

# WÄHRUNGSRIKOMANAGEMENT FÜR KMU

## Notwendige Massnahmen gegen Wechselkursschwankungen

**KMU sollten über einen Währungsrisikomanagementprozess verfügen, der abhängig ist von ihrer Grösse. Studien zeigen allerdings, dass Prognosen der Kursentwicklung, die auf Basis von Fundamentaldaten und technischen Analysen erstellt werden, auf lange Sicht keinen Mehrwert darstellen. Einfache Modelle wie Random Walk erzielen gar bessere Prognosen.**

Die hohe Bedeutung der Währungsrisiken für international orientierte Unternehmen ist unbestritten. Für viele Grossunternehmen steht die Absicherung der Währungsrisiken auf der Tagesordnung. Sie verfügen häufig über eigene Risikoabteilungen und somit über das erforderliche Fachwissen, um die entstehenden Risiken gemäss der vorhandenen Unternehmensstrategie abzusichern. Wie sieht es dagegen bei KMU aus?

### 1. AUSGANGSLAGE

KMU sind von der gegenwärtigen Entwicklung nicht weniger betroffen als Grossunternehmen. Es stellt sich die Frage, ob KMU angesichts ihrer begrenzten Ressourcen mit dem Währungsrisikomanagement überfordert sind. Sollte dies der Fall sein, kann das Dienstleistungsangebot von Finanzinstituten oder anderen Finanzdienstleistern in Anspruch genommen werden. Diese Inanspruchnahme befreit die Unternehmensführung und – sofern vorhanden – die Finanzabteilung jedoch nicht davon, sich das nötige Wissen über das internationale Währungsgeschehen und die Einflussfaktoren auf das eigene Unternehmen anzueignen. Wissen schafft die Voraussetzung, um externe Berater beizuziehen und um alternative Vorschläge unterbreiten zu können. Nachstehend wird die Wichtigkeit des Währungsrisikomanagements für KMU erläutert. Dabei soll das Bewusstsein für die Thematik geschärft werden, um den Bedürfnissen und Anforderungen der KMU nachzukommen.



THITIPONG BISCHOF,  
MSC INTERNATIONAL  
FINANCIAL MANAGEMENT,  
BUSINESS DEVELOPMENT  
MANAGER,  
AFEX (SCHWEIZ) AG,  
ZÜRICH

### 2. NOTWENDIGKEIT UND VORTEILE DES WÄHRUNGSRIKOMANAGEMENTS

Bei Entscheidungen über die Gestaltung eines Währungsrisikomanagements können sowohl rechtliche Vorgaben als auch wirtschaftliche Überlegungen eine Rolle spielen. Bestehen institutionell-juristische oder regulatorische Vorgaben seitens der Gesetzgebung oder von Aufsichtsbehörden, besteht die Notwendigkeit, diese zu erfüllen. Neben den drohenden Sanktionen, die bei Missachtung der währungsrechtlichen Regelungen eintreten, soll auch die Notwendigkeit eines Währungsrisikomanagements geprüft werden, das sich aus den Analysen unternehmerischer Ressourcen ergibt. Rechtfertigen diese Überlegungen den Einsatz eines Währungsrisikomanagementprozesses?

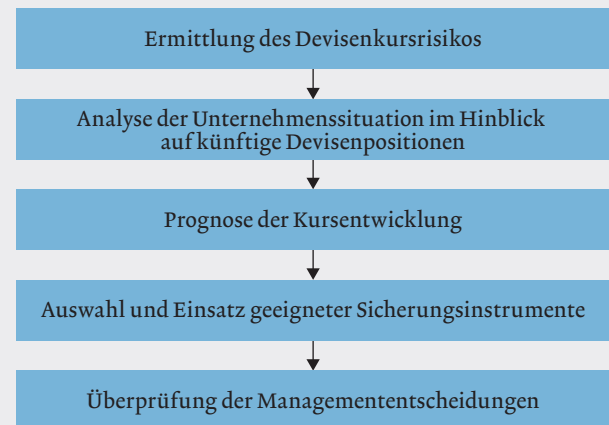
Das unternehmerische Währungsrisikomanagement ist ein wichtiger Bestandteil des Finanzmanagements eines Unternehmens und führt Aufgaben aus, die über den inländischen Währungsraum hinausgehen. Es kann als eine Art Zusatzmanagement verstanden werden, welches innerhalb der Instanzen und Prozesse des Finanzmanagements des Unternehmens erfolgen kann. Die Ausprägungen des Währungsrisikomanagements stehen in enger Verbindung mit der Unternehmensgrösse und sind letztendlich nichts anderes als eine Spezialisierung innerhalb des Gefüges und der Prozesse des Finanzmanagements. Das unternehmerische Währungsrisikomanagement kann auch als Optimierung unternehmerischer Devisenpositionen verstanden werden. Ein Währungsrisikomanagement wäre nur dann vollständig entbehrlich, wenn die Währungsordnungen der betroffenen Staaten einheitlich wären. Dies hätte zur Folge, dass für die Unternehmen keinerlei Gefahrenpotenzial bestünde und somit keine Währungsrisiken, aber auch keine Währungschancen existierten. Das Entscheidungsfeld des Währungsrisikomanagements eines Unternehmens ist auf zielführende Massnahmen finanzwirtschaftlicher Möglichkeiten begrenzt. In diesem Zusammenhang wird deutlich, dass die Währungsproblematik sowohl von der Internationalität der Aktivitäten als auch von der Branche bestimmt wird.

**2.1 Prozess des Währungsrisikomanagements.** Der Prozess des unternehmerischen Währungsrisikomanagements sollte im Wesentlichen die dargestellten Phasen in der *Abbildung* beinhalten.

Der Währungsrisikomanagementprozess beginnt grundsätzlich mit einer Analyse der Wechselkursschwankungen, die sowohl die Zahlungsströme eines Unternehmens beeinflussen als auch die Ermittlung der Fremdwährungspositionen, die dem Wechselkursänderungsrisiko ausgesetzt sind. Wird der Risikostatus einer Fremdwährungsposition einmal identifiziert, folgt die Prognose der zukünftigen Entwicklung der Wechselkurse. Diese Prognose bildet die Basis, um über den Grad einer Absicherung des Wechselkursänderungsrisikos entscheiden zu können. Es muss also entschieden werden, ob eine vollständige bzw. partielle Absicherung oder ein vollständiger Absicherungsverzicht erfolgen soll. Ist die Entscheidung hinsichtlich der Absicherung gegen das Risiko erfolgt, müssen alle infrage kommenden Instrumente erfasst und anhand von Kriterien wie Zuverlässigkeit, Kosten, Flexibilität und Verfügbarkeit bewertet werden. Das Kurssicherungsinstrument mit der besten Bewertung wird schliesslich zur Sicherung der Fremdwährungsposition eingesetzt.

**2.2 Zielsetzung des Währungsrisikomanagements.** Das Hauptproblem eines Währungsrisikomanagements liegt in der besonders schweren Prognostizierbarkeit der Wechselkurse. Bei den zur Verfügung stehenden bekannten Methoden – unter anderem Fundamentalanalyse, technische Analyse sowie quantitative Analyse – kann lediglich der technischen Analyse eine gewisse Prognosefähigkeit zugesprochen werden. Aufgrund der schweren Prognostizierbarkeit sollte die Zielsetzung eines Unternehmens im Rahmen seines Währungsrisikomanagements darin bestehen, mögliche Risiken und Gefahrensituationen, die aus internationalen Ak-

**Abbildung: PHASEN DES WÄHRUNGSRISIKOMANAGEMENTPROZESSES**



tivitäten drohen können, nach Möglichkeit zu erkennen und diese mithilfe finanzwirtschaftlicher Massnahmen zu reduzieren. Des Weiteren sollte das Ziel des von Unternehmen betriebenen Devisenmanagements sein, die durch Wechselkursänderungen verursachten Schwankungen der in der Heimatwährung des Unternehmens gemessenen Netto-Einzahlungsströme mit möglichst geringen Kosten auf ein der Risikoeinstellung des Unternehmens entsprechendes Mass zu begrenzen.

Ein Unternehmen sollte jedoch nur Massnahmen in Betracht ziehen, deren erwartete Kosten den prognostizierten Verlust nicht überschreiten. Neben einer solchen Überlegung, die auf eine Risikoabwehr ausgerichtet ist, sollten die Unternehmen jedoch auch Sachverhalte berücksichtigen, die Währungschancen zur Folge haben. Hierbei sind nur Massnahmen anzuwenden, mit denen die erwarteten Kosten das

erwartete Potenzial nicht überschreiten. Die unternehmensspezifische Zielsetzung eines Währungsrisikomanagements liegt in der Identifikation, Analyse, Steuerung und Kontrolle offener Fremdwährungspositionen, um die daraus über alle Bereiche des Unternehmens entstehenden möglichen Fremdwährungsrisiken zu vermeiden.

### 3. PROFESSIONELLE PROGNOSEN FÜR KMU

Das Erstellen von Wechselkursprognosen mittels fundamentaler oder technischer Modelle stellt für KMU eine spezielle Herausforderung dar. Durch die begrenzten monetären und personellen Ressourcen besitzen KMU in wenigen Fällen die Mittel, um eigene umfangreiche Prognosen zu erzeugen. Einen Ausweg bietet die Orientierung an Fachmeinungen und Marktprognosen verschiedener Spezialisten. Auf diese Expertisen kann sowohl bei professionellen Anbietern als auch bei wissenschaftlichen Instituten zurückgegriffen werden. Während ein Teil der Einschätzungen kostenlos zur Verfügung gestellt wird, sind andere mit Kosten verbunden. Als Alternative behelfen sich KMU mit kostenlosen Marktprognosen von Banken oder anderen Finanzdienstleistern. Letztere verfügen stets über Zugriff auf die Meinung qualifizierter Ökonomen [1] und erhoffen sich durch die Beratung ihrer Firmenkunden, dass ihre Dienste beim Währungssicherungsmanagement in Anspruch genommen werden – und damit einhergehende Devisentransfergeschäfte und den Handel von Währungssicherungsinstrumenten.

Inwiefern sich die Verwendung professioneller Wechselkursprognosen empfiehlt, untersuchte eine empirische Arbeit aus dem Jahre 2003. Darin wird die Qualität dreier Marktprognosen des Euro im Verhältnis zum US-Dollar im Zeitraum von 1999 bis Anfang 2003 analysiert und das Ergebnis mit dem Resultat zweier naiver Methoden verglichen. Auf der einen Seite finden sich Prognosen von *Consensus Economics*, *Reuters* und vom *Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung* (ZEW-Finanzmarkttest), auf der anderen Seite eine Prognose auf Basis eines Random Walk sowie eines Modells, das den korrespondierenden Terminkurs als Referenzmassstab nutzt. Untersucht wurde die Tauglichkeit als Punktprognose sowie als Richtungsprognose über einen Zeitraum von einem, drei, sechs, zwölf und vierundzwanzig Monaten. Die Untersuchung mittels nicht normierter Fehlermasse zeigt – abhängig von der Prognosefrist und vom Fehlermass – keine eindeutige Reihenfolge unter den drei Prognoseanbietern. Während Reuters die besseren Dreimonats- und Einjahresprognosen erstellte, schnitten im Sechsmontashorizont die Prognosen des ZEW-Finanzmarkttests besser ab. Eine Untersuchung mittels normierter Fehlermasse [2] ermöglichte einen Vergleich mit den Referenzsystemen Random Walk und Terminkurs. Die drei Anbieter schnitten über alle untersuchten Horizonte schlechter ab als die Referenzprognosen, wobei die Güte des Random-Walk-Modells diejenige des Terminkurses übertraf.

Der Vergleich zwischen der Prognose professioneller und nicht professioneller Modelle zeigt auf, dass sich professionelle Anbieter durch Fundamentaldaten fehlleiten lassen und deshalb öfter schlechtere Prognosen erstellen als Anfänger, die sich verstärkt auf technische Analyseverfahren

beschränken. Um die Ursache der schlechten Prognosequalität aufzuklären, wurden weitere Untersuchungen durchgeführt: Ein Test auf Unverzerrtheit der Prognose ermittelte, ob der Erwartungsfehler einem zufälligen Verlauf folgt oder systematisch ist. Der Test ergab im Zeitraum von 1999 bis 2001 eine systematisch fehlerhafte Aufwertungserwartung des Euro, die gegen Ende des Beobachtungszeitraums zu einer systematisch fehlerhaften Abwertungserwartung führte. Dank einer detaillierten Untersuchung der Progno-

*«Der Test ergab im Zeitraum von 1999 bis 2001 eine systematisch fehlerhafte Aufwertungserwartung des Euro, die gegen Ende des Beobachtungszeitraums zu einer systematisch fehlerhaften Abwertungserwartung führte.»*

sefehler mittels Prognose-Realisations-Diagramm wurde klar, dass die Anzahl der Wendepunktfehler verhältnismäßig hoch ist. Dies führte dazu, dass neben einer systematischen Über- bzw. Unterschätzung der Aufwertungs- und Abwertungsentwicklungen auch die Tendenz der Prognose verfehlt wurde. Nur bei 37,4% bis 46,67% der Daten wurde eine Ab- bzw. Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar richtig vorausgesagt. Daraus kann abgeleitet werden, dass sich die untersuchten Marktprognosen nicht nur als ungeeignete Punktprognosen, sondern auch als unterdurchschnittliche Trendprognosen erweisen.

### 4. FAZIT

Aus den oben erläuterten Studien ergeben sich für KMU gleich mehrere Feststellungen für das Management ihrer Wechselkursrisiken: Zum einen können sie von der Inanspruchnahme professioneller Kursprognosen absehen, da die ernüchternden Ergebnisse professioneller Anbieter die damit verbundenen Kosten nicht aufwiegen. Obwohl das Devisenkursverhalten nachweislich nicht dem eines reinen Random Walk entspricht und die oft zugrunde liegende Normalverteilung insbesondere in Krisenzeiten zur Unterschätzung des Risikos führt, stellen eigene oder kommerzielle Prognosen auf Basis von Fundamentaldaten, technischen Analysen oder innovativen Verfahren auf lange Sicht keinen Mehrwert dar. Denjenigen KMU, die auf Punkt- und Trendprognosen nicht verzichten wollen, stehen die bereits erwähnten kostenlosen Prognosen von Banken, Finanzdienstleistern oder wissenschaftlichen Instituten zur Verfügung. Es sollte ihnen jedoch bewusst sein, dass Entscheidungen auf Basis von Prognosemodellen mit schlechter Güte einen spekulativen Charakter haben. ■

**Anmerkungen:** 1) Im eigenen Haus oder in übergeordneten Zentral-/Spitzeninstituten. 2) Es wurde der Theilsche Ungleichheitskoeffizient  $U$  und das Bestimmtheitsmass  $R^2$  benutzt.