

GIPS Tag 2010

**GIPS 2010 – Zum aktuellen
Stand der Diskussion über
die Key Issues "Fair Value" &
"Valuation Principles"**

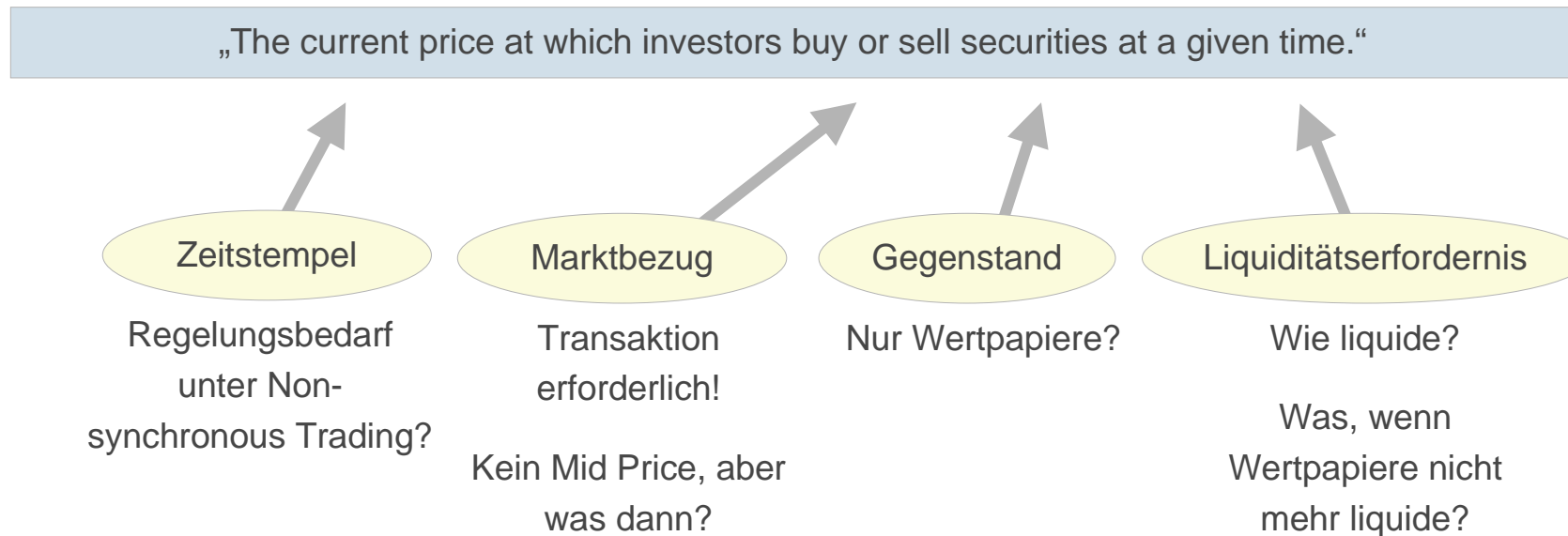
**Dr. Norbert Tolksdorf
Frankfurt am Main
17. Februar 2010**

Inhaltsverzeichnis

1. Ausgangssituation	3
2. Änderungsvorschlag	13
3. Diskussionspunkte der Arbeitsgemeinschaft	16
4. Fazit	21

MARKET VALUE-Konzept gemäß GIPS 2005/2006* (1/2)

- „MARKET VALUE“ dominiert, wird aber in GIPS 2006 *nicht ausreichend präzise* definiert.
- Appendix E – GIPS Glossary (Definitions), S.46:



* sog. „Gold Standard“

Funktionierender, liquider Markt („buy or sell“) wird pauschal vorausgesetzt!

MARKET VALUE-Konzept gemäß GIPS 2005/2006 (2/2)

Ergänzung in den **Guidance Statements** bzgl. Real Estate (S. 3):

„**Market value** is the **most probable price** that a property should bring in a competitive and open market under all conditions requisite to a fair sale, the buyer and seller each acting prudently and knowledgeably, and assuming the price is not affected by undue stimulus. Implicit in this definition are the **consummation of a sale** as of a specified date and the passing of title from seller to buyer under conditions whereby: [...]“

„[...] Buyer and seller are typically motivated;

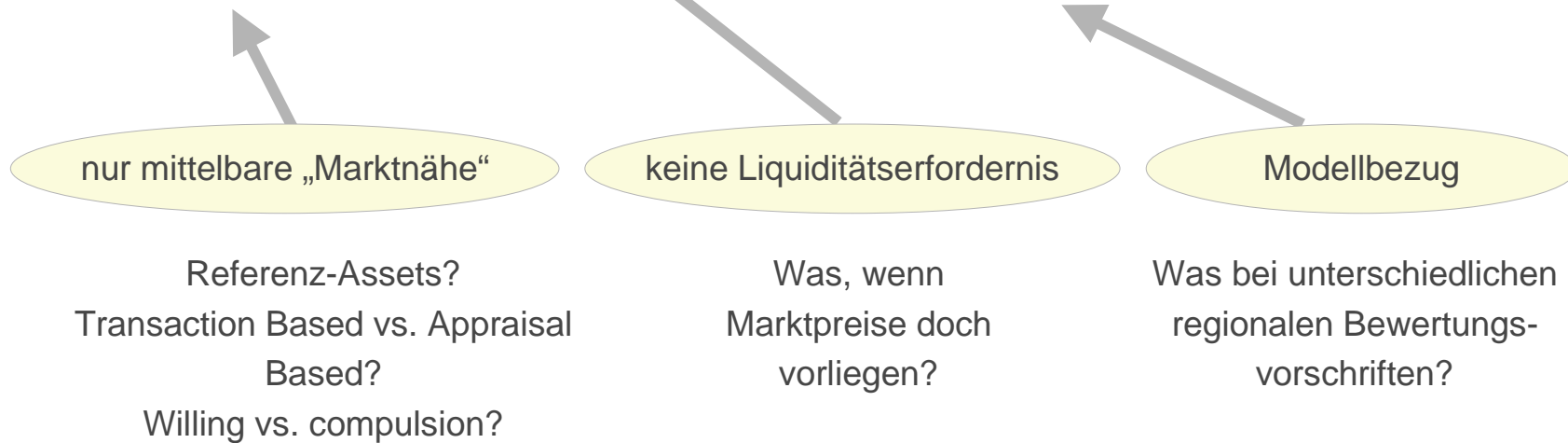
- Both parties are well informed or well advised, and each party is acting in what they consider their own best interests;
- A reasonable time is allowed for exposure in the open market;
- Payment is made in terms of cash currency or in terms of financial arrangements comparable thereto; and,
- The price represents the normal consideration for the property sold unaffected by special or creative financing or sales concessions granted by anyone associated with the sale.“

Präzisierungsversuch im Kontext von REAL ESTATE unbefriedigend, da **Aufweichung** und **Inkonsistenz** erkennbar werden.

FAIR VALUE gemäß GIPS 2006: Glossary Definition

- FAIR VALUE in GIPS 2006 ist ein *Sonderfall*
- Appendix E – GIPS Glossary (Definitions), S.45:

„The amount at which an asset could be acquired or sold in a current transaction between willing parties in which the parties each acted knowledgeably, prudently, and with compulsion.“



FAIR VALUE-Begriff bislang reserviert für *illiquide* Märkte.

1. AUSGANGSSITUATION

FAIR VALUE gemäß GIPS 2006: nur für Private Equity

MARKET VALUE	FAIR VALUE
Alle Anlagen außer Private Equity	Private Equity

- **Appendix D – Private Equity Valuation Principles** (RECOMMENDATION; S. 39):
 - › “It is RECOMMENDED that the FAIR VALUE basis, which is **consistent with international financial reporting principles**, be used to value PRIVATE EQUITY investments.”
 - › „This valuation SHOULD represent the amount at which an asset could be **acquired or sold in a current transaction between willing parties** in which the parties each acted knowledgeably, prudently, and without compulsion.“
- **Valuation Hierarchy**: 1. Market Transaction, 2. Market-Based Multiples, 3. Discounted Expected Future Cash Flows

Die Grundlagen für FAIR VALUE sind bereits unter GIPS 2006 gelegt worden (RECOMMENDATION).

Besonderheiten bzgl. REAL ESTATE und inhärente Widersprüchlichkeit

Auffassung der Praxis (APPENDIX D – Private Equity Valuation Principles)*

“The volatility of asset values is also often high, increasing the perception that a historical valuation was “wrong.” (*S.38)



Auffassung der Praxis:
Glättung über FAIR VALUE-Modelle
sinnvoll/erwünscht!

**Auffassung der Wissenschaft
(Smoothing-Debatte bei REAL ESTATE):**

Glättung (positive Autokorrelation) *nicht kompatibel* mit spekulativen Preisen auf informationseffizienten Märkten!

Normativer Ansatz

Positivistischer Ansatz

Fiktion und Akzeptanz eines FAIR VALUE

Primat des MARKET VALUE

Warum MARKET VALUE für REAL ESTATE, wenn REAL ESTATE ähnlich illiquide ist wie PRIVATE EQUITY und ähnliche Bewertungsunsicherheit besteht?

Zwischenfazit der Ausgangssituation nur mit Blick auf GIPS 2006

Glossary-Definitionen
zu unspezifiziert

Assetklassen-spezifische
Schattendefinitionen z.B.
in den RECOMMENDATIONS

Konsistenzproblem zwischen
REAL ESTATE und PRIVATE EQUITY

Assetklassen-Fokussierung
der Definitionen unflexibel gegenüber
extremen Marktphasen

Offensichtlicher Präzisierungs- und Harmonisierungsbedarf

1. AUSGANGSSITUATION

Exkurs: Gegenüberstellung von IAS 39, SFAS 157 und dem Fair Market Value

Fair Market Value („Zeitwert“)	Fair Value (GAAP/SFAS 157 Statement, S.2)	Fair Value (IFRS/IAS 39, S.2001)
<ul style="list-style-type: none">• Akademische Perspektive: nicht Gedacht für das Financial Reporting• Bspl.: Joint Hypothesis Testing in der empirischen Kapitalmarktforschung, absolute Bewertung versus relative Bewertung (Arbitrage Pricing Theory)	<ul style="list-style-type: none">• „Fair value is the price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date.“• Fiktion des Exit Value<ul style="list-style-type: none">› Orderly Transaction, not a forced transaction› Hypothetical Transaction• Gedacht für Financial Assets/Tangible Assets, weniger für Intangible Assets	<ul style="list-style-type: none">• „Fair value is the amount for which an asset could be exchanged, or a liability settled, between knowledgeable, willing parties in an arm’s length transaction.“• Illiquide Assets: Periodische Bewertung und Zuschreibungen verlangt/möglich

Unterschiede bei den etablierten Accounting Standards. SFAS 157: theoretisch klarer, aber problematisch in der Anwendung; IAS 39: praktikabler, aber inhaltliche Probleme

***Explizite* Hierarchie nach SFAS 157: Level 1-3**

1

Quotierte Preise (⇒ liquide Märkte)

2

Keine direkten quotierten Preise, aber ähnliche Assets (⇒ implizite Modellannahme; hoher Standardisierungsgrad in der Methodik; Market Approach/Matrix Pricing)

Explizite Modellannahme (⇒ Bewertungsspezialisten; Appraisal Based Evaluation)

Implizite Hierarchie nach IAS 39 (~3 Ebenen)

1	Quotierte Preise (⇒ liquide Märkte)
2	Keine direkten quotierten Preise, aber ähnliche Assets (⇒ implizite Modellannahme; Standardisierungsgrad in der Methodik <u>nicht</u> vorgegeben)
3	Explizite Modellannahme (⇒ Bewertungsspezialisten)

- IAS 39 Appendix A, paragraphs AG69-82:

- › „A financial instrument is regarded as **quoted in an active market** if quoted prices are readily and regularly available from an exchange, dealer, broker, industry group, pricing service or regulatory agency, and those prices represent actual and regularly occurring market transactions on an arm's length basis. Fair value is defined in terms of a price agreed by a willing buyer and a willing seller in an arm's length transaction.“ (AG71)
- › If conditions have changed since the time of the transaction (eg a change in the risk-free interest rate following the most recent price quote for a corporate bond), the fair value reflects the change in conditions **by reference to current prices or rates for similar financial instruments**, as appropriate. (AG72)
- › „If the market for a financial instrument **is not active**, an entity establishes fair value by using a **valuation technique**. Valuation techniques include using recent arm's length market transactions between knowledgeable, willing parties, if available, reference to the current fair value of another instrument that is substantially the same, discounted cash flow analysis and option pricing models. If there is a valuation technique commonly used by market participants to price the instrument and that technique has been demonstrated to provide reliable estimates of prices obtained in actual market transactions, the entity uses that technique.“ (AG74)

Motivation für eine Änderung unter Berücksichtigung der *Accounting Standards*

- **Unzureichend kompatible Definition** von MARKET VALUE und FAIR VALUE in den GIPS 2006 gegenüber den großen Accounting Standards
- **Inkonsistente Koexistenz** zwischen MARKET VALUE und FAIR VALUE
 - › Formal-definitiorische Unklarheit in der Abgrenzung
 - Pendant (MARKET VALUE neben FAIR VALUE) oder Pyramide (MARKET VALUE als Spezialfall von FAIR VALUE): „Nebeneinander“ statt „Hierarchie“?
 - › FAIR VALUE-Liberalisierung bezieht sich bislang nur auf Private Equity
 - › Andere Assetklassen auch latent illiquide (Offene Immobilienfonds; zunehmender Regulierungsbedarf im Zuge der künstlichen/virtuellen Liquidität des Konstrukts)
- Annäherung an international etablierte Standards bzgl. „Fair Value Accounting“ erwünscht
 - › Teilnahme am **Konvergenzprozess**
- Unmittelbarer **Handlungsbedarf unter formalen Compliance-Aspekten** bei plötzlich hoch illiquiden Assets
 - › Phasen stark schwankender Liquidität bislang nicht vorgesehen

Was ist neu? Ein Überblick

- Umfänglicher Übergang zum „**Fair Value**“-Konzept
- Einführung einer *grundsätzlich* anzuwendenden Bewertungshierarchie („**Valuation Hierarchy**“)
 - › Für Ausgestaltung wird eine *Empfehlung* vorgegeben (**Section C: Guidance**)
 - › Bei substantiellen Abweichungen zur „Guidance“: „**Disclosure**“ für die Anwendung einer Firmenindividuellen Bewertungshierarchie erforderlich
- „**Market Value**“ als **First best** wird im Rahmen des „Fair Value“-Konzepts subsumiert.
 - › Market Value als „regulärer Spezialfall“ auf liquiden Märkten (Level 1)
 - › Annahme auf (schwach) informationseffizienten Märkten: Market Value ist *sui generis* „fair“
 - Beobachtbarer Gleichgewichtspreis
- Orientierung am Arbitragefreiheitsprinzip (Law of one price):
 - › Modellfreie Bezugnahme auf identische/vergleichbare Assets auf liquiden Märkten zulässig (**geringes Fehlerpotenzial unter Level 2**)

Verzicht auf **Sonderbehandlungen/einheitlicher Bezugsrahmen**. Mehr **Flexibilität** bei den anerkannten Bewertungsverfahren, im Rahmen bestimmter **Mindestanforderungen**.

Präzisierte Definition in GIPS 2010 (Draft): FAIR VALUE

„FAIR VALUE is defined as the amount at which an investment could be exchanged in a current arm's length transaction between willing parties in which the parties each act knowledgeably and prudently. [...]“ (S.32/Draft)

- Starke **Anlehnung an IAS 39**
- Wesentliche Modifikationen
 - › Verzicht auf „liability settled“ (asset only-Sicht)
 - › Ergänzung von „prudently“ (third party-Implikation, wie GIPS 2006)
 - › Verzicht auf Forderung nach „with compulsion“ (gegenüber GIPS 2006)

Fortsetzung in **Glossary Definition** (S.46/Draft):

„[...] The valuation **MUST** be determined using the objective, observable, unadjusted quoted market price for an identical investment in an active market on the measurement date, if available. In the absence of an objective, observable, unadjusted quoted market price for an identical investment in an active market on the measurement date, the valuation **MUST** represent the FIRM'S **best estimate** of the **MARKET VALUE**. FAIR VALUE **MUST** include accrued income.“

FAIR VALUE als **Oberbegriff (Marktwertschätzung)**. Grundsätzliche Akzeptanz anerkannter, um „Objektivität“ bemühte Bewertungsverfahren.

2. ÄNDERUNGSVORSCHLAG

Präzisierte Definition in GIPS 2010 (Draft): MARKET VALUE

„The price at which investors can buy or sell an investment at a given time multiplied by the quantity held plus any accrued income.“ (S.47/Draft)

- Nicht mehr: „*Current*“ price
- Verallgemeinerung: „investment“ statt „securities“ (oder auch „Assets“ wie in den Accounting Standards)
- Explizite Berücksichtigung von „accrued income“

Klare Abstimmung auf das FAIR VALUE-Konzept!

Grundsätzlicher Sinn der Änderung (1/3)

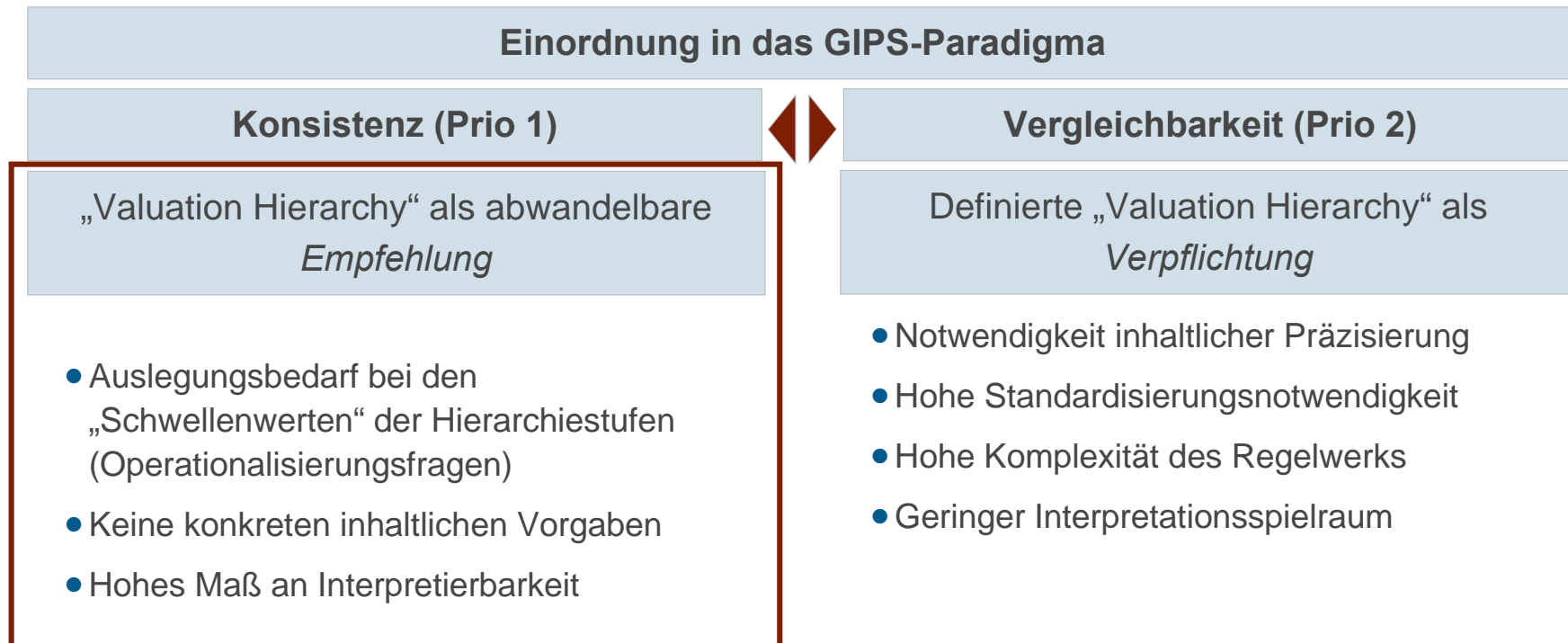
- Dogmatisches Paradigma der GIPS 2006 (Primat des MARKET VALUE) war im Zuge der **Finanzmarktkrise** an seine praktischen Grenzen angelangt.
 - › Nur beschränkte Verfügbarkeit von Marktwerten, selbst ehemals halbwegs liquider Assets (z.B. strukturierte Produkte wie Zertifikate)
 - › Offene Flanke in der formalen Bewertungspraxis (Compliance-Relevanz)
- Einsatz spezifischer Bewertungsverfahren für illiquide Assets gerade im Kontext von „**Alternative Investments**“ unverzichtbar.
- Allgemein steigender Bedarf an
 - › Transparenz und
 - › Vergleichbarkeitdurch **Vertrauensverlust** im Zuge der Finanzmarktkrise.

Änderung zu GIPS 2006 bzgl. FAIR VALUE nicht nur „nice to have“, sondern unabdingbar notwendig. Denken in einem **Bewertungskontinuum** erforderlich!

Grundsätzlicher Sinn der Änderung (2/3)



Grundsätzlicher Sinn der Änderung (3/3)



Aktuelles FAIR VALUE-Update folgt dem liberalen „**Konsistenz**“-Primat (innerhalb einer FIRM)

Technische Sinnhaftigkeit in der Anwendungspraxis

- **Praktikabilität** einer *inhaltlich* vorgegebenen Bewertungshierarchie ist anzuzweifeln:
 - › Rechnungslegungsnormen besitzen z.T. recht spezifische Auslegungen des FAIR VALUE-Begriffs.
 - › Unmittelbare Übertragbarkeit von bestehenden Normen (IASB/IFRS/IAS 39 versus FASB/US-GAAP/SFAS 157) ist kaum möglich/nicht vorgesehen.
 - › Nur ein „angepasster Transfer“ für GIPS 2010 erscheint aussichtsreich.
- **Freiheitsgrade** sind notwendig, daraus ergeben sich aber Gefahren:
 - › Gefahr 1: GIPS entwickelt sich zu einer *Parallelwelt* neben lokalen Standards.
 - › Gefahr 2: Materieller Nutzen beschränkt wegen schwieriger ökonomischer Interpretierbarkeit unter *fehlender Vergleichbarkeit*.
 - › Gefahr 3: *Scheintransparenz*, da die Fair Value-Modelle inhaltlich nur von wenigen Experten kritisch gewürdigt werden können.

Zielkonflikte werden zugunsten der Praktikabilität gelöst.
Aus theoretisch/inhaltlicher Sicht sind Probleme absehbar. *Materieller* Nutzen?

Offene Fragen

- Umfang und Aussagekraft von **Disclosures**?
 - › Wie umfangreich? Wird das alles noch gelesen?
 - › Können die Informationen vom Adressaten interpretiert werden?
 - › Vergleichbarkeit?
- **Anreizsetzung für *untere* Ebenen der Bewertungshierarchie?**
 - › Hohe Verantwortung des Verifiers bzgl. Gestaltungsmissbrauch
 - › Problem nicht wirklich lösbar, solange *Konsistenz* vor *Vergleichbarkeit* gestellt wird
 - › *Vergleichbarkeit* aber auch nicht per se erstrebenswert, da technischer Fortschritt behindert wird und Überregulierung/Fehlregulierung Kosten produzieren kann (vgl. viel zu kurz greifende Standards bei den Rating-Agenturen, kreative Buchführung etc.)
- Formale/quantitative **Operationalisierung von Illiquidität (Wirkung auf Bewertungsqualität)?**
 - › Notwendigkeit von Illiquiditätsmaßen (vgl. Unsmoothing/Autokorrelationsdebatte) steigt!
- Verschärfung des gefürchteten **strategischen Benchmark-Mismatches** durch Bewertungsspielräume?
 - › Illiquidität & Bewertung der *Benchmark* versus Illiquidität & Bewertung des *Portfolios*

Kritische Würdigung

Hierarchisches FAIR VALUE-Konzept *weiterhin* in der Theorie „First Best“, aber in der Praxis mit *ernsthaften* – aber lösbaren – Problemen behaftet.

- Gestaltungsmissbrauch abhängig von der **Modellqualität** und **Bewertungsfrequenz**
- Modelle sehr **heterogen!** Utopie: „one size fits all“?
- **„See through the cycle“-Problematik:**
 - › Horizontprobleme der Bewertung; Spannungsfeld: Excess Volatility vs. Stale Pricing
 - › Ausmaß von „**Smoothing**“ (**positive Autokorrelation** von Renditen) als klares Warnzeichen (Bewertungsproblematik von Immobilienfonds!)
- Problematisch unter einem hohen (**Embedded**) **Leverage** (hohe Bewertungsunsicherheit)
- Viele Detailfragen im Kontext vom **Benchmarking** zu klären
 - › Time zone distortion/stale pricing (Index-Konstruktion? Tracking Error-Reduktion! Apple-to-Apple...)
 - › Interest rate swap curve vs. government bond yield curve (Default risk?)
- Vorteilhafte Rahmenbedingung: zunehmende **Konvergenz** zwischen SFAS 157 und IAS 39

Prognose: weiterer Feinschliff bei den *etablierten* „Branchenstandards“ notwendig, hohes Innovationspotenzial im Nachgang der Finanzmarktkrise

Zusammenfassende Bewertung

- **Handlungsdruck** aus der Finanzmarktkrise heraus wird erkennbar
- **Leitplankensetzung** durch breit akzeptierte Bewertungshierarchie (RECOMMENDATION, aber nahe an REQUIREMENT über DISCLOSURE)
- Voraussetzung für **Transparenz** gegeben,
 - › Aber unklar, ob das bei den Klienten effektiv ankommt.
- **Flexibilität** ist offen für technischen Fortschritt,
 - › aber selbst „die“ Wissenschaft (mit z.T. jahrzehntelangem Vorlauf in der Diskussion und Problemlösung) ist sich in der Angemessenheit verschiedener Modellvarianten nicht einig.
 - › Beispiele mit Performance-Relevanz:
 - Post-Markowitz-Ära (adäquate asymmetrische Performance-Maße)
 - Modellierung und Bewertung von Illiquiditätsrisiken
 - Bewertung von Zeitstruktureffekten (Volatilität, Korrelation/Autokorrelation etc.)

FAIR VALUE-Konzept notwendig und wegweisend, aber auf der Basis des aktuellen Implementierungsstandes teilweise mit großem Verbesserungspotenzial.

4. FAZIT

Ausblick: vertiefende Diskussion zum Thema „FAIR VALUE- Problematik“ absehbar!

Einstiegsliteratur zur Prozyklik-Debatte

- FSF-CGFS Working Group (2009), The role of valuation and leverage in procyclicality
- Novoa/Scarlata/Solé (2009), Procyclicality and Fair Value Accounting, in: IMF working paper
- Financial Stability Forum (2009), Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System

*A number of developments in financial systems – including increased direct and embedded leverage, leverage funded with short-term debt, more marketable assets, and **extensive application of fair value accounting** – have contributed to an **increase in the procyclicality of the system.**“ (FSF-Report, S.5)*

Parameter-Unsicherheit

Komplexität

Strukturierungstiefe

Embedded Leverage

Duration Mismatch

Data & Model Mining

Embedded Options

Offene Diskussion notwendig ⇒ Sachgerechte Anwendung und Qualität der FAIR VALUE-
Modelle ist entscheidend!