicherweise erforderlich, Aussagen über die Zukunft zu treffen. Hier gelten Dividenden zunächst als zielrelevantes Kriterium; denn Dividenden sind der dem Investor zufließende positive Erfolgsbeitrag.

Dass unter bestimmten Annahmen Ersatzzielgrößen aus den Jahresabschlüssen gefunden werden können, zeigen die Theorie der Unternehmensbewertung<sup>46</sup>

und die kapitalmarktorientierte empirische Bilanzforschung<sup>47</sup>. Genau so können operative Maße als aggregierte Unter- oder Zwischenzielgrößen informativ und damit zielrelevant sein<sup>48</sup>. Damit sind der Menge der zielrelevanten Daten im Grunde genommen nur sehr enge Grenzen gesetzt.

Aussagen über Zukunftserwartungen sind untrennbar mit der Ausübung kaufmännischen Ermessens verbunden, das für den außen stehenden Informationsempfänger nur schwer erkennbar ist. Eine auf subjektiven Erwartungen der Informierenden aufbauende Publizität schafft damit ein Objektivierungs- und somit auch ein Glaubwürdigkeitsproblem<sup>49</sup>.

Zur Sicherung der Glaubwürdigkeit der Rechnungslegung beurteilen unabhängige Wirtschaftsprüfer die regulierte Publizität der Unternehmen und erteilen nach Maßgabe der Regulierung ein Testat. Mit diesem bestätigen Abschlussprüfer die formale Richtigkeit eines Jahresabschlusses. Sie liefern damit zwar dem Kapitalmarkt keine (neuen) Informationen<sup>50</sup>, aber sie verleihen dem Abschluss Glaubwürdigkeit. Da dieses am ehesten auf der Grundlage gesicherter Daten geschieht, galt die Objektivierung insbesondere in Deutschland als Qualitätskriterium der Bilanzierung. Für den Umgang mit kaufmännischem Ermessen und „entobjektivierte“ Informationen im Bereich der Rechnungslegung<sup>51</sup> gibt es für Abschlussprüfer sehr wenige gesicherte Anhaltspunkte<sup>52</sup>.

### Die Rolle der Intermediäre

Als Informationsintermediäre sind insbesondere Finanzanalysten, Journalisten und Rating-Agenturen zu nennen<sup>53</sup>. Sie sammeln öffentlich zugängliche Informationen (einschließlich der freiwilligen Publizität), werten diese aus und stellen ihre Informationen den anderen Kapitalmarktteilnehmern zur Verfügung.

Finanzanalysten empfehlen Anteilspapiere zum Halten, Kaufen oder Verkaufen. Diese Empfehlungen werden auf der Grundlage von zukunftsgerichteten Gewinnprognosen abgegeben; denn Analysten können Informationen schneller verarbeiten als eine rückwärts gewandte Rechnungslegung<sup>54</sup>. Sie erhöhen auch die Informationseffizienz des Kapitalmarkts. So werden zum Beispiel die Signale aus der regulierten Rechnungslegung bei solchen Unternehmen schneller verarbeitet, die von vielen Informationsintermediären

<sup>39</sup> Vgl. z.B. C. N o e: Voluntary Disclosures and Insider Transactions, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 27 (1999), Nr. 3, S. 317; oder D. Aboody, R. Kasznik: CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 29 (2000), Nr. 1, S. 98.

<sup>40</sup> Vgl. z.B. D. Skinner: Earnings Disclosures and Stockholder Lawsuits, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 23 (1997), Nr. 3, S. 278; oder J. Francis, D. Philbrick, K. Schipper: Shareholder Litigation and Corporate Disclosure, in: Journal of Accounting Research, Vol. 32 (1994), Nr. 2, S. 148.

<sup>41</sup> Vgl. W. Lanen, R. Verrecchia: Operative Decisions and the Disclosure of Management Accounting Information, in: Journal of Accounting Research, Discussion, Vol. 25 Supplement (1987), S. 182.

<sup>42</sup> Vgl. R. Verrecchia: Essays on Disclosure, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 32 (2001), Nr. 1-3, S. 97 – 180; oder R. Dye: An Evaluation of „Essays on Disclosure“ and the Disclosure Literature in Accounting, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 32 (2001), Nr. 1-3, S. 181 - 235, die eine Übersicht über die einschlägige Literatur bieten.

<sup>43</sup> Vgl. P. Healy, K. Palepu, a.a.O., S. 424. Dieses Argument wird auch bei der Festlegung der Mindestpublizität wieder vorgetragen; vgl. hierzu A. Moxter: Rechnungslegungsmythen, in: Betriebs-Berater, 55. Jg. (2000), H. 42, S. 2148; oder C. Zimmerer: Meinungsspiegel zu Heft 5, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 44 Jg. (1992), H. 5, S. 448: „[D]ie Veröffentlichung von Bilanzen ... dient ... der Konkurrenz.“

<sup>44</sup> Vgl. T. Schildbach: Rechnungslegungsideale, Bilanzkulturen, Harmonisierung und internationaler Wettbewerb, in: Betriebs-Berater, 50. Jg. (1995), H. 51/52, S. 2638.

<sup>45</sup> Vgl. o.V.: Management Survey, in: The Economist, Vol. 362, Nr. 8263 vom 9.3.2002, S. 11.46 Vgl. zum Beispiel W. Ballwieser: Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, Wiesbaden 1990.

<sup>47</sup> Vgl. S. Kothari, a.a.O., S. 175 ff.

<sup>48</sup> Vgl. z.B. R. Kaplan, D. Norton: Balanced Scorecard: Strategien erfolgreich umsetzen, Stuttgart 1997, S. 144.

<sup>49</sup> Vgl. A. Moxter: Rechnungslegungsmythen, a.a.O., S. 2145.



analysiert werden<sup>55</sup>. Dennoch ist die Rolle der Analysten durchaus problematisch. So muss festgehalten werden, dass Analysten immer dann positivere Gewinnprognosen abgeben, wenn Umsätze mit anderen Geschäftsbereichen des gleichen (Bank-)Hauses zu erwarten sind<sup>56</sup>.

In den Untersuchungen über die Rolle von Journalisten oder Rating-Agenturen wird insbesondere der negativ kursbeeinflussende Charakter ihrer Informationsweitergabe untersucht. Wertpapiere, über die eine negative Berichterstattung erfolgt, zeigen Kursabschläge<sup>57</sup>. Positive Nachrichten scheinen schon in anderer Form kommuniziert und verarbeitet zu sein. Dies lässt darauf schließen, dass sich die freiwillige Publizität eher auf positive Nachrichten konzentriert und eine gesonderte Auswertung nur für die negativen Tatbestände erforderlich ist.

### Systematische Versagenstatbestände

In den letzten Jahren hat sich die Rechnungslegung in den Vereinigten Staaten immer mehr von den Entwicklungen in Kontinentaleuropa abgekoppelt. Eine wesentliche Ursache dieser Entwicklungen liegt im Verständnis über die Rolle der Rechnungslegung und über deren konkrete Ausgestaltung zur Erfüllung dieser Ziele.

In den USA gilt die Sicherung ausreichender Publizität als hinreichende Regulierungstiefe. Rechnungslegung dient der Information, alle anderen möglichen Ziele sind sekundär und werden, da mögliche Zielkonflikte entstehen, anderen Regelungsebenen zugewiesen. In Kontinentaleuropa, besonders in Deutschland wird die Funktion der Rechnungslegung anders gewertet<sup>58</sup>. Hier gilt der Grundsatz, dass Bilanzen auch zum Zwecke des Gläubigerschutzes aufgestellt werden und dementsprechend geeignete Bilanzierungs- und Bewertungsnormen zu enthalten haben<sup>59</sup>. Eine aus Gläubigerschutzsicht aufgestellte Norm ist beispiels-

weise das Verbot, selbst geschaffene immaterielle Vermögensgegenstände des Anlagevermögens in die Bilanz einzustellen. Zudem ist der Rechnungslegung im Kontext des (deutschen) Gesellschaftsrechts die Aufgabe der Bemessung der (Höchstgrenze der) Ausschüttung zugewiesen. Das Gesellschaftsrecht sieht standardisierte, an der Rechnungslegung anknüpfende Regelungen vor, anstatt wie in den USA an einer vertraglichen Regelung der Eigenkapitalgeber anzuknüpfen.

In einem viel stärkeren Maße entwickeln sich jedoch die Vorstellungen darüber auseinander, in welcher Form über die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage zu informieren ist. Wenn man – wie beispielsweise in Deutschland – aus Objektivierungsgründen an die Bilanzierung die Forderung stellt, dass im Wesentlichen alle zu bilanzierenden Transaktionen vergangenheitsbezogen ausgestaltet werden, dann steht der so ermittelte „kaufmännische“ Gewinn in keinem Verhältnis zu einem kapitaltheoretisch definierbaren Gewinnbegriff. Er gilt auch als nicht prognosefähig und damit als nicht zielrelevant. Zwar kann ein solcher Gewinn zur Erklärung von Aktienkursen beitragen, doch nur in einem geringen und im Schwinden begriffenen Maße. Das Zusammenbrechen von Marktregularitäten (im weitesten Sinne verstanden als Transaktionspartner, -produkte oder Technologien), die dem Rechnungslegungsmodell des kaufmännischen Gewinns zu Grunde liegen, kann dabei als ein Faktor vermutet werden<sup>60</sup>. Zunehmend werden daher „fair values“ als Grundlage der Rechnungslegung gewählt.

### Manipulationsmöglichkeiten

Als „fair values“ bezeichnet man die am Bilanzstichtag beizulegenden Zeitwerte. Sie bestimmen sich aus den beobachtbaren Marktpreisen oder hilfsweise, sollten solche Preise nicht beobachtbar sein, dem kapitaltheoretisch abgeleiteten Gegenwartswert von Rechten und Verpflichtungen. Die Veränderung der Gegenwartswerte ist dabei als Gewinn anzusehen und wird in der Gewinn- und Verlustrechnung so erfasst, als ob es ein aus tatsächlichen Transaktionen entstandener Erfolgsbeitrag wäre<sup>61</sup>.

<sup>50</sup> Vgl. P. Healy, K. Palepu, a.a.O., S. 415.

<sup>51</sup> Vgl. M. Hommel: Neue Goodwillbilanzierung – das FASB auf dem Weg zur entobjektivierten Bilanz?, in: Betriebs-Berater, 56. Jg. (2001), H. 38, S. 1945 ff.

<sup>52</sup> Vgl. zum Beispiel M. Schlappig: Die Überprüfbarkeit von Wiederbeschaffungskosten im Jahresabschluss, Düsseldorf 1974, S. 72.

<sup>53</sup> Die Rolle von Finanzintermediären wie Banken und Versicherungen soll hier nicht betrachtet werden, weil diese ebenso als Akteure auf den Finanz- und Kapitalmärkten auftreten und bestenfalls durch höheres Know-how ausgezeichnet sind.

<sup>54</sup> Aus diesem Grund sind die Vorhersagen von Analysten präziser als Zeitreihenmodelle für Jahresüberschüsse; vgl. zum Beispiel L. Brown, P. Griffin, R. Hagerman, M. Zmijewski: An Evaluation of Alternative Proxies for the Market's Assessment of Unexpected Earnings, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 9 (1987), Nr. 2, S. 160.

<sup>55</sup> Vgl. P. Healy, K. Palepu, a.a.O., S. 417.

<sup>56</sup> Vgl. H. Lin, M. McNichols: Underwriting Relationships, Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendation, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 25 (1998), Nr. 1, S. 116 f.; P. Dechow, A. Hutton, R. Sloan: The Relation Between Analysts' Forecasts of Long-Term Earnings Growth and Stock Price Performance Following Equity Offerings, in: Contemporary Accounting Research, Vol. 17 (2000), Nr. 1, S. 27.

<sup>57</sup> Vgl. P. Healy, K. Palepu, a.a.O., S. 418.

<sup>58</sup> Vgl. T. Schildbach: Rechnungslegungsideale, a.a.O., S. 2637.

<sup>59</sup> Vgl. A. Moxter: Zum Sinn und Zweck des Jahresabschlusses nach neuem Recht, in: H. Havermann (Hrsg.): Bilanz- und Konzernrecht: Festschrift für R. Goerdeler, Düsseldorf 1987, S. 368 und S. 373 f.

Jede Bewertung von Vermögensgegenständen zu einem nicht beobachtbaren Preis – beobachtbar sind sowohl Markt- wie auch historische Transaktionspreise – setzt eine Ermessensentscheidung des Bilanzierenden voraus. Diese Ermessensentscheidung bezieht sich auf die Höhe und Dauer der zufließenden Zahlungsströme und auf den Diskontfaktor, mit dem die einzelnen Zahlungen abgezinst werden, um zu dem zu bilanzierenden Kapitalwert zu gelangen.

Damit sind die „fair values“ systematisch so angelegt, dass sie eine bewusste Manipulation der regulierten Publizität begründen und ermöglichen<sup>62</sup>. Auch bei Enron spielte die „fair value“-Bilanzierung eine Rolle bei der Realisierung von nicht am Markt bestätigten Gewinnen, die im Jahr 2001 wieder rückgängig gemacht werden mussten. Andererseits war die fair value-Bilanzierung ein hinreichender, aber kein notwendiger Tatbestand: Solche Transaktionen hätte man mit einem geeigneten Vehikel auch bei einem auf traditionelle Anschaffungskosten ausgerichteten Rechnungswesen vornehmen können. Es hätte allerdings mehr Kreativität in der Bilanzierung aufgewendet werden müssen.

Ein systematisches Problem der Regulierung der Rechnungslegung stellen die unterschiedlichen Vorstellungen und Ziele dar, mit denen die Regulierungsinstitutionen Rechnungslegungsstandards formulieren. Das „Financial Accounting Standards Board“ (FASB) hat seit seiner Entwicklung ein allgemein formuliertes Interesse an der Verbesserung der Berichterstattung über die finanzielle Performance. Das einspruchsberechtigte SEC ist als Aufsichtsbehörde an Regeln interessiert, die Interventionen rechtfertigen. Die Anforderungen an interventionsbasierte Regeln sind aber ganz andere als solche, die ein allgemeines informationsökonomisches Funktionieren des Wirtschaftsverkehrs sichern sollen.

Verdeutlichen lässt sich dies an der Generalklausel „substance over form“. Diese Regel soll verhindern, dass nicht systemkonforme Auslegungen von Einzelbestimmungen dazu führen, dass der Jahresabschluss die Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage verzerrt darstellt. Als Aufsichtstatbestand ist dies zu wenig präzise formuliert. Dementsprechend werden Interpretationen entwickelt, die kasuistisch präzise Grenzen vorgeben. Da die engen Grenzen als GAAP akzeptiert werden,

<sup>60</sup> Zur Problematik der Dynamik von Märkten äußert sich insbesondere die Managementliteratur; vgl. zum Beispiel H. Steinmann, G. Schreyögg: Management: Grundlagen der Unternehmensführung; Konzepte, Funktionen, Fallstudien, 5. Aufl., Wiesbaden 2000, S. 243 ff.; oder W. Staehle: Management: eine verhaltenwissenschaftliche Perspektive, 8. Aufl., München 1999, S. 598 ff., aus dem deutschen Sprachraum.

<sup>61</sup> Vgl. T. Schildbach: Zeitbewertung, Gewinnkonzeptionen und Informationsgehalt – Stellungnahme zu „Financial Assets and Liabilities – Fair Value or Historical Cost?“, in: Die Wirtschaftsprüfung, 52. Jg. (1999), H. 5, S. 183.

entstehen durch Aufsicht wieder (notwendigerweise) Schlupflöcher, weil es eine perfekte, alle Umstände berücksichtigende Regulierung nicht geben kann. Die Nicht-Konsolidierung der „special purpose entities“ war genau ein solcher Fall.

### Die Wirkung der Marktmechanismen

Eine wichtige Ursache beim Zusammenbruch von Enron scheinen auch die vertraglichen Vereinbarungen zu sein, die die Marktteilnehmer abgeschlossen hatten, um Informationsasymmetrie zu vermeiden. Die Vereinbarung von leistungsabhängiger Vergütung gehört zu den Standardvorschlägen, die Interessen von Eigentümern und Managern in Einklang zu bringen. Eine solche Vereinbarung muss aber davon ausgehen, dass die Leistungen der Vertragsparteien objektiv richtig gemessen werden können. Da man die Rechnungslegung in der Regel als manipulierbar ansieht, greift man auf die Bewertung an Aktienmärkten zurück. Ist nämlich ein Aktienmarkt informationseffizient, lässt er Bilanzpolitik wirkungslos werden<sup>63</sup>.

Die Einschätzung, dass Kapitalmärkte nicht wirklich informationseffizient sind, veranlasste das Management von Enron, geeignete Kennzahlen für das Unternehmen zu steuern: Besonders wichtig waren hierbei der Gewinn pro Aktie und ein stetiger Ergebnisausweis. Der Incentive-Mechanismus legt damit grundsätzlich den Missbrauch der Rechnungslegung an.

Auch wurde die Liquiditätskrise durch die Besicherungsklauseln der Banken verstärkt. Die geübte Praxis der „debt covenants“ hat eine rückkoppelnde Eigenschaft: Fällt nämlich die Bonität eines Unternehmens unter die Grenze dieser Besicherungsklauseln, dann wird ihm unmittelbar Liquidität entzogen. Dies geschieht oft genau zu dem Zeitpunkt, an dem ein Unternehmen am wenigsten in der Lage ist, die Liquidität an die Banken bereitzustellen.

Ein generelles Problem scheint darin zu bestehen, dass man dem Kapitalmarkt mehr Aufgaben zumutet, als er leisten kann. Er ist sicherlich nicht „intrinsic value efficient“<sup>64</sup>, wie das Platzen der Spekulationsblase auf dem Neuen Markt eindrucksvoll bestätigt hat. Der Kapitalmarkt hat nicht die Aufgabe, die Zukunft zu erkennen, sondern nur die Zukunft betreffende Wirtschaftspläne aufeinander abzustimmen. Wenn aber einem Kapitalmarkt im Vertrauen auf seine „intrinsic value efficiency“ eine Vielzahl zusätzlicher Aufgaben wie Entlohnung oder Besicherung von Schulden zugewiesen werden, entstehen aus einfachen Schwankungen möglicherweise sich verstärkende destabilisierende Tendenzen.

<sup>62</sup> Vgl. T. Schildbach: Harmonisierung der Rechnungslegung – ein Phantom, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 50. Jg. (1998), Nr. 1, S. 6.

Eine unrühmliche Rolle bei der Fehlererkennung spielen auch die Marktakteure, deren Rolle in der Sicherung der Funktionsfähigkeit der Publizität besteht. Lange Zeit war bekannt, dass viele Analysten die Abschlüsse von Enron nicht wirklich verstanden, sie haben sich auch nicht ernsthaft um eine bessere Informationspolitik des Unternehmens bemüht. Als die Rechnungslegung von Enron mit einem „filing“ der „Securities and Exchange Commission“ (SEC) korrigiert wurde, löste dies eine allgemeine Panik unter den Analysten aus: Die Rückabwicklung von Buchgewinnen – um nichts anderes hat es sich bei dieser Korrektur gehandelt – beeinflusste die Zahlungsströme des unterliegenden Geschäfts nicht. Trotzdem führte die Kürzung des Eigenkapitals um weniger als 20% zu einer signifikanten Herabstufung des Unternehmens, zu einem Verlust der Glaubwürdigkeit und damit zu einer Liquiditätskrise, die den Zusammenbruch auslöste.

Die Rolle der Abschlussprüfer ist noch nicht vollständig zu würdigen. Man kann ihnen wohl vorwerfen, sich zu Erfüllungsgehilfen des Managements gemacht zu haben. Die von den Rechnungslegenden gewählten Methoden der Bilanzierung haben „form over substance“ gestellt, also den Buchstaben einer Regelung vor seine Intention. Dies wurde wohl akzeptiert, weil der Wert des Kunden im Rahmen der Abschlussprüfung, aber auch in seinem Wert für Zusatzgeschäfte bedeutend war. Dass sich aber die Kritik besonders an den Prüfern festmacht, lässt sich nur durch den Irrglauben begründen, die Rolle der Abschlussprüfer bestehe in der Sicherung objektiv richtiger und gehaltvoller (prognosefähiger) Informationen.

#### Konsequenzen für Deutschland

Zunächst muss der Rahmen, in dem die Regeln zur Publizität entstehen, analysiert werden. Der in Deutschland zuständige Deutsche Standardisierungsrat ist dabei anders als das FASB keiner politischen Pressionen ausgesetzten Regulierungsbehörde wie die SEC unterstellt, muss aber seine Standards vom Justizministerium genehmigen lassen. Der hier möglicherweise entstehende politische Druck wird nicht öffentlich sichtbar. Insofern kann man ein strukturell angelegtes Defizit auch in der deutschen Form der Regulierung erkennen. Bislang scheint der politische Prozess in geordneten Bahnen zu verlaufen<sup>65</sup>.

Allerdings scheint es dem Gesetzgeber unklar zu sein, dass er mit der Umstellung der Publizitätsregulierung in ein Normengeflecht eingreift, das systematisch zusammenpasst. Die neuen Formen der Rechnungs-

legung ermöglichen Ermessensentscheidungen der Rechnungslegenden, die einer Prüfung durch Dritte nur noch in begrenztem Maße zugänglich sind. Dem (vermeintlichen) Zuwachs an Information über den tatsächlichen Wert der Vermögensgegenstände steht somit eine Reduktion der Überprüfbarkeit gegenüber. Ein solches System ist in gewisser Weise ein labiles Gleichgewicht: Berichten die Bilanzierenden wahrheitsgemäß, dann erhöht sich der Informationsgehalt der Jahresabschlüsse. Täuschen sie aber über die beizulegenden Werte, so ist dies durch Abschlussprüfer nicht oder nur noch sehr begrenzt nachprüfbar und korrigierbar. Die Glaubwürdigkeit der vorgelegten Informationen mag dann so beschädigt sein, dass der Informationswert der Rechnungslegung erheblich geschädigt ist.

Möglich wäre es tatsächlich, dass ein stabiles informationsökonomisches Gleichgewicht gerade da liegt, wo ein geringerer Informationswert (da auf Basis von Vergangenheitswerten gebildet) durch höhere Nachprüfbarkeit ergänzt wird<sup>66</sup>. Andererseits kann man die Ordnungsmäßigkeit der Informationen auch durch andere Systemregeln als die Abschlussprüfung sichern: Ein scharfes Haftungsrecht für Vorstände bei Fehlinformationen könnte hier Abhilfe schaffen.

Grundsätzlich zu überdenken ist das System des Gläubigerschutzes, das derzeit durch Rechnungslegungsregeln gesichert wird, und die Funktion der Ausschüttungsbemessung. Die Internationalisierung der Rechnungslegung mit der Erhöhung der Rolle der Informationsfunktion muss den Gesetzgeber zumindest mittelfristig auf andere Elemente zurückgreifen lassen.

Der größte Risikofaktor eines neuen, auf Information abstellenden Systems der Rechnungslegung liegt in den überzogenen Erwartungen, die „der Kapitalmarkt“ an Publizität hegt. Anders formuliert, sind es die fehlenden Fähigkeiten der Akteure und Intermediäre selbst, die Krisen wie den Zusammenbruch eines Unternehmens wie Enron auslösen. Das Herdenverhalten muss eingeschränkt werden. Dies lässt sich aber nur durch eine bessere Regulierung der informationsproduzierenden Intermediäre erreichen; so wäre ein Qualifikationsnachweis oder eine Haftungsregelung auch hier bei grober Fehlinformation bedenkenswert. Andererseits hat der Zusammenbruch von Enron auch offenbart, dass die Sekundärmärkte einen solchen Kollaps relativ problemlos verkraften können. Auch dies gilt es bei der Abwägung von Kosten und Nutzen regulierender Eingriffe zu bedenken.

<sup>63</sup> Nicht gelöst ist das Messproblem dann, wenn Informationen vom Management nicht nur im Rahmen von Bilanzpolitik „interpretiert“, sondern insgesamt zurückgehalten werden können.

<sup>64</sup> Vgl. zu dieser Unterscheidung R. Schmidt, a.a.O., S. 741.

<sup>65</sup> Vgl. aber kritisch M. Hommel, a.a.O., S. 1948.

<sup>66</sup> Dass die traditionelle Rechnungslegung überhaupt weniger Informationen bereitstellt bezweifelt T. Schildbach: Zeitbewertung..., a.a.O., S. 185.