

INTEGRALES WÄHRUNGSRIKOMANAGEMENT BIETET CHANCEN FÜR KMU

Mehr als reine Absicherung von Cashflows in Fremdwährung – Einsichten aus der Medizinaltechnik-Branche

Währungsrisikomanagement umfasst deutlich mehr als das Erkennen und Absichern von Cashflows in Fremdwährung. Eine breitere Definition des Themenfeldes ist für den strategischen Erfolg von exponierten Unternehmen – insbesondere KMU – von zentraler Bedeutung und bietet langfristige Chancen.

1. HINTERGRUND

Die Schweizer Wirtschaft ist international stark vernetzt. Sowohl das Import- wie auch das Exportvolumen im Güter- und Dienstleistungsverkehr stieg im letzten Jahr auf neue Rekordwerte [1]. So sind viele Unternehmen stark von Wechselkursschwankungen betroffen, sei dies direkt als Importeure oder Exporteure von Waren und Dienstleistungen, oder indirekt als Zulieferer oder infolge steigenden ausländischen Konkurrenzdrucks.

Im Umgang mit Fremdwährungsrisiken haben Unternehmen prinzipiell drei Möglichkeiten: (1) Sie bleiben passiv und ergreifen keine Massnahmen, (2) sie versuchen Wechselkurse zu prognostizieren und positionieren sich entsprechend oder (3) sie setzen sich mit den im Geschäftsmodell inhärenten Fremdwährungsrisiken auseinander und sichern diese regelbasiert ab.

Die erste Option ist nur dann vertretbar, wenn gewichtige strategische Vorteile und damit auch Preissetzungsmacht bestehen, oder wenn zur Risikotragung ausreichend Reserven in Form von Marge, Liquidität und Eigenkapital vorhanden sind. Die zweite Option ist generell nicht zielführend, denn ein Versuch, künftige Wechselkurse vorherzusehen, ist fragwürdig. So hat eine aktuelle Untersuchung für die Währungspaare EUR/CHF und USD/CHF im Analysezeitraum von 2007 bis 2016 gezeigt, dass Währungsprojektionen weniger aussagen als rein passive Indikatoren wie aktuelle Kassa- oder Terminkurse. Darüber hinaus zeigten

die Währungsprognosen mehrheitlich sogar die falsche Richtung der Kursentwicklung an [2].

Als dritte Option bleibt folglich das aktive Währungsrisikomanagement, das seit einigen Jahren zunehmend Beachtung findet. In der Kategorie der kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) setzen sich allerdings noch zu wenige Firmen aktiv mit der Thematik auseinander [3].

Das Thema Währungsrisikomanagement wird daher nachfolgend mit besonderem Fokus auf KMU behandelt. Konzeptionelle Überlegungen werden anhand von Resultaten einer empirischen Untersuchung illustriert, die im Rahmen eines Forschungsprojekts des Instituts für Financial Management der ZHAW School of Management and Law durchgeführt worden ist. Die dazu gemachte Umfrage konzentrierte sich auf Unternehmen der Medizinaltechnik-Branche, welche gegenüber Währungsrisiken stark exponiert ist. Mit Unterstützung des Branchenverbandes «Medical Cluster» [4] wurden im März 2017 insgesamt 519 Unternehmen um Teilnahme an einer Online-Umfrage gebeten.

Der Fragebogen wurde von 42 Unternehmen ausgefüllt, was einer zu erwartenden Rücklaufquote entspricht. Für die Interpretation der Ergebnisse ist die Zusammensetzung des Samples wesentlich. Die meisten Unternehmen (37) beschäftigen weniger als 250 Mitarbeitende und gelten somit als KMU. Bei 92,5% der Unternehmen liegt die Bilanzsumme unter CHF 50 Mio. und der Umsatz unter CHF 100 Mio. Knapp die Hälfte der Firmen erwirtschaftet ihren Umsatz im



BEAT AFFOLTER, DR. OEC., DOZENT UND PROJEKTLEITER FÜR CORPORATE FINANCE UND CORPORATE BANKING, ZHAW SCHOOL OF MANAGEMENT AND LAW, MITINITIANT DER AUSTAUSCHPLATTFORM WWW.FXDIALOG.CH, WINTERTHUR/ZH



DANIEL CAPAUL, M.A. HSG IN BANKING FINANCE, DIRECTOR, BEREICHE TREASURY, FINANCIAL RISK MANAGEMENT UND BANKMANAGEMENT, IFBC, MITINITIANT DER AUSTAUSCHPLATTFORM WWW.FXDIALOG.CH, ZÜRICH

Massengeschäft; die übrigen Unternehmen sind im Projektgeschäft tätig (kundenspezifische Fertigung oder Innovationen). Obwohl eine statistische Repräsentativität des Samples aufgrund fehlender Daten zur Grundgesamtheit nicht nachgewiesen werden kann, beschreibt es doch eine spezifisch von Währungsrisiken betroffene KMU-Branche gut.

2. KLASSISCHE RISIKOBETRACHTUNG UND RISIKOSTEUERUNG

Währungsrisikomanagement wird oft von einem herkömmlichen Risikomanagement-Prozess aus betrachtet, wie er in *Abbildung 1* dargestellt ist. Risiken sind demnach zu identifizieren, zu bewerten, zu steuern und anschliessend zu kontrollieren, wobei der Prozess iterativ wiederholt werden muss.

Die Identifikation von Währungsrisiken orientiert sich dabei in der Regel an der klassischen Unterteilung in Transaktions-, Translations- und ökonomische Risiken. Bei den Transaktions- und ökonomischen Risiken stehen Ertrags- und Wertrisiken von vertraglich fixierten bzw. zukünftig erwarteten Cashflows in Fremdwährung im Vordergrund. Translationsrisiken entstehen durch bilanzielle Bewertungsrisiken aus Nettovermögen in Fremdwährung. Die Risikosteuerung ihrerseits erfolgt mehrheitlich mit Finanzinstrumenten.

Wie noch zu zeigen sein wird, greift diese Auffassung von Währungsrisiken und entsprechend auch das damit verbundene Vorgehen zur Risikohandhabung aber häufig zu kurz. Hinsichtlich Risikodefinition (Risikoidentifikation) und Risikoabsicherung (Risikosteuerung) muss eine ganzheitlichere Betrachtung erfolgen, wie dies in den folgenden Abschnitten erläutert wird.

3. RISIKOIDENTIFIKATION – INTEGRAL BETRACHTET

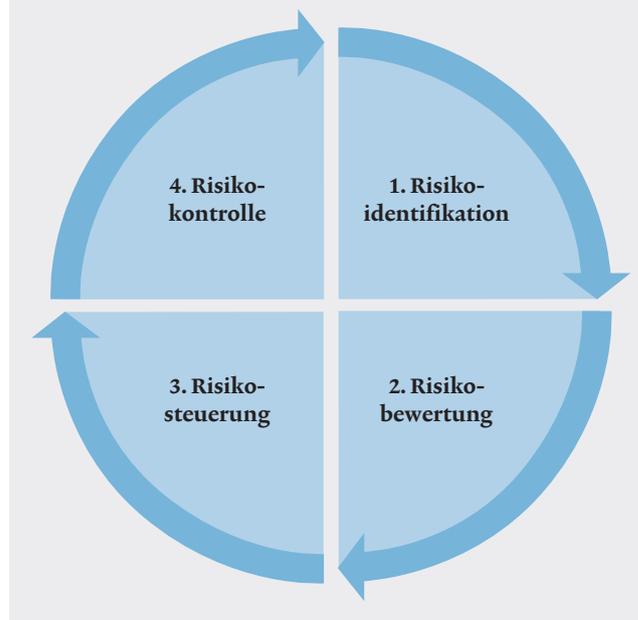
Viele KMU weisen keine direkten Fremdwährungspositionen auf, sind aber dennoch stark von Wechselkursschwankungen betroffen. Exemplarisch stehen dafür folgende drei Fälle von (inlandorientierten) Unternehmen:

1. Zuliefererfirmen in einer exportorientierten Branche, bei welchen Wechselkursveränderungen direkt Nachfrageschwankungen hervorrufen.
2. Unternehmen der Detailhandelsbranche, die von einer Zu- oder Abnahme des Einkaufstourismus in Abhängigkeit der Wechselkursentwicklung tangiert werden.
3. Produktionsbetriebe, welche dem Auftreten ausländischer Konkurrenzunternehmen auf dem Schweizer Markt in Abhängigkeit der Wechselkursentwicklung ausgesetzt sind.



PASCAL VETTIGER,
MSC ZHAW IN BANKING &
FINANCE, JUNIOR
KREDITSPEZIALIST, ZÜRICH

Abbildung 1: GRUNDSÄTZLICHE ELEMENTE EINES RISIKOMANAGEMENTPROZESSES



Der operative Cashflow muss in allen drei Fällen nicht unmittelbar Wechselkursschwankungen ausgesetzt sein (direktes Währungsrisiko). Trotzdem werden sich Veränderungen des Währungsgefüges direkt auf die Unternehmen auswirken, allerdings nicht direkt in Fremdwährungsgewinnen oder -verlusten, sondern indirekt über andere Erfolgsgrößen (indirektes Währungsrisiko).

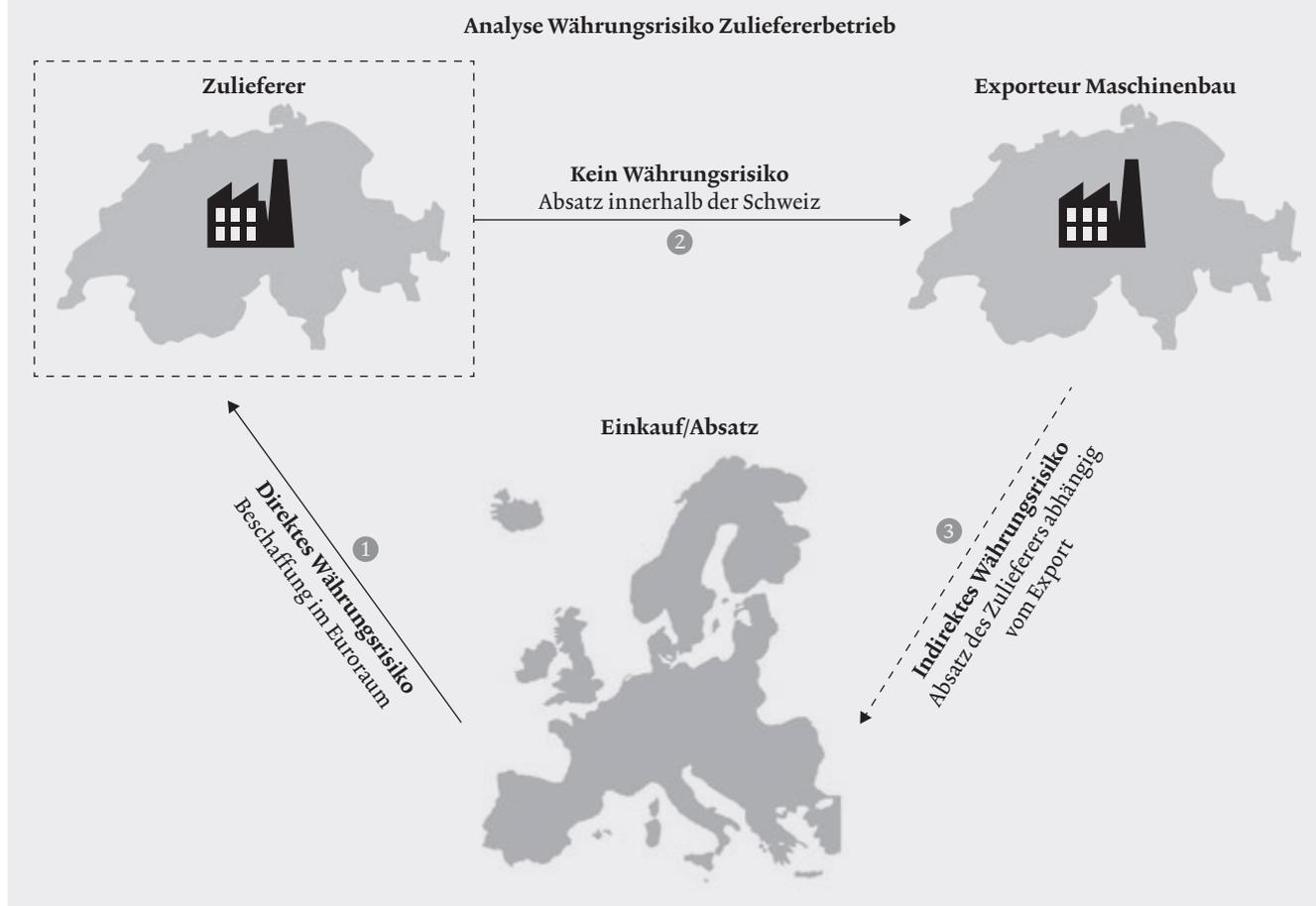
Der Schlüssel zu einer wirksamen Risikoidentifikation liegt entsprechend nicht nur in einer währungsdifferenzierten Liquiditätsplanung, sondern in einer ganzheitlichen Betrachtung der Währungseinflüsse auf das Unternehmen. Dies wiederum bedarf zwingend einer Auseinandersetzung

«Bei 92,5% der Unternehmen liegt die Bilanzsumme unter CHF 50 Mio. und der Umsatz unter CHF 100 Mio.»

mit dem Geschäftsmodell, mit der Konkurrenzsituation und namentlich mit den Einkaufs- und Absatzmärkten. Darauf basierend müssen die direkten und indirekten Währungsrisiken entlang der Wertschöpfungskette, d.h. konkret entlang der Phasen Beschaffung, Transformation und Absatz identifiziert werden.

Nachfolgend werden diese Zusammenhänge anhand eines vereinfachten Beispiels erläutert (vgl. *Abbildung 2*). Das hier betrachtete Unternehmen ist als Zulieferer in der Maschinenindustrie tätig. Rohmaterialien werden im Ausland eingekauft, was in der Beschaffungsphase zu einem direkten Währungsrisiko führt (1). Der Absatz innerhalb der Schweiz begründet isoliert betrachtet kein Fremdwährungsrisiko (2). Da der Kunde ein exportorientiertes Maschinenbauunternehmen ist und seine Waren im Ausland

Abbildung 2: **WIRKUNGSWEISE EINES DIREKTEN UND INDIREKTEN WÄHRUNGSRIKOS**
Beispiel



verkauft, entsteht für den Zulieferer aber ein indirektes Währungsrisiko (3). Dies kann sich in einem Nachfragerückgang niederschlagen, wenn Produkte des Kunden infolge eines erstarkten Schweizerfrankens weniger Absatz finden.

Die besondere Relevanz der indirekten Währungsrisiken zeigt die Auswertung einer dazu gestellten Frage in der eingangs erwähnten Erhebung innerhalb der Medizinaltechnik-Branche (vgl. *Abbildung 3*). 73% der antwortenden Unternehmen geben an, dass sie «stark bis sehr stark» von indirekten Währungsrisiken betroffen sind. Damit ist der Einfluss des indirekten Währungsrisikos höher als bei direkten Währungsrisiken, von denen 58% der befragten Unternehmen «stark bis sehr stark» tangiert sind. Zugleich hat das indirekte Währungsrisiko bei 59% der Unternehmen eine höhere Bedeutung als andere Unternehmensrisiken. Demgegenüber erachten nur 14% der Firmen indirekte Währungsrisiken als weniger wichtig als andere Unternehmensrisiken. Zugleich wird auch den direkten Währungsrisiken von 53% der Unternehmen eine überdurchschnittliche Bedeutung zugemessen.

Trotz der höheren Bedeutung der indirekten Währungsrisiken liegt der Fokus bei der Risikoerfassung bei den antwortenden Firmen deutlich stärker auf den direkten Währungsrisiken. Aus *Abbildung 4* wird ersichtlich, dass die häu-

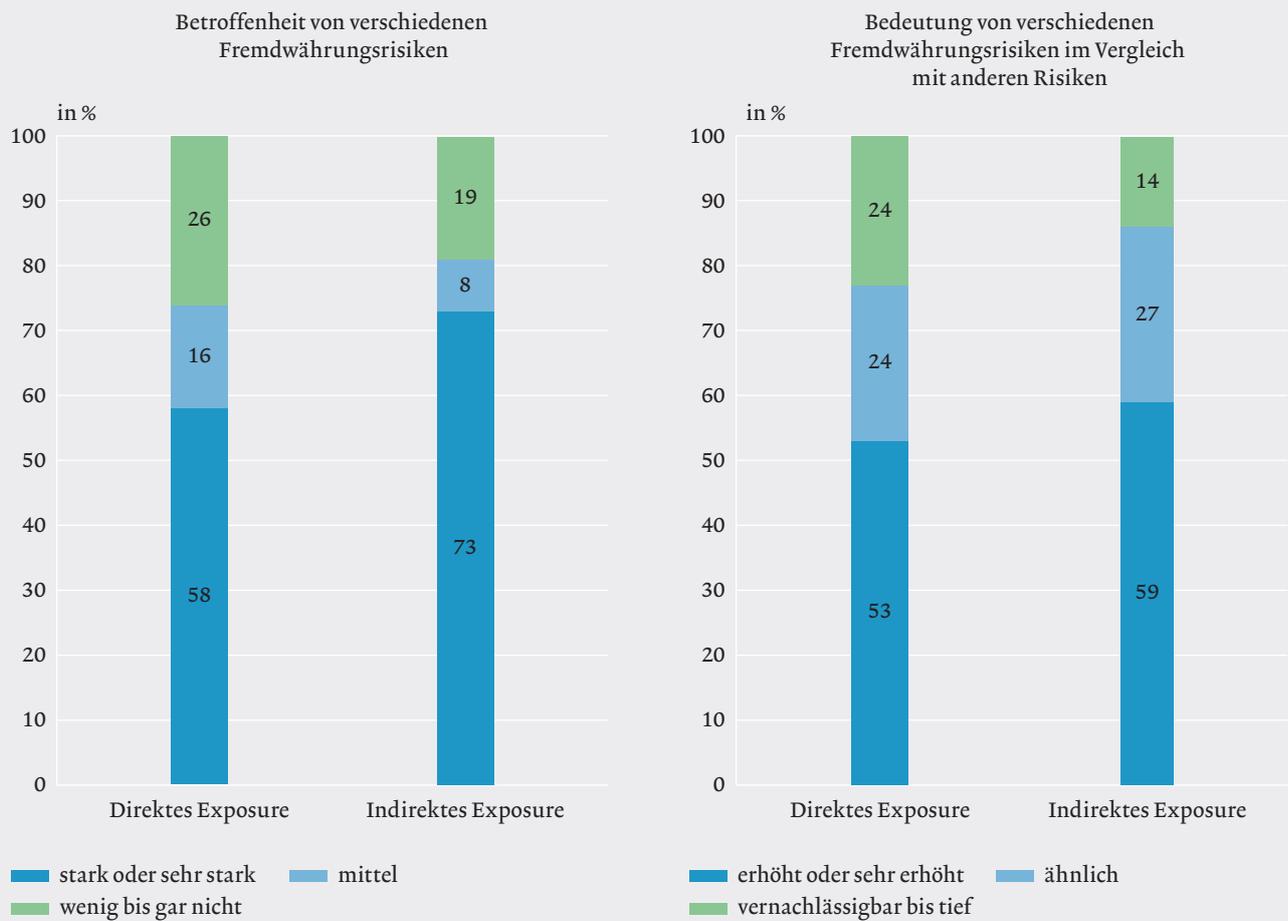
figsten Quellen zur Erfassung des Fremdwährungsrisikos die währungsdifferenzierte Liquiditätsplanung und das währungsdifferenzierte Budget sind. Beides dient als Grundlage zur Ermittlung der direkten Währungsrisiken. Ansätze zur Ermittlung indirekter Währungsrisiken (beispielsweise Analysen von Kundenverhalten, Lieferantenverhalten und Währungsstruktur der Konkurrenz) werden deutlich weniger häufig angewendet. Aus Sicht eines integrierten Währungsrisikomanagements besteht somit deutlicher Handlungsbedarf bei der Bewirtschaftung indirekter Währungsrisiken.

4. RISIKOSTEUERUNG – INTEGRAL GEDACHT

Neben der Risikoerfassung ist auch die Risikosteuerung mit Konzentration auf Termingeschäfte oder andere Finanzinstrumente viel zu eng eingegrenzt. Zwar eignen sich diese Instrumente für die Absicherung des direkten, kurzfristig wirksamen Währungsrisikos gut. Für die langfristige Positionierung des Unternehmens hinsichtlich des ökonomischen oder indirekten Währungsrisikos erscheinen diese Instrumente indessen nicht wirklich geeignet.

Anders als internationale Grosskonzerne setzen KMU spezifische Finanzinstrumente zur Absicherung des direkten Währungsrisikos nur selten ein. In der Medizinaltechnik-Branche sind dies im Spiegel der Erhebung lediglich

Abbildung 3: **BEDEUTUNG VERSCHIEDENER WÄHRUNGSRISSIKEN**
Bei den befragten Medtech-Unternehmen (n=38)



40%, wobei man überwiegend (32%) nur klassische Termin-geschäfte einsetzt. Sogenannte strukturierte Finanzinstru-mente kommen bei den befragten Unternehmen prak-tisch nicht zum Einsatz. Das aus der Erhebung ersichtli-che Bild muss angesichts der hohen Bedeutung des direkten Währungsrisikos für die befragten Unternehmen erstau-nen.

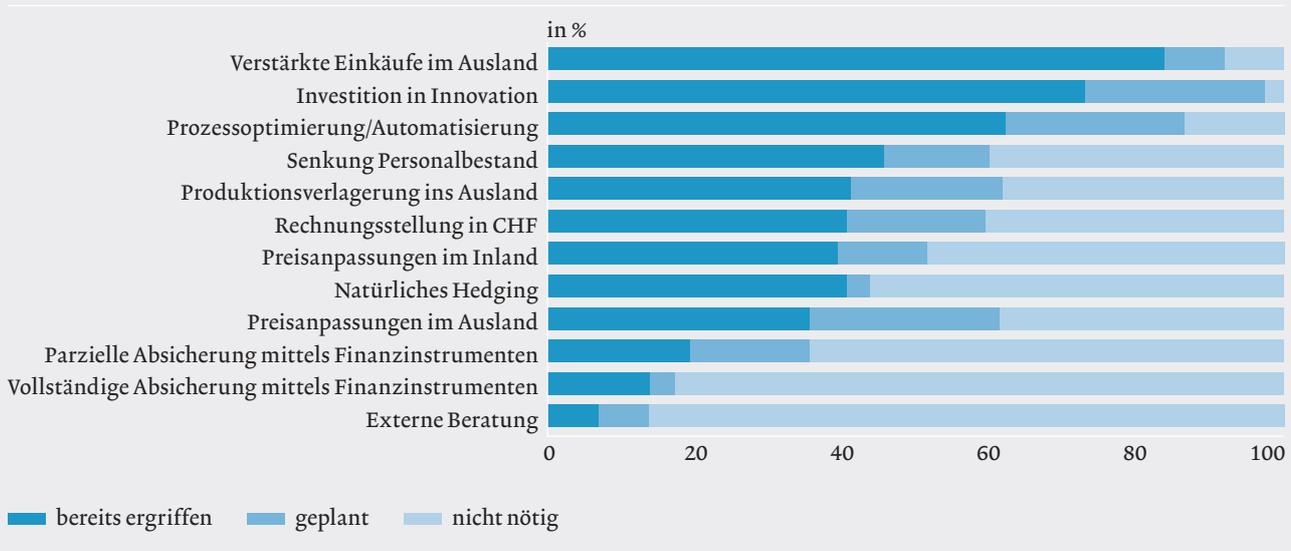
Bei ökonomischen oder indirekten Währungsrisiken kann die Risikosteuerung nicht mittels Finanzinstrumen-ten erfolgen. Zur Steuerung dieser Risiken sind vielmehr strate-gische Massnahmen notwendig. Eine naheliegende Mass-nahme besteht beispielsweise darin, die Währungs- und Kostensituation des Unternehmens derjenigen der Konkur-renzfirmen anzugleichen. Dies kann vor allem für Unter-

Abbildung 4: **ANALYSEMETHODEN ZUR ERFASSUNG DES FREMDWÄHRUNGSRISSIKOS**
Bei den befragten Medtech-Unternehmen (n=38)



Abbildung 5: **ERGRIFFENE UND GEPLANTE MASSNAHMEN ZUR STEUERUNG DES FREMDWÄHRUNGSRIKOS**

Bei den befragten Medtech-Unternehmen (n=38)



nehmen mit standardisierten Produkten sinnvoll sein, welche sich in erster Linie über den Preis im Markt differenzieren. Anders bei Firmen, deren Differenzierung auf Innovation und Qualitätsführerschaft konzentriert ist: hier könnte sich dieselbe Massnahme kontraproduktiv auswirken. Durch die Produktionsverlagerung ins Ausland können Entwicklungs- und Produktionsprozesse komplexer werden, wodurch das Unternehmen unter Umständen entscheidend an Innovationskraft und Geschwindigkeit verliert. Somit kann es sich trotz der indirekten Währungsrisiken für innovationsorientierte Unternehmen lohnen, weiter in den Produktionsstandort Schweiz und damit in die Innovationskraft des Unternehmens zu investieren.

Die obigen Ausführungen verdeutlichen, dass Massnahmen zur Steuerung indirekter Währungsrisiken unternehmensspezifisch beurteilt werden müssen, und damit auch je nach Firmenkonstellation sehr unterschiedlich ausfallen können. *Abbildung 5* illustriert dies für die befragten (und antwortenden) Medizinaltechnik-Firmen. Auch diese Unternehmen versuchen über verschiedene Massnahmen ihren Währungs-Mix demjenigen der Hauptkonkurrenten anzu-

passen und Kosten zu senken. Als wichtigste geplante Einzelmassnahme stehen jedoch Investitionen in eine hohe Innovationskraft und damit die Sicherung von Wettbewerbsvorteilen im Fokus.

Eine wirksame Währungsrisikosteuerung erfordert eine vorgängige Umschreibung der grundsätzlichen Zielsetzungen zur Steuerung der direkten und indirekten Währungsrisiken. Ausgangspunkt bildet dabei eine tiefergehende Analyse des firmenspezifischen Geschäftsmodells.

Abbildung 6 zeigt die Zielsetzungen des Währungsrisikomanagements bei den befragten Unternehmen der Medizinaltechnik-Branche. Die Auswertung zeigt eine grosse Heterogenität der Zielsetzungen. Herkömmliche mit dem Transaktions- oder Translationsrisiko verbundene Risikomanagement-Ziele, wie Margen-, Liquiditäts- und Eigenkapitalsicherung, werden am häufigsten genannt. Sodann werden Ziele genannt, welche mit den ökonomischen, d. h. indirekten Währungsrisiken zusammenhängen. Dazu zählen die Sicherung der langfristigen strategischen Ausrichtung des Unternehmens oder die Sicherung der Wettbewerbsposition.

Abbildung 6: **ZIELE DES WÄHRUNGSRIKIMANAGEMENTS**

Bei den befragten Medtech-Unternehmen (n=38)

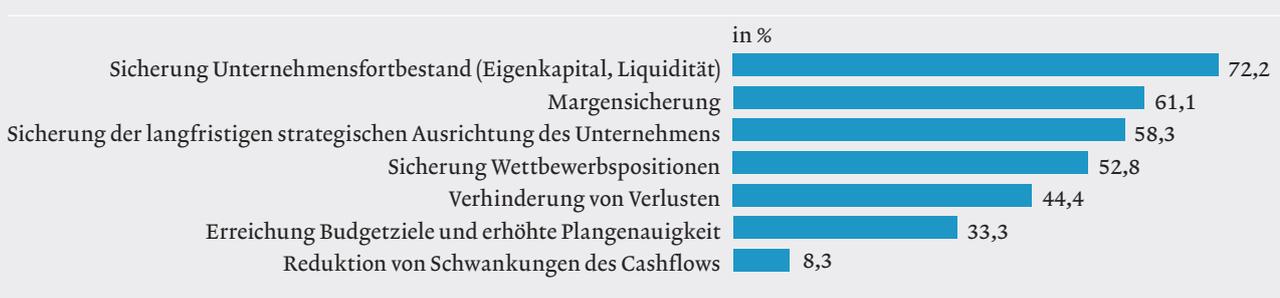
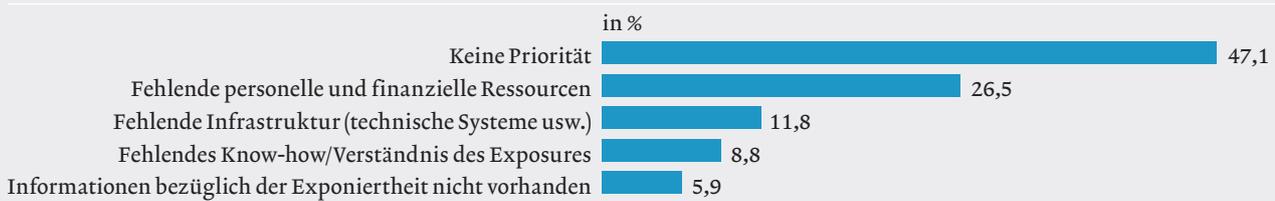


Abbildung 7: HERAUSFORDERUNGEN BEZÜGLICH WÄHRUNGSRSIKOMANAGEMENT

Bei den befragten Medtech-Unternehmen (n=38)

**Abbildung 8: VERANTWORTLICHKEITEN BEZÜGLICH WÄHRUNGSRSIKOMANAGEMENT**

Bei den befragten Medtech-Unternehmen (n=38)

**5. BESONDERE HERAUSFORDERUNGEN IM WÄHRUNGSRSIKOMANAGEMENT VON KMU**

Ein umfassendes Währungsrisikomanagement weist eine erhebliche Komplexität auf. Bei KMU kommen zwei zusätzliche Herausforderungen hinzu. Erstens verfügen KMU oft über eine vergleichsweise geringere (bestehende wie auch potenzielle) relative Eigenkapitalausstattung als Grossunternehmen, womit Währungsschwankungen schneller existenzbedrohend wirken können. Zweitens stehen KMU – trotz vergleichbarer Komplexität bei den Währungsrisiken – deutlich weniger Ressourcen und Know-how zur Verfügung. So beschäftigen KMU nur in Ausnahmefällen Fachspezialisten, wie sie bei Grossunternehmen im Treasury anzutreffen sind. Dies lässt sich auch bei den befragten Unternehmen beobachten. So werden fehlende Ressourcen (und auch Prioritätensetzung) als die gewichtigsten Problemfelder im Umgang mit Währungsrisiken angesehen (vgl. *Abbildung 7*). Häufig sind die Geschäftsleitung und der CEO, im besten Fall der CFO, für das operative Währungsmanagement verantwortlich (vgl. *Abbildung 8*).

Die fehlenden Ressourcen zeigen sich auch im Handlungsbedarf, den die befragten Unternehmen erkennen. So werden

an erster Stelle nicht spezifische Aspekte, sondern grundsätzlichere Handlungsfelder wie «Entwicklung von generellen Absicherungsmöglichkeiten» und «Erarbeiten von Handlungsoptionen» genannt.

6. FAZIT

Wie können KMU diesen Herausforderungen begegnen? Ein erster Schritt besteht darin, sich nicht nur mit dem Umgang mit direkten und indirekten Währungsrisiken gedanklich zu beschäftigen, sondern wo möglich sich aktiv auszutauschen. Als Möglichkeit sei die von der ZHAW und IFBC initiierte Austausch- und Informationsplattform www.fxdialog.ch erwähnt. Der FX Dialog will das Verständnis über Möglichkeiten und Grenzen von Währungsrisikomanagement im Unternehmen fördern und stärkt dabei das Know-how der am Dialog beteiligten Firmen. Gerade für KMU soll die Erkenntnis gefördert werden, dass wirksames Währungsrisikomanagement viel mehr als den Einsatz von Währungsterminkontrakten umfasst und eine aktive Auseinandersetzung mit der Thematik massgeblich zum Unternehmenserfolg beitragen kann. ■

Anmerkungen: 1) Im Jahr 2017 machten die Warenexporte rund CHF 220 Mrd. die Dienstleistungsexporte rund CHF 123 Mrd. aus. Vgl. dazu Schweizer Aussenhandelsstatistik der Eidgenössischen Zollverwaltung, abgerufen am 30.05.2018 unter: <https://www.ezv.admin.ch/ezv/de/home/>

themen/schweizerische-aussenhandelsstatistik/daten.html sowie Volkswirtschaftliche Daten der Schweizerischen Nationalbank, abgerufen am 30.05.2018 unter: <https://data.snb.ch/de/topics/uvo#!/cube/gdpap>. 2) Entsprechende Ergebnisse werden in «Die Volkswirtschaft», Ausgabe 8–9 (2018)

veröffentlicht. 3) Vgl. dazu die Ausführungen in Abschnitt 5. 4) Der Verband «Medical Cluster» wurde im Juni 2017 mit «FASMED» zu «Swiss Medtech» zusammengelegt.