

Strategisches Wechselkursrisiko- Management in Industrie- und Handelsunternehmen

von

Dr. Alexander Henk

Fritz Knapp Verlag  Frankfurt am Main

Inhaltsverzeichnis

| | Seite |
|--|--------------|
| Abbildungsverzeichnis | XIX |
| Tabellenverzeichnis | XXIII |
| Abkürzungsverzeichnis | XXV |
| Symbolverzeichnis | XXXI |
| Einleitung | 1 |
| Erster Teil: Aufbau eines strategischen Wechselkursrisiko-Management-Prozesses | 7 |
| A. Identifikation und Bedeutung des Wechselkursrisikos in Industrie- und Handelsunternehmen | 7 |
| I. Isolierung der Risikoquelle Wechselkurs | 7 |
| 1. Konkretisierung der Begriffe Wechselkurs und Risiko | 7 |
| a) Wechselkurs | 7 |
| b) Risiko | 9 |
| 2. Systematisierung unternehmerischer Risiken | 10 |
| 3. Abgrenzung von Währungs- und Wechselkursrisiko | 15 |
| a) Konvertierungs- und Transferrisiken | 15 |
| b) Währungs eventualrisiken | 16 |
| c) Wechselkursrisiken | 17 |
| II. Analyse des währungswirtschaftlichen Umfeldes | 18 |
| 1. Erklärungsansätze zur Wechselkursentstehung und Wechselkursprognosen | 18 |
| a) Fundamentalanalytische Ansätze | 20 |
| (1) Kaufkraftparitätentheorie | 22 |
| (2) Zinsparitätentheorie | 23 |
| b) Informations- bzw. Informationsverarbeitungseffizienz auf Devisenmärkten | 24 |
| c) Einsatz künstlicher neuronaler Netze (KNN) zur Wechselkursprognose | 27 |
| d) Kritische Würdigung der Verfahren zur Wechselkursprognose | 29 |
| 2. Wechselkurssysteme als ordnungspolitischer Rahmen der Wechselkursentwicklung | 30 |
| 3. Bedeutung von Wechselkursrisiken in einer zunehmend internationalisierten Wirtschaft | 34 |
| a) Tripolarisierung der Weltwirtschaft | 34 |
| b) Internationalisierung der deutschen Wirtschaft | 37 |
| III. Untersuchung der Risikoquelle Wechselkurs | 40 |

| | |
|--|-----------|
| 1. Historische Entwicklung und Kennzahlen der aus deutscher Sicht wichtigsten Austauschrelationen | 40 |
| 2. Verteilungseigenschaften am Beispiel der DEM/USD-Parität | 47 |
| 3. Analyse der Beziehungen zwischen den jeweiligen Wechselkursen | 49 |
| B. Zielsetzung des strategischen Wechselkursrisiko-Managements | 50 |
| I. Risikomanagement in Industrie- und Handelsunternehmen | 50 |
| 1. Gesetzliche Grundlagen (KonTraG) | 50 |
| 2. Prozessschritte des unternehmerischen Risikomanagements | 52 |
| II. Vorteilhaftigkeit und Ziele des strategischen Wechselkursrisiko-Managements | 55 |
| 1. Ableitung einer Zielsetzung für das Wechselkursrisiko-Management aus dem Oberziel des Unternehmens | 55 |
| 2. Irrelevanz des Wechselkursrisiko-Managements auf vollkommenen Finanzmärkten | 59 |
| 3. Wertsteigerungsbeitrag des Wechselkursrisiko-Managements auf unvollkommenen Finanzmärkten | 61 |
| a) Nicht diversifizierte Anteilseigner | 63 |
| b) Existenz von Insolvenzkosten bzw. Financial-Distress-Kosten | 63 |
| c) Existenz von Steuern | 65 |
| d) Cashflowstabilisierung zur kontinuierlichen Gewährleistung wertsteigernder Investitionsmöglichkeiten | 67 |
| III. Identifizierung eines konkreten Steuerungsziels für das Wechselkursrisiko-Management in Industrie- und Handelsunternehmen | 68 |
| C. Auswahl eines zieladäquaten Wechselkursrisikokonzeptes | 71 |
| I. Analyse des Translation-Risk-Konzeptes | 73 |
| 1. Bestimmung von Translation Risk und Translation Exposure | 73 |
| 2. Systematik der Umrechnungsmethoden | 74 |
| 3. Beurteilung der Abdeckungswürdigkeit des Translation Risk | 75 |
| II. Analyse des Economic-Risk-Konzeptes | 76 |
| 1. Erfassung des Wechselkursrisikos im Rahmen des Transaction-Risk-Konzeptes | 77 |
| a) Bestimmung von Transaction Risk und Transaction Exposure | 77 |
| b) Beurteilung des Transaction-Risk-Konzeptes | 79 |
| 2. Erfassung des Wechselkursrisikos im Rahmen des Contingent-Risk-Konzeptes | 81 |
| 3. Erfassung des Wechselkursrisikos im Rahmen des Operating-Risk-Konzeptes | 83 |
| a) Foreign Competitive Risk | 84 |
| b) Domestic Competitive Risk | 84 |

| | |
|--|------------|
| 4. Eignung des Economic-Risk-Konzeptes für das strategische Wechselkursrisiko-Management | 85 |
| III. Wechselkursrisikokonzepte in der unternehmerischen Praxis | 87 |
| 1. Ergebnisse aus Unternehmensbefragungen in Industrie- und Handelsunternehmen | 87 |
| 2. Interpretation der Befragungsergebnisse | 91 |
| a) Abgrenzung der Exposure-Konzepte | 91 |
| b) Bedeutung des Operating-Risk-Konzeptes | 91 |
| c) Bedeutung des Translation-Exposure-Konzeptes | 92 |
| d) Absicherung von Einzelpositionen | 92 |
| Zweiter Teil: Modelltheoretische Quantifizierung und Bewertung des Economic Exposure | 93 |
| A. Ansätze und Methoden zur Quantifizierung des Economic Exposure | 94 |
| I. Wirkungsbezogene Exposure-Schätzung anhand von Kapitalmarktdaten | 94 |
| 1. Regressionsanalysen als Instrument der Exposure-Schätzung | 94 |
| 2. Empirische Befunde zur Wechselkursensibilität von Aktienkursen | 98 |
| a) Einzelunternehmensbezogene Untersuchungen | 99 |
| b) Branchenbezogene Untersuchungen | 105 |
| 3. Interpretation der empirischen Ergebnisse und kritische Würdigung des wirkungsbezogenen Ansatzes | 108 |
| II. Ursachenbezogene Exposureschätzung auf der Basis von Cashflowprojektionen | 112 |
| 1. Berücksichtigung der externen und internen Dynamik bei langfristigem Zeithorizont | 112 |
| 2. Economic-Exposure-Quantifizierung und Risikomessung im Rahmen des CorporateMetrics-Ansatzes | 114 |
| III. Festlegung des geeigneten Risikomaßes | 118 |
| 1. Eignung des Value-at-Risk-Ansatzes zur Messung des maximalen Verlustpotenzials | 118 |
| 2. Verwendung des Cashflow-at-Risk als Risikomaß in Industrie- und Handelsunternehmen | 120 |
| B. Analyse und Modellierung der Wirkungskanäle von Wechselkursschwankungen in Industrie- und Handelsunternehmen | 123 |
| I. Wechselkursensibilität von Einzahlungsströmen aus dem betrieblichen Leistungserstellungsprozess | 125 |
| 1. Einzahlungen aus Exporttätigkeit | 125 |
| a) Preiseffekt von Wechselkursänderungen | 126 |
| b) Mengeneffekt von Wechselkursänderungen | 130 |

| | |
|---|------------|
| 2. Beispiel zur Ermittlung des optimalen Überwälzungskoeffizienten aus der unternehmensindividuellen Preis-Absatz-Funktion | 139 |
| 3. Einzahlungen aus der Absatztätigkeit im Inland | 145 |
| a) Inlandsumsatz mit Importkonkurrenz | 145 |
| b) Inlandsumsatz ohne Importkonkurrenz | 149 |
| II. Wechselkurssensibilität von Auszahlungsströmen aus dem betrieblichen Leistungserstellungsprozess | 151 |
| 1. Auszahlungen für importierte Inputfaktoren | 153 |
| 2. Auszahlungen für inländische Inputfaktoren mit Importkonkurrenz | 155 |
| 3. Auszahlungen für inländische Inputfaktoren ohne Importkonkurrenz | 156 |
| III. Wechselkurssensibilität finanzwirtschaftlicher Zahlungsströme | 157 |
| C. Quantifizierung und Bewertung des Economic Exposure am Beispiel des Automobilherstellers zet AG | 159 |
| I. Aufstellung einer unternehmensindividuellen Exposure Map | 159 |
| 1. Verwendung von Pro-forma-Statements zur Cashflowplanung als Grundlage des Exposure Mapping | 160 |
| a) Auswahl einer zukunftsgerichteten Basis zur Erstellung einer unternehmensindividuellen Exposure Map | 160 |
| b) Festlegung der geeigneten Cashflowsystematik für das betriebliche Planungsmodell | 163 |
| 2. Zusammenfassung der wechselkursinduzierten Einflussfaktoren und Verknüpfung mit der betrieblichen Cashflowplanung | 166 |
| a) Wirkungsbeziehungen auf der Absatzseite der zet AG | 166 |
| b) Wirkungsbeziehungen auf der produktionsmengenabhängigen Kostenseite der zet AG | 170 |
| c) Wirkungsbeziehungen auf der produktionsmengenunabhängigen Kostenseite der zet AG | 171 |
| 3. Exposure Mapping auf der Basis budgetierter Wechselkurse | 173 |
| a) Wechselkursinduzierte Preisreaktionen und resultierende Mengenveränderungen bei der zet AG und dem US-amerikanischen Produzenten | 173 |
| b) Entwicklung der quartärlchen Netto-Cashflows unter Zugrundelegung budgetierter Wechselkurse | 174 |
| c) Ansatzpunkte zur Erweiterung der Exposure Map und Berücksichtigung der dynamischen Perspektive | 181 |
| II. Generierung von Wechselkursszenarios | 182 |
| 1. Generierung von Wechselkursszenarios auf der Basis aktueller Marktdaten und -informationen | 183 |
| 2. Generierung von Wechselkursszenarios anhand historischer Daten sowie makroökonomischer Strukturen | 187 |

| | |
|--|------------|
| a) Analyse von Kointegrationsbeziehungen finanzwirtschaftlicher Zeitreihen zur Identifizierung stabiler Beziehungen zwischen nicht stationären Zeitreihenentwicklungsprozessen | 187 |
| b) Langfristige Wechselkursprognosen im Rahmen des VECM | 190 |
| 3. Vorgehensweise zur Wechselkursprognose im Beispielfall der zet AG | 192 |
| a) Prüfung der EUR/USD-Austauschrelation auf Normalverteilung der logarithmierten Wechselkursänderungen | 193 |
| b) Backtesting des RWF_{HV} -Modells im Beispielfall für das Jahr 2001 | 196 |
| III. Bestimmung und Bewertung des Cashflow-at-Risk der zet AG | 199 |
| 1. Generierung von Wechselkursszenarios für die Planungszeitpunkte Q_1 bis Q_8 im Rahmen einer Monte-Carlo-Simulation | 200 |
| 2. Ermittlung der Cashflowverteilungen und des jeweiligen Cashflow-at-Risk | 202 |
| a) Ermittlung des Cashflow-at-Risk bezogen auf den Minimum-Cashflow ohne Kompensation durch Cashflowüberschüsse der Vorperioden | 202 |
| b) Ermittlung des Cashflow-at-Risk bezogen auf den Minimum-Cashflow mit Kompensation durch Cashflowüberschüsse der Vorperioden | 208 |
| 3. Erweiterung der Exposure Map um eine (semi-)dynamische Perspektive | 209 |
| Dritter Teil: Steuerung des Economic Risk in Industrie- und Handelsunternehmen | 215 |
| A. Reduktion des wechselkursinduzierten Verlustpotenzials | 218 |
| I. Risikostrategien bei der Absicherung durch Finanzinstrumente | 218 |
| 1. Strategie der vollständigen Absicherung | 218 |
| 2. Strategie des vollständigen Absicherungsverzichts | 219 |
| 3. Strategie der partiellen bzw. selektiven Absicherung | 219 |
| II. Einsatz von Finanzinstrumenten im Rahmen des strategischen Wechselkursrisiko-Managements | 221 |
| 1. Devisentermingeschäfte (Forwards) zur Absicherung zukünftiger Cashflows | 223 |
| 2. Devisenoptionsgeschäfte zur Absicherung zukünftiger Cashflows | 225 |
| 3. Verwendung von Devisenoptionen im Beispielfall der zet AG | 227 |
| 4. Beurteilung der Eignung derivativer Finanzinstrumente zur Cashflowstabilisierung | 233 |
| III. Interne Instrumente zur Steuerung des strategischen Wechselkursrisikos | 236 |
| 1. Grundgeschäftsbezogene Absicherungsinstrumente mit vertraglicher Berücksichtigung des Wechselkursrisikos | 238 |
| 2. Interne risikokompensierende Maßnahmen des Wechselkursrisiko- Managements | 239 |

| | |
|--|------------|
| 3. Interne organisatorische Instrumente zur Optimierung des Exposure in internationalen Unternehmen | 240 |
| B. Wechselkursbezogene strategische Optimierung der zukünftigen Cashflows | 241 |
| I. Analyse der für das Pass-through von Wechselkursänderungen relevanten Wettbewerbskräfte | 242 |
| 1. Relevanz des Wettbewerbs in der jeweiligen Branche | 244 |
| a) Markteintrittsbarrieren für potenzielle neue Konkurrenten | 244 |
| b) Wettbewerbsintensität innerhalb der Branche | 245 |
| 2. Relevanz der Lieferantenmarktmacht | 246 |
| 3. Relevanz der Verhandlungsstärke auf der Abnehmerseite | 248 |
| II. Strategisches Wechselkursrisiko-Management im Rahmen realwirtschaftlicher Maßnahmen zur Reduzierung der Wechselkurssensibilität | 249 |
| 1. Wettbewerbsstrategien zur Beeinflussung der Überwälzungskoeffizienten | 249 |
| a) Strategie der umfassenden Kostenführerschaft | 249 |
| b) Strategie der Produktdifferenzierung | 250 |
| c) Strategie der Konzentration auf Schwerpunkte | 252 |
| 2. Auswirkungen von Veränderungen der absatzseitigen Determinanten der Wechselkurssensibilität auf die Netto-Cashflowverteilung der zet AG | 252 |
| a) Veränderung der Einflussparameter auf dem Heimatmarkt der zet AG | 253 |
| b) Veränderung der Einflussparameter auf dem US-amerikanischen Exportmarkt der zet AG | 256 |
| 3. Auswirkungen von Veränderungen der beschaffungswirtschaftlichen Determinanten der Wechselkurssensibilität auf die Netto-Cashflowverteilung der zet AG | 258 |
| III. Optimierung der Währungsstruktur der originären Cashflows | 262 |
| 1. Realwirtschaftliche Maßnahmen zur Veränderung der Währungsstruktur auf der Absatzseite | 262 |
| 2. Realwirtschaftliche Maßnahmen zur Veränderung und Flexibilisierung der Währungsstruktur auf der Beschaffungs- und Produktionsseite | 265 |
| a) Verlagerung von Beschaffungsquellen | 265 |
| b) Verlagerung von Produktionsstätten und Flexibilisierung der Produktion | 270 |
| c) Die Auswirkungen des Aufbaus von Produktionsstätten im Ausland zur Reduzierung des Economic Exposure am Beispiel der zet AG | 276 |
| 3. Veränderung der originären Finanzierungsstruktur | 278 |
| 4. Zusammenfassung und kritische Beurteilung real- und leistungswirtschaftlicher Maßnahmen zur Steuerung des Economic Exposure | 281 |

| | |
|--|------------|
| C. Organisation und Kontrolle des Wechselkursrisiko-Managements | 283 |
| I. Anforderungen und Organisationsformen | 284 |
| 1. Anforderungen an die aufbau- und ablauforganisatorische Umsetzung eines strategischen Wechselkursrisiko-Managements | 284 |
| 2. Organisationsformen des strategischen Wechselkursrisiko-Managements in der unternehmerischen Praxis | 285 |
| II. Zentralisierung versus Dezentralisierung des Wechselkursrisiko-Managements | 289 |
| III. Controlling des Wechselkursrisiko-Managements | 294 |
| Schlussbetrachtung | 299 |
| Literaturverzeichnis | 305 |
| Anhang | 333 |