

# Der optimale Umgang mit Währungsrisiken in exportorientierten Unternehmen

Mit der Frankenaufwertung nach der Finanzkrise und der latenten Gefahr einer Aufhebung der Euro/Franken-Kursuntergrenze ist das Fremdwährungsmanagement vermehrt in den Fokus von Schweizer Industrieunternehmen gerückt. Für die betroffenen Unternehmen sind insbesondere zwei Fragen zentral: Welches ist die richtige Strategie im Umgang mit Währungsrisiken? Und: Wie ist der Prozess im Rahmen des Währungsrisikomanagements optimal zu strukturieren? Die Resultate eines Forschungsprojektes zeigen, dass bei der Strategiewahl unternehmensspezifische Faktoren zentral sind. Bei einigen Unternehmen ist Potenzial zu Effizienzsteigerungen vorhanden, das mit einfachen Massnahmen genutzt werden kann.

Die Euro-Einführung liess rasch den Eindruck entstehen, dass das Währungsmanagement für Schweizer Unternehmen nun an Bedeutung verlieren könnte. Doch spätestens mit der drastischen Frankenaufwertung in den Jahren 2010 und 2011 zeigte sich einmal mehr, wie stark die Schweizer Wirtschaft von Wechselkursveränderungen beeinflusst wird (siehe *Grafik 1*). Neben den oft genannten Auswirkungen für den Tourismus, sind auch viele Industrieunternehmen stark von Kursschwankungen betroffen. Diese wirken sich einerseits über Transaktionen oder Bestände in fremder Währung auf die Firmen aus. Dabei handelt es sich um *Transaction Exposure* und *Translation Exposure*. Andererseits haben Wechselkursveränderungen indirekte Effekte, da sich die Wettbewerbsfähigkeit eines Unternehmens gegenüber Konkurrenten aus anderen Währungsräumen verändert. Unternehmen unterliegen somit einem ökonomischen Risiko, dem *Economic Exposure*. Die verschiedenen Exposurearten sind in *Tabelle 1* dargestellt.<sup>1</sup>

## Strategien im Fremdwährungsmanagement

Wie können sich Unternehmen gegen die möglichen Auswirkungen von Währungsrisiken wappnen? Unternehmen stehen folgende idealtypische Strategien – insbesondere für den Umgang mit *Transaction Exposure* (z. B. Fremdwährungserträgen) – zur Verfügung:<sup>2</sup>

- *Laissez-faire-Ansatz*: Währungsrisiken werden nicht aktiv beeinflusst und somit keine Absicherungsmassnahmen ergriffen.
- *Absolute Risikovermeidung*: Währungsrisiken sollen möglichst vermieden werden, auch wenn dadurch auf bestimmte Geschäfte verzichtet werden muss.
- *Periodisch vollständige sofortige Absicherung*: Alle offenen Fremdwährungspositionen werden umgehend und vollständig abgesichert.
- *Regelgebundene partielle Absicherung*: Die Währungsrisiken werden mittels Absicherungen bis zu einer vordefinierten prozentualen Höhe – der *Hedge Ratio* – abgesichert. Ein bestimmtes Restrisiko bleibt bewusst weiterhin den Wechselkursveränderungen ausgesetzt.
- *Selektives Hedging*: Fremdwährungspositionen werden situativ abgesichert. Zumeist werden diejenigen Positionen abgesichert, für die ein Währungsverlust erwartet oder das Risiko einer Nichtabsicherung als zu hoch erachtet wird. Diese Strategie basiert auf Wechselkursprognosen.
- *Gewinnorientiertes Eingehen offener Fremdwährungspositionen*: Im Rahmen dieser Strategie wird versucht, mit offenen, bewusst eingegangenen Positionen Gewinne zu erzielen. Dabei werden nicht nur Fremdwährungspositionen aus dem Grundgeschäft offengelassen, sondern zusätzliche Positionen geschaffen, welche von Wechselkursschwankungen betroffen sind.

## Umsetzung in der Praxis

Im Rahmen eines Forschungsprojektes<sup>3</sup> am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern – Wirtschaft wurden die Währungsmanagementstrategien von 13 Schweizer Unternehmen analysiert. Dabei handelt es sich hauptsächlich um exportorientierte Industrieunternehmen.

Das primäre Ziel im Währungsrisikomanagement sehen alle beteiligten Unternehmen darin, das operative Kerngeschäft – und damit das operative Jahresergebnis – vor negativen Währungseffekten zu schützen (Fokus auf dem *Transaction Exposure*). Keines



**Thomas K. Birrer**  
MSc in Banking & Finance, Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern – Wirtschaft und Doktorand an der wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Basel



**Felix Schmutz**  
Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern – Wirtschaft und Doktorand am ökonomischen Seminar der Universität Luzern

Tabelle 1

## Charakterisierung der Währungsexposures

Kategorie	Direkt		Indirekt
	Transaction Exposure	Translation Exposure	Economic Exposure
Bezugsgrösse	Fremdwährungsverträge bzw. kurzfristige Ex- und Importe	Vermögenswerte bzw. Bilanzpositionen in Fremdwährung	Wachstumsstrategie, zukünftige Ertragskraft und Unternehmenswert
Natur	Ex ante, Operativ	Ex post, Buchhalterisch	Ex ante, Strategisch
Währungsrisiko	Geschätzt, kurz- bis mittelfristig	Exakt messbar, jährlich	Nicht genau messbar, Prognostiziert, langfristig
Wirkung	Erfolgs- und liquiditätswirksam	Buchhalterisch, nicht liquiditätswirksam	Wettbewerbsfähigkeit, erfolgs- und liquiditätswirksam

Quelle: Filippis (2011), S. 128 sowie Kartheiser (2010), S. 26 / Die Volkswirtschaft

der betrachteten Unternehmen beabsichtigt, mit dem Währungsrisikomanagement einen zusätzlichen Beitrag zum Unternehmenserfolg zu generieren. Um dem *Economic Exposure* zu begegnen, sind sich sämtliche Unternehmen einig, dass aus einer theoretischen Sicht eine absolute Risikovermeidung anzustreben ist. Mittels *Natural Hedging* soll erreicht werden, dass Produktion und Absatz möglichst im gleichen Währungsraum oder in denselben Währungen stattfinden. Dies wird aus langfristiger Perspektive als der mit Abstand effizienteste Weg im Umgang mit dieser Exposureart angesehen, wobei eine vollständige Umsetzung schwierig zu realisieren ist. Der Umgang mit dem *Translation Exposure* entspricht einer bewussten Akzeptanz, weil diese Exposureart keine liquiditätswirksamen Auswirkungen hat. Somit wird in den meisten untersuchten Fällen auf eine gezielte Steuerung des *Translation Exposure* verzichtet.

Der Umgang mit dem Transaction Exposure zeichnet sich durch grosse Heterogenität aus. Viele Unternehmen wenden gleichzeitig mehrere der oben genannten Risikomanagementstrategien an. Die Evidenz aus den einzelnen Fällen führt zur Folgerung, dass die Struktur des operativen Geschäfts des betrachteten Unternehmens einen dominanten Einfluss auf das Management von Währungsrisiken ausübt. So spielt zum Beispiel die Prognosegenauigkeit der Geldflüsse eine zentrale Rolle bei der Strategiewahl. Sind die zukünftigen Cashflows mit hoher Genauigkeit prognostizierbar, können umso grössere Teile des Währungsexposures abgesichert werden. Weiter spielen die finanzielle Situation und die Risikofähigkeit des Unternehmens eine Rolle: Unternehmen mit angespannter Ertragslage und dünner Kapitalausstattung sind eher geneigt, auf möglichst risikoarme Strategien zurückzugreifen.

Einen gewichtigen Einfluss kann auch die Eigentümersituation ausüben. Werden von den Besitzern möglichst kleine Schwankungen im Unternehmenserfolg verlangt, wird das Währungsrisiko tendenziell minimiert, respektive wenn möglich eliminiert. Schliesslich üben auch unternehmensexterne Faktoren wie das Marktumfeld und die Wettbewerbssituation einen Einfluss auf die Strategiewahl aus.

Zusammenfassend hängt der Entscheid für eine Währungsmanagementstrategie von der Unternehmensstruktur wie auch von den Präferenzen der Entscheidungsträger ab. Soll das Geschäftsergebnis wenig durch Währungsschwankungen beeinflusst werden, empfiehlt sich nach dem Ausreizen der Massnahmen zur Risikovermeidung eine möglichst vollständige und sofortige Absicherung über eine definierte Zeitperiode.

### Ein gut strukturierter Prozess hilft

Nach der Wahl einer strategischen Stossrichtung im Umgang mit Währungsrisiken gilt es, die gewählte Strategie optimal im Unternehmen umzusetzen. Die heutige Fachliteratur im Bereich Risikomanagement empfiehlt ein iteratives Vorgehen mit den Schritten: (a) Risikoanalyse, (b) Risikoplanung und -steuerung und (c) Risikocontrolling.<sup>4</sup> Wie ein solcher Prozess aussehen kann, ist in *Grafik 2* generisch dargestellt.

Der iterative Prozess beginnt mit der Risikoanalyse, in welcher im Unternehmen eine Übersicht über das vorhandene Währungsexposure erstellt wird. Beispielsweise melden hierzu die Tochtergesellschaften oder die Projektleiter die zu erwartenden Geldflüsse an eine zentrale Stelle, in mittleren und grösseren Unternehmen an das Group Treasury, oder es werden die Daten aus dem Group Controlling und/oder

#### Kasten 1

##### Netto-Währungsexposure

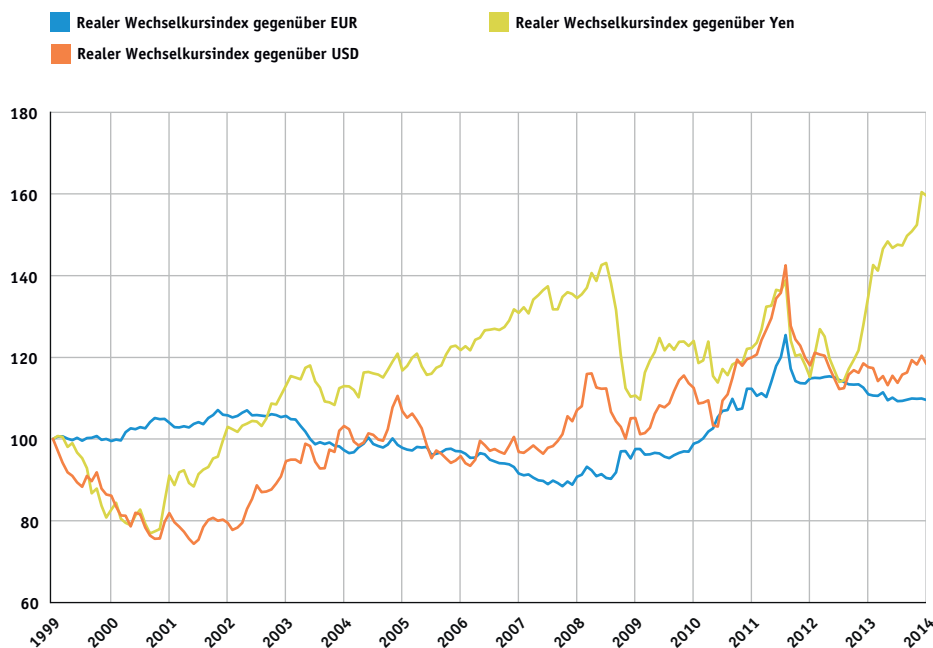
Das Netto-Währungsexposure eines Unternehmens wird berechnet, indem offene, fristenkongruente Forderungen und Verbindlichkeiten in fremder Währung gegeneinander saldiert werden. Nur die berechnete Nettoposition ist einem Risiko ausgesetzt, da sich die Wirkungen von Wechselkursveränderungen auf Forderungen und Verbindlichkeiten gegenseitig kompensieren.<sup>a</sup>

a Vgl. Geier et al. (2011), S. 367.

Grafik 1

## Reale Wechselkursindizes des Frankens, 1999 – 2014

Monatswerte seit 1999, Januar 1999 = 100



Quelle: SNB / Die Volkswirtschaft

Accounting verwendet. Die voraussichtlichen Exposures können anschliessend aggregiert und das Netto-Währungsexposure berechnet werden. Ein erfolgreiches Währungsmanagement steht und fällt mit der Qualität der Risikoanalyse. Dies manifestiert sich im hohen Stellenwert, welcher der Risikoanalyse von den betrachteten Unternehmen beigemessen wird. Sie betreiben

insgesamt einen grossen Aufwand, um die relevanten Daten von lokalen Gesellschaften zu beschaffen und eine hohe Datenqualität sicherzustellen.

Liegt nach der Berechnung des Netto-Währungsexposures (siehe *Kasten 1*) eine ausreichend genaue Informationsbasis vor, ist im Rahmen der Risikoplanung und -steuerung die gewählte Strategie umzusetzen. Zumeist beinhaltet dies, Absicherungsentscheide zu treffen. Es stellt sich die Frage, wo im Unternehmen diese Entscheidungskompetenz angesiedelt wird. Möglich ist dies beispielsweise lokal bei den Tochtergesellschaften, an zentraler Stelle im *Group Treasury* oder in einem Währungsgremium. Die analysierten Unternehmen befürworten eine Zentralisierung der Entscheidungskompetenz.

Der letzte Schritt im Risikomanagementprozess ist das Risikocontrolling. Dieses umfasst insbesondere die Erfassung der Auswirkungen von Wechselkursveränderungen. Regelmässige Berichte an die Unternehmensleitung können die Folgen der gewählten Strategie sichtbar machen und zudem eine Sensibilisierung für Währungsrisiken bewirken.

### Optimierungsmöglichkeiten in der Steuerung von Währungsrisiken

Die in der unternehmerischen Praxis anzutreffenden Prozesse stimmen nur teilweise mit dem theoretischen und idealisierten Bild des vorangehenden Abschnitts überein. Es besteht eine Reihe von Optimierungsmöglichkeiten.

- Erstens kann die Fehleranfälligkeit reduziert werden, indem bei der periodischen Aktualisierung der Datengrundlage eine Reduktion manueller Prozessschritte erfolgt. Dies ist umso bedeutender, da die Risikoanalyse für den gesamten nachfolgenden Prozess zentral ist.
- Zweitens fehlt in manchen Unternehmen eine vollständige, regelmässig aktualisierte Exposureübersicht. So bleiben einzelne Währungspaare, vertraglich vereinbarte Währungsklauseln oder ausstehende Offerten unberücksichtigt. Die Berechnung des Netto-Währungsexposures erfolgt dann lediglich ungenau und die darauf basierende Steuerung des nicht genau bekannten Exposures muss kritisch hinterfragt werden.
- Drittens sehen einige untersuchte Unternehmen Optimierungspotenzial in der Ausformulierung interner Handlungsanweisungen, sei es, weil Richtlinien fehlen, nur unvollständig vorhanden sind, in einzelnen Punkten widersprüchlich

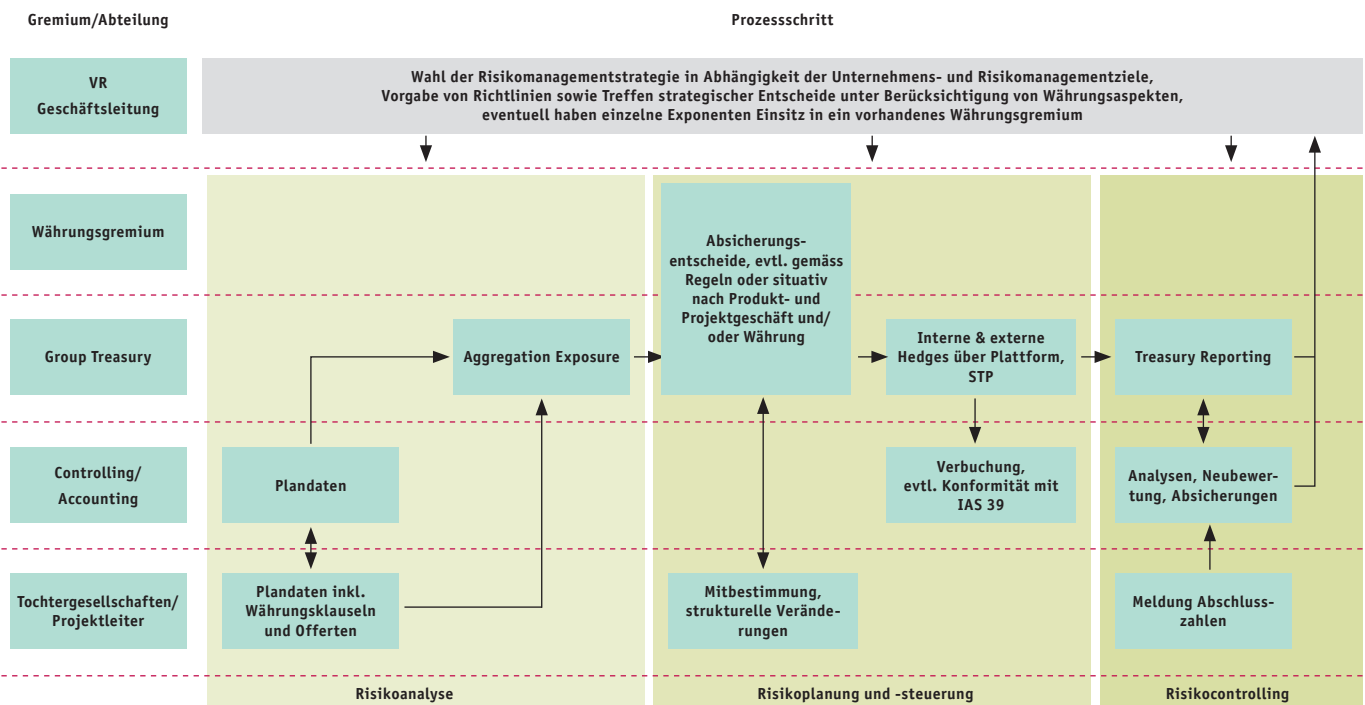
Kasten 2

#### Literatur

- Birrer, Thomas K. (2014): Management von Währungsrisiken – Fallstudien exportorientierter Schweizer Nicht-Finanzunternehmen. Working Paper, Mai 2014.
- Brunner, Marko (2003): Das Economic Exposure deutscher Unternehmungen. Europäische Hochschulschriften, Reihe V.
- Diederichs, Marc (2012): Risikomanagement und Risikocontrolling: Risikocontrolling – ein integrierter Bestandteil einer modernen Risikomanagement-Konzeption.
- Denk, Robert, Karin Exner-Merkelt und Raul Ruthner (2008): Corporate Risk Management: Unternehmensweites Risikomanagement als Führungsaufgabe.
- Filippis, Fernando de (2011): Währungsrisikomanagement in kleinen und mittleren Unternehmen. 1. Aufl. Gabler Research.
- Glaum, Martin (2005): Foreign Exchange Risk Management in German Non-Financial Corporations: An Empirical Analysis. In: Michael Frenkel u. a. (Hrsg.) Risk Management.
- Gleissner, Werner (2011): Grundlagen des Risikomanagements im Unternehmen: Controlling, Unternehmensstrategie und wertorientiertes Management.
- Kartheiser, Ted (2010): Strategisches Währungs- und Zinsrisikomanagement: Die Verknüpfung von Währungs- und Zinsrisikomanagement mit der Beschaffungs- und der Preispolitik, um die unternehmerische Wettbewerbsfähigkeit zu steigern.
- Kobe, Carmen und Patrick Lehner (2006): Integration des Enterprise-Risk-Managements im Innovationsprozess. In: Gassmann, Oliver und Carmen Kobe (Hrsg.): Management von Innovation und Risiko, S. 71–100.
- Geier, Christian, Jakob Müller, Thomas Lerchl, Elisabeth Ranzenhofer und Mathias Sitta (2011): Lehre und Forschung am Institut für BWL des Aussenhandels. In Puck, Jonas F., Christoph Leitl und Reinhard Moser (Hrsg.): Aussenhandel im Wandel. Festschrift zum 60. Geburtstag von Reinhard Moser.
- Stocker, Klaus (2013): Management internationaler Finanz- und Währungsrisiken: Mit Übungen und Lösungen.
- Wolf, Klaus (2003): Risikomanagement im Kontext der wertorientierten Unternehmensführung.

Grafik 2

Skizze eines Risikomanagementprozesses zur Steuerung der Währungsrisiken



Anmerkung: STP steht für Straight Through Processing und bedeutet die Anbindung an weitere Systeme, z. B. das verwendete Buchhaltungssystem. IAS 39 beinhaltet als Teil der International Financial Reporting Standards die Vorschriften für den Ansatz und die Bewertung von finanziellen Vermögenswerten, finanziellen Verbindlichkeiten und einiger Verträge über den Kauf oder Verkauf nicht finanzieller Positionen. Von besonderer Bedeutung sind die Regeln in Zusammenhang mit Hedge Accounting.

Quelle: Wolf (2003), S. 51, Kobe und Lehner (2006), S. 72 sowie Filippis (2011), S. 131 / Die Volkswirtschaft

formuliert sind oder nicht der effektiv verfolgten Risikomanagementstrategie entsprechen. Eine genaue Formulierung von Aufgaben, Verantwortung und Kompetenzen der involvierten Stellen und Gremien ist ratsam, damit die gewünschte Prozessqualität definiert und folglich überprüfbar ist.

- Viertens könnten einzelne Unternehmen zwischen Produkt- und Projektgeschäft differenzieren. Sind die gut planbaren Cashflows aus Projekten bereits für die gesamte Projektlaufzeit bekannt, könnte eine vom allenfalls nur ungenau prognostizierbaren Produktgeschäft separierte Absicherung angebracht sein.
- Fünftens können Unternehmen, welche bislang keine elektronischen Devisenhandelsplattformen einsetzen, deren Einsatz prüfen. Wie die untersuchten Fälle zeigen, lassen sich mit dem Einsatz elektronischer Devisenhandelsplattformen sowohl kompetitive Preise erzielen als auch die operative Abwicklung – gemessen am benötigten Zeitaufwand – effizienter gestalten. Diese Vorteile materialisieren sich insbesondere dann, wenn die Plattform mit anderen Systemen vernetzt eingesetzt wird und ein Straight Through Processing erfolgt. Zusätzlich zu diesen Vorteilen sorgen die Systeme für eine verbesserte Nachvollziehbarkeit der Prozesse.

Gut gewappnet gegen zukünftige Währungsrisiken?

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der optimale Umgang mit Währungsrisiken von verschiedenen Faktoren abhängt. Neben den Unternehmenscharakteristiken und der Struktur des operativen Geschäftes spielen auch die Präferenzen und Ansichten der Entscheidungsträger eine wichtige Rolle. Die Umsetzung der Strategie sollte im Rahmen eines klar definierten Prozesses mit eindeutigen Kompetenzzuweisungen stattfinden. Optimierungspotenzial wird hauptsächlich hinsichtlich verwendeter Datengrundlage und der daraus abgeleiteten Exposureübersicht gesehen. Trotz diesen festgestellten Optimierungsmöglichkeiten passt bei den meisten analysierten Unternehmen das verfolgte Währungsmanagement organisatorisch zum jeweiligen Unternehmen. Wie gut Schweizer Industrieunternehmen für künftige Turbulenzen am Währungshorizont gewappnet sind, wird die Zukunft weisen.

1 Eine detaillierte Darstellung der verschiedenen Arten von Währungsexposures findet sich beispielsweise in Kartheiser (2010), S. 22–26 sowie in Filippis (2011), S. 122–128.  
 2 Die Auflistung der verschiedenen Strategien orientiert sich an den Strategien in Brunner (2003), S. 105–106, Glaum (2005), S. 545–546 sowie Stocker (2013), S. 341–343.  
 3 Das Projekt wird in Zusammenarbeit mit 20 Wirtschaftspartnern durchgeführt und von der Kommission für Technologie und Innovation KTI des Bundes mitfinanziert.  
 4 Siehe hierzu beispielsweise Denk, Exner-Merkelt und Ruthner (2008), Gleissner (2011) sowie Diederichs (2012).