

In: H. Schierenbeck / H. Moser (eds.):
Handbuch Bank-Controlling,
Gabler Verlag Wiesbaden 1994, pp. 836-862.

Klaus Spremann

Das Management von Währungsrisiken

1. Einleitung

- 1.1 Risikomanagement im Wandel
- 1.2 Berechenbarkeit, Zufälligkeit und Ungewißheit der Paritäten
- 1.3 Fünf betroffene Ergebnisgrößen
- 1.4 Aufgaben des Währungsrisikomanagements
- 1.5 Das weitere Vorgehen

2. Definition

- 2.1 Der freie Cashflow als Grundlage des Währungsrisikomanagements
- 2.2 Definition des Begriffs der Währungsrisiken
- 2.3 Die Geschäftsplanung als Auslöser von Währungsrisiken
- 2.4 Die Wahl der Basiswährung durch Shareholder
- 2.5 Indirekte Währungsrisiken verstärken direkte Währungsrisiken oder schwächen sie ab

3. Management von Währungsrisiken

- 3.1 Identifikation von Währungsrisiken
- 3.2 Vermeiden, weitergeben oder diversifizieren?
- 3.3 Kontingenzplan

4. Methodische Grundlagen

- 4.1 Übersicht
- 4.2 Technische Risiken
- 4.3 Finanzielle Risiken
- 4.4 Für das Tragen von Währungsrisiken kann keine Prämie erwartet werden
- 4.5 Wer trifft die Portfolioentscheidung?
- 4.6 Research auch bei Informationseffizienz?

Literaturhinweise

1. Einleitung

In vielen Unternehmungen und Banken ist man sich bewußt, wie sich die inhaltliche Bedeutung des "Risikomanagements" gewandelt hat, und welcher Stellenwert dem modernen Risikomanagement beizumessen ist. In diesem einführenden Abschnitt sollen zunächst Währungsrisiken neben andere finanzwirtschaftliche Risiken gestellt werden (Abschnitt 1.1). Sodann wird betont, daß gewisse Anteile der Schwankungen von Währungsparitäten nicht "zufällig" sind (Abschnitt 1.2). In der Literatur werden stets verschiedene Ergebnisgrößen als von Währungsrisiken betroffen betrachtet; sie sind in Unterabschnitt 1.3 genannt. Wir werden die Breite der betrachteten Ergebnisgrößen in Abschnitt 2 einengen und uns auf den Unternehmenswert konzentrieren. Vier Aufgaben des Währungsrisikomanagements skizziert schließlich Abschnitt 1.4.

1.1 Risikomanagement im Wandel

Während man früher als Aufgabe des Risikomanagements die Bewältigung vor allem technischer Risiken verstand (wie Unfälle in der Produktion, Diebstähle, Computerkriminalität), später dann auch die Risiken durch Störungen der Abwicklungen von Geschäften (bedingt durch Ausfälle bei Geschäftspartnern, durch Zeitunterschiede im Ausgleich von Gegenpositionen oder durch Zusammenbrüche der Telekommunikationsnetze und Computersysteme), geht es im modernen Risikomanagement vor allem um finanzwirtschaftliche Risiken: Unsicherheiten über Ergebnisgrößen.

Drei Arten finanzwirtschaftlicher Risiken sind zu unterscheiden:

- Erstens sind das allgemeine *Geschäftsrisiken*, die mit den Unwägbarkeiten strategischer Festlegungen zusammenhängen. Sie wirken auf die langfristigen Cashflows und auf den Wert der Unternehmung oder Bank.
- Zweitens ist das *Delkredere* relevant. Einerseits beobachten Unternehmen und Banken, in ihrer Rolle als Gläubiger, die Ausfallgefahr bei den von ihnen vergebenen Krediten. Andererseits kontrollieren sie die eigene Bonität und setzen Ressourcen ein, um ihr Rating zu verbessern, weil davon die Höhe der Refinanzierungskosten abhängt.
- Drittens ist die Gruppe sogenannter *Preis- oder Marktrisiken* zu sehen, die aus den unvorhersehbaren Änderungen der Preise auf Kapital- und Rohstoffmärkten folgen. Gemeint sind zunächst Schwankungen der Zinssätze und, oft damit zusammenhängend, die der Kurse für Finanzinstrumente. Risiken aus den besonders volatilen Kursen derivativer Finanzkontrakte (Optionen, Swaps, Futures) gehören ebenso zu dieser Gruppe. Sodann gehören zu den Marktrisiken jene, die auf die wenig prognostizierbaren und volatilen Entwicklungen der Preise für Energie oder andere Rohstoffe zurückgehen, und schließlich jene, die aus den Unsicherheiten über zukünftige Währungsparitäten folgen.

Währungsrisiken sind direkte oder indirekte Folgen von unvorhergesehenen Änderungen der Währungsparitäten; sie wirken auf die Cashflows, auf den Unternehmenswert, das Bilanzbild oder andere Ergebnisgrößen. Der Begriff des Währungsrisikos ist aber nicht so

weit gefaßt, daß alle im Zusammenhang mit Auslandsgeschäften stehenden Risiken darunter fallen, insbesondere gehören Länderrisiken (generelle Bonitätseinstufung für Kredite) und politische Risiken nicht dazu.

1.2 Berechenbarkeit, Zufälligkeit und Ungewißheit der Paritäten

Währungsrisiken sind für Unternehmen und Banken in den beiden letzten Jahrzehnten gewichtiger und manchmal sogar existenzgefährdend geworden. Das zeigt, daß man bei ihrem Management leicht Fehler begehen kann. Für die Zunahme der Bedeutung sind zwei Gründe maßgebend: Erstens sind in den letzten Jahrzehnten die früheren Systeme fester Wechselkurse aufgebrochen, und zweitens hat die internationale Wirtschaftsverflechtung und Mobilität deutlich zugenommen.

Bis 1972 herrschte ein fast weltweites System fester Wechselkurse mit dem Dollar als Leitwährung. Die Aufgabe, Devisen-Cashflows zu managen, bestand damals darin, Transaktionskosten zu minimieren und dabei die Liquidität in allen Währungen aufrechtzuerhalten. Zweifellos ist ein "Multi-Currency-Cash-Management" selbst bei festen Wechselkursen eine komplexere Aufgabe, als die Liquiditätsplanung in einer einzigen Währung. Dennoch mußte ein Multi-Currency-Cash-Management der damaligen Zeit noch keine Währungsrisiken berücksichtigen.

Seit der Bretton Woods Konferenz von 1972 sind jedoch die Kurse des Dollars, ausgedrückt in den anderen Hauptwährungen, Ergebnis von Angebot und Nachfrage auf den Devisenmärkten, wenngleich es stets vereinzelt Wirtschaftssysteme mit festen Paritäten gab und gibt. Jahre später, 1992, sind zur Lösung der Krise des europäischen Währungssystems die Bandbreiten so erweitert worden, daß heute alle wichtigen Währungen USO, JPY, DEM, GBP, CHF praktisch als frei "floatend" anzusehen sind.

Zwar wirken auf die Währungsparitäten fundamentale Faktoren ein, wie etwa Zinssätze und Preisniveaus, die im Prinzip gut beobachtbar sind. Außerdem sind einige ökonomische Gesetze bekannt, wie der "International-Fisher-Effekt" oder die "Purchasing-Power-Parity", welche die zu erwartenden, zukünftigen Währungsparitäten mit heutigen Größen in Verbindung bringen, etwa mit heutigen Zinssätzen und der Inflationserwartung.

Trotzdem sind zukünftige Kurse nur teilweise prognostizierbar. Die bekannten ökonomischen Gesetze beschreiben nur die Wirkung eines Hauptfaktors, während andere Einflüsse unberücksichtigt bleiben. Durch die Wirkung sekundärer, in den bekannten ökonomischen Gesetzen vernachlässigter und kaum beobachteter Einflußfaktoren erscheint uns die Entwicklung der Währungsparitäten als unsicher. Besonders was die kurz- und mittelfristige Währungsentwicklung angeht, scheinen zufällige Geschehnisse einen größeren Einfluß zu haben, als die erwähnten ökonomischen Gesetze.

Zu den unvorhersehbaren Einflußfaktoren, durch die die Währungsentwicklung unsicher wird, zählen auch Äußerungen von Regierungen und Interventionen von Zentralbanken. Diese Institutionen überraschen die Märkte oftmals gezielt, damit ihre Maßnahmen Wirkung zeigen und nicht bereits vollständig antizipiert sind.

Die wenigen genannten Phänomene lassen erkennen, daß die Unsicherheiten hinsichtlich zukünftiger Währungsparitäten durch Research zwar etwas reduziert, nicht aber beseitigt werden können. Ein großer Teil der Unsicherheit bleibt trotz informatorischer und prognostischer Anstrengungen bestehen. Sie zeigen aber auch, daß die unvorhersehbaren Schwankungen der Währungsparitäten nicht nur zufällig in dem Sinne sind, daß es möglich wäre, Wahrscheinlichkeitsverteilungen anzugeben. Ein Teil der Unsicherheit über zukünftige Paritäten ist Ungewißheit, d.h. Wahrscheinlichkeiten können kaum genannt werden.

1.3 Fünf betroffene Ergebnisgrößen

Die internationale Mobilität und Wirtschaftsverflechtung bringt es mit sich, daß Haushalte, Unternehmen, Banken ebenso wie öffentliche Institutionen erstens über Devisenbestände verfügen, daß sie zweitens für die kommenden Wochen, Monate oder Jahre Einzahlungen in fremder Währung erwarten oder Auszahlungen in fremder Währung planen. Zu einem Teil sind diese Devisenbestände und die Devisen-Cashflows durch Change tatsächlich mit den Zahlungsströmen in der heimischen Währung verbunden, zu einem Teil werden sie lediglich durch Umrechnung wertmäßig mit den Zahlungsmittelbeständen und Cashflows in heimischer Währung zusammengefaßt.

Desweiteren verfügen diese Wirtschaftssubjekte darüber hinaus meistens auch über andere Vermögenspositionen, oder sie sind Verbindlichkeiten eingegangen, die primär in einer fremden Währung bewertet werden, weil sie letztlich auf tatsächlichen oder möglichen Cashflows in der fremden Währung beruhen. Diese Assets oder Liabilities werden, selbst wenn Devisentransaktionen nicht vorgesehen sind, von Zeit zu Zeit mit den inländischen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten rechnerisch zusammengefaßt - sei es um Ergebnisse zu ermitteln, Unternehmenswerte zu berechnen, oder um periodische Berichte (etwa in Form konsolidierter Bilanzen) Dritten gegenüber abzugeben.

Ungeachtet der Frage, welche Transaktionen an den Devisenmärkten tatsächlich stattfinden und welche Devisen-Cashflows und auf fremde Währung lautende Positionen nur rechnerisch in einer heimischen Geldeinheit abgebildet werden sollen, induzieren Unsicherheiten (Zufälligkeiten und Ungewißheiten) über zukünftige Währungsparitäten Unsicherheiten über die tatsächlichen oder rechnerisch ermittelten Zahlungen und Werte, ausgedrückt in einer Basiswährung (der heimischen Geldeinheit).

Diese Währungsrisiken verlangen größere Aufmerksamkeit als früher, mehr Aufwand im Research, größere Systematik und eine bessere Organisation zu ihrer Bewältigung. Nicht zuletzt beeinflußt die Qualität des Währungsrisikomanagements fünftens die Bonität der betreffenden Unternehmung oder Bank. Es gibt Bestrebungen, die Qualität des Managements von Währungsrisiken durch Wirtschaftsprüfer beurteilen und im Bericht zum Ausdruck bringen zu lassen.

1.4 Aufgaben des Währungsrisikomanagements

Das Management von Währungsrisiken umfaßt im wesentlichen vier Teilaufgaben: die Identifikation von Währungsrisiken, die Schaffung einer breiten Informationsbasis, also Research, die Wahl einer Allokationsstrategie zur Bildung und Revision des Währungsportefeuilles. Die genannten drei Aufgaben, die gleich skizziert und später genauer untersucht werden, sind sodann zweckmäßig zu organisieren. Deshalb gehört die Organisation als vierte Teilaufgabe zum Management von Währungsrisiken.

Erstens sollen Währungsrisiken frühzeitig erkannt, abgegrenzt und, wenn möglich, quantifiziert werden. Dazu müssen die Geschäftsmöglichkeiten der Unternehmung oder Bank, die in fremder Währung abgeschlossen werden könnten, ebenso beobachtet werden wie die aus bereits abgeschlossenen Geschäften zu erwartenden Zahlungen in fremder Währung. Eine wichtige Frage dabei ist, welche Währung oder welcher Währungskorb überhaupt als Basiswährung betrachtet wird, und zu welchem Zeitpunkt eine "offene Position" entsteht.

Zweitens muß das Umfeld beobachtet werden, besonders die Devisenmärkte und die hinter den Wechselkursen stehenden Wirtschaftsfaktoren der betreffenden Länder sowie des Heimatlandes. Parallel dazu werden Instrumente und deren Preise beobachtet, die sich für eine Absicherung von Währungsrisiken eignen, wie Terminkontrakte, Futures, Währungsoptionen, Devisenswaps.

Drittens sollte eine generelle Strategie gewählt werden, die langfristig durchgehalten wird. Sie soll bei den einzelnen operativen Entscheidungen führen und sagen, ob und in welchem Grad identifizierte Währungsrisiken vermieden werden sollten beziehungsweise, ob und in welchem Umfang sie entweder abgesichert oder eben getragen werden.

1.5 Das weitere Vorgehen

Zunächst, im folgenden Abschnitt 2, soll der etwas schillernde Begriff des Währungsrisikos präzisiert werden. In Abschnitt 3 geht es um die Identifikation von Währungsrisiken und um ihr Management. Abschnitt 4 ist dann den methodischen Grundsätzen des Risikomanagements gewidmet. Danach folgt eine Liste weiterführender Literatur.

2. Definition

Der Begriff des Währungsrisikos ist aus vier Gründen unscharf.

- Zum einen ist die Trennung zwischen Währungsrisiken, Länderrisiken, politischen Risiken und anderen Unwägbarkeiten im Auslandsgeschäft sprachlich leichter vollzogen als praktisch ausgeführt. Zudem hängen diese Risiken miteinander zusammen, sie sind korreliert und können kaum voneinander isoliert werden.
- Dann werden die verschiedensten Ergebnisgrößen betrachtet, die von Währungsrisiken betroffen sind: der Wert von Devisenbeständen, Cashflows, Unternehmenswerte, Bi-

lanzen, Eigenkapitalrenditen und verschiedene Manager haben unterschiedliche Ergebnissgrößen im Auge, wenn sie über Währungsrisiken sprechen.

- Zum dritten gibt es beträchtliche Unterschiede hinsichtlich der Frage, was überhaupt als offene Position anzusehen ist, und wann, im Verlauf der unternehmerischen Prozesse, offene Positionen entstehen.
- Viertens ist das Research ein kritischer Faktor beim Währungsrisikomanagement. Währungsentwicklungen können zu einem Teil durchaus prognostiziert werden, aber anscheinend sind nicht alle prognostizierbaren Anteile stets adäquat in gegenwärtigen Kursen antizipiert: Devisenmärkte sind nicht so informationseffizient, wie man aufgrund ihrer Liquidität vermuten würde. Somit hängt der Grad an Unsicherheit, die eine Unternehmung über zukünftige Paritäten hat, mit ihrem Researchaufwand zusammen. Auf der anderen Seite verführt eigenes Research oft zur Überschätzung des Wertes privater Informationen und zum Aufbau von Positionen, die aus "Marktsicht" nur als spekulativ bezeichnet werden können.

Die Literatur gibt auf die mit dieser Begriffsunschärfe zusammenhängenden Fragen oft weniger Antwort und widmet einen vergleichsweise breiten Raum der Lehre von den Instrumenten, besonders den Forward-Kontrakten, Futures und Währungsoptionen. Aufgrund der Vielschichtigkeit des Begriffs der Währungsrisiken sind Einschränkungen nötig, vor allem um zu einem operablen Management gelangen zu können. Ohne klare Definition könnte eine Unternehmung oder Bank Währungsrisiken zudem falsch identifizieren und in der Folge ungeeignete Maßnahmen zur vermeintlichen Absicherung ergreifen.

Dieser Abschnitt ist wie folgt gegliedert: In Abschnitt 2.1 wird argumentiert, daß einzig die freien Cashflows der kommenden Perioden (Jahre) als "offene Position" zu betrachten sind. Währungsrisiken sind jene Teile der Unsicherheit über zukünftige freie Cashflows, die auf die unvorhersehbaren Schwankungen der Paritäten zurückgehen (Abschnitt 2.2). Prognosen freier Cashflows ergeben sich aus dem Geschäftsplan, so daß der Geschäftsplan auch festlegt, wann eine offene Position als entstanden zu betrachten ist. Folglich entsteht der Anlaß, über eine Absicherung zu entscheiden, nämlich dann, wenn die Geschäfte (neu) geplant oder revidiert worden sind oder durch das Bekanntwerden der Realisationen externer Entwicklungen sich der bisherige Geschäftsplan ändert (Abschnitt 2.2). Freie Cashflows können von Shareholdern beansprucht werden. Folglich legen sie auch fest, welche Währung als Basis zu betrachten ist (Abschnitt 2.4). In Abschnitt 2.5 werden direkte von indirekten Währungsrisiken unterschieden. Dabei sollen zwei Arten indirekter Währungsrisiken betont werden. Es wird sich zeigen, daß indirekte Währungsrisiken gleichsam das direkte Währungsrisiko entweder verstärken oder abschwächen.

2.1 Der freie Cashflow als Grundlage des Währungsrisikomanagements

Wenn Wirkungen der Währungsrisiken auf Devisenbestände, auf Cashflows und auf weniger liquide Assets und Liabilities betrachtet werden, können leicht Doppelzählungen und andere Fehler auftreten. Es wird deshalb argumentiert, daß sich offene Positionen einzig aus dem freien Cashflow der Unternehmung oder Bank ergeben.

Als Beispiel betrachte man eine europäische Holding, deren Basiswährung XEU ist und die eine Akquisition in Hongkong plant; Vorverträge sind bereits unterzeichnet. Der HKD ist an den USO gekoppelt, und der in vier Monaten fällige Kaufpreis beträgt 100 Mio USD. Die Holding hält bereits diesen Betrag als Devisen auf verschiedenen Festgeldkonten, in Form von Commercial Paper und anderen Wertschriften kurzfristiger Fälligkeit. Natürlich werden aus der Akquisition später, in einigen Jahren, Rückflüsse erwartet. Diese Rückflüsse sind sogar schon in einem Geschäftsplan budgetiert, der die Grundlage für die Bewertung der Unternehmung in Hongkong bildete.

In diesem Beispiel könnten primär drei "offene Positionen" gesehen werden: Erstens der vorhandene Devisenbestand, zweitens die absehbare Verpflichtung, in vier Monaten die geplante Akquisition in USO zu bezahlen sowie drittens die in einigen Jahren erwarteten Rückflüsse aus der Investition, wozu auch die Erlöse aus einem eventuellen Verkauf zählen würden. Offensichtlich gleichen die bereits vorhandenen Devisenbestände die Forderung, den Kaufpreis zu bezahlen, aus. Als einzige Wirkung der Währungsrisiken wäre deshalb jene zu sehen, die die späteren Rückflüsse aus der Investition betrifft.

Man könnte denken, daß in einem Managementsystem alle drei offenen Positionen zunächst einmal erfaßt werden sollten, wobei sich dann schon herausstellen wird, daß sich zwei ausgleichen. Dabei gibt es jedoch Fehlerquellen. In einem Managementsystem kommen Meldungen über möglicherweise offene Positionen typischerweise von mehreren Stellen: hier von der Treasury (Devisenbestand), vom Leiter Finanzwesen (Akquisition), vom Leiter Produktion und Markt (spätere Rückflüsse). Verschiedene Stellen der Holding haben typischerweise unterschiedliche Einschätzungen hinsichtlich der Wahrscheinlichkeit, mit der eine offene Position sich konkretisiert:

- Beispielsweise könnte es in diesem Fall sein, daß der Leiter Produktion und Markt erklärt, "er ist erst bereit an Rückflüsse zu denken, wenn die endgültigen Verträge unterschrieben sind". Aufgrund einer solchen Einschätzung könnte die per Saldo auftretenden Währungsrisiken falsch bemessen werden, nämlich als nicht vorhanden (Devisenbestand = Verpflichtung, den Kaufpreis zu entrichten).
- Die Meldungen der drei Stellen würden zu einem ganz unrealistischen Bild der faktischen Währungsrisiken führen, wenn die Treasury verlauten ließe, daß sie zwar die 100 Mio. USO haben, diese Devisen aber, selbst wenn die Akquisition nicht zustande kommt, "immer wieder betriebsbedingt benötigt, wobei auch die Zinseinnahmen nicht zu vernachlässigen sind." Die Treasury könnte deshalb den vorhandenen USO-Bestand nicht als dem Währungsrisiko ausgesetzte Position betrachten und ihre Meldung entsprechend abgeben. Wenn dann, parallel dazu, der Leiter Produktion und Markt die späteren Rückflüsse als noch nicht relevant erachtet, wird als einzige offene Position von den drei Stellen der Bedarf an 100 Mio. USO gemeldet, um die Akquisition, gemäß Vorvertrag, in vier Monaten bezahlen zu können.

Mit anderen Worten dürfen offene Währungspositionen nicht aus Meldungen, die von den Managern einzelner Assets, Liabilities oder Transaktionen stammen, entnommen und in einer Zentrale zusammengefügt werden. Ebenso falsch wäre ein dezentrales Risikomanagement, bei dem man es der Treasury, dem Finanzleiter und dem Produktionsleiter überlassen würde, von ihnen jeweils wahrgenommene Währungsrisiken selbst zu hedgen.

Offene Positionen ergeben sich einzig aus dem einen, zentralen Geschäftsplan.

Der Geschäftsplan, egal ob rein gedanklich oder ob förmlich festgehalten und von Gremien verabschiedet, stellt Aktionen, Maßnahmen, Vorhaben und Projekte dar und budgetiert sie hinsichtlich der von ihnen bewirkten Cashflows (in allen relevanten Währungen). Zwar ist der Cashflow eigentlich eine Periodengröße und keine Bestandsgröße zu einem Stichtag. Dennoch kann man, wenn die Perioden von kurzer Länge sind, zur Vereinfachung vom Cashflow zu einem "Zeitpunkt" sprechen. In der Praxis wird der Geschäftsplan vielleicht die kommenden Monate mit Wochenperioden, das kommende Jahr quartalsweise abbilden und für die Zeit danach mit Jahresperioden arbeiten. Wenn die Planung in eine kurz-, mittel- und langfristige unterteilt ist, bezeichnet "Geschäftsplan" die Gesamtheit dieser Planungen.

Bei der Vorschau und Budgetierung der Cashflows, etwa für die nächsten fünf Jahre, werden gewisse Investitionen (Ersatz, Erweiterung) unterstellt. Deshalb wird ein Teil der prognostizierten Cashflows benötigt, um diese Investitionen zu bezahlen. Die Differenz zwischen dem Cashflow und den Auszahlungen für jene Investitionen (deren Durchführung bei der Prognose des Cashflows unterstellt wurde) ist der sogenannte freie Cashflow (FCF).

Der freie Cashflow steht im Prinzip den Eignern der Unternehmung zur Verfügung. Die Literatur zum Shareholder-Value betont, daß der Wert einer Unternehmung oder Bank als Barwert ihrer freien Cashflows aufzufassen ist, nicht als Barwert von Gewinnen (oder von Dividenden, wenn man von Spezialfällen absieht, wo der Barwert von Dividenden und Barwert freier Cashflow übereinstimmen). In der Tat könnte der freie Cashflow von den Aktionären entnommen werden, ohne die Durchführung des Geschäftsplanes (einschließlich der darin berücksichtigten Investitionen) zu gefährden, wenngleich eine faktische Ausschüttung vielleicht rechtliche Umgestaltungen verlangt. Natürlich könnte der freie Cashflow von den Anteilseignern auch in derselben Unternehmung re-investiert werden. Die Reinvestition ermöglicht eine neue und erweiterte Geschäftsplanung, also neue Prognosen für die zukünftigen freien Cashflows und damit eine neue Bewertung der Unternehmung.

2.2 Definition des Begriffs der Währungsrisiken

Aus dem gerade als gültig betrachteten Geschäftsplan einer Unternehmung oder Bank gehen also die zu erwartenden freien Cashflows hervor, und zwar in allen Währungen (in denen Geschäfte liefen oder laufen) und für alle zukünftigen Zeiten.

Die Cashflows in fremder Währung kann man zu Umrechnungssätzen, von denen aufgrund derzeit verfügbarer Informationen erwartet wird, daß sie zum Zeitpunkt des jeweiligen Cashflows gültig sein werden, in die heimische Währung abbilden. Summierung ergibt, für alle in die Planung einbezogenen Zeiten (Perioden), den freien Cashflow, ausgedrückt in der Basiswährung. Mit anderen Worten resultiert eine "Zahlungsreihe". Diese Zahlungsreihe ist natürlich unsicher, vor allem weil es Geschäftsrisiken gibt, weil

es zu Störungen und Ausfällen kommt, und weil die Zukunft stets unsicher ist. Ein Teil der Unsicherheit geht aber auf die Unsicherheiten zurück, die die Unternehmung oder Bank über die zukünftigen Währungsparitäten hat. Dieser Teil der Unsicherheit wird als Währungsrisiko bezeichnet.

Diese, etwas lange Erklärung, diene als Definition 1.

2.3 Die Geschäftsplanung als Auslöser von Währungsrisiken

Der freie Cashflow, wie er sich aus dem gegenwärtig gültigen Geschäftsplan ergibt, kann demnach als "offene Position" betrachtet werden, die Währungsrisiken ausgesetzt ist. Da von Zeit zu Zeit oder bei besonderen Ereignissen der Geschäftsplan geändert wird, ändern sich dann auch die offenen Positionen.

Beispiel: Eine Finanzholding, deren Basiswährung DEM ist, erwartet die Tilgung eines früher gegebenen USD-Kredits in zwei Jahren. Nun verhandelt der Schuldner um eine Verlängerung des Kredits um ein Jahr. Stimmt die Finanzholding dem zu, dann ändern sich, gegenüber dem bisherigen Geschäftsplan, zwei Cashflows. Der bisher geplante Cashflow in USD in zwei Jahren reduziert sich, der Cashflow in USD in drei Jahren erhöht sich. Mit der Entscheidung, den Kredit zu verlängern, sind also zwei neue offene Positionen entstanden.

Die Priorität, die mit diesem Ansatz dem Geschäftsplan und den Prognosen der freien Cashflows zugewiesen wurde, könnte zu der Meinung verführen, es würde lediglich eine mittel- bis langfristige Perspektive eingenommen, und kurzfristige Währungsrisiken bleiben ausgeklammert. Das ist jedoch nicht richtig. Kurzfristige Währungsrisiken sind explizit einbezogen. Dazu beachte man, daß jede Einzelentscheidung und jedes Bekanntwerden eines Ereignisses, welches den freien Cashflow beeinflusst, den aktuellen Geschäftsplan ändert. Somit ändert sich der Geschäftsplan tagtäglich und mit ihm die offenen Positionen.

Beispiel: Im derzeitigen Geschäftsplan einer Kapitalanlagegesellschaft mit Basiswährung XEU ist vorgesehen, in den kommenden Wochen Positionen in Japan aufzubauen. Dieser Plan sieht also Cashflows vor, die in einigen Monaten Auszahlungen in JPY und in der weiteren Zukunft gewisse Rückflüsse in JPY mit sich bringen. Unerheblich ist zu wissen, ob die Kapitalanlagegesellschaft die mit diesen, bereits geplanten Cashflows einhergehenden Währungsrisiken abgesichert hat oder nicht. Nun nehme man einen plötzlichen Kursverfall in Japan an, und die Fondmanagerin schlägt vor, aufgrund dieses externen Ereignisses die geplanten Investitionen zeitlich vorzuziehen und gleich in den nächsten Tagen zu tätigen. Ihr Vorschlag findet Akzeptanz, und mit der Revision des Geschäftsplanes sind zwei neue Währungsrisiken entstanden: Auszahlungen in JPY "in den nächsten Tagen", Einzahlungen (im Sinne einer Streichung ursprünglich vorgesehener Auszahlungen) in JPY "in einigen Wochen". Natürlich ist noch nicht gesagt, ob die Kapitalanlagegesellschaft die Entstehung der neuen Währungsrisiken zum Anlaß nimmt, Absicherungsmaßnahmen zu ergreifen. Sicher wird sie prüfen, zusammen mit der Entscheidung über den Änderungsvorschlag der Fondmanagerin, wie hoch die induzierten freien Cash-

flows nach Anwendung einer generellen Absicherungsstrategie sind, oder welche anderen Maßnahmen sich bieten.

Neue Währungsrisiken, aufgefaßt als Änderung aller bisherigen Währungsrisiken (egal ob diese nun schon abgesichert waren oder nicht), entstehen tagtäglich bei jenen Revisionen des aktuellen Geschäftsplanes, die sich aus äußeren Ereignissen oder autonomen Entscheidungen ergeben.

Organisatorisch wird man natürlich den Geschäftsplan nicht stündlich umstoßen. Im Hinblick auf die Unternehmensbewertung, im Hinblick auf eine Vorprüfung späterer Verwendungsalternativen für freie Cashflows, und im Hinblick auf allfällige Absicherungen offener Positionen bietet es sich an, einen "Master Plan" so lange für gültig zu erachten, bis "wesentliche" Änderungen eingetreten sind.

Unerheblich ist, wie formal die Planung abläuft. Bei einer Einzelunternehmerin liegt der neue Geschäftsplan vor, wenn sie ihre Vision so konkretisiert hat, so daß es ihr möglich ist, die Cashflows zukünftiger Wochen, Monate und Jahre zu schätzen. Bei einer größeren Unternehmung gibt es ablauforganisatorische Prozeduren zur Erstellung, Revision und Verabschiedung von Plänen.

Sobald ein neuer Plan entstanden und akzeptiert ist, also neue Prognosen oder Erwartungen der freien Cashflows vorliegen, sind neue "offene Positionen" und damit Währungsrisiken entstanden. Parallel zum Planungsprozeß werden die planenden Manager oder Instanzen die beabsichtigte Absicherungsstrategie berücksichtigen, so daß sie ihrer Beurteilung alternativer Planungen gleich die freien Cashflows nach Absicherung zugrundelegen können.

2.4 Die Wahl der Basiswährung durch Shareholder

Da die Aktionäre den freien Cashflow beanspruchen können, müssen sie sich insbesondere darüber artikulieren, in welcher Basiswährung sie den freien Cashflow und damit den Wert der Unternehmung oder Bank ausgedrückt sehen wollen. Die Antwort auf diese Frage ergibt sich nicht immer aus dem Sitz der Unternehmung oder aus dem Land, in dem die Aktionäre ihr Leben führen.

Beispiel: Ein Schweizer Mittelständler hat in Ostdeutschland investiert, er betrachtet die DEM-Geschäfte jedoch nicht als offen und mit Währungsrisiken behaftet, sondern als sinnvolle Komponente, um ein besser diversifiziertes Portefeuille zu halten. Für diesen Schweizer ist DEM die Basiswährung seiner Unternehmung.

Wenn der Kreis der Shareholder groß und heterogen ist, wie bei einer Publikums-Aktiengesellschaft mit internationalem Aktionärskreis, ist es oft nicht leicht, Übereinstimmung hinsichtlich einer Basiswährung zu erzielen. Die Antwort ist dann durch Mehrheitsentscheidung zu finden, nicht durch Wahl eines der Aktionärsherkunft entsprechenden Währungskorbes als Basis.

Auch hinsichtlich anderer Entscheidungen könnten Meinungsverschiedenheiten bestehen. Wenn ein Eigner für, ein anderer gegen eine bestimmte Investition ist, wäre es meist

unklug, die Investition halb durchzuführen. Ein bekanntes Problem sind Meinungsverschiedenheiten hinsichtlich der Dividendenpolitik. Die Literatur zur Dividendenpolitik schlägt einen Lösungsweg vor. Um zu vermeiden, daß entsprechende Entscheidungen (etwa über die Basiswährung oder über die Dividendenpolitik) nicht nur von einer knappen Mehrheit getragen werden, und um zu erreichen, daß sie über einen gewissen Zeitraum mit Kontinuität verfolgt werden können, bietet sich das Signalling an. Sind vom Spitzenmanagement die Grundzüge der Finanzpolitik transparent gemacht, können Aktionäre sich darauf einstellen und ihre Portefeuilles entsprechend adjustieren. Das verringert die Gefahr einer Konfrontation zwischen Aktionärsgruppen.

Zusammenfassend ging es in den Abschnitten 2.1 bis 2.4 um diese Fragen.

- *Was sind Währungsrisiken?* Antwort: Jener Teil der Unsicherheiten über die zukünftigen freien Cashflows, ausgedrückt in einer Basiswährung, welcher auf die Unsicherheit über zukünftige Währungsparitäten zurückgeht.
- *Welche Positionen sind als dem Währungsrisiko ausgesetzt, und damit als "offen" zu betrachten?* Antwort: Die freien Cashflows der zukünftigen Perioden, so wie sie vom gültigen Geschäftsplan prognostiziert werden.
- *Wann entsteht eine offene Position?* Antwort: Wenn, wie auch immer konkretisiert oder formalisiert, ein neuer Geschäftsplan erstellt (oder ein alter revidiert) wurde, wobei sich eine neue Prognose der Cashflows und der freien Cashflows ergibt.
- *Welche Währung ist als Basiswährung zu betrachten?* Antwort, jene, in der die Anspruchsberechtigten nach ihrer Wahl die (auf die verschiedenen Währungen lautenden) freien Cashflows umgerechnet sehen wollen.

2.5 Indirekte Währungsrisiken verstärken direkte Währungsrisiken oder schwächen sie ab

Definition 2: Unter dem "direkten Währungsrisiko" verstehe man die durch unvorhersehbare Schwankungen der Währungsparitäten ausgelöste Unsicherheit hinsichtlich der zu späteren Zeiten vorzunehmenden Währungsumrechnung von freien Cashflows, die auf fremde Währung lauten, und deren Höhen als aus dem Geschäftsplan gegeben betrachtet werden.

Definition 2 betont, daß zwar die Umrechnungskurse, nicht aber die umzurechnenden Beträge vom Geschehen auf den Devisenmärkten abhängen. Alle zukünftigen Perioden, für die der Geschäftsplan freie Cashflows in einer Währung ausweist, die von der Basiswährung verschieden ist, sind einbezogen.

Änderungen der Währungsparitäten können jedoch auch auf die Höhe der freien Cashflows einwirken. Zwei Arten der Einwirkung sind wichtig. Erstens können Änderungen der Währungsparitäten dazu führen, daß Entscheidungen anders getroffen oder revidiert werden. Zweitens kann die Entwicklung der Paritäten mit anderen makroökonomischen Variablen korreliert sein, von denen die umzurechnenden freien Cashflows abhängen. Korrelierte Risiken dürfen nicht isoliert betrachtet werden.

Definition 3: Unter dem "indirekten Währungsrisiko" versteht man die durch unvorhersehbare Schwankungen der Währungsparitäten ausgelösten Unsicherheiten hinsichtlich der Höhe freier Cashflows - entweder weil diese von Entscheidungen abhängen, die in Abhängigkeit der Währungsentwicklung getroffen oder revidiert werden, oder weil die freien Cashflows von makroökonomischen Variablen beeinflusst werden, die mit den Währungsparitäten korreliert sind.

Jeder Geschäftsplan ist eine Prognose. Nicht neu ist, daß die sich später realisierenden Cashflows von den geplanten Größen vermutlich abweichen werden, etwa weil zwischenzeitlich eigene Entscheidungen modifiziert wurden, weil einzelne Geschäftspartner sich anders entschieden haben oder weil der Markt sich anders entwickelt hat. Wenn aber die Entscheidungsfindung eine naheliegende Folge der Währungsparitäten ist und sich in Abhängigkeit von ihr verändert, dann wirkt das Währungsrisiko nicht nur direkt auf die anzuwendenden Umrechnungsfaktoren, sondern ebenso auf die Höhen der freien Cashflows. Zwei Beispiele hierzu. Das letztere zeigt, daß auch eine reine Inlandsunternehmung indirekten Währungsrisiken ausgesetzt sein kann.

Beispiel: Eine europäische Fluglinie, die eine Option auf den Kauf von Flugzeugen in den USA erwarb, wird die Antwort auf die Frage der Ausübung der Kaufoption auch davon abhängig machen, wie sich inzwischen der Dollar entwickelt hat und nicht nur vom Bedarf.

Beispiel: Ein Produzent, der stets nur Inlandskunden beliefert, wird plötzlich mit Stornierungen von Aufträgen überrascht, weil für die inländischen Abnehmer ausländische Konkurrenzangebote günstiger geworden sind.

Zum andern drücken sich wirtschaftliche Unterschiede zwischen den Ländern nicht nur in Währungsparitäten aus, sondern in verschiedenen anderen makroökonomischen Variablen. Dazu gehören Zinssätze, Inflationserwartungen, Niveaus gesamtwirtschaftlicher Auslastung und Nachfrage (Konjunktur). Weil alle diese Größen Ausdruck derselben, im Hintergrund stehenden fundamentalen Faktoren sind, sind sie untereinander korreliert. Insbesondere sind die Währungsparitäten mit den genannten und mit anderen makroökonomischen Variablen korreliert. Nun werden die freien Cashflows von allen diesen makroökonomischen Variablen wie Zins und Konjunktur abhängen. Auch das ist nichts Neues. Jedoch ist zu beachten, daß das direkte Währungsrisiko und die allgemeinen Geschäftsrisiken einer Unternehmung oder Bank miteinander korreliert sind.

Beispiel: Eine Direktinvestition, die im Ausland geplant ist und nun den Umtausch der heimischen Währung in die des Landes der Investition verlangt, fällt gerade in eine Zeit steigender Zinsen. Die Folge könnte einerseits eine Rezession sein (Projekt wird unvorteilhaft), andererseits ein Ansteigen des Außenwerts der betreffenden Währung (Repatriierte Rückflüsse sind im Heimatland mehr wert). Der Investor würde unzulässigerweise vereinfachen, wenn bei der Umrechnung von Cashflows in die Basiswährung allein die möglichen Veränderungen der Währungsparität betrachtet würden, nicht aber die damit korrelierte Verringerung der Vorteilhaftigkeit des Projektes.

In diesem Beispiel wirkte der Zins als fundamentaler Faktor sowohl über die Wechselkurse als auch über die Rezession zum Nachteil des Investors. Die Korrelation zwischen dem indirekten Währungsrisiko und dem Geschäftsrisiko kann jedoch auch anders gerichtet sein;

Währungsrisiko und Geschäftsrisiko können sich verstärken oder auch gegenseitig ausgleichen. Beispielsweise deuten empirische Studien darauf hin, daß sich der Außenwert einer Währung und die Renditen auf ein Aktienportefeuille so entwickeln, daß sich, aus der Perspektive internationaler Kapitalanleger, Währungsrisiko und Wertentwicklungsrisiko ausgleichen.

Es ist zweckmäßig, einmal jene indirekten Währungsrisiken auszuklammern, die auch eine reine inländische Unternehmung treffen kann (weil etwa Kunden, induziert durch Änderung der Paritäten, ab- oder zuwandern). Dann kann man sagen, daß allen indirekten Währungsrisiken stets ein direktes Währungsrisiko zugrundeliegt, welches sie verstärken oder abschwächen. In der Praxis wird man die Richtung und Stärke der indirekten Währungsrisiken schätzen und durch Multiplikatoren bei der Erfassung der direkten Währungsrisiken berücksichtigen.

3. Management von Währungsrisiken

3.1 Identifikation von Währungsrisiken

Risiken zu managen, verlangt zunächst, wie eingangs erwähnt, Risiken zu identifizieren. Mit anderen Worten muß der Geschäftsplan betrachtet werden und es müssen Änderungen des Geschäftsplanes betrachtet werden sowie die daraus folgenden Prognosen der Cashflows beziehungsweise die Änderungen bisheriger Prognosen, und zwar für die zukünftigen Zeiten und für alle Währungen. Abgesehen von dem ausgeklammerten indirekten Währungsrisiko werden nun die freien Cashflows in fremden Währungen als gegebene, offene Positionen angesehen. Die möglichen Schwankungen der Paritäten induzieren Schwankungen der freien Cashflows, ausgedrückt in der Basiswährung. Es geht also um eine einfache Multiplikation. Dies sind die direkten Währungsrisiken. Indirekte Währungsrisiken finden (etwas vereinfachend) durch einen Aufschlags- oder Abschlagsfaktor Berücksichtigung.

Beispiel: Der Geschäftsplan prognostiziert einen freien USD-Cashflow von 10 Mio in drei Wochen. Die Basiswährung ist CHF. Es wird angenommen, der Kurs könnte in drei Wochen 1,40 oder 1,50 CHF/USD betragen. Der dadurch unsichere Beitrag zum freien CHF-Cashflow könnte 14 oder 15 Mio betragen. Nun werde angenommen, die Prognose für den freien USD-Cashflow hänge von der Währungsentwicklung ab. Sie sei 12 Mio. bei einem Steigen des Außenwertes des USD und 10 Mio. bei dem geringeren, in Betracht gezogenen Außenwert des USD. Der durch direkte und indirekte Währungsrisiken unsichere Beitrag zum freien CHF-Cashflow beträgt dann entweder 14 oder 18 Mio.

Man beachte, daß die kombinierte Betrachtung von Währungsrisiken und anderen Risiken etwas mehr Komplexität mit sich bringt, weil es nun auf die gemeinsame Verteilung der betrachteten Risiken ankommt.

Beispiel: Zu dem im obigen Beispiel betrachteten direkten Währungsrisiko komme ein Geschäftsrisiko hinzu. Der freie USD-Cashflow könnte, aufgrund des Geschäftsrisikos,

10 oder 20 Mio betragen. Jetzt sind vier Werte für den in Basiswährung ausgedrückten freien Cashflow möglich, nämlich 14, 15, 28 oder 30 Mio. CHF Die Unsicherheit, daß man noch nicht weiß, welchen der vier Werte 14, 15, 28, 30 der freie CHF-Cashflow annehmen wird, setzt sich aus dem Geschäftsrisiko und aus dem Währungsrisiko zusammen. Mit Berücksichtigung des indirekten Währungsrisikos käme man auf 14, 18, 28, 30 Mio. als mögliche Werte für den Beitrag zum freien CHF-Cashflow.

3.2 Vermeiden, weitergeben oder diversifizieren?

Nachdem Währungsrisiken dermaßen identifiziert sind, können drei Arten von Maßnahmen ergriffen werden: Man kann erstens das Eingehen der Risiken vermeiden (was oft bedeutet, auf Geschäfte zu verzichten), man kann zweitens das Risiko an einen Partner weitergeben, oder man kann drittens weitere Risiken zusätzlich eingehen mit der Absicht, daß sich das getragene und das hinzu genommene Risiko ausgleichen.

Beispiel: Die in den vorangegangenen Beispielen betrachte Unternehmung hätte zu jenem Zeitpunkt, als man über das USD-Projekt entschied und es angenommen hatte, es ablehnen können. Sie könnte einen Forwardkontrakt abschließen, und zwar, um auch die indirekten Währungsrisiken zu berücksichtigen, in einem etwas über 10 Mio. USD liegenden Betrag. Schließlich könnte die Unternehmung Zinsfutures kaufen mit der Überlegung, daß die Entwicklung der Währungsparitäten mit jener der Zinssätze zusammenhängt.

Für welche dieser drei Arten von Maßnahmen sollte sich die Unternehmung entscheiden? Welche Zielsetzung sollte sie dabei verfolgen?

Das einzige Entscheidungskriterium ist durch den Wert der Unternehmung oder der Bank gegeben. Maßnahmen sind zu ergreifen, wenn sie den Wert erhöhen. Sie sind zu unterlassen, wenn sie den Wert verringern würden. So wie der Wert der Unternehmung der Barwert des im Geschäftsplan prognostizierten freien Cashflows ist, ausgedrückt in heimischer Währung (umgerechnet wird mit den prognostizierten Währungsparitäten), so ist die durch eine einzelne Maßnahme bewirkte Wertänderung der Barwert der durch sie induzierten Änderungen des freien Cashflows.

Beispiel: Durch Zeichnen von Forward-Kontrakten gelingt es einer Unternehmung zwar nicht, die Prognosen der freien Cashflows "wertsteigernd" zu beeinflussen, aber sie verringert das von den Aktionären schließlich zu tragende Risiko. Deshalb geben sich die Aktionäre mit einer geringeren Renditeerwartung zufrieden, die Kapitalkosten der Unternehmung sinken, der Barwert der (unveränderten freien Cashflows) steigt. Die Absicherung ist wertsteigernd, weil der Diskontfaktor (Kapitalkostensatz) geringer wird.

3.3 Kontingenzplan

In der Praxis prüft eine Unternehmung nicht bei jedem einzelnen Fall, ob ein Währungsrisiko vermieden werden sollte, an einen Risikoträger entsorgt oder durch Hinzunahme eines anderen Risikos ausgeglichen werden sollte. Der damit verbundene Aufwand ver-

bietet ein solches Vorgehen. Statt dessen wird die Unternehmung eine generelle Strategie wählen. Die Strategie wird dann im operativen Geschäft mechanisch angewandt. Eine solche Strategie wird auch "Contingency Plan" genannt.

Bei der Auswahl eines mehrerer möglicher Kontingenzpläne wird man einen langfristigen Standpunkt einnehmen. Man wird zunächst eine Vermutung aufstellen über die in Zukunft wohl eintretenden Anlässe für das Ergreifen einer der drei genannten Maßnahmen. Sodann wird man, in einem Akt der Kreativität, alternative Kontingenzpläne aufstellen.

Beispiel: Ein Agrarproduzent in New Zealand würde die Haltung einnehmen, daß bis in alle Zukunft Jahr für Jahr stets dasselbe Problem eintritt, nämlich Arbeitskräfte verlangen den Lohn in NZD und ein wenig später fließen Verkaufserlöse in USD, XEU und JPY zu. Ein denkbarer Kontingenzplan könnte vorsehen, stets im Dezember XEU in Höhe von 50% der budgetierten europäischen Verkaufserlöse XEU auf Termin zu verkaufen und ähnlich mit USD und JPY zu verfahren. Ein anderer Contingency-Plan könnte vorsehen, zu 30% zu hedgen, und die Terminkontrakte schon im November zu zeichnen. Ein dritter Kontingenzplan könnte vorsehen, für jede der monatlichen Lohnzahlungen genau zwei Wochen im voraus die Lohnsumme in NZD gegen USD zu kaufen.

Beispiel: Ein britischer Hersteller von Softdrinks beliefert, mit saisonalen Schwankungen, Kontinentaleuropa. Abgerechnet wird mit dem Transporteur, der auch logistische Lageraufgaben übernimmt. Die Absatzunternehmung bezahlt alle Umsätze in Kontinentaleuropa in DEM, und zwar vier Monate nach erfolgtem Verkauf an Einzelhändler. Der Getränkeproduzent erfährt den mengenmäßigen Verkauf an Einzelhändler zwei Monate später. Er prüft daher folgenden Kontingenzplan: Jeweils dann den anhand der Ist-Mengen zu prognostizierenden Wert in XEU dadurch "abzusichern", daß (also jeweils zwei Monate vor Eingang der in DEM abgerechneten Zahlung) der XEU-Betrag als Zweimonatskredit aufgenommen und in GBP getauscht wird. Ungeachtet der späteren Kursentwicklungen, aber in Abhängigkeit der im jeweiligen Jahr geplanten Exporte, wird die gewählte Strategie durchgehalten.

Es sind natürlich auch Kontingenzpläne denkbar, die die anzuwendende Maßnahme vom dann gültigen Kurs abhängig machen.

Beispiel: Der eben betrachtete britische Produzent will den XEU-Kredit nur dann aufnehmen, wenn zum Zeitpunkt der Absatzmeldung der Kurs XEU/GBP über einer gewissen Schranke S liegt. Anhand von Simulationsrechnungen prüft er nun, wie S gewählt werden sollte, damit der Kontingenzplan die höchst mögliche Wertsteigerung verspricht.

Auf den ersten Blick könnte man damit Nachteile verbunden sehen, daß einzelne Entscheidungen mechanisch aus einem vielleicht schon Jahre zuvor festgelegten Kontingenzplan abgeleitet werden. Der Kontingenzplan raubt Freiheit. Damit er einfach ist, wird er nicht alle aktuellen Informationen berücksichtigen. Somit führt er auf Suboptimalität.

Kontingenzpläne haben jedoch zwei Vorteile. Zum einen führt er zweifellos auf eine Vereinfachung ablauforganisatorischer Natur. Zum anderen könnte er die Moral-hazard-Problematik verringern, die mit dem Hedgen von Währungsrisiken verbunden sind. Ein mit täglich neu zu treffenden Entscheidungen betrauter Manager könnte zur Spekulation

verleitet werden. Vorgesetzte können kaum verfolgen, mit welchen Beweggründen Finanzkontrakte gezeichnet werden, und notfalls können auch große Positionen von Finanzderivaten mit verbalem Geschick als Absicherung betrieblich bedingter Positionen dargestellt werden. Viele Manager werden aus Karrieremotiven zur Spekulation verleitet, und große Verluste können oft für eine gewisse Zeit rollend vorgewälzt werden. Beispiele zeigen, daß die mit Hedging betrauten Manager oftmals ihre Limite um ein Vielfaches übersteigen. Diese Moral-hazard-Gefahr wird durch die klaren Anweisungen eines Kontingenzplans verringert.

Die optimale Wahl eines Kontingenzplans ist zusätzlich erschwert, weil aus der Perspektive des Zeitpunktes seiner Festlegung die späteren, vermuteten Hedginganlässe noch unsicher sind. Insbesondere sind die Kurse, zu denen zu den späteren Anlässen Absicherungsinstrumente gezeichnet werden können, unsicher.

Beispiel: Ein italienische Modeschneiderin arbeitet schon seit Jahren mit einer Fertigungsstätte in Thailand zusammen. In unregelmäßigen Zeitabständen, aber im Durchschnitt 50 mal im Jahr, faxt sie ihre Entwürfe dorthin und erhält vier Tage später drei Exemplare des Modells. Es kommt sofort eine Rechnung, die sie sofort bezahlt - schon der guten Kontakte wegen. Das ist etwa 8 Arbeitstage nach Auftragserteilung. Seit über zwanzig Jahre hat sie sofort zum Zeitpunkt der Auftragserteilung, ein Währungsrisiko sehend, Baht gegen LIT gekauft und für jeweils 8 Arbeitstage bei ihrem Bankkonto in Thailand deponiert. So fühlte sie sich frei von jeglichen Währungsrisiken. Die Jahre zurückblickend fällt ihr auf, daß sie das Auf- und Ab der italienischen Lira und der Baht genauso mitgemacht hat, als wenn sie überhaupt nie "gehedgt" hätte. Es fällt ihr auf, daß sie, wählt man einen längerfristigen Standpunkt, trotz ihrer pünktlichen Hedgemaßnahmen dem vollen Währungsrisiko ausgesetzt war.

Eine einfache und damit recht operable Klasse von Kontingenzplänen sieht vor, sobald eine offene Position entsteht (der Geschäftsplan geändert wurde und die neuen Auswirkungen auf die freien Cashflows offenkundig werden) sie zu einem Anteil x zu hedgen (durch Forward-Kontrakte, Futures, oder durch Kreditaufnahme oder Geldanlage in fremder Währung). Dabei ist x , eine Zahl zwischen 0 und 100%, zunächst noch eine Variable. Man kann die Ergebnisse, die für verschiedene Werte von x erreicht werden theoretisch, aber auch empirisch untersuchen. Es zeigt sich, daß in dieser Klasse der Kontingenzplan mit $x=50\%$ der beste ist.

4. Methodische Grundlagen

4.1 Übersicht

Selbst in der Fachsprache wird der Begriff des Risikos unterschiedlich gebraucht. Technische und finanzielle Risiken unterscheiden sich nicht nur dem Gegenstand nach (Ablauf der Geschäftsprozesse versus Ergebnisse der unternehmerischen Tätigkeit), sondern auch darin, was "Risiko" jeweils bedeutet. Technische Risiken stellen eine Schadensgefahr dar

(Abschnitt 4.2), finanzielle Risiken sind unvorhersehbare Schwankungen einer quantitativen Ergebnisgröße im Zeitablauf, sie sind als Volatilität zu verstehen (Abschnitt 4.3).

Das Management technischer und finanzieller Risiken unterscheidet sich aber nicht nur aufgrund der unterschiedlichen Begriffsbildungen. Drei Aspekte treten hier in den Vordergrund des Risikomanagements.

- Erstens spielt bei finanziellen Risiken die Selektion des Portefeuilles die primäre Rolle (Abschnitt 4.3), wobei hinsichtlich der Währungsrisiken zwei Fragen zu stellen sind. Sie lauten: Kann ein Investor, der Währungsrisiken selbst trägt oder übernimmt, erwarten, daß die Finanzmärkte diese Risikoübernahme mit einer Prämie vergüten? Zum anderen: Werden die Entscheidungen über die Größe und Zusammensetzung des Portefeuilles eher von der Unternehmung oder vom Aktionär getroffen (Abschnitt 4.4).
- Zweitens schwanken bei finanziellen Risiken auch die Preise oder Kurse für Absicherungsinstrumente (Hedging) im Zeitablauf. Sie sind im vorhinein, also aus der Perspektive eines im voraus eingenommenen Standpunktes zu dem über alternative Hedgingstrategien entschieden wird, unsicher. Mit anderen Worten ist der Vorgang der Absicherung selbst mit Risiken behaftet (Abschnitt 4.5).
- Drittens ist die Frage nach der Rolle des Research zu stellen: wie viele eigene informativische Anstrengungen sollte der Manager des Portefeuilles zweckmäßigerweise unternehmen. Nun sind die Komponenten eines Portefeuilles heute eher Finanzkontrakte, die auf Märkten gehandelt werden, als nicht-marktfähige, bilaterale Übereinkünfte. Folglich muß bei der Antwort geprüft werden, welche informativische Leistung der Finanzmarkt, hier die Foreign Exchange, erbringt. Man muß also die Informationseffizienz des betreffenden Finanzmarktes kennen. Man muß wissen, wie viele Informationen vielleicht bereits in gegenwärtigen Kursen adäquat enthalten sind, so daß sie quasi kostenlos zugänglich sind und nicht nochmals, durch eigenes Research, aufgespürt werden müssen (Abschnitt 4.6).

4.2 Technische Risiken

Im Versicherungswesen und im technisch orientierten Risikomanagement bezieht sich der Risikobegriff auf Schäden, Störungen und Ausfälle. Dabei sind Art und Größe eines potentiellen Schadens im Prinzip bekannt. Das versicherungstechnische Risiko wird daher durch die Wahrscheinlichkeit gemessen, mit der der Schaden innerhalb einer gewissen Frist (etwa ein Jahr) eintreten wird.

Die meisten technischen Risiken sind für die Unternehmung oder Bank als durch die Umstände vorgegeben zu betrachten. Sie sind also nicht Ergebnis einer unmittelbaren willentlichen Entscheidung, ein Risiko zu übernehmen oder auch nicht. Jedoch kann bei vielen derartigen Risiken vorbeugend durch technische Maßnahmen die Schadenswahrscheinlichkeit stark reduziert werden. Gelegentlich wird die Eintrittswahrscheinlichkeit auch vom Verhalten der unmittelbar beteiligten Menschen beeinflußt, etwa durch deren Vorsicht und Aufmerksamkeit, vielleicht auch durch das Ausmaß vorheriger Schulung; natürlich spielt dabei auch die Auswahl von Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern eine Rolle.

Auch diese Aspekte, die das Verhalten, die Eignung und die Einstellung beteiligter Menschen betreffen, lassen sich indes im Design des sozio-technischen Systems so gestalten, daß dem betreffenden technischen Risiko weitgehend vorgebeugt wird.

Dann noch verbleibende Risiken sind oft gut versicherbar. Die Versicherung im Kollektiv wird begünstigt durch das "Gesetz der großen Zahl". Das Gesetz der großen Zahl betrifft Risiken der gleichen Art, die von möglichst verschiedenen Individuen stammen müssen, damit ihr Eintreten unabhängig voneinander erfolgt. Der Ausgleich der Risiken im Kollektiv erlaubt vergleichsweise geringe Kosten. Die Versicherungsprämien sind gleich dem Erwartungswert des Schadens (Schadenshöhe multipliziert mit Eintrittswahrscheinlichkeit), wenn man von den Verwaltungsgebühren der die Kontrakte vermittelnden Gesellschaften absieht.

Zu den erwähnten Verwaltungsgebühren muß noch die institutionelle Gestaltung "Markt versus Hierarchie" beleuchtet werden. Nicht unbedingt sind Versicherungsgesellschaften erforderlich, um das Gesetz der Großen Zahl auszunutzen. Im Prinzip könnten technische Risiken auch über einen Markt versichert werden. Mit den Verwaltungsvorgängen in Bürokratien und Hierarchien sind stets höhere Kosten verbunden als mit marktwirtschaftlichen Transaktionen. Deshalb würde man vermuten, daß technische Risiken günstiger über Märkte abgesichert werden sollten — vielleicht mit einzelnen Clearingstellen, nicht aber mithilfe des gegenwärtigen Systems großer Gesellschaften.

Jedoch produzieren Versicherungsgesellschaften neben dem Schutz noch eine andere Leistung: Sie beschaffen Informationen und führen eine Funktion des Monitoring aus. Versicherungsgesellschaften haben komparative Vorteile darin, technische Risiken, ihre Entstehungsgründe sowie geeignete Maßnahmen zu ihrer Vorbeugung zu beobachten. Die im Kontakt mit allen Versicherten gewonnenen Informationen geben sie an jeden einzelnen Versicherten als Rat über die zweckmäßigen Einrichtungen und Verhaltensweisen zur Vorbeugung weiter. Die Gesellschaften machen die Befolgung ihrer Vorschläge sogar zum Bestandteil des Vertrages und überprüfen, ob die so zum Standard erhobenen Vorkehrungen von allen Versicherten ergriffen werden. So reduzieren sie die Gefahr des moralischen Wagnisses (Moral hazard), daß einzelne Versicherte ihre individuellen Anstrengungen verringern und auf Kosten der Gemeinschaft unvorsichtiger und nachlässiger werden.

Aus diesem Grund kommt es für ein diesen Risiken ausgesetztes Individuum nicht in Frage, Schutzvorkehrungen und Versicherungsverträge zu meiden, um das Risiko selbst zu tragen: Auf lange Sicht könnte das Individuum nur die Verwaltungskosten der Versicherungsgesellschaft einsparen, hätte dafür eigenen Verwaltungsaufwand und würde nicht die Informationen zur zweckmäßigen Vorbeugung erhalten.

Folglich hat das technische Risikomanagement eigentlich nur diese Aufgabe: Potentielle Schäden sind aufzuspüren. Sobald sie identifiziert worden sind, werden Versicherungsverträge abgeschlossen und, parallel dazu, die üblichen technisch-organisatorischen Maßnahmen zur Vorbeugung getroffen. Für eine Unternehmung oder Bank sind die verschiedenen technischen Risiken oftmals voneinander unabhängig, so daß keine simultane Entscheidung erforderlich ist. Die einzelnen Risiken können getrennt voneinander gemanagt werden, einfach der Reihe nach.

Zu einem Teil muß sich das Währungsrisikomanagement auch mit derartigen Risiken auseinandersetzen, etwa im Zusammenhang mit Ausfällen bei Kontraktpartnern (z.B. Herstatt-Risiko: Die Ausführung der Gegenleistung bei einem Devisengeschäft wird durch Zeitzonenerunterschiede verzögert, und inzwischen wird die zur Gegenleistung verpflichtete Partei zahlungsunfähig). Dennoch sind Währungsrisiken in der Hauptsache finanzwirtschaftlicher Art.

4.3 Finanzielle Risiken

In der Sprache, die bei der Untersuchung von Finanzmärkten verwendet wird, bezeichnet "Risiko" etwas anders als in der Versicherungswissenschaft. Risiko bedeutet, daß ein Cash-flow, eine Rendite, ein Unternehmenswert oder eine andere quantitative Ergebnisgröße im Zeitablauf unvorhersehbaren Schwankungen ausgesetzt ist. Diese Form des Risikos läßt sich daher durch die Varianz oder die Standardabweichung der betrachteten Ergebnisgröße messen.

Der Wert, den die betrachtete Ergebnisgröße zu einem bestimmten zukünftigen Zeitpunkt haben wird, ist also unsicher. Wenn man für ihn eine Prognose tätigt oder eine Erwartung bildet, wird der tatsächliche Wert der betreffenden Ergebnisgröße vermutlich von ihr abweichen: Der später zu verzeichnende Wert kann unter dem erwarteten oder prognostizierten Wert liegen oder darüber. Der finanzwirtschaftliche Begriff des Risikos umfaßt in diesem Sinn sowohl die Verlustgefahr als auch die Gewinnmöglichkeit.

Je nach Art eines vorhandenen finanziellen Risikos könnte sich seine Wirkung durch drei Phänomene verringern:

- Einige Risiken können durch Diversifikation zum Verschwinden gebracht werden;
- andere Risiken können über einen Finanzkontrakt an einen Partner weitergegeben werden;
- drittens könnte das dem Risiko ausgesetzte Individuum dieses Risiko zwar behalten, aber andere gegengerichtete Risiken hinzukaufen, so daß in der Summe ein Ausgleich stattfindet (Hedging).

Ungeachtet dieser Wege zur Verringerung der Wirkung finanzieller Risiken kommt es, anders als bei technischen Risiken, durchaus in Frage, Risiken selbst zu tragen. Alle drei Wege zur Verringerung der Wirkung finanzieller Risiken münden methodisch in ein und dasselbe, nämlich in die Zusammenstellung des Portefeuilles durch Zukauf und Verkauf von Finanzkontrakten. Insofern ist nicht ganz klar, ob man einen Forward-Kontrakt als Weitergabe eines Währungsrisikos betrachtet oder als Hinzunahme eines weiteren Risikos, daß dem gegebenen Währungsrisiko gegenläuft. Allerdings häufen sich, wenn mit zahlreichen Partnern Kontrakte gezeichnet werden, die Erfüllungsrisiken.

Bei finanziellen Risiken ist das Exposure selten durch die Umstände gleichsam unveränderlich vorgegeben. Risiken sind praktisch mit allen Finanzkontrakten verbunden und wurden früher stets als unangenehme Begleiterscheinung anderer Aspekte betrachtet, die in diesen Finanzkontrakten geregelt werden. Man denke etwa an die Aktie. Inzwischen

haben sich die Finanzmärkte weiter entwickelt, und es gibt heute eine Reihe von Finanzkontrakten, deren primärer Aspekt darin zu sehen ist, gewisse finanzielle Risiken, beispielsweise Zinsänderungsrisiken oder eben Währungsrisiken, von einem Kontraktpartner an den anderen zu geben. Zu dieser Gruppe von Finanzkontrakten, deren primäre Funktion die Allokation von Risiken ist, gehören zum Beispiel Forward-Kontrakte, Futures, Swaps und Optionen.

Risiken können also durch Kauf, durch Verkauf und durch Zeichnen von Finanzkontrakten selektiert, "heraus gepickt" , werden. Mit der Selektion der Finanzkontrakte entscheiden die Wirtschaftssubjekte über die Größe und die Zusammensetzung ihrer Portefeuilles.

Beispiel: Eine schweizerische Pensionskasse hält kanadische Aktien aufgrund fundamentaler Überlegungen. Da Dividenden vergleichsweise gering sind, sieht sie ein Währungsrisiko allenfalls zu einem Verkaufszeitpunkt der Aktien. Da es aber noch nicht geplant ist, die kanadischen Aktien zu verkaufen, möchte die Pensionskasse keine Forward-Kontrakte oder andere Sicherungsinstrumente eingehen, bei denen Termine festgeschrieben sind. Gleiches gilt für Währungsoptionen mit festgelegtem Verfalltag. Die Pensionskasse könnte natürlich einen CAD-Kredit mit variabler Laufzeit aufnehmen mit der Absicht, ihn bei einem allfälligen Verkauf der Aktien zu tilgen. Kreditaufnahmen passen aber nicht in die Philosophie der Pensionskasse, ihr Portefeuille zu gestalten. Sie beobachtet den langjährigen positiven Zusammenhang der Währungsentwicklungen von CAD und USD und den negativen Zusammenhang der Entwicklungen der Außenwerte von USD und JPY der letzten Jahre. So trifft die Pensionskasse die Entscheidung, weitere Mittel in japanische Bonds zu investieren.

Was für technische Risiken das Gesetz der großen Zahl ermöglicht (nämlich den Ausgleich technischer Risiken derselben Art im Kollektiv der Gemeinschaft von verschiedenen Versicherten), ist bei finanziellen Risiken durch Diversifikation möglich: Der Ausgleich von Risiken unterschiedlicher Art, wenn sie im Portefeuille ein und desselben Individuums zusammengefaßt werden. Deshalb steht im Kern des Managements finanzieller Risiken das Portefeuille und die Entscheidung über Größe und Zusammensetzung des Portefeuilles.

Beispiel: Ein amerikanischer Fondsmanager habe in amerikanischen und japanischen Aktien sowie in ein Paket deutscher Bundesanleihen investiert. Er überlegt, ob er diesem Portefeuille einen Währungsswap hinzufügen sollte, bei dem er zu heute festgelegten Konditionen zu künftigen Zeitpunkten DEM-Beträge liefert und USD erhält.

Eine Grundforderung für die Zusammenstellung eines Portefeuilles ist die, Effizienz zu erreichen: Diversifikationseffekte sollen bestmöglich ausgenutzt werden. Nicht-effiziente Portefeuilles scheidet als Kandidaten für die zuvor erläuterte Zielsetzung der Wertmaximierung aus. Allerdings gibt es in aller Regel mehrere effiziente Portefeuilles. Die Forderung, Effizienz zu erreichen, ist also gleichsam eine Minimalforderung. In einer weiteren Stufe muß dann aus allen effizienten Portefeuilles eines ausgewählt werden - im Hinblick auf die Maximierung des Unternehmenswertes. Obwohl man nach Beachtung der Effizienz-Forderung noch nicht am Ziel ist, ist das Effizienz-Kriterium ein nützlicher Vortest, der einfach anwendbar ist.

Der Grad möglicher Diversifikation hängt wesentlich davon ab, ob und wie die einbezogenen Risiken untereinander korreliert sind. Diese Forderung verbietet es, über einzelne finanzielle Risiken separat zu entscheiden, ohne die Korrelationsstruktur zu beachten.

Beispiel: Der eben betrachtete amerikanische Fondsmanager würde einseitig und falsch handeln, wenn er diesem Gedanken folgte: "Ich habe Bundesanleihen gekauft, bin durch die späteren Zinszahlungen und Tilgungen ein Currency Risk eingegangen und muß das nun hedgen". Denn ob es vernünftig ist, den Währungsswap dem Portefeuille hinzuzufügen oder nicht, hängt vom gesamten Portefeuille ab, also auch von den darin enthaltenen Aktien amerikanischer und japanischer Gesellschaften.

Selbst wenn das Portefeuille effizient ist, sind in aller Regel nicht alle finanziellen Risiken durch Diversifikation verschwunden. Trotzdem sind die Wirtschaftssubjekte bis zu einem gewissen, von individuellen Charakteristiken abhängenden Umfang bereit, Risiken zu übernehmen. Der Grund liegt darin, daß für das Tragen gewisser finanzieller Risiken eine Prämie erwartet werden kann: Die Gewinnchancen überwiegen die Verlustgefahren.

Schon aufgrund der Gewinnmöglichkeit ist nicht von vornherein gesagt, daß man grundsätzlich alle finanziellen Risiken entweder vermeiden oder absichern (hedgen) wird. Anders als bei technischen Risiken ist deshalb zu fragen, wie „risikofähig“ oder "risikoavers" man ist, wie viele finanzwirtschaftliche Risiken man selbst tragen möchte, um die erwartete Prämie erhalten zu können.

4.4 Für das Tragen von Währungsrisiken kann keine Prämie erwartet werden

Nicht für alle finanzwirtschaftlichen Risiken kann man jedoch eine Prämie erwarten. Bei einigen finanziellen Risiken ist die mit ihrer Übernahme zu erwartende Prämie zu gering (im Vergleich zur sonst "marktüblichen" Risikoprämie). Der Grund: Gewisse Risiken können die Investoren mit Hilfe von Derivaten durch globalere Allokationen durch Ausgleich zum Verschwinden bringen. Wer Risiken selbst trägt, obwohl keine Prämie damit erhofft werden kann, managt Risiken schlecht, kurzum, stellt ein ineffizientes Portefeuille zusammen.

Beispiel: Wer sich ein Currency-Risk-Portefeuille zusammenstellt, kann durch die Übernahme von Währungsrisiken keine Prämie erwarten. Dieser empirische Sachverhalt ist aus theoretischen Gründen einsichtig. Zur Begründung stelle man sich vor, die Welt bestünde nur aus zwei Ländern: Großbritannien und Spanien. Englische Webereien produzieren Tuch und verkaufen es an spanische Verbraucher gegen Peseten, die sie aber erst ein Jahr später erhalten. Spanische Keltereien verkaufen Wein an britische Konsumenten gegen Pfund, die sie auch erst ein Jahr später erhalten. Alle Firmen tragen Währungsrisiken. Beide Seiten könnten aber, ohne daß Kosten entstünden, die Rechte aus den wechselseitigen Deviseneinnahmen sofort tauschen, keine Seite hätte danach ein Währungsrisiko zu tragen. In dieser Weltwirtschaft gibt es keine offenen Währungsrisiken mehr, und niemand müßte sich anbieten, sie gegen Prämie zu übernehmen und zu tragen.

Aus diesen Überlegungen läßt sich als Grundsatz ableiten: "Alle Währungsrisiken sind sofort zu hedgen". Dieser Grundsatz gilt, allerdings sind drei Einschränkungen zu beachten.

- Erstens werden, wie obige Beispiele veranschaulichten, effiziente Portefeuilles nicht dadurch gestaltet, daß man einzelne Komponenten betrachtet, das Risiko dieser Komponenten isoliert betrachtet und durch Hinzunahme von Kontrakten mit gegenläufigen Risiken hedgt. Auch bei Währungsrisiken ist das Gesamtportefeuille zu betrachten. Oft, aber eben nicht in allen Fällen, kann ein effizientes Portefeuille erreicht werden, indem alle Währungsrisiken, jeweils isoliert für sich genommen, gehedgt werden.
- Zweitens ist die Gestaltung oder Änderung von Portefeuilles mit Gebühren, Transaktionskosten und mit informatorischem Aufwand verbunden (vgl. den folgenden Abschnitt 4.6). Aufgrund der Transaktionskosten kann es dann sogar günstiger sein, Währungsrisiken zu tragen, weil der individuelle Nachteil des Risikos geringer wiegt als die Transaktionskosten.
- Drittens sind bei der Änderung eines Portefeuilles, zum Beispiel durch Hinzunahme von Forward-Kontrakten oder von Währungsswaps, die Kurse relevant, die die betreffenden Kontrakte am Tag des Kaufs oder Verkaufs haben. Diese Kurse sind natürlich am Tag der Transaktion bekannt, also sicher. Aus Sicht eines früheren Zeitpunktes, zu dem eine generelle Vorgehensstrategie gewählt wird, sind sie jedoch noch unbekannt und damit unsicher. Nimmt man eine Strategie als informatorische Basis, sind folglich "Absicherungsvorgänge" risikobehaftete Vorgänge (vgl. Abschnitt 4.5).

4.5 Wer trifft die Portfolioentscheidung?

Die Unternehmung oder Bank entscheidet, welche finanzwirtschaftlichen Risiken sie übernehmen möchte und welche nicht, und sie entscheidet, welche zusätzlichen Finanzkontrakte noch hinzu genommen werden sollen: Sie gestaltet ihr Portefeuille und legt dadurch die prognostizierten freien Cashflows, vielleicht auf verschiedene Währungen lautend, für die kommenden Jahre fest. Verbunden mit dieser Portfolioentscheidung ist natürlich die Selektion jener Risiken, die die Höhen der freien Cashflows noch beeinflussen.

Auf einer anderen Ebene treffen auch die Aktionäre Portfolioentscheidungen: Sie entscheiden, welche Anteile von welchen Gesellschaften sie in ihre Portefeuilles nehmen wollen oder nicht, und welche weiteren Finanzkontrakte, etwa Futures oder Optionen, sie noch ihren Portefeuilles hinzufügen.

Es sind also zwei Arten von Portefeuilles zu unterscheiden: Dasjenige der Unternehmung oder Bank, welche ihre freien Cashflows zusammenstellt — wir nennen es gelegentlich zur Unterscheidung "Cashflow-Portefeuille" — sowie dasjenige der Aktionäre.

Nach der Wesensbeschreibung, Unternehmen sollten im Interesse der Shareholder geführt werden, muß sich das Finanzmanagement einer Unternehmung bei der Entscheidung über das Cashflow-Portefeuille von den Präferenzen ihrer Aktionäre leiten lassen. Dabei

müssen die Unternehmen berücksichtigen, daß die Aktionäre viele finanzwirtschaftliche Zielsetzungen, wie etwa Diversifikation oder Leverage, durch eigene Maßnahmen verfolgen können. In der Tradition der Modigliani-Miller-Thesen könnte man deshalb das Finanzmanagement einer Unternehmung als für Aktionäre irrelevant betrachten. Beispielsweise müßte die einzelne Unternehmung oder Bank nicht diversifizieren, auch nicht hedgen, auch keine Währungsrisiken absichern, weil das die Aktionäre selbst tun können. Soweit das Idealbild vollkommener Märkte.

In der Wirklichkeit sind die Finanzmärkte segmentiert und die Marktteilnehmer (Unternehmen und Banken einerseits, Aktionäre andererseits) haben zu unterschiedlichen Konditionen und zu unterschiedlichen Transaktionskosten Zugang. Dann sollte jene Partei Finanzkontrakte zeichnen, die zu günstigeren Konditionen und Gebühren abschließen kann.

Beispiel: Ein kleiner Maschinenbauer gehört, neben anderen hundert Firmen seiner Größe, zu den Assets einer Holding. Der Maschinenbauer ist permanent Währungsrisiken ausgesetzt und könnte sie über Forward-Kontrakte seiner Hausbank auch absichern. Die Mutter weist ihn an, auf solche Absicherungen zu verzichten, weil die Hausbank vergleichsweise hohe Gebühren verlangt und die Forward-Kontrakte die Bonität des Maschinenbauers belasten. Die Holding wird die Währungsrisiken übernehmen und in ihrem Portefeuille hedgen.

Beispiel: In einem Spin-Off gibt die Holding den Maschinenbau ab, er wird gemeinschaftlich von leitenden Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern gekauft. Die neuen Eigentümer haben in ihren privaten Portefeuilles jedoch nicht die Möglichkeit, die Währungsrisiken zu akzeptablen Konditionen abzusichern. Von nun an zeichnet die Maschinenbau-Firma Forward-Kontrakte bei der Hausbank.

Ein zweiter Grund, aus dem es nicht irrelevant ist, wer die Finanzkontrakte zeichnet, liegt in den Kosten für die Kommunikation. Unternehmen und Banken müssen der Aktionärs-gemeinschaft signalisieren, wie genau ihr Cashflow-Portefeuille gestaltet ist, damit die Aktionäre bei ihren eigenen Portfolio-Entscheidungen entsprechende Korrekturen und Ergänzungen anbringen können.

Beispiel: Die Siemens AG ist ihren internationalen Aktionären als eine weltweit tätige Holding bekannt, wenngleich der legale Hauptsitz in Deutschland ist. Jede Siemens-Aktionärin und jeder Siemens-Aktionär weiß, daß die Ergebnisse des Konzerns sich aus Geschäftstätigkeiten in Europa, Asien und Amerika zusammensetzen. Eine formale Abstimmung über eine Basiswährung gab es nie, und viele betrachten die Abbildung der Konzernergebnisse in DEM als eine Sache der Tradition. Die Aktionärs-gemeinschaft erwartet aber nicht, daß Währungsrisiken gehegt werden. In der Tat schätzen viele den Sachverhalt, daß Siemens Cashflows in einem "weltweiten Währungskorb" bietet. Die Aktionäre gehen bei ihren eigenen Portfolio-Entscheidungen davon aus, daß das so bleiben wird.

Beispiel: Die X-Tech AG ist eine weltweit tätige Schweizer Unternehmung. Sie hat aber kaum Privatpersonen als Aktionäre, weil sie nicht im Konsumbereich tätig und daher dem Publikum wenig bekannt ist. Ihre Aktien werden praktisch nur von institutionellen Inve-

storen gehalten. Wenn das Management der X-Tech AG von "unseren Aktionären" spricht, meinen sie die Direktoren der Pensionskassen. Diese Pensionskassen halten durchaus ungehegte Positionen in allen Währungen der Welt. Trotzdem hedgt die X-Tech AG alle ihre Währungsrisiken und betrachtet CHF als Basiswährung, weil "auf dieser Basis die Kommunikation mit den Aktionären erleichtert ist".

4.6 Research auch bei Informationseffizienz?

Grundlage für die Portfolioselektion und die Revidierung der Portfoliozusammensetzung ist eine Beobachtung nach innen und nach außen. Mit Beobachtung nach innen ist gemeint, daß Cashflows prognostiziert und ihre Einflußfaktoren identifiziert werden müssen. Beobachtung nach außen bezieht sich auf die Verfolgung des Geschehens an den Devisen- und Finanzmärkten und auf die Aufspürung makroökonomischer Entwicklungen.

Die Unternehmung oder Bank wird das eigene Portefeuille von den Ergebnissen der Beobachtungen abhängig machen, insbesondere von der Kursbildung. Die Frage ist, ob die Beobachtung von Finanzmärkten so oberflächlich sein kann, daß man sich nur über die Palette möglicher Kontrakte orientiert und Kurse liest, oder ob ein aufwendigeres Research zweckmäßig ist. Denn viele der durch Research auffindbaren Hintergründe sind vielleicht bereits in der Kursbildung antizipiert.

Die Frage, wie viele Hintergrundinformationen in die Kursbildung einfließen, wie schnell das geschieht, und ob der Marktmechanismus dabei verzerrt oder nicht, ist die nach der Informationseffizienz eines Marktes. Im Spiegelbild zahlreicher Forschungen sollte man die Antwort nicht mit Ja oder Nein geben, sondern im Grad der Informationseffizienz sehen: Ein Markt ist informationseffizient, wenn es sich für die "meisten" Individuen nicht lohnt, eigene informatorische Anstrengungen zu unternehmen, um Entscheidungen von deren Ergebnis abhängig zu machen. Statt dessen ist es für die meisten Marktteilnehmer günstiger, sich die Kosten eines privaten Research zu sparen und die Portfolioentscheidung aufgrund der kostenlos zugänglichen Kurse zu treffen. Auch auf einem Markt, der in diesem Sinn informationseffizient ist, wird es immer typischerweise große Investoren geben, für die die Vorteile eines eigenen Research dessen Kosten übersteigen.

Literaturhinweise

- ADLER, M.: Exposure to Currency Risk: Definition and Measurement, in *Financial Management*, 13/1983, S.41-50.
- ANDERSON, R. / DANTHINE, J-P.: Cross Hedging, in: *Journal of Political Economy*, 89/1981, S.1182-1196.
- BAMBERG, G. / SPREMANN, K.: Risk and Capital, *Lecture Notes in Economics and Mathematical Systems*, 227, Berlin 1984.
- BÜSCHGEN, H.-E.: *Internationales Finanzmanagement*, Frankfurt 1993.
- CORNELL, B.: Spot Rates, Forward Rates, and Exchange Market Efficiency, in: *Journal of Financial Economics*, 5/1977, S. 55-66.
- EILENBERGER, G.: *Währungsrisiken, Währungsmanagement und Devisenkurssicherung*, Frankfurt 1990.
- FASTRICH, H. / HEPP, S.: *Währungsmanagement international tätiger Unternehmen*, Stuttgart 1991.
- LIPFERT, H.: *Devisenhandel und Devisenoptionshandel*, Frankfurt 1992.
- MEHL, J. R.: *Devisenoptionen als Instrumente des Währungsrisikomanagements*, Frankfurt 1991.
- SCHIERENBECK, H.: Ein Ansatz zur integrativen Quantifizierung bankbetrieblicher Ausfall- und Zinsänderungsrisiken. in: Gerke, W. (Hrsg.): *Bankrisiken und Bankrecht*, Wiesbaden 1988.
- SPREMANN, K.: Kann man mit Terminkontrakten hedgen? In: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 43/1991,4. S. 295-312.
- SPREMANN, K.: Welche Unternehmer-Risiken honoriert der Kapitalmarkt? In: *Schweizerische Arbeitgeber-Zeitung*, 39/1992.
- SPREMANN, K.: *Investition und Finanzierung*, Oldenbourg/München 1992.
- STEPHAN, J.: *Entscheidungsorientierte Wechselkurssicherung*, Bergisch Gladbach/Köln 1989.
- STULZ, R.: The Forward Exchange Rate and Macroeconomics, in: *Journal of International Economics*, 12/1982, S.285-299.
- WENTZ, R.: Wechselkursrisikokonzepte und Devisensicherung, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 49/1979, S. 906-932.
- ZWIRNER, TH.: *Devisenrisiko, Unternehmen und Kapitalmarkt*, Wiesbaden 1989.