

# Bewertung von Obligationen in Krisenzeiten

## *Liquidität des Marktes als entscheidender Faktor*

Von Lukas Handschin\*

*Bei der Erstellung von Bank- und Versicherungsbilanzen stellt sich die Frage, wie Obligationen zu bewerten sind, wenn der Marktwert tiefer als der Nominalwert ist. Hier gelten meist die gleichen Prinzipien wie für Forderungen ohne Marktwert. Ein gegenüber dem Nominalwert tieferer Marktwert ist nach Ansicht des Autors nur massgebend, wenn er sich aus einer Erhöhung des Gegenparteienrisikos ergibt und der Markt liquide ist. (Red.)*

Forderungen werden unabhängig davon, ob sie zum Umlauf- oder zum Anlagevermögen gehören, in der Regel zum Nominalwert bewertet. Korrekturen müssen erfolgen, wenn das Risiko besteht, dass die Forderung nicht oder nicht im ganzen Umfang befriedigt werden kann. Das handelsrechtliche Vorsichtsprinzip zwingt den Gläubiger dazu, in diesem Fall die Bewertung der Forderung zu korrigieren (Artikel 669 Obligationenrecht [OR]). Dabei besteht ein relativ grosses Ermessen. Es gelten dabei prinzipiell die gleichen Bewertungsgrundsätze, unabhängig davon, ob es sich um direkte Forderungen oder um verbrieftete Forderungen handelt, die an einem Markt gehandelt werden. Es stellt sich in diesen Fällen aber die Frage, wie vorzugehen ist, wenn der Marktwert dieser Forderungen deutlich vom Nominalwert abweicht. Die Frage ist vor allem für Banken und Versicherungen von erheblicher praktischer Bedeutung und grosser Aktualität aufgrund des zeitlichen Zusammenfalls der Finanzkrise mit dem Jahresabschluss, der alle Unternehmen zwingt, sich in dieser Frage festzulegen.

### Der Normalfall

Die Frage muss differenziert beantwortet werden. In «normalen» Zeiten kann sich eine Veränderung zwischen dem Nominalwert und dem Marktwert ergeben, wenn sich das Zinsniveau verändert. Steigt das Zinsniveau, verliert die Forderung an Marktwert, weil der gleiche nominelle Zinsertrag mit einer tieferen Forderungssumme erreicht werden kann. Erst auf den Verfalltag hin gleichen sich die beiden Werte wieder an. In diesen Fällen ist der (tiefere) Marktwert effektiv ein Ertragswert. Ist die Forderung eine langfristig bis zum Verfalltag gehaltene Anlage, kann eine Bewertungskorrektur, gestützt auf den veränderten Marktwert, ausbleiben, wenn die Absicht besteht, die Anlage bis zum Verfalltag zu halten. Das ist auch gängige Praxis.

Schwieriger ist die Frage zu beantworten, wenn nicht der Ertragswert den Marktwert drückt, sondern Bedenken über die Werthaltigkeit der Forderung. Es stellt sich dann die Frage, ob derjenige Teil des tieferen Marktwerts, der nicht auf ein verändertes Zinsniveau zurückzuführen ist, wertberichtigt werden muss. Begründet werden kann diese Wertberichtigung damit, dass im reduzierten Marktwert eine objektive Bewertung des erhöhten Gegenparteienrisikos liegt, das zu Wertberichtigungen zwingen kann. Ob diese Beurteilung richtig ist, ergibt sich aus der Funktion des Marktwerts als Bewertungsgrundsatz. Der Marktwert ist eine wichtige Grösse für

die Bewertung des wirklichen Werts. Das Recht vertraut derart in den Marktwert, dass es im Umlaufvermögen sogar die Aufwertung von bestimmten Aktiven mit Börsenwert über den Einstandspreis erlaubt, wenn der Marktwert sich erhöht hat (Art. 667 OR). Weiter ist der Marktwert grundsätzlich aber auch dann die Referenzgrösse, wenn sich die Frage stellt, ob ein bestimmtes Aktivum noch zum Einstandspreis aktiviert werden darf oder ob Wertberichtigungen vorgenommen werden müssen.

### Börsenwert und Marktwert

Diese Anknüpfung an den Marktwert ist dann gerechtfertigt, wenn der Markt wirklich auch eine objektive Grösse ist, um das Gegenparteienrisiko und damit den Wert der Forderung festzustellen. Das setzt voraus, dass ein funktionierender Markt mit genügender Liquidität vorliegt. Allein der Umstand, dass ein bestimmter Wert als Börsenwert besteht, führt nicht zu einem Marktwert. Dieser Grundsatz gilt eigentlich auch bei Aktien und bedeutet beispielsweise, dass ein durch gezielte Kurspflege künstlich geschaffener Börsenwert kein Marktwert ist und bei der Bewertung der entsprechenden Titel nicht auf den Börsenwert zurückgegriffen werden sollte. Gleichermassen gilt vor allem in Krisenzeiten, dass im Rahmen der Bewertung festgestellt werden muss, ob der «Marktwert» in einem funktionierenden Markt mit genügender Liquidität ermittelt wurde. Ist dies der Fall, gilt der Marktwert als Bewertungsobergrenze, und es sind entsprechende Wertberichtigungen vorzunehmen. Allein die Absicht, die Papiere noch eine gewisse Zeit zu halten, erlaubt nicht, eine vorübergehende Wertkorrektur nach unten zu ignorieren, selbst wenn die Aussicht besteht, dass das Gegenparteienrisiko wieder sinkt und die Papiere bis zum Verfalltag wieder an Wert gewinnen.

Die schwierige Frage lautet also, wann ein funktionierender Markt vorliegt. Liegt ein funktionierender Markt nicht vor, gibt es keinen «Marktwert» und damit auch keine Vermutung für den wirklichen Wert der Forderungen. Eindeutige Kriterien fehlen, doch gibt es Indizien, die allein oder zusammen auf das Fehlen eines liquiden Marktes hinweisen. Sicher fehlt ein liquider Markt, wenn keine Transaktionen zustande kommen oder nur Abschlüsse mit geringen Volumina getätigt werden. Weiter ist ein hoher Differenzbetrag zwischen Angebot (Briefkurs) und Nachfrage (Geldkurs) ein Hinweis darauf, dass ein Markt fehlt. In diesen Fällen kommt es nur zu Transaktionen, wenn der Anbieter bereit ist, das Papier unter seinem Wert zu verkaufen: Solche Transaktionen sagen etwas über den Verkäufer aus, aber nichts über den Wert des Papiers. Dieser Transaktionswert ist richtigerweise für die Frage der Bewertung der Forderung nur ein Indiz. Fehlt ein (liquider) Markt, gibt es keinen Marktwert, und die Forderung ist so zu bewerten, wie wenn es keinen Marktwert gäbe, also gestützt auf eine Analyse des Kreditrisikos beim Schuldner.

### Vorliegen eines illiquiden Marktes

Zum gleichen Schluss führt eine weitere Überlegung: Der Marktwert ist nur dann massgebend, wenn er verlässliche Rückschlüsse auf den Wert der Forderung und auf die Grösse des Gegenpar-

teienrisikos erlaubt. Anders als bei einem Aktienwert gibt es bei einer Obligation einen Nominalbetrag, von dem bei der Bewertung ausgegangen werden kann. Weiter ist der Wert der Obligation bzw. die Höhe der Wertberichtigung, die allenfalls vorzunehmen ist, von Bewertungsverfahren abhängig, die sich aus der Analyse des Schuldners ergeben und oft auch durch Rating-Agenturen bestätigt werden können. Führt die pflichtgemässe Bewertung des Kreditrisikos zu einem vom Marktwert deutlich abweichenden Betrag, liegt darin ein weiterer Hinweis auf einen nicht funktionierenden Markt, und es stellt sich die Frage, ob hier der Markt oder die nach anerkannten Methoden durchgeführte Kredit- und Schuldneranalyse die verlässlicheren Resultate bei der Bewertung des Gegenparteienrisikos ergibt.

Somit ergibt sich, dass Wertberichtigungen bei Forderungen gestützt auf einen gegenüber dem Nominalwert tieferen Marktwert nur erfolgen müssen, wenn der Marktwert in einem liquiden Markt ermittelt wurde. Kein liquider Markt liegt vor, wenn Transaktionen fehlen, wenn ein hoher Differenzbetrag zwischen Angebot (Briefkurs) und Nachfrage (Geldkurs) besteht und wenn das pflichtgemäss ermittelte Gegenparteienrisiko vom Marktwert erheblich abweicht.

\* Prof. Dr. Lukas Handschin ist Extraordinarius für Privatrecht an der Universität Basel und Rechtsanwalt bei Schuhmacher Baur Hürlimann.