



# TREASURYLOG

Informationen für Treasurer und Finanzverantwortliche, seit 1992 herausgegeben von Schwabe, Ley & Greiner

2/2022

## Treasury zwischen den Krisen: Neue Herausforderungen im Schatten von Pandemie, Klimawandel, Zinsentwicklung und Co.

### 7 Sorgfaltspflichten in der Lieferkette: Vorbereitung tut not

Wie sich die Nachhaltigkeitspflichten der EU auswirken.

### 16 Comeback der Term-Rates?

Alles rund um die neuen Referenzzinssätze

### 20 Cheplapharm: Management komplexer Währungsrisiken

Wie ein deutsches Pharmaunternehmen mit der  
SLG-RiskEngine arbeitet.

### 26 Ihre Stimmen zum TreasuryLog

Die Ergebnisse unserer Leserumfrage



SCHWABE, LEY & GREINER

TREASURY  
ON TOUR

## Wir verbinden Experten und Treasurer

Am 13. September 2022 fällt in Köln der Startschuss für die neue Veranstaltungsserie „Treasury on Tour“ von Schwabe, Ley & Greiner.

Der Austausch steht wieder im Fokus – wir möchten aktuelle Inhalte in einer ungezwungenen Atmosphäre, die zum Netzwerken einlädt, diskutieren.

Reservieren Sie sich das Datum.



# Treasury on Tour

13. September 2022, Hyatt Regency, Köln

Wir bringen  
**Treasury**  
zu Ihnen nach Hause.

[www.slg.co.at](http://www.slg.co.at)

# Liebe Leserinnen und Leser!

das Finanzsymposium in Mannheim war in diesem Jahr für die Treasury-Community in mehrfacher Hinsicht ein ganz besonderes Highlight. Die erste Großveranstaltung seit 2019 für unseren Fachbereich lockte rund 2.000 Teilnehmer und hundert Aussteller in die Hallen des Mannheimer Rosengartens. Das Ergebnis: umfassendste Eindrücke, befruchtender Austausch und viele Ideen für das anstehende Jahr.

## Beeindruckende Themenvielfalt zeigt die Breite unseres Fachbereichs

In diesen Zeiten gibt es in unserem Metier natürlich viel zu diskutieren und die über 300 Referenten demonstrierten plakativ, wie breit der Themenbereich „Treasury“ inzwischen geworden ist: Umgang mit Sanktionen und Zahlungen in und aus betroffenen Ländern, Taxonomie für nachhaltige Finanzierungen, das aktuelle Zinsumfeld und der Umgang mit den neuen „Risk-free Rates“, technologische Innovationen und Pilotprojekte im Treasury sind nur ausgewählte Beispiele zur Illustration der Vielfalt. Egal ob Junior Treasurer oder CFO – für jede Senioritätsstufe gab es die passenden Foren, um wichtige Gedankenanstöße für die persönliche Agenda der nächsten Jahre mitzunehmen.

## Fazit der Teilnehmer: Mannheim als Live-Event ist nicht ersetzbar

All die innovativen digitalen Beiträge der letzten beiden Jahre zum Austausch und zur Weiterbildung waren eine willkommene Abwechslung für die Treasurer. Sie sind jedoch keinesfalls ein Ersatz für eine physische Veranstaltung dieser Größenordnung. „Nirgends ist die Dichte an Themen so groß wie am Finanzsymposium in Mannheim“, hat mir ein Teilnehmer in einer Kaffeepause bestätigt, „und gleichzeitig trifft man die Kollegen zum ungezwungenen Austausch. Das ist unersetzbar.“

## Weiterentwicklung des Konzepts zur Qualitätssicherung

Wir haben uns auch 2022 wieder bemüht, neue Ideen und Formate umzusetzen. Durch diese Weiterentwicklung wollen wir unserem Grundsatz, eine qualitativ hochwertige Veranstaltung für Aussteller und Teilnehmer zu bieten, treu bleiben. Daher haben wir erstmals die „Treasury Cafés“ eingeführt. Hier standen die Teilnehmer stärker im Mittelpunkt des Gesprächs und konnten in der Diskussion mit Anbietern in Kaffeehaus-Atmosphäre dem Gesprächsfaden den gewünschten Schwung mitgeben. Die Gespräche berührten dadurch genau jene Punkte, die auch wirklich interessieren. Die Besucherzahlen bestätigten, dass dieses Format beim Publikum großen Anklang fand.

## Wir freuen uns auf 2023!

Nach dem Finanzsymposium ist vor dem Finanzsymposium und daher starten wir bereits wieder mit den Vorbereitungen für 2023. Das Datum steht bereits fest. Tragen Sie sich den 10. bis 12.5.2023 im Kalender ein, um wieder live mit dabei zu sein.

Vielen Dank sagen wir noch für das zahlreiche Feedback zu unserer Treasury-Log-Umfrage. Eine Zusammenfassung Ihrer Meinungen finden Sie an späterer Stelle im Heft. Wir freuen uns, dass unser Medium auf so viel Zuspruch trifft und werden uns bemühen, Ihre Wünsche und Anregungen umzusetzen.

Nun wünschen wir Ihnen viel Vergnügen mit der Lektüre des TreasuryLog!

*Philip Tüttö*

- 4 **How to Cash-Pool**  
Tipps für Ihr konzerninternes Cash Management
- 7 **Sorgfaltspflichten in der Lieferkette: Vorbereitung tut not**  
Von den Auswirkungen der Nachhaltigkeitspflichten der EU
- 10 **Working-Capital-Management im Krisenmodus**  
Ein Bericht über die aktuellen Herausforderungen im WCM
- 12 **Treasury-Community leuchtet im Mannheimer Rosengarten**  
Eindrücke der 33. Ausgabe unseres Finanzsymposiums
- 16 **Comeback der Term-Rates?**  
Alles rund um die neuen Referenzzinssätze
- 20 **Cheplapharm: Management komplexer Währungsrisiken**  
Wie ein deutsches Pharmaunternehmen mit der SLG-RiskEngine arbeitet.
- 22 **Die Nettoposition entscheidet**  
Zinsrisikostategie im öffentlichen Sektor
- 24 **Wer hat Recht?**  
Welche Rolle Berechtigungen bei der Einführung neuer Treasury-Systeme spielen (sollten).
- 26 **Ihre Stimmen zum TreasuryLog**  
Die Ergebnisse unserer Leserumfrage

**Offenlegung nach § 25 Mediengesetz:** Herausgeber + Medieninhaber: Schwabe, Ley & Greiner Gesellschaft m.b.H., Beratung, Gertrude-Fröhlich-Sandner-Straße 3, 1100 Wien, Österreich, Tel.: +43-1-585 48 30, Fax: +43-1-585 48 30-15, E-Mail: info@slg.co.at, URL: www.slg.co.at **Geschäftsführer:** Utz Greiner, Martin Winkler, Georg Ehrhart, Philip Tüttö **Grundlegende Richtung:** Unabhängige und objektive Information für Finanzverantwortliche, Treasurer und Banker im deutschsprachigen Raum **Autoren und Mitarbeiter in dieser Ausgabe:** Günther Bauer, Georg Ehrhart, Bernhard Kastner, Bernhard Kopinits, Bianca Kral, Benedikt Krebs, Oliver Lipusz, Mario Offenhuber, Christina Roisky, Peter Schmid, Philip Tüttö, Albert Weiskirchner, Elisabeth Winkler **Produktion und Anzeigenverwaltung:** Schwabe, Ley & Greiner **Grafische Umsetzung:** dolezal:media, Susanne Dolezal-Ortner **Druck:** Print Alliance HAV Produktions GmbH, Druckhausstraße 1, 2540 Bad Vöslau **Auflage:** 18.000 Stück. Namentlich gekennzeichnete Beiträge müssen nicht der Meinung der Redaktion entsprechen.



## Cash Management

# How to Cash-Pool

---

Viele kennen es, viele machen es. Nichtsdestotrotz sehen wir in unserem Beratungsalltag zum Thema Cash-Pooling laufend neuen Bedarf. Denn Liquidität im Konzern physisch zu bündeln oder eine Zinskompensation aufzusetzen, ist leichter gesagt als getan. Nach der Analyse, welche Form des Poolings innerhalb einer Gruppe für welche Währungen, Länder oder Gesellschaften Sinn ergeben kann, gilt es die für den eigenen Konzern passendste Variante umzusetzen. Daneben sind aber auch Fragen zu Vertragsgestaltung, Verrechnungskonten, Zinsabrechnungen samt fremdüblicher Verzinsung und adäquatem Berichtswesen zu klären.

Um einen effizienten Cash-Pool zu führen, sollte ein Großteil der Gesellschaften mit ihren (Zahlungsverkehrs-)Konten im Cash-Pool integriert sein. Je größer die Abdeckung, desto mehr Liquidität kann zentralisiert werden. Unsere Projekterfahrung hat dabei gezeigt, dass Unternehmen in einem ersten Schritt ihre Bankenstruktur sowie Ein- und Auszahlungsmuster kritisch analysieren sollten. Damit das Pooling so unkompliziert wie möglich erfolgen kann, empfiehlt es sich, die Banken-

landschaft vorab zu konsolidieren und Konten auf ein Minimum zu reduzieren. Im Optimalfall wird der gesamte Zahlungsverkehr je Gesellschaft nur über ein Konto abgewickelt, das in den Cash-Pool eingebunden wird.

Unsere Erhebung im Rahmen des Treasury-Summit zeigt, je größer Unternehmen sind, desto eher ist Cash-Pooling ein Bestandteil der Liquiditätssteuerung.

## Physisch oder doch „nur“ ein Notional Pool?

Das gewünschte Ergebnis gibt die umzusetzende Lösung vor. Soll Liquidität effektiv zentral gebündelt und genutzt oder nur eine reine Zinskompensation erreicht werden? In ersterem Fall wird ein physischer Pool die Lösung sein, in zweiterem ein Notional Pool. Notional Pooling hat dabei aufgrund der selektiven Handhabung von Banken und dem niedrigen Zinsniveau im Markt in den letzten Jahren sukzessive an Bedeutung verloren.

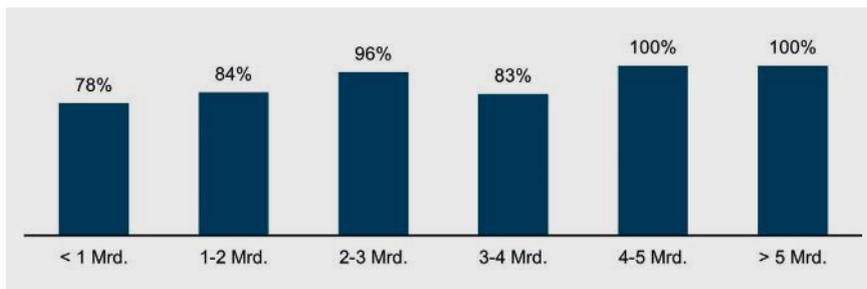
Eine Alternative, welche die Vorteile beider Varianten kombiniert, ist währungsübergreifendes Notional Pooling. Dabei kann in einer weiteren Ausbaustufe zentral auf die gesammelte Liquidität in einer Währung zurückgegriffen werden, ohne diese transferieren oder konvertieren zu müssen (diese dienen sozusagen als Sicherheit). Ein Nachteil ist, dass Soll- und Habensalden aufgebaut werden, was zu einer Bilanzverlängerung führt. Auch machen die höheren Spesen eine genaue Überprüfung der Wirtschaftlichkeit erforderlich.

Eine neuere Möglichkeit sind virtuelle Konten, die je „Pool“-Teilnehmer samt virtueller IBAN (VIBAN) erstellt werden. Dabei erfolgen alle Zahlungen physisch über das Master-Konto. Die Zuordnung zu der jeweiligen Gesellschaft ist über die verwendete VIBAN möglich. Alle Ein- und Auszahlungen erfolgen somit direkt am Master-Konto und Überträge von Sub-Konten werden obsolet. Aktuell ist die Abbildung virtueller Konten verschiedener Gesellschaften jedoch noch eine Herausforderung für die meisten Banken.

## Cash is King.

Wird physisches Pooling genauer beleuchtet, stehen dem Treasurer verschiedene Möglichkeiten offen. Ein klassisches Banken-Pooling innerhalb einer Bank ist einfach umzusetzen und Überträge können in der Regel taggleich und kostengünstig durchgeführt werden. Werden Drittbanken eingebunden, sind taggleiche Überträge und damit eine vollständige Saldenabschöpfung oft nicht sichergestellt.

Anstatt den Service einer Bank in Anspruch zu nehmen, gibt es auch die Möglichkeit, die Funktionalitäten über ein



Anteil der Unternehmen nach Umsatz mit min. 1 Cash-Pool

Quelle: Treasury Summit 2011-2020 (100 befragte Unternehmen)

Treasury-Management-System (TMS) abzudecken. Überträge werden dabei als normale Überweisungen automatisiert durchgeführt bzw. zur Weiterleitung an nicht eingebundene Banken gesendet. Eine selbstständige Durchführung gibt dem Pool-Führer mehr Flexibilität, was die Anpassung von Limits, Zielsalden und das Hinzufügen und Entfernen von Konten angeht. Dem steht aber ein höherer zeitlicher Aufwand durch die Treasury-Abteilung gegenüber.

## Nicht alles, was automatisiert werden kann, muss auch automatisiert werden.

In einigen Fällen kann aufgrund einer geringen Anzahl an Transaktionen oder niedriger Volumina auch ein manuelles Pooling Sinn machen. Überschüssige Liquidität wird per Überweisung an den Pool-Führer übertragen. Ein Liquiditätsbedarf ist dem Pool-Führer zu melden, der die benötigten Mittel allokiert. Ganz ohne Unterstützung von Banken oder Systemen. Der Nachteil liegt in den regelmäßigen manuellen Arbeiten bei meist knappen Ressourcen.

Bei allen Arten des physischen Poolings sollte als Grundsatzüberlegung auch eine Strategie für zentralisierte Liquidität definiert werden. Bei negativen Zinsen ist Zentralisierung nicht immer günstiger als die Einlagen zu verteilen. Zusätzlich wird das Kontrahentenrisiko des Unternehmens beeinflusst, da hohe Summen bei einer oder wenigen Banken gehalten werden.

## What does it take?

Das Führen von internen Verrechnungskonten ist das A und O im Cash-Pooling. Sie spiegeln die Überträge wider und dienen als Auskunftgeber über die tatsächlichen Soll- bzw. Habensalden. Auf deren Basis erfolgt die Zinsberechnung, die Überwachung des Cash-Pools und etwaiger Limite.

Je nach Präferenzen können die Verrechnungskonten im TMS (Nebenbuch) zusätzlich zum ERP-System (Hauptbuch) geführt werden. TMS sind dabei in der Regel performanter (z.B. Verarbeitung von Cash-Pool-Bewegungen aus Kontoauszügen) und flexibler. Wird kein TMS genutzt, gilt die „Make or Buy“-Devisen. Entweder wird das Serviceangebot der Pool-Bank genutzt, oder es entsteht Programmieraufwand für eine Umsetzung im ERP.

## Und die Finanzgerichte sprachen: „Es werde ein (interner) Cash-Pool-Vertrag.“

Neben der Systemseite ist die vertragliche Komponente nicht zu vernachlässigen. Dabei müssen vor allem auch die lokalen

Geschäftsführer der Pool-Teilnehmer abgeholt werden. Diese müssen im schlimmsten Fall mit einer persönlichen Haftung aufgrund von Verstößen gegen die Kapitalerhaltungspflicht rechnen – wenn sie sich nicht absichern. Denn auch im Cash-Pooling gilt die Business Judgement Rule: Geschäftsführer haften nicht für einen Misserfolg, sondern für die sorgfältig gefällte Entscheidung. Und im Cash-Pool muss primär die Werthaltigkeit der eigenen Forderungen gegenüber dem Pool-Führer beurteilt werden.

Interne Cash-Pool-Verträge sollten deswegen Informations- und Frühwarnsysteme vorsehen. Dabei muss die Vermögens- und Ertragslage des Pool-Führers sowie der Pool-Teilnehmer evaluiert werden können (Bonität, Liquidität). Gelöst wird dies über regelmäßige und anlassbezogene Informationsrechte und -pflichten sowie Kündigungsrechte. Das kann beispielsweise ein Kündigungsrecht im Fall von Bonitätsverschlechterungen sein. Alternativ kann auch eine Suspendierung das Mittel der Wahl sein. Zu klären ist, ob die poolführende Bank eine Suspendierung auch abbilden kann.

Nicht vergessen werden darf die Vereinbarung von Tages- sowie Gesamtlimiten. Sie sind wichtige Steuerungsinstrumente und je Pool-Teilnehmer festzulegen. Anhaltspunkte können beispielsweise historische, maximale Sollsalden oder eine Liquiditätsplanung sein.

Externe Pooling-Verträge wiederum werden vonseiten der Bank erstellt. Der Umfang ist abhängig von der Art des Poolings. Im Bankenpooling sind nur Verträge mit einer Bankengruppe notwendig, während im bankenübergreifenden Pooling auch MT-Verbindlichkeiten mit Drittbanken notwendig sind. Dabei sollten auch ausreichende Kreditlinien eingerichtet werden, um bei Unterdeckung aus externen Linien ziehen zu können.

### **Last but not least ist eine angemessene Verzinsung sicherzustellen.**

Methodische Basis für die Bepreisung sämtlicher konzerninternen Finanztransaktionen sollte gemäß OECD eine Funktions- und Risikoanalyse sein. Diese entscheidet über die Zuordnung zur Kostenaufschlagsmethode (Servicefunktion) oder der Preisvergleichsmethode (bankähnliche Funktion, Risikoübernahme). Cash-Pooling wird dabei in der Literatur unter den allgemeinen Verdacht einer reinen Servicefunktion gestellt. Bei der Übernahme entsprechender Funktionen und Risiken kann jedoch die Preisvergleichsmethode die adäquatere Wahl sein. Dies könnten beispielsweise das Tragen von Ausfallrisiken durch den Pool-Führer, seine Verantwortung, den Pool mit entsprechender Liquidität auszustatten oder die laufende Überwachung der vereinbarten Limite sowie Bonitäten sein.

Die Preisvergleichsmethode setzt eine Bonitätsbetrachtung auf Einzelgesellschaftsebene voraus, die neben der Laufzeit auch über die Höhe der Kreditmarge entscheidet. In diesem Zuge sei auch erwähnt, dass einsteigende Pool-Teilnehmer ebenso Ausfallrisiken in Bezug auf die eigenen Forderungen tragen. Dementsprechend hat sich die Meinung entwickelt, dass hier ein Finanzierungszinssatz zur Anwendung kommen sollte (Unterstellung eines Darlehens des Pool-Teilnehmers an

den Pool-Führer). Auch liegt die Bonität des Pool-Führers in der Regel unter der einer Bank, was wiederum gegen einen Anlagezinssatz spricht.

### **Augen auf beim Cash-Pooling**

Die Zulässigkeit und Angemessenheit im Sinne eines Drittvergleichs schränkt Einzahlungen in und Entnahmen aus einem Cash-Pool auf kurzfristige sowie im Idealfall wechselseitige Kreditvergaben ein. Demnach sind kontinuierlich in Anspruch genommene Ziehungen aus dem Cash-Pool herauszulösen. Sie sind als Intercompany-Darlehen samt Dokumentation und laufzeitadäquater Bepreisung aufzusetzen. Das gilt im umgekehrten Fall auch: Sollten langfristige Habensalden bestehen, ist ein fristenkonformes Upstream-Darlehen zu vergeben. Jedoch kommt dieser Fall selten vor, da langfristige Habensalden in der Regel über Dividenden ausgesteuert werden.

Bereits beim Aufsetzen des Cash-Pools muss außerdem die Bonität der potenziellen Pool-Teilnehmer beurteilt werden. Je nach Gesellschaften, die die notwendige Mindestbonität nicht aufweisen, sollten auch nicht in den Pool aufgenommen werden. Andernfalls könnten diese das ganze Konstrukt gefährden. Bestehende Pool-Teilnehmer würden möglicherweise die Werthaltigkeit ihrer Forderungen in Bedrängnis sehen. Als Anhaltspunkt für diese Mindestbonität dient beispielsweise die externe Finanzierungsfähigkeit. Würde die Gesellschaft von einer Bank noch einen Kredit bekommen? Falls nein, sollte auch von einer Aufnahme in den Cash-Pool abgesehen werden. Solchen Gesellschaften könnte in einem ersten Schritt besser mit Eigenkapitalmaßnahmen gedient sein.

Es zeigt sich: Die passende Cash-Pool Variante beginnt bei der Konten- bzw. Bankenstruktur und ist auf das gewünschte Ergebnis (zentrale Liquidität vs. Zinskompensation) auszurichten. Der interne Cash-Pool-Vertrag sorgt für den notwendigen Komfort aller Pool-Teilnehmer und das konsistente Transferpreiskonzept im Hintergrund für die fremdübliche Ausgestaltung der Finanzierungen.



#### **Die Autoren:**

##### **Christina Roysky**

ist Senior Consultant bei Schwabe, Ley & Greiner.



##### **Albert Weiskirchner**

ist Consultant bei Schwabe, Ley & Greiner.

# Sorgfaltspflichten in der Lieferkette: Vorbereitung tut not

Die Transformation der europäischen Wirtschaft in Richtung Nachhaltigkeit gehört zu den Prioritäten der EU. Dazu passend wurde nun ein Richtlinienentwurf zur Integration von Nachhaltigkeitspflichten in der Lieferkette vorgelegt. Dieser sorgt für reichlich Diskussionsstoff, ist er doch deutlich umfassender als bestehende nationale Regelungen.

Am 22. Februar 2022 wurde der Entwurf zur EU-Richtlinie „Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence“ durch die Europäische Kommission veröffentlicht. Dieser soll unionsweit für branchenübergreifend vergleichbare Sorgfaltspflichten in Hinblick auf Menschenrechte und Umwelteinflüsse sorgen und der entstehenden Fragmentierung an Regularien entgegenwirken. Der vorgesehene Due-Diligence-Prozess basiert dabei auf den sechs Schritten eines bestehenden OECD-Leitfadens<sup>1</sup>:

1. Integration von Sorgfaltspflichten in Strategien und Managementsysteme,
2. Identifizierung und Bewertung von negativen Effekten,
3. tatsächliche und potenzielle negative Effekte beseitigen, vermeiden oder mindern,
4. Maßnahmen umsetzen und deren Effektivität messen bzw. überwachen,
5. Umgang mit negativen Effekten kommunizieren und
6. Wiedergutmachung.

Ausschlaggebend für die Sorgfaltspflichten sind internationale Menschenrechts-, Grundfreiheits- sowie Umweltschutzabkommen, die detailliert im Anhang des Richtlinienentwurfs aufgeführt werden. Die Sorgfaltspflichten sind nicht nur in Bezug auf die eigene Tätigkeit, sondern auch auf die von Tochtergesellschaften anzuwenden sowie auf andere Unternehmen in der Lieferkette, mit denen eine „etablierte Geschäftsbeziehung“ besteht. Dabei ist irrelevant, an welcher Stelle der Lieferkette ein Zulieferer steht.

Vor allem die Definition einer „etablierten“ Geschäftsbeziehung lässt aber Spielraum offen. Umfasst sein sollen direkte sowie indirekte Geschäftsbeziehungen, die aufgrund ihrer Intensität oder ihres zeitlichen Bestands dauerhaft sind oder voraussichtlich dauerhaft sein werden, sofern die ausgeführten Tätigkeiten nicht nur einen unwesentlichen oder nebensächlichen Teil der Wertschöpfungskette ausmachen. Können also beispielsweise Sorgfaltspflichten durch häufiges Wechseln von Geschäftspartnern umgangen werden?

Gemäß aktuellem Richtlinienentwurf ist die gesamte Wertschöpfungskette zu beachten. Die genaue Auslegung bleibt vorerst aber eine offene Frage. Hinsichtlich direkter Partner wird beispielsweise vorgeschlagen, dass vertragliche Zusä-

cherungen zur Einhaltung des Verhaltenskodex oder von Präventionsplänen vereinbart werden, und zwar in jenem Ausmaß, in dem deren Tätigkeit Teil der Wertschöpfungskette ist.

Generell werden zumindest zwölfmonatliche Überprüfungspflichten sowie regelmäßige Berichtspflichten zur Umsetzung der Maßnahmen vorgeschlagen. Dabei ist sicherzustellen, dass auch Unternehmen, die nicht zur Erstellung eines Nachhaltigkeitsberichts verpflichtet sind, jährlich auf ihren Webseiten Informationen veröffentlichen. Die Inhalte sind noch über delegierte Rechtsakte zu konkretisieren. Der Richtlinienentwurf ergänzt dabei die aktuelle Non Financial Reporting Directive (NFRD) bzw. die vorgeschlagene Corporate Social Responsibility Directive (CSRD)<sup>2</sup>, die die Nachhaltigkeitsberichterstattung regulieren, um konkret einzuhaltende Sorgfaltspflichten über die Rechenschaft abgelegt werden muss. Unternehmen sind dazu verpflichtet, sich detailliert mit der Ermittlung negativer Auswirkungen auf die Umwelt, deren Beseitigung, Vermeidung oder Minderung und deren Offenlegung auseinanderzusetzen. In Summe wird dadurch eine vollständigere und effektivere Offenlegung zur Nachhaltigkeit erwartet.

Man sollte sich daher frühzeitig mit den kommenden Regelungen auseinandersetzen und Verhaltenskodizes sowie Allgemeine Einkaufs- und Verkaufsbedingungen darauf ausrichten, da auch Beschaffungs- und Einkaufsentscheidungen in die Sorgfaltspflichten einzubeziehen sind.

## Unternehmen aus Drittländern kommen ebenso zum Handkuss, KMUs indirekt betroffen

Nachdem europäische Unternehmen die Befürchtung geäußert hatten, durch die neuen Regularien Wettbewerbsnachteile gegenüber Wettbewerbern aus Drittländern zu erleiden, wurden auch ausländische Unternehmen in den Entwurf aufgenommen, soweit gewisse Schwellenwerte an in der EU erwirtschafteten Umsätzen überschritten werden (Jahresumsatz 150 Mio. EUR). Für EU-ansässige Kapitalgesellschaften ist hingegen der weltweite Umsatz maßgeblich, wobei zusätzlich ein zweites Kriterium über die Anzahl an Mitarbeitern (500) greift. Unternehmen, die dieses Größenkriterium bzw., soweit anwendbar, die entsprechende Mitarbeiteranzahl aufweisen, sind der Gruppe 1 zuzuordnen.

Für Unternehmen in Branchen mit höherem Risiko (Gruppe 2) für Ausbeutung oder Umweltrisiken („Risikobranche“ – siehe Kasten) gelten niedrigere Schwellenwerte (Jahresumsatz 40 Mio. EUR, davon mind. 50 Prozent in Risikobranche, 250 Mitarbeiter). Gezielte Sorgfaltspflichten sollen dabei Verhältnismäßigkeit gewährleisten. Konkret ist vorgesehen, dass sich die Pflichten auf sektorspezifische Risiken beschränken. Auch sollen diese erst zwei Jahre später anwendbar sein, um eine längere Anpassungsfrist zu ermöglichen.

KMUs sind zwar in der Regel nicht direkt von den Sorgfaltspflichten betroffen, werden aber voraussichtlich als Subunternehmer oder Zulieferer indirekt in die Pflicht genommen werden. Um die Abwälzung auf kleinere Zulieferer zu begrenzen, sollen deswegen faire, angemessene und verhältnismäßige Anforderungen und gegebenenfalls Unterstützungsmaßnahmen sichergestellt werden. Diese können nach dem Entwurf technischer (z.B. Hotlines, Standardvertragsklauseln) oder finanzieller Natur sein und durch die Mitgliedstaaten angeboten werden. Außerdem werden Kostenübernahmen für KMUs durch die direkt betroffenen Unternehmen vorgeschlagen, falls vertragliche Zusicherungen eingeholt wurden und unabhängige Dritte deren Einhaltung prüfen.

### Unternehmensleitung wird stärker in die Pflicht genommen.

Die Unternehmensleitung wird verpflichtet, für die Umsetzung und Überwachung der Sorgfaltspflichten und Nachhaltigkeitsbestrebungen in der Unternehmensstrategie zu sorgen. Dabei haben sie die Auswirkungen ihrer Entscheidungen auf Menschenrechte, Klimawandel und die Umwelt zu berücksichtigen. Der eigene Beitrag zur Abwendung des Klimawandels soll auch Einfluss auf die variable Vergütung haben. Weiters werden Unternehmen der Gruppe 1 dazu verpflichtet, einen Plan aufzustellen, der sicherstellt, dass das Geschäftsmodell und die Strategie des Unternehmens mit dem Ziel, die globale Erwärmung gemäß Pariser Klimaabkommen auf 1,5 Grad Celsius zu reduzieren, vereinbar sind.

### Zivilrechtliche Haftungsklausel vorgesehen, aber die Sanktionierung bleibt vage

Haftungsklauseln sollen direkte Ansprüche von Betroffenen für Schäden gegen Unternehmen ermöglichen, die aus der Nichtbeachtung von Sorgfaltspflichten und daraus resultierenden negativen Effekten entstehen. Die Frage der Beweislast wird jedoch nicht beantwortet und bleibt den nationalen Gesetzgebern überlassen.

	In EU tätige Kapitalgesellschaften <sup>(1)</sup> & regulierte Finanzunternehmen	Unternehmen aus Drittländern	KMUs	Anwendbarkeit
<b>Gruppe 1</b>	≥ 500 MA Weltweiter Umsatz ≥ 150 Mio. EUR  EU-Schätzung: ~ 9.400 Unternehmen	EU-Umsatz ≥ 150 Mio. EUR  EU-Schätzung: ~ 2.600 Unternehmen	Nicht direkt betroffen, indirekt soweit Subunternehmer / Zulieferer für betroffene Unternehmen	Ab Ende Umsetzungsfrist
<b>Gruppe 2</b>	≥ 250 MA Weltweiter Umsatz ≥ 40 Mio. EUR (davon 50% in Risikobranche)  EU-Schätzung: ~ 3.400 Unternehmen	EU-Umsatz ≥ 40 Mio. EUR (davon 50% in Risikobranche)  EU-Schätzung: ~ 1.400 Unternehmen		Zwei Jahre später als Gruppe 1

(1) Personengesellschaften soweit ausschließlich von Kapitalgesellschaften gehalten

Abb. 1: Übersicht betroffener Unternehmen

Quelle: in Anlehnung an Europäische Kommission, Fact-Sheet DE (2/2022) [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/QANDA\\_22\\_1146](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/QANDA_22_1146) (zuletzt abgerufen am 7. März 2022)

	EU-Richtlinien-Entwurf	Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz (LkSG)
<b>Zeitraumen</b>	Entwurf, nach Billigung zwei Jahre Umsetzungsfrist	In Kraft ab 2023
<b>Umsatzkriterium</b>	Umsatzkriterium EUR 150 Mio. bzw. EUR 40 Mio.	Kein Umsatzkriterium
<b>Kriterium Mitarbeiteranzahl</b>	500 bzw. 250	3.000 (ab 2024 1.000)
<b>Ausländische Unternehmen</b>	Bei Erfüllung der Umsatzkriterien	Nur soweit Zweigniederlassung in Deutschland besteht
<b>Rechtsform</b>	Kapitalgesellschaften und regulierte Finanzunternehmen	Unbeachtlich
<b>Umfang</b>	Eigene Tätigkeiten, die von TGs sowie teilweise die von anderen Unternehmen in der Lieferkette (Kunden sowie Lieferanten können betroffen sein)	Eigener Geschäftsbereich und gegenüber unmittelbaren Zulieferern. Nur bei Obergesellschaften auch TGs. Kunden nur in bestimmten Fällen.
<b>Maßnahmen</b>	Gemäß OECD-Leitfaden	Gemäß OECD-Leitfaden
<b>Zivilrechtliche Haftung</b>	Vorgesehen	Ausdrücklich nicht vorgesehen
<b>Sanktionen</b>	Umsatzabhängig vorzusehen	Nicht alle Sanktionen sind umsatzabhängig

Abb. 2: Vergleich des EU-Richtlinien-Entwurfs und des deutschen LkSG

Quelle: Richtlinienentwurf EU sowie LkSG Gesetzestext

Die zuständige Aufsichtsbehörde ist durch die Mitgliedsstaaten zu benennen und für wirksame und verhältnismäßige Sanktionen verantwortlich. Ein EU-weites Netz soll dabei abgestimmtes Verhalten gewährleisten. Einzige Vorgabe für Strafen ist, dass diese an den Umsatz zu koppeln sind. Sämtliche Entscheidungen sind zu veröffentlichen („naming and shaming“). Die tatsächliche Auswirkung der Lieferkettenrichtlinie bleibt abzuwarten und wird maßgeblich von der Umsetzung der Mitgliedsstaaten in Bezug auf Sanktionierung sowie Regelmäßigkeit und Genauigkeit von Kontrollen abhängig sein.



Die Autorin:

Christina Roysky  
ist Senior Consultant bei Schwabe, Ley & Greiner.

### Wer ist verpflichtet, einen Nachhaltigkeitsbericht zu erstellen?

Nach der aktuell gültigen NFRD sind große kapitalmarktorientierte Unternehmen (mehr als 500 Mitarbeiter, Bilanzsumme größer 20 Mio. Euro bzw. Umsatzerlöse größer 40 Mio. Euro) oder Finanzdienstleister zur Veröffentlichung verpflichtet.

Künftig ist mittels CSRD, die ab Berichtsperiode 2023 gelten wird, ein noch weiterer Kreis umfasst. Große europäische Unternehmen (Mitarbeiterkriterium 250, sonst wie zuvor) werden unabhängig von einer Kapitalmarktorientierung umfasst sein. Darüber hinaus kommen kapitalmarktorientierte KMUs (ab Berichtsperiode 2026) sowie ausländische Unternehmen mit börsennotierten Wertpapieren an einem regulierten EU-Markt hinzu.

### Was zählt zu den Risiko-branchen?

- ▲ Textil- und Lederindustrie
- ▲ Land- und Forstwirtschaft
- ▲ Nahrungsmittelproduktion
- ▲ Gewinnung von Bodenschätzen
- ▲ Herstellung von metallischen und nicht-metallischen Erzeugnissen
- ▲ Großhandel mit mineralischen Rohstoffen

<sup>1</sup> OECD-Leitfaden für die Erfüllung der Sorgfaltspflicht für verantwortungsvolles unternehmerisches Handeln, OECD (2018)

<sup>2</sup> Weitere Informationen zu NFRD bzw. CSDR siehe TreasuryLog 3/2021 - CSRD, NFRD, SFDR, GAR, TEG & TSC - sprechen Sie schon Sustainable Finance?

# ELECTRONIC BANK ACCOUNT MANAGEMENT MIT MULTICASH

- › Konzernweite Transparenz
- › Digitalisiertes Konto-Lifecycle-Management
- › Organisatorische Einbindung
- › Revisionssichere Workflows
- › Bankenunabhängigkeit
- › Standardisierung
- › Zentrales KYC-Repository
- › Zentrale/Dezentrale Verantwortlichkeiten



Profitieren Sie von der Digitalisierung Ihrer Bankbeziehungen



## Working Capital Management

# Working-Capital-Management im Krisenmodus

---

Wenn Preise steigen, ist Ware knapp. Wenn Zinsen steigen, ist Finanzierung teurer. In Zeiten wie diesen wird Working-Capital-Management zum Spagat, weil knappe Materialien auf Vorrat „gebunkert“ werden, aber gleichzeitig die Finanzierung der Kapitalbindung auch nicht teurer kommen sollte. Was tun?

Bei aktuell steigenden Kosten für Geld bedingt durch Zinserhöhungen oder für Rohstoffe ist der Treasurer im Unternehmen öfter wegen Sicherungsvorschlägen gefragt. Allerdings gilt im Finanzwesen generell der Grundsatz: „Man kann aus einer schlechten Position keine gute machen.“ Ist der Verlust bereits eingetreten, z. B. weil Preissteigerungen nicht rechtzeitig weitergereicht oder gesichert werden konnten, dann wurde bereits zu spät reagiert.

Es gilt dann oft der Grundsatz: „Der Kunde ist immer König.“ Wenn der Umsatz nicht mit dem erhofften Deckungsbeitrag erzielt werden kann, dann gilt, zumindest überhaupt Umsatz zu machen, um Kunden oder Marktanteile nicht zu verlieren. Das setzt aber voraus, dass für die herzustellenden Produkte Materialien und Rohwaren auf Lager sein müssen. Darum ist es allerdings derzeit oft schlecht bestellt aufgrund der globalen Lieferprobleme. Aktuell ergibt sich das Dilemma, dass Rohwaren und Vormaterialien vermehrt „gebunkert“ werden,

um überhaupt lieferfähig zu sein bzw. Umsatz zu erwirtschaften.

### „Erst denken, dann reden.“

Über das Thema des „optimalen Lagerstands“ gibt es ausreichend Literatur, Modelle und Erfahrungswerte in der Betriebswirtschaftslehre. Aber optimales Working-Capital-Management (WCM) ist mehr als das, nämlich ein komplexes Zusammenspiel des Debitoren-, Kreditoren- und Lager-Managements. Aus Sicht des Finanzmanagements konzentriert und zeigt es sich in Veränderungen der Liquidität und des Zinsergebnisses.

Was gilt es nun vorab zu wissen und zu analysieren, um Optimierungspotenziale im WCM zu erkennen und die richtigen Maßnahmen rechtzeitig je nach Szenario zügig umsetzen zu können? Im ersten Schritt gilt es, ein Verständnis für die Abläufe, Zusammenhänge und Rahmenbedingungen über den ge-

samen Working Capital „Cash-Zyklus“ zu entwickeln. Wir führen dabei strukturierte Interviews mit den Prozessverantwortlichen im Einkauf und Supply-Chain-Management, in der Debitoren- und Kreditorenbuchhaltung und dem Vertrieb durch. Nachdem Videokonferenzen mittlerweile etabliert sind, können damit die richtigen Personen weltweit bei Bedarf einfach eingebunden werden.

Die daraus gewonnenen Erkenntnisse lassen sich dann auf Basis relevanter Benchmarks abgleichen. Neben der Auswertung qualitativer Informationen werden auch Beleg- und Lagerdaten aus ERP-Systemen mit SLG-Analysetools durchleuchtet.

Die Aussagen und Daten werden dann mit den bestehenden internen Arbeitsabläufen im Debitoren-, Kreditoren- und Lagermanagement in Zusammenhang gebracht. Aus unserer Erfahrung lässt der kritische Blick von außen häufig Verbesserungsmöglichkeiten erkennen, die intern noch nicht oder kaum Beachtung fanden.

Allerdings ist auch das beste Analyse-Tool nur so gut, wie die Qualität der verwendeten Daten. Es muss deshalb immer ausreichend Zeit für Datenvalidierungen berücksichtigt werden. Die Anzahl und Unterschiedlichkeit verschiedener Vorkontrollsysteme, ERP-Systeme, Kontenrahmen, Definitionen u. v. a. m. ermöglichen aus unserer Erfahrung leider nie eine Analyse „auf Knopfdruck“.

### „Erst reden, dann schreiben, dann handeln.“

Die Erkenntnisse der qualitativen und quantitativen Analysen müssen dann ausführlich mit den internen Experten diskutiert werden. Gemeinsam wird überlegt, welche der Potenziale realisiert werden können und wie man dabei am besten vorgeht.

Aller Anfang ist dabei immer wieder die Erstellung einer konzernweit gültigen Richtlinie zum WCM. Damit sollen die Konzerngesellschaften die zentralen Mindeststandards in den lokalen Abläufen verankern, ungeachtet der finanziellen Anreize dahinter. Erst ein geregelter Prozess kann auch gut effizient gelebt werden, aber dazu muss er in der Regel zuerst formalisiert werden.

### Handeln (oder dessen Unterlassung) zeigt sich in Zahlen.

Um die Entwicklungen im Working Capital aufzuzeigen, ist ein einheitliches, konzernweites Berichtswesen unverzichtbar. Ziel ist die regelmäßige Messung der Kapitalbindung und Zinseffekte aus den operativen Prozessen im Debitoren-, Kreditoren- und Lagermanagement. Erst dadurch können bei Bedarf frühzeitig Aktionen zur Gegensteuerung gesetzt werden.

Aufgrund der erwähnten Vielfalt von Systemen gibt es oft ein zentrales Datawarehouse, auf das üblicherweise eine Business-Intelligence (BI) Lösung aufgesetzt wird. Bei der Konzeption eines solchen Berichtswesens kann dabei aus Treasury-Sicht oft noch ein Reporting zum Kreditrisiko mitberücksichtigt werden.

### Gutes WCM ist zeitlos gültig – Krise hin oder her

Das Gute am Working-Capital-Management ist, dass es „zeitlos“ ist: Die Einrichtung dafür erforderlicher Systeme, Berichte und Zuständigkeiten darf sich nicht nach Preis- oder Kursentwicklungen richten, die zum Krisenmodus führten. Alle internen Spielregeln müssen – oder sollten – grundsätzlich etabliert sein, um rechtzeitig und systematisch reagieren zu können.

Der aktuelle Spagat des WCM zwischen „Vorräte bunkern“ und „Liquidität sichern und effizient einsetzen“ bietet eine Vielfalt von Zielkonflikten. Diese müssen gemeinsam überwunden werden, was ein gutes Zusammenspiel der operativen Einheiten und der Finanzfunktion im Unternehmen voraussetzt. Das Training dafür kann gar nicht früh genug starten. Gerne unterstützt SLG auch Ihr Unternehmen bei solchen Vorhaben, die gerade in Zeiten wie diesen wichtiger denn je sind.



In der aktuellen krisenhaften Situation werden Rohwaren und Vormaterialien vermehrt „gebunkert“, um lieferfähig zu sein.



#### Die Autoren:

##### Georg Ehrhart

ist Geschäftsführer und Partner bei Schwabe, Ley & Greiner.



##### Benedikt Krebs

ist Senior Consultant bei Schwabe, Ley & Greiner.

33. Finanzsymposium

# Treasury-Community leuchtet im Mannheimer Rosengarten

„Coming Back to Life“ heißt ein Song von Pink Floyd, und genauso haben sich diese drei Maitage des Finanzsymposiums angefühlt. Dort anknüpfen, wo man 2019 aufgehört hat? Vielen erschien das nach mehr als zweijähriger Pandemie nicht realistisch und es ist dennoch gelungen. Die erste fachspezifische Großveranstaltung war ein voller Erfolg – mit Treasury-Expertise aus den Bereichen Unternehmensfinanzierung, Zahlungsverkehr, Supply Chain, Working-Capital, Technologie und vielem mehr.



Ein Event in dieser Größenordnung auf die Beine zu stellen ist mit langer Vorarbeit verbunden. Monate, in denen keineswegs klar war, unter welchen Bedingungen – wenn überhaupt – unser Finanzsymposium vor Ort in Mannheim stattfinden würde können. Umso größer war die Freude, als es endlich so weit war. Viele bekannte Gesichter füllten die Hallen, manche neue Kontakte wurden geknüpft. „Es ist schön, endlich wieder hier zu sein“, war ein oft gehörter Satz, der uns enorm motivierte und darin bestärkte, die Arbeit der letzten 33 Jahre konsequent weiterzuführen.

Knapp 2.000 Besucher und 99 Aussteller und Workshopanbieter füllten das Congress Center Rosengarten. Mehr als 300 Experten diskutierten über die aktuellen strategischen und operativen Herausforderungen im Treasury – von den Auswirkungen der Russland-Sanktionen bis hin zur Frage, wie man sich auf die EU-Nachhaltigkeitstaxonomie vorbereiten sollte. Neben vielen weiteren Themen wurden vor allem auch die Auswirkungen steigender Zinsen und Inflation, die Anpassung an die neuen risikofreien Zinssätze nach der LIBOR-Reform und die Digitalisierung des Treasury kontrovers diskutiert.

## Inspiration und unsichere Rahmenbedingungen

Der inspirierende Start ins Symposium kam von der Unternehmerin und Autorin Verena Pausder. Im Gespräch mit Moderator Markus Brock beleuchtete sie sehr beeindruckend die Fragestellungen, wie wir aktiv die Zukunft gestalten, Innovationen vorantreiben, Digitalisierung konsequent umsetzen, Bildung





neu denken, Work-Life neu ausrichten und Chancengerechtigkeit ermöglichen können.

Geopolitische Fragestellungen und da vor allem die Auswirkungen des russischen Angriffs auf die Ukraine dominierten die Diskussionen auf den Gängen und in den Workshopräumen. Dass sich die Welt seit 2019 in mancherlei Hinsicht deutlich verändert hat, spiegelte sich auch in den Diskussionen rund um volatile und unsichere Märkte, unterbrochene Lieferketten und befürchtete Energie- und Rohstoffknappheit wieder. Im Treasury muss man sich in diesem Zusammenhang ernsthaft mit den Auswirkungen von Embargos, Sanktionen, unsicheren Zahlungsströmen und steigendem Kontrahentenrisiko auseinandersetzen.

Und das taten die Teilnehmerinnen und Teilnehmer in diesen drei Symposiumstagen sehr intensiv. Weitere wichtige Themen waren die Entwicklungen in der Zahlungsverkehrsbranche, die Handelsfinanzierung und die Finanzierung der Versorgungskette – insbesondere die Integration von Nachhaltigkeit.

### Höhepunkte – neue und bekannte

Zu den Höhepunkten der Konferenz gehörte die Keynote von Martin Schulz, dem ehemaligen Präsidenten des Europäischen Parlaments, der seine Gedanken darüber teilte, wie der Krieg in der Ukraine die Einheit und Demokratie des Westens beeinträchtigen könnte und welche Auswirkungen dieser auf die europäische Verteidigungs- und Energiestrategie hat.





# Liquidität freisetzen – mit kollaborativem Trade Finance

**Stell Dir vor, Trade Finance Anwendungen wären vollständig kollaborativ und Du könntest mit all Deinen Finanzpartnern über einen zentralen digitalen Hub kommunizieren.**

Kontaktiere uns, um herauszufinden, wie RIVO den Bürgschaftsprozess rationalisieren, Transparenz zentralisieren und Liquidität freisetzen kann.

[www.rivo.trade](http://www.rivo.trade)



[marketing@surecomp.com](mailto:marketing@surecomp.com)

Ganz viel Anklang fanden auch die beiden neuen Formate „Interview Stage“ und „Treasury Café“. Dabei wurden aktuelle Themenschwerpunkte primär aus dem Blickwinkel der Teilnehmer beleuchtet. Sie konnten in der Diskussion mit Anbietern in lockerer Atmosphäre die Gesprächsinhalte selbst festlegen, sodass die für sie relevanten Punkte zur Sprache kamen.

Nicht zu vergessen, bereits zum zweiten Mal kürten die Teilnehmer des Finanzsymposiums den Gewinner des „Digital Treasury Excellence“ Awards, gesponsert von Traxpay. Eine Auszeichnung für innovative Projekte der digitalen Transformation. In diesem Jahr holte sich Siemens Healthineers mit dem Projekt „Die digitale Drehscheibe – eine zentrale, bankenunabhängige Trade Finance Plattform“ den Sieg. Das entwickelte Tool ermöglicht es, Eingaben automatisch zu erfassen, manuelle Arbeits- und Kontrollschritte durch eingerichtete Konsistenz- und Logikprüfungen zu reduzieren, die Qualität zu verbessern und zu steuern, wie viele Treasury-Mitarbeiter einen Vorgang prüfen müssen. Eine ausführliche Projektvorstellung werden Sie in einer der kommenden Ausgaben lesen können. Der Gewinn in Höhe von 5.000 Euro geht an den Verein Siemens Caring Hands e.V., der Hilfsgelder zur Unterstützung in Katastrophenfällen einsetzt. Aktuell mit einem Fokus auf die Ukraine, um wichtige Hilfsmaßnahmen zu realisieren und sowohl betroffene Familien vor Ort als auch Geflüchtete, die in Nachbarländern Zuflucht suchen, zu unterstützen.



Einen besonderen Dank möchten wir allen Ausstellern, Referenten, Partnern und Teilnehmern aussprechen. Sie haben das Finanzsymposium zu dem gemacht, was es nach nun über 30 Jahren ist: der größte Branchentreff des Jahres. In diesem Sinne freuen wir uns bereits auf nächstes Jahr: 10.-12. Mai 2023. Streichen Sie sich diese drei Tage gerne mal rot in Ihrem Kalender an.

 **TECHNOSIS**  
finance software

Software made in Germany  
[www.technosis.de](http://www.technosis.de)

## Immer eine Handbreit Liquidität unterm Kiel.

Mit **ATAQ Cash** und **ATAQ Plan** haben sie für heute, morgen und die nächsten Monate den Überblick über Ihre Cashflows im Unternehmen: währungsdifferenziert, rollierend, konten- und kategorienbasiert, einzeln und konsolidiert, Budget-, SOLL- und IST-Zahlen im Vergleich.

Cash Management • eBAM • Liquiditätsplanung • Zahlungsverkehr • Treasury Management • Asset Management • Risk Management

Referenzzinssätze neu

# Comeback der Term-Rates?



Die neuen Referenzzinssätze €STR, SOFR und SONIA bringen große Herausforderungen für die Finanzbranche im Allgemeinen. Auch die Treasury-Abteilungen sind betroffen: Operative Prozesse müssen umgekrempelt und Auswirkungen auf bestehende und zukünftige Finanzkontrakte mitgedacht werden. Wir stellen uns in diesem Beitrag die Frage, ob die Verwendung der neuen Term-Rates (z.B. für SOFR) eine Alternative darstellen könnte.

Eine unmittelbare Auswirkung der Umstellung ist die geänderte Berechnung der Zinsen und Zinsabgrenzungen. Mit der Verwendung der neuen Risk-Free-Rates (RFR) stehen die Zinsen nicht wie bisher bereits am Anfang einer Zinsperiode fest, sondern erst am Ende: Die Aufzinsung der täglichen Overnight-Zinssätze über die Zinsperiode ergibt den anzuwendenden Zinssatz und damit den Zinsbetrag. Wo bisher eine simple

Multiplikation „Zinssatz mal Tage und Nominale“ ausreichend war, sind plötzlich komplexe Berechnungen mit Aufzinsungen, Tagesverschiebungen und vorgeschriebenen Rundungen von Zwischenergebnissen notwendig.

Auch wenn die Reform der Referenzzinssätze notwendig war, um Ereignisse wie den LIBOR-Skandal zukünftig zu verhindern, verursachen die neuen Risk-Free-Rates doch bei so manchem Treasurer erhebliches Kopfzerbrechen. Zinsabgrenzungen können erst kurz vor Bilanzstichtagen ermittelt werden. Darüber hinaus werden tägliche Zinsfixings der Nationalbanken be-

nötigt – die Berechnung entwickelt sich damit von einer routinierten Übung zu einer Mathematikaufgabe.

### Reduzierte Komplexität?

Ein Lichtblick am Horizont könnten sogenannte RFR-Derived-Term-Rates sein. Was versteckt sich genau hinter diesem Begriff? Diese Term-Rates ähneln in gewisser Weise den bereits bekannten IBOR-Zinssätzen und haben damit einen signifikanten Vorteil: Die Ermittlung des Zinssatzes erfolgt bereits am Anfang der Zinsperiode statt wie bei den herkömmlichen RFRs am Ende. Dabei sind theoretisch auch unterschiedliche Laufzeiten von bis zu zwölf Monaten möglich.

In der Ermittlung der Zinssätze unterscheiden sich jedoch die bisherigen IBORs von den Term-Rates deutlich. Während IBOR auf Basis von Befragungen von Panelbanken oder Expertenschätzungen ermittelt wurden, werden RFR-Derived-Term-Rates – wie der Name bereits andeutet – aus den jeweiligen Overnight-Risk-Free-Rates abgeleitet.

Da der zukünftige Einsatz von Term-Rates in unterschiedlichen Währungsräumen noch nicht abschließend geklärt ist beziehungsweise von der Bank of England zum aktuellen Zeitpunkt sogar explizit ausgeschlossen wird, sind die publizierten Informationen über mögliche Ausgestaltungen und Ermittlungsmethodik eher gering. Am weitesten fortgeschritten und auch am detailliertesten dokumentiert sind die Überlegungen derzeit im USD-Markt auf Basis des SOFR (Secured-Overnight-Financing-Rate). Einen gemeinsamen Konsens gibt es lediglich hinsichtlich der Methodik: Wenn Term-Rates berechnet werden sollen, muss dies ebenfalls transaktionsbasiert geschehen.

### Die Rechenlogik

Aber nochmals einen Schritt zurück: Was genau sind Term-Rates und wie werden sie ermittelt? Term-Rates sind „forward-looking“ Terminalsätze, die aus Instrumenten abgeleitet werden, welche auf Risk-Free-Rates basieren. Im US-Dollar stehen dafür derzeit zwei Arten von Instrumenten zur Diskussion: (1) SOFR Futures und (2) Overnight-Index-Swaps (OIS), wobei der Fokus auf Ersteren liegt. SOFR Futures sind börsengehandelte Instrumente, die zu einem Preis von 100 – R gesettelt werden, wobei R der Compounded Rate des SOFR über die Laufzeit des jeweiligen Futures entspricht.

Bei der Berechnung der Term-Rate aus den Futures-Kontrakten wird anschließend aus den gehandelten Marktwerten ein implizierter Zinssatz ermittelt und einmal täglich vom weltgrößten Derivatehandelsplatz – der CME (Chicago Mercantile Exchange) Group – veröffentlicht.

### Wesentliche Voraussetzung

Eine wichtige Voraussetzung für die Einführung von Term-Rates ist ausreichende Liquidität in den zugrunde liegenden Instrumenten. Das betrifft in erster Linie die RFR selbst, aber ebenso die darauf basierenden Futures und OIS. Die Ermittlung von Term-Rates soll also erst erfolgen, wenn die Liquidität in ausreichendem Ausmaß sichergestellt werden kann – was übrigens auch ein zentrales Argument einiger Zentralbanken

gegen die derzeitige Einführung von Term-Rates ist.

Die CME Group bietet derzeit SOFR Futures für die Laufzeiten ein und drei Monate zum Handel an. Die kontrahierten Volumina begannen aber erst mit Jahreswechsel (und dem damit einhergehenden Zwang, Neuverträge in USD auf Basis des SOFR abzuschließen) zu steigen (siehe Grafik).

Die Zahlen müssen jedoch in ein korrektes Verhältnis zu anderen Markttransaktionen gesetzt werden, um einen objektiven Eindruck über die aktuelle Liquidität im SOFR-Futures-Markt zu erhalten. Mit einem täglichen Settlement-Volumen von USD 1,6 Mio. im „CME-SOFR-Markt“ entspricht das in etwa nur 0,0001 Prozent des USD-Interest-Rate-Swap-Marktes, über welchen täglich 1,4 Billionen US-Dollar abgewickelt werden.

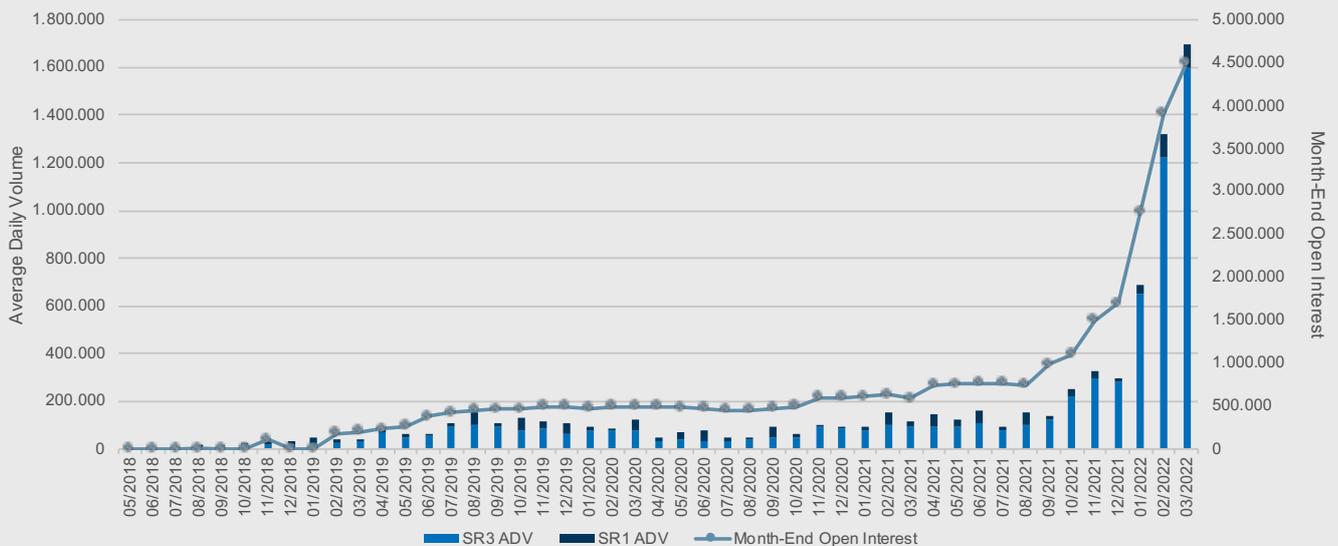
Die SOFR-Term-Rates werden aber nicht von der CME Group alleine getragen. Die vom US Federal Reserve Board einberufene Arbeitsgruppe zur USD-LIBOR-Reform ARRC (Alternative Reference Rates Committee) hat den Einsatz von CME-Term-Rates bereits Mitte 2021 offiziell empfohlen. Wenn selbst im USD-Markt derzeit keine ausreichende Liquidität sichergestellt werden kann, wird die Einführung in anderen Währungsräumen wohl noch schwieriger. Zu geringe Handelsvolumina führen schnell zu starken Kursbewegungen, welche möglicherweise zu höheren Volatilitäten in den Term-Rates als in den zugrundeliegenden RFR führen.

Aus diesem Grund wird diskutiert, ob Overnight-Index-Swaps – also Swap-Kontrakte mit der RFR (Overnight-Satz) als variable Seite – als zusätzliche Quelle für die Ableitung von Term-Rates herangezogen werden können. Beispielsweise hat der OIS-Markt für britische Pfund bereits vor Abschaffung des GBP-LIBOR mit Ende 2021 deutlich an Liquidität zugelegt und sich etabliert. Diese Diskussion steckt allerdings noch in den Kinderschuhen und bedarf noch weiterer Untersuchungen.

### Intercompany-Finanzierung

Die Veränderung der Referenzzinssätze wirkt sich nicht nur auf externe Finan-

## CME SOFR Futures



Das gehandelte Volumen von SOFR-Futures ist erst mit Jahresende 2021 deutlich angestiegen. Seit 1.1.2022 müssen neu abgeschlossene Finanzkontrakte in USD auf Basis des SOFR abgeschlossen werden. Der USD-LIBOR wird ab 30.6.2023 nicht mehr publiziert.

zierungsverträge und Derivate, sondern auch auf Intercompany-Finanzierungen aus. Um dem „at arm’s length“-Prinzip standzuhalten, müssen Basiszinssätze für IC-Darlehen oder konzerninterne Kreditlinien fremdüblich festgelegt werden. Doch was bedeutet fremdüblich in diesem Zusammenhang? Nehmen wir beispielsweise an, eine britische Groupengesellschaft soll von der „Inhouse-Bank“ über ein internes GBP-Darlehen mit variabler Verzinsung finanziert werden. Folgt man unmittelbar der Marktpraxis im britischen Pfund, muss über die Aufzinsungslogik des täglichen

SONIA am Ende jeder Zinsperiode eine aufgezinste RFR berechnet werden. Nicht zu vergessen: Auch entsprechende Zinsabgrenzungen sind gegebenenfalls zum Monatsende gemäß dieser Logik zu ermitteln. Doch nicht nur die operative Handhabung wirkt deutlich aufwendiger – auch im IC-Kreditvertrag müssten (im Sinne der geforderten Drittvergleichsfähigkeit) sämtliche Berechnungsdetails geregelt werden. Dies kann selbst ein kompaktes IC-Kreditvertragsmuster deutlich aufblähen und verkomplizieren.

Die Verwendung von (anerkannten) Term-Rates könnte auch dafür eine charmante, arbeitsleichternde Alternative bieten. Im GBP-Markt bieten sich aktuell dagegen beispielsweise SONIA-Overnight-Index-Swaps als eine mögliche Kompromisslösung zur Ableitung von Basiszinssätzen an, wenngleich „Basisrisiken“ zu etwaigen externen Finanzierungen stets beachtet werden müssen.



### Die Autoren:

**Peter Schmid**  
ist Manager bei Schwabe, Ley & Greiner.



**Bernhard Kopinits**  
ist Senior Consultant bei Schwabe, Ley & Greiner.

### Resümee

Die Einsatzmöglichkeiten von Term-Rates wären ohne Zweifel vielfältig, vor allem aus der Sicht einer Finanzabteilung sinnvoll und im Hinblick auf mögliche Komplexitätsreduktionen im Alltag eine willkommene Alternative. Auch wenn die Ausführungen der CME Group zu den SOFR-Term-Rates vielversprechend klingen, steht die weitere praktische Umsetzung in der Breite noch bevor. Diese wird nur erfolgreich möglich sein, wenn in den jeweiligen (Futures- und OIS-) Märkten ausreichend Liquidität dauerhaft sichergestellt werden kann. Die kommenden Monate werden dafür richtungweisend sein. Wir bleiben für Sie an diesem Thema dran.

# Neue Marktdaten für Bewertung von Finanzinstrumenten und Risikoberechnung durch LIBOR-Transition

Neben dem Kopfzerbrechen über die Zinsabgrenzung, die im nebenstehenden Artikel angeführt wird, trifft die Umstellung der Referenzzinssätze die Treasurer noch an einer anderen Stelle. Viele Unternehmen bewerten Derivate und berechnen Zinsrisiko in ihrem TMS oder anderen Tools. Bisher wurden dazu Zinskurven (Zerokuponkurven) verwendet, die von Zins-Swaps (IRS) abgeleitet sind. Diese referenzierten z. B. auf einen 3-Monats-GBP-Libor oder 6-Monats-CHF-Libor. Aufgrund der Ablöse der Libors werden keine neuen Zins-Swaps mit diesen Referenzzinssätzen mehr gehandelt. Für diese Zinssätze findet also keine Preisbildung mehr statt, weshalb sie in den gängigen Marktdatensystemen nicht mehr zur Verfügung stehen (werden).

Gehandelt werden nun sogenannte OIS (Overnight Index Swaps), also Zins-Swaps, die auf eine Risk-Free-Rate (RFR) referenzieren. Der Zinssatz der variablen Seite dieser Swaps wird auch als „Compound Rate“ berechnet, also durch Aufzinsen der täglichen RFRs für eine Zinsperiode. Die OIS-Daten können damit als alternative Marktdatengrundlage für die bisherigen IRS dienen. Für die Bewertung von Finanzinstrumenten und Risikoberechnungen gibt es dadurch allerdings folgende Herausforderungen/Änderungen.

## Bewertungseffekte bei Finanzinstrumenten

Die OIS-Sätze entwickelten sich zwar sehr ähnlich der IRS-Sätze, sind allerdings etwas kleiner. Dabei führt die Ableitung der Nullkuponkurve ebenfalls zu etwas geringeren Zinssätzen.

Für die Bewertung von Finanzinstrumenten (z.B. ein 5-jähriges festverzinsstes GBP-Darlehen) werden aus der Nullkuponkurve Diskontfaktoren ermittelt. Wenn nun die Zinsen kleiner sind, sind die Diskontfaktoren größer und damit der Barwert kleiner. Die Umstellung der Zinskurve führt also zu einer einmaligen sprunghaften Änderung des Bar-



Die Änderungen bei den Referenzzinssätzen haben Effekte auf die Bewertung von Finanzinstrumenten und die Risikoberechnung.

werts. Waren mit den Jahresabschlüssen per Dezember 2021 noch die IRS-Sätze verfügbar, so kann für Ende dieses Jahres nicht mehr damit gerechnet werden. Spätestens in diesem Jahr muss die Umstellung (außer für USD) erfolgen und Effekte können damit entstehen. Das trifft z. B. auch Leasing-Verbindlichkeiten oder Pensionsrückstellungen in den betroffenen Währungen.

## Moderate Effekte in der Risikoberechnung

Für die Berechnung eines Value-at-Risks werden Volatilitäten und Korrelationen von Zinsen unterschiedlicher Laufzeit benötigt. Üblicherweise sind diese bei den Marktdatenanbietern in ganzen Jahren verfügbar, also z. B. 1-, 2- oder 3-jährige Swap-Sätze. Die Volatilitäten dieser Laufzeiten dienen als Stützstellen, auf die die Zinsinstrumente gemappt werden. Die Nominale eines festverzinsten Darlehens mit einer Restlaufzeit von z.B. 4,5 Jahren wird auf die Stützstellen für vier und fünf Jahre aufgeteilt.

Sind also die Swap-Sätze, die bisher auf einen Libor referenziert haben, nicht mehr verfügbar, muss auch hier eine Umstellung auf die OIS-Sätze erfolgen. Da die Entwicklung des OIS zwar ähnlich, aber nicht ident und die Höhe etwas geringer ist, resultiert daraus eine etwas andere Volatilität und unterschiedliche Korrelation zu den anderen Stützstellen. Also gibt es auch hier mit der Umstellung der Marktdaten einen einmaligen Effekt, der zu beachten ist.

Eine Testrechnung mit 5-jährigen Nullkuponanleihen in CAD, CHF, GBP, JPY, SGD und USD ergab, dass bei Verwendung von OIS anstatt von IRS als Marktdatengrundlage die Volatilitäten um rund 10 Prozent geringer waren. Die Korrelationen zwischen den Stützstellen waren relativ ähnlich, sodass der Value-at-Risk ebenfalls um etwa 10 Prozent kleiner war. Der Effekt ist also zum Glück moderat. Hier liegt die Herausforderung in der Umstellung auf die OIS-Sätze und die Bereitstellung einer ausreichenden Historie, aus der die Volatilitäten berechnet werden können.

# Cheplapharm: Management komplexer Währungsrisiken

Das Pharmaunternehmen Cheplapharm weist direkte und indirekte Risiken in knapp 80 Währungen auf und betrachtet diese gesamtheitlich als Portfolio. Mit Hilfe der SLG-RiskEngine werden Währungsrisiken berechnet und dargestellt. Die Optimierungsfunktion dient der Entscheidungsfindung, welche Währung zu welchem Zeitpunkt gesichert werden soll.

Das Familienunternehmen mit Sitz im nordostdeutschen Greifswald verfolgt ein hochgradig skalierbares Asset-light-Geschäftsmodell, das auf den ersten Blick denkbar einfach erscheint: Es erwirbt von der forschenden Pharmaindustrie etablierte Marken- und Nischenprodukte, die bereits seit langer Zeit auf dem Markt sind und deren Patentschutz in der Regel vor mehr als zehn Jahren ausgelaufen ist.

Dementsprechend weisen diese Arzneimittel beispielsweise durch generische Konkurrenz, oftmals einen natürlichen Umsatzrückgang auf und sind daher für die großen Pharmakonzerne mit umfangreichen und investitionsintensiven Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten nicht mehr attraktiv. Vielmehr sind diese Unternehmen zunehmend bereit, die entsprechenden Produkte zu verkaufen, um die Komplexität ihrer Produktportfolios zu reduzieren und Raum für Investitionen in neue Forschungs- und Entwicklungsprojekte zu schaffen.

Hier kommt Cheplapharm ins Spiel. Für das Familienunternehmen haben die patentfreien Medikamente der großen Pharmakonzerne einen anderen Stellenwert. Es verfolgt einen investitionsorientierten Ansatz mit begrenztem Kapitalbedarf und lagert sowohl die Herstellung als auch den Vertrieb der Produkte in sein globales Netzwerk aus Auftragsfertigern, Lieferanten und Vertriebspartnern aus. Darüber hinaus verfügt Cheplapharm über keine eigenen Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten und ist daher nicht den erheblichen Risiken und Vorabinvestitionen ausgesetzt, die damit klassischerweise einhergehen.

Das Wachstum bestreitet der Familienbetrieb allein durch Zukäufe. So hat Cheplapharm seit Gründung in seiner mehr als zwanzigjährigen Geschichte über 140 patentfreie Pharmamarken für rund 3,8 Mrd. Euro erworben; dabei finanziert sich das nordostdeutsche Unternehmen unter anderem über den Kapitalmarkt: 2020 im Umfang von 500 Mio. Euro, 2021 folgte eine Mrd. Euro und 2022 weitere 500 Mio. Euro.

### Komplexe Risiken in einer Vielzahl an Währungen

Wo entstehen bei einem solchem „Buy & Build“-Geschäftsmodell Währungsrisiken, die den Einsatz der Risk Engine recht-

fertigen? Kritisch ist die Übergangsphase, branchenintern Transitional Service Agreement (TSA) Phase genannt, also die Zeit zwischen der Vertragsunterzeichnung und dem Zeitpunkt, zu dem Vertriebslizenz und Markenrechte vom Eigentümer an Cheplapharm übergehen. Sie kann zwischen drei Monaten und 1,5 Jahren dauern.

In dieser Zeit erhält Cheplapharm die Umsätze aus dem Produktverkauf in einer Abrechnungswährung, wie z.B. CHF. Dieser CHF-Betrag hängt allerdings wiederum von einer Vielzahl von Währungen ab, in denen das Produkt verkauft wird. Diese stellen somit ein indirektes Währungsrisiko dar und kein CHF-Risiko. Ein CHF-Risiko besteht nur zwischen Abrechnung/Rechnungsstellung und Zahlung des CHF-Betrags, also während des Zahlungsziels.

Nach der TSA-Phase vertreibt Cheplapharm die Produkte über sein etabliertes Vertriebsnetzwerk und hat daher üblicherweise direkte Währungsrisiken. Es gibt also zwei Zeiträume, die jeweils Währungsrisiken in unterschiedlicher Ausprägung darstellen, teilweise mit direkten Währungsrisiken, teilweise mit indirekten. Für eine Risikobetrachtung ist diese Unterscheidung jedoch irrelevant. Zahlungsausgänge in Fremdwährungen – mit Ausnahme des USD – spielen bei Cheplapharm nur eine untergeordnete Rolle.

In Summe entstehen direkte oder indirekte Währungsrisiken aus knapp 80 Währungen. Für einen Großteil des Gesamt-Exposures werden die Risiken mit der SLG-RiskEngine berechnet, berichtet und gesteuert. Was mit der Risk Engine zusätzlich ermöglicht wird, ist ein Simulieren der Risiken vor einer M&A-Transaktion. Die Treasurer von Cheplapharm können prüfen, welche FX-Risiken mit dem Erwerb eines Targets einhergehen.

### Schlanker Prozess für Berichte und Risikostrategie

Cheplapharm hat einen Prozess aufgebaut, der einen Datenfluss ohne manuelle Eingriffe ermöglicht. Der Ursprung ist die Sales-Planung, mit der die Umsätze je Produkt und Währung geplant werden, wobei für die TSA-Phase der Business-Case

verwendet wird. Diese Planung wird monatlich aktualisiert und in SAP SAC hochgeladen. Danach werden diese Daten mit Annahmen von Zahlungszielen angereichert und in einer mit dem Controlling abgestimmten CSV-Datei in das TMS (ATAQ von Technosis) überspielt. Dort wird die währungsdifferenzierte Planung fertiggestellt und aus den Planzahlen werden die daraus resultierenden Exposures im TMS generiert. Für die Berechnung der Währungsrisiken wird die SLG-RiskEngine genutzt, die wiederum mit einem definierten Export im CSV-Format für die Cashflows und die Kontostände aus dem TMS befüllt wird. Die zweite Schnittstelle in der RiskEngine importiert aktuelle Marktdaten.

Die SLG RiskEngine berechnet aus diesen Daten einen Cashflow-at-Risk auf Portfolio-Ebene, dem die FX-Exposures, historische FX-Volatilitäten sowie Korrelationen zwischen den Währungspaaren zugrunde liegen. Das Risiko berücksichtigt somit Diversifikationseffekte zwischen den Währungen und stellt den Verlust auf Portfolio-Ebene dar, der mit einer Wahrscheinlichkeit von 95 Prozent nicht überschritten wird.

Der nächste Schritt ist die Prüfung, ob sich das Risiko innerhalb eines festgelegten Limits bewegt. Sollte das nicht der Fall sein, müssen zusätzliche Sicherungsgeschäfte im Rahmen des Hedge Accountings abgeschlossen werden. Aktuell werden ausschließlich Devisentermingeschäfte und NDFs (Non-Deliverable-Forwards) als Sicherungsgeschäfte verwendet. Die Hedging-Strategie konzentriert sich dabei auf die größten Risikoträger. Diese bestehen aus den Währungen mit den höchsten Risikobeiträgen und beinhalten eine Mischung aus stabilen und exotischen Währungen.

Die RiskEngine beinhaltet auch eine Optimierungsfunktion, die hinsichtlich Kosten und Risiko einen effizienten Sicherungsvorschlag ermittelt. Dieser wird zwar nicht 1:1 umgesetzt, allerdings fließen diese Vorschläge in die Entscheidung, welche Währungen nachgesichert werden sollen, ein. Für das Hedge-Accounting ist es auch wichtig, dass die Sicherungsquoten unter 90 Prozent pro Währung verbleiben, damit bei Planänderungen keine Übersicherungen auftreten.

Dazu dient eine monatliche Darstellung der Hedge-Quote, mit der sichtbar wird, in welchem Monat noch nachgesichert werden kann. Neue Quoten werden pro Monat erfasst, womit das Risiko erneut berechnet und geprüft wird, ob das Limit nun wieder unterschritten wird. Mit der RiskEngine ist dieser Vorgang sehr einfach umzusetzen. Erst dann werden die Sicherungsgeschäfte auch wirklich abgeschlossen.

### Nutzen der SLG RiskEngine und des Portfolioansatzes für Cheplapharm

Die ersten Monate der Anwendung der RiskEngine waren durch ein Herantasten an das Modell geprägt. So wurde analysiert, ob Änderungen im Risiko durch eine Exposure-Veränderung oder Währungsmarktveränderungen erklärbar waren. Dies führte zu der Erkenntnis, welche Variablen welchen Effekt haben. Beispielsweise waren es anfänglich v. a. die volatilen Währungen, die hauptverantwortlich für die wahrge-



Das deutsche Familienunternehmen Cheplapharm hat als Specialty Pharmaunternehmen die Mission, eine nachhaltige Plattform für lang-etablierte und vertraute Pharmamarken zu sein.



**Patrick Altwasser** ist Senior Treasury Manager bei Cheplapharm.



**Fabian Franke** ist Senior Investor Relations Manager bei Cheplapharm.



**Christian Plottke** ist Treasury Manager bei Cheplapharm.

nommenen Risikoschwankungen waren. Dieses Wissen konnte wiederum in den M&A-Verhandlungen genutzt werden. Die Auswirkung auf das Portfoliorisiko eines neuen Zukaufs kann schon frühzeitig ermittelt werden. Auch die erwarteten Sicherungskosten werden dabei ausgewiesen. Diese Erkenntnisse werden an das Business-Development-Team weitergegeben.

Die hohe Anzahl an Währungen lädt Cheplapharm förmlich ein, die Diversifikation zu berücksichtigen. Ohne Blick auf das ganze Portfolio kann es grundsätzlich sein, dass man mit einzelnen Sicherungsmaßnahmen das Risiko auf Portfolio-Ebene sogar erhöht, was schließlich durch Simulationen mit der RiskEngine bestätigt wurde. Für Cheplapharm ist es entscheidend, einen Gesamtüberblick über sämtliche Währungsrisiken zu haben. Ergänzt um die Flexibilität, mit der Sicherungen und Exposure-Veränderungen getestet werden können, ist die SLG RiskEngine ein hilfreiches Tool zur Risikomessung und -Steuerung.

# Die Nettoposition entscheidet

Krieg, Corona und Lieferkettenschwierigkeiten sorgen für ein volatiles Marktumfeld. In diesem Kontext ist davon auszugehen, dass die Zinssätze – nach Jahren der historischen Tiefststände – wieder anziehen werden. Besonders für große Schuldner, wie es Institutionen der öffentlichen Hand aufgrund ihres regelmäßigen Investitionsfinanzierungsbedarfs sind, ist es an der Zeit, ihre Zinsrisikostrategie zu evaluieren. Hier gilt: Nur wer seine Nettoposition kennt, kann sein Risiko steuern.

Kommunen, Ländern und Kantonen fiel bei Finanzierungen die Wahl ihrer Zinsbindung in den letzten Jahren leicht. „So lange wie möglich fix“ war angesichts des niedrigen Zinsniveaus der einhellige Leitsatz. Weil Laufzeit und Zinsbindung in den gewählten Instrumenten meist deckungsgleich sind, folgten Fälligkeitsentscheidungen in erster Linie dem Ziel, Tilgungsprofile auszugleichen. Aktuell verändern sich allerdings die Märkte beinahe täglich und die Zinsen ziehen an – der optimale Zeitpunkt, um eine Zinsrisikostrategie zu entwickeln.

### „Zinsrisiko? – Haben wir nicht!“

Geht man in Kommunen auf Zinsrisikosuche, entgegnen die Finanzverantwortlichen häufig, dass es keines gibt. Man sei schließlich langfristig fix verzinst finanziert, da könne nichts „passieren“. Vereinzelt Darlehens-Altlasten mit Zinssätzen jenseits der drei Prozent schmerzen zwar, aber so sei das zum Zeitpunkt des Abschlusses eben gewesen.

Würde alleine nach Kostengesichtspunkten entschieden, so müssten sich alle Schuldner vollständig kurzfristig verzinst verschulden – die Zinsstrukturkurve weist historisch überwiegend günstigere Zinsen am kurzen Ende aus. Die meisten Entscheidungsträger würden das damit verbundene Zinsänderungsrisiko jedoch nicht tragen wollen. Sie reduzieren es, indem sie in großem Maß auf langfristige Zinsbindungen setzen. Risikolos ist das aber nicht.

Auch Kämmerer haben lediglich die Wahl, welches Zinsrisiko sie tragen wollen. Variabel verzinsten Finanzierungen implizieren ein Zinsänderungs- oder Cashflow Risiko: Steigt der Referenzzinssatz, steigen die zu leistenden Zahlungen. Fix verzinsten Finanzierungen sind mit einem Barwertrisiko behaftet. Fallen die Zinsen, dann steigt der Barwert der Finanzierung. Damit wird die bestehende Finanzierung teurer als eine vergleichbare, die aktuell am Markt abgeschlossen werden könnte.

Zu einer echten Risikoreduktion kommt es nur, wenn sowohl auf der Aktiv- als auch der Passivseite (also sowohl bei Anlagen als auch Finanzierungen) die gleiche Zinsbindung vereinbart

ist. Wenn zum Beispiel Geldmarktfonds und Kredite mit der identen variablen Zinsbindung vereinbart sind, führt ein Anstieg des Referenzzinssatzes zu keinem Effekt in der Ergebnisrechnung: Zwar müssen für die Finanzierung höhere Zinsen bezahlt werden, allerdings werden aus der Anlage entsprechend mehr Zinserträge erzielt. Beim Barwertrisiko verhält es sich gleich: Sinkt aufgrund einer Marktbewegung der Barwert der Anlagen, sinkt er auch bei den Verbindlichkeiten. Ökonomisch gesehen gleicht sich das Risiko also aus.

### Duration Matching: Nicht nur für Banken

Die Kenntnis der Nettoposition aller zinstragenden Anlagen und Verbindlichkeiten ist daher der erste und wichtigste Schritt am Weg zu einer Zinsrisikostrategie. Weil Barwerte von Finanzierungen standardmäßig nicht in der Berichterstattung von Gebietskörperschaften dargestellt werden, muss dieser Typ des Zinsrisikos zunächst sichtbar gemacht werden. Das Aufstellen einer Zinsbindungsbilanz ist dafür die geeignetste Technik. Dort werden alle verzinslichen Aktiva und Passiva entsprechend ihrer Zinsbindungsdauer dargestellt und auf diese Weise die Nettoposition gezeigt.

Werden die Finanzierungsportfolios öffentlicher Schuldner hinsichtlich ihrer Nettoposition analysiert, gibt es mitunter Überraschungen. Weil vor allem die Passivseite Eingang in die öffentliche Besprechung der wirtschaftlichen Performance einer Gebietskörperschaft findet (Stichwort Verschuldungsquoten), sind auch diese Titel in der Zinsrisikodiskussion präsent.

Allerdings verfügen die meisten öffentlichen Schuldner genauso über zinstragende Finanzaktiva in Form von ausgereichten Darlehen. Diese können zum Beispiel an Beteiligungsunternehmen gegeben worden sein. Österreichische Bundesländer weisen hier ein Spezifikum auf: Im Rahmen der Wohnbauförderung reichen sie langfristige geförderte Darlehen an Bauträger und Einzelpersonen aus und verwalten somit ein beträchtliches Volumen an zinstragenden Aktiva.

Die Nettoposition des dargestellten exemplarischen Portfolios unterscheidet sich wesentlich, je nachdem, ob ausgereichte

Wohnbauförderungsdarlehen mitberücksichtigt sind oder nicht. Erst durch dieses vollständige Bild zeigt sich gegebenenfalls Handlungsbedarf in der Zinsrisikosteuerung. Hier kann die Gebietskörperschaft in einem ersten Schritt klassisches „Duration Matching“ betreiben. Wenn das Land langfristig verzinst Darlehen ausreicht, sollte es sich auch langfristig verzinst verschulden, um das Risiko aus dieser bankähnlichen Tätigkeit zu begrenzen und nur die jeweiligen Margen als Kosten- bzw. Ertragspositionen berücksichtigen zu müssen.

So wie es eine Bank auch machen würde, sollten die Durations von Aktiv- und Passivseite möglichst gut aufeinander abgestimmt werden. Im Beispiel würde das eine sanfte Verkürzung der Duration der Passivseite (11,93 vs. 9,15 auf der Aktivseite) unter Berücksichtigung der konkreten Zinsbindungsbänder zur Folge haben. Im Segment 1-3 Jahre fehlt ein Aktiv-Gegengewicht zur bestehenden Passivposition, während auf der Passivseite in den Laufzeiten 5-10 und 10-20 Jahre ausreichend Platz für Entscheidungen ist. Hier zeigt sich auch, dass Laufzeiten über 20 Jahre im bestehenden Portfolio aus Risikosicht nicht unbedingt vorteilhaft sein müssen. Die verhältnismäßig hohen Barwertrisiken werden aktivseitig nicht gedämpft.

### Mit vollständigen Informationen zur Risikostrategie

Öffentliche Schuldner weisen in vielen Fällen hohe Volumina bei zinstragenden Passiva und mitunter bei zinstragenden Aktiva aus. Die Etablierung einer geeigneten Zinsrisikosteuerung gelingt dann am besten, wenn alle risikorelevanten Informationen vollständig vorliegen. Neben Kenntnis über die eigene Nettoposition sind das quantifizierte Zinsänderungsrisiken, Barwerte, Duration, quantifizierte Barwertrisiken sowie die eigene Risikokapazität in den jeweiligen Zinsrisikoarten. Erst der Zusammenhang dieser Informationen ermöglicht es, eine Einschätzung über die geeignete Strategie zu treffen.



#### Die Autorin:

#### Eva Maltchnig

ist Senior Consultant bei Schwabe, Ley und Greiner und Experte für Public Finance.

#### Zinsbindungsbilanz

	Nominale nach Zinsbindung						Gesamt	Zinszahlungen		Barwertsensitivität	
	< 1 Jahr	1 - 3 Jahre	3 - 5 Jahre	5 - 10 Jahre	10 - 20 Jahre	> 20 Jahre		Gesamt	Barwert	Duration	
										Barwert	Duration
KK Salden	50	0	0	0	0	0	50	-0,5	50	0,08	
Summe Finanzaktiva	50	0	0	0	0	0	50	-0,5	50	0,08	
Anleihen	0	-100	-10	-85	-205	-65	-465	-3,3	-452	12,08	
Darlehen	0	-20	0	0	0	0	-20	-0,3	-20	1,00	
Summe Finanzpassiva	0	-120	-10	-85	-205	-65	-485	-3,6	-460	11,93	
<b>Nettoposition</b>	<b>50</b>	<b>-120</b>	<b>-10</b>	<b>-85</b>	<b>-205</b>	<b>-65</b>	<b>-435</b>	<b>-4,1</b>	<b>-410</b>	<b>13,38</b>	

#### Zinsrisiko diversifiziert

	Cashflow-Risiko	Zinssensitivität	Wertrisiko
Zinsrisiko	0,1	0,5	70,4

Abb. 1: Zinsrisikobericht der SLG Risk Engine

Das dargestellte Finanzportfolio ist typisch für einen größeren öffentlichen Schuldner: Langfristig verzinsten Anleihen und Darlehen auf der Passivseite stehen auf der Aktivseite kurzfristig verzinsten Kontokorrentsalden gegenüber.

#### Zinsbindungsbilanz

	Nominale nach Zinsbindung						Gesamt	Zinszahlungen		Barwertsensitivität	
	< 1 Jahr	1 - 3 Jahre	3 - 5 Jahre	5 - 10 Jahre	10 - 20 Jahre	> 20 Jahre		Gesamt	Barwert	Duration	
										Barwert	Duration
KK Salden	50	0	0	0	0	0	50	-0,5	50	0,08	
Wohnbauförderungsdarlehen	2	3	28	265	432	0	730	7,4	747	9,76	
Summe Finanzaktiva	52	3	28	265	432	0	780	7,0	797	9,15	
Anleihen	0	-100	-10	-85	-205	-65	-465	-3,3	-452	12,08	
Darlehen	0	-20	0	0	0	0	-20	-0,3	-20	1,00	
Summe Finanzpassiva	0	-120	-10	-85	-205	-65	-485	-3,6	-460	11,93	
<b>Nettoposition</b>	<b>52</b>	<b>-117</b>	<b>18</b>	<b>180</b>	<b>227</b>	<b>-65</b>	<b>295</b>	<b>3,3</b>	<b>338</b>	<b>5,36</b>	

#### Zinsrisiko diversifiziert

	Cashflow-Risiko	Zinssensitivität	Wertrisiko
Zinsrisiko	0,1	0,5	16,4

Abb. 2: Zinsrisikobericht inklusive Wohnbauförderungsdarlehen

Werden in diesem fiktiven Beispiel Wohnbauförderungsdarlehen inkludiert, dreht sich das gesamte Zinsrisikobild. Ein Aktivüberhang wird sichtbar, das Wertrisiko ist damit nicht aus der Passivseite, sondern aktivseitig getrieben.

# Wer hat Recht?

Bei der Einführung einer neuen Treasury-Systemunterstützung ist das Thema Berechtigungen mitunter eines der heikelsten. Die mit der späteren Verwendung einhergehende Transparenz muss sorgsam gewährt werden – die Benutzer dürfen nur das sehen und tun, was sie auch sollen. Diese Vorgaben sollten in einem Berechtigungskonzept definiert und festgehalten werden.



Wird im Treasury ein neues System eingeführt – sei es nun ein vollumfängliches Treasury-Management-System (TMS) oder ein Zahlungsverkehrssystem – geht damit meist auch das Sammeln von unterschiedlichen Daten einher. Viele Informationen, die früher entweder nicht systematisch erfasst wurden oder über unterschiedliche Systeme im Unternehmen verteilt waren, sind nun an einer zentralen Stelle verfügbar. Mit diesem Datenschatz muss sorgfältig umgegangen werden. In dem Zusammenhang stellt sich die Frage, wer welche Daten sehen, erfassen, ändern oder löschen darf. Beim Zahlungsverkehr sind die Rechte für die Freigabe von Zahlungen zusätzlich ein relevantes Sicherheitsthema.

Auch die Systemadministration spielt bei der Rechtevergabe eine besondere Rolle: Die Überschneidung von Administrationsrechten mit operativen Treasury-Aufgaben führt zu potenziellen Interessenskonflikten. Falls eine strikte Trennung (etwa durch die Benutzerverwaltung in der IT-Abteilung) nicht möglich ist, muss zumindest systemseitig ausgeschlossen werden, dass sich ein Benutzer selbst mit umfangreichen Rechten ausstattet.

## **Berechtigungskonzept schafft Klarheit**

Aus diesem Grund ist es bei jedem Implementierungsprojekt von essenzieller Bedeutung, die Berechtigungen im System in

strukturierter Form aufzubereiten. Dabei geht es meist um zwei grundlegende Fragestellungen:

- ▲ Funktionale Rechte: Was darf ein Benutzer tun?
- ▲ Organisatorische Rechte: Für welche Gesellschaft(en) darf ein Benutzer etwas tun?

Auf den ersten Blick mögen diese Fragen einfach erscheinen. Sie sind allerdings keineswegs trivial, denn die Tücke liegt, wie so oft, im Detail. Meist werden einzelne Rechte zu sogenannten Benutzerrollen zusammengefasst. Dies vereinfacht die Administration, wenn viele Personen die gleichen Rechte haben sollen und nicht jedes Mal die Zuweisung der Einzelrechte erfolgen muss. Somit können standardisierte Pakete geschnürt werden. Gleichzeitig können für Benutzer mit mehreren Rollen auch Überschneidungen entstehen, die bei der Zuweisung berücksichtigt werden müssen.

Im Zuge der Konzeption müssen ebenfalls die Aspekte Funktionentrennung und Vier-Augen-Prinzip berücksichtigt werden. Systeme bieten den großen Vorteil, dass sich entsprechende Vorgaben auch in den Berechtigungen widerspiegeln können (und eine Umgehung damit ausgeschlossen ist). Dabei muss natürlich auch für den Vertretungsfall Vorsorge getroffen werden.

## Testen ist essenziell

Nachdem das Berechtigungskonzept im System umgesetzt wurde, muss es umfangreich getestet werden. Dabei genügt es nicht, sich einmal durch die Menüs zu klicken, sondern jede Berechtigung und jede Benutzerrolle muss vollumfänglich überprüft werden. Damit wird sichergestellt, dass alle notwendigen Rechte erteilt wurden, aber ein Benutzer auch nicht mehr darf als erlaubt und vorgesehen.

Bei diesen Tests ist eine strukturierte Vorgehensweise von besonderer Bedeutung. Für jede Benutzerrolle muss ein Katalog der durchzuführenden Tests erstellt und das erwartete Ergebnis skizziert werden (sowohl was die funktionalen als auch die organisatorischen Rechte betrifft). Falls das Ergebnis nicht den Erwartungen entspricht, müssen Anpassungen durchgeführt und ein erneuter Test absolviert werden. Dies erfolgt so lange, bis alle Prüfungen den Erwartungen entsprechen. Nur so kann vermieden werden, dass es im Live-Betrieb des Systems zu bösen Überraschungen kommt.

Ein weiterer wichtiger Punkt ist die zeitliche Komponente. Es sollte bereits früh im Projekt damit begonnen werden, das Berechtigungskonzept zu erarbeiten. In diesen Prozess müssen alle Stakeholder – das sind zumindest Fachabteilungen, IT und Systemanbieter – eingebunden werden. Meist sind dann mehrere Abstimmungsrounds notwendig, bis das gewünschte Ergebnis erreicht wird.



Worauf Mitarbeiter Zugriff haben, ist in einem Berechtigungskonzept festzulegen.

## Wir unterstützen Sie gerne!

Schwabe, Ley und Greiner kann Sie von der Erstellung eines Berechtigungskonzepts bis zum Testen der einzelnen Berechtigungen vollumfänglich unterstützen. Wir haben Erfahrungen mit allen gängigen Systemen und können mit Ihnen auch jene Rechtenkonstellationen besprechen, die besonders kritisch zu hinterfragen sind.

## Der Autor:



**Günther Bauer**  
ist Partner bei  
Schwabe, Ley & Greiner.

# corima

Das modulare Software-System für die Umsetzung von Lösungen in sämtlichen Bereichen von Treasury und Corporate Finance

 risk management

 Abbildung und Bestandsführung sämtlicher Zinsinstrumente, wie Zinsderivate, Anlage- und Finanzierungsinstrumente

 Parallele Ermittlung von Cash-Flows, sowohl für bestehende Zinsraten als auch für die LIBOR-Nachfolger ESTR, SFOR, etc.

 Übernahme der sich aus den neuen Zinsraten ergebenden Anforderungen in die Barwertberechnung (Aufbau von Zinsstrukturkurven)

 Volle Integration der neuen Zinsraten in die corima Risk-Engine als Grundlage für at-Risk-Kalkulationen und Szenario-Simulationen

...in einem integrierten System

**COPS**

COPS GmbH  
Wien - Wetzlar - Hamburg - Prag  
info@corima.solutions  
www.corima.solutions

corima

 risk management

back office 

 cash management

liquidity planning 

 front office

accounting 



# Ihre Stimmen zum TreasuryLog

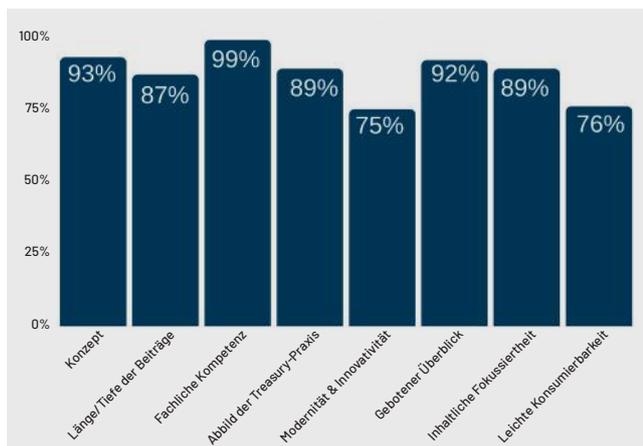
Als treue Leserin, als treuer Leser ist Ihnen bestimmt nicht entgangen, dass wir unsere Zeitschrift optisch und inhaltlich neu gestaltet haben. Getreu dem Motto „Wer nicht mit der Zeit geht, geht mit der Zeit“ haben wir fleißig am TreasuryLog gefeilt und natürlich wollen wir wissen, ob Sie mit dem Ergebnis zufrieden sind. Das haben wir als Anlass für eine Umfrage unter unseren Rezipientinnen und Rezipienten genommen, da uns Ihre Zufriedenheit und Ihr Feedback am Herzen liegen.

Wir haben um eine Bewertung nach dem Schulnotensystem (1-5, Sehr gut - Ungenügend) gebeten, und erfreulicherweise muss das TreasuryLog die Klasse nicht wiederholen. Wir freuen uns über eine Durchschnittsnote von 1,69. Vielen Dank für die positive Bewertung!

Auf die Frage, was Ihnen am TreasuryLog gefällt, wurde das Konzept zu 93 Prozent mit sehr gut oder gut bewertet. Die Länge und Tiefe der Artikel kamen auf 87 Prozent. Fast 100 Prozent der Umfrageteilnehmer strichen die fachliche Kompetenz heraus. Knapp 92 Prozent schätzen den gebotenen Überblick und nur rund 5 Prozent der Abstimmenden halten die Zeitschrift für altmodisch. Auch wenn das nur einen sehr geringen Teil der Antworten betrifft, bestätigt uns dies in der Entscheidung einer neuen Aufmachung für das TreasuryLog.

Rund 9 von 10 Befragten sehen die Treasury-Praxis im TreasuryLog sehr gut oder gut abgebildet, und knapp 96 Prozent bestätigen, dass die gebotenen Berichte sehr wichtig oder wichtig für den eigenen beruflichen Alltag sind. 86 Prozent finden die gebotenen Projektberichte aus Unternehmen sehr gut oder gut.

Sehr gut oder gut fanden unsere Leserinnen und Leser folgende Aspekte des TreasuryLog:



Um unsere Leser noch gezielter informieren zu können, wollten wir auch wissen, in welchem Bereich diese tätig sind. Wie zu erwarten, erreichen wir mit TreasuryLog zum überwiegenden Teil (87 Prozent) Menschen aus der Treasury- oder Corporate Finance-Branche. Aber auch Personen aus der IT, dem Corporate Banking oder der Finanzbuchhaltung lesen unsere Publikation.

Bei der Frage nach den für Sie bevorzugten Themenfeldern sind „Cash Management & Zahlungsverkehr“ und „Corporate Finance & Liquiditätsmanagement“ die absoluten Spitzenreiter mit jeweils rund 90 Prozent. Themen, die im Rahmen der Umfrage als wünschenswert genannt wurden, sind unter anderem Rohstoff- und Energiethemen oder generell mehr Infos zu Innovationen in der Treasury-Welt. Ebenso top: Artikel zu Treasury-Systemen. 81 Prozent sagen, dass sie daran sehr interessiert oder interessiert sind.

Mehr als die Hälfte der Umfrageteilnehmer lesen den Großteil der Artikel. 40 Prozent interessieren sich selektiv für einzelne Beiträge. Niemand wählte die Antwortoption „Ich bekomme es zwar, aber lese es kaum.“

Trotz überwiegender Zufriedenheit mit der Länge und Tiefe der Artikel nehmen wir Ihren Anreiz zu mehr „fachlicher Tiefe“ vor allem bei wichtigen Entwicklungen gerne auf. Wir sagen Danke für Ihr geschätztes Feedback und wünschen Ihnen auch weiterhin eine gute und informative Lektüre!

# Wir trauern um Thomas Schörner



## **Thomas Schörner** **Partner bei Schwabe, Ley & Greiner**

Am Freitagabend, dem 8. April, ist Thomas Schörner plötzlich und unerwartet viel zu früh aus seinem Leben geschieden.

Er war seit 1993 bei SLG und seit 2000 Partner und Gesellschafter. In dieser langen Zeit hat er unser Unternehmen ganz wesentlich mitgeprägt, sei es als Kollege, Freund, Berater, Referent, langjähriger Verantwortlicher für das Finanzsymposium oder Partner. Als Gesellschafter durften wir in all diesen Jahren nicht nur alle Erfolge mit ihm teilen, sondern konnten uns auch bei Rückschlägen immer auf ihn, seine Loyalität und Kollegialität, verlassen. Darin bewies sich sein wahrer Charakter, wofür wir ihn sehr vermissen werden.

Wir sind in Gedanken bei seiner Familie und seinen beiden Kindern, die er hinterlässt.

Wir sind seit 1988 die mit Abstand führende, unabhängige Treasury-Beratung. Führend heißt für uns, nicht nur quantitativ die meisten Projekte vorweisen zu können, wir wollen auch qualitativ führend sein.

Fühlen Sie sich angesprochen - dann bereichern Sie unser Team - wir freuen uns auf Sie!

## Treasury/Corporate Finance Professional (w/m/d)

### WIR ...

- ▶ begleiten Kunden bei der finanziellen Unternehmenssteuerung,
- ▶ unterstützen bei der Auswahl und Implementierung von Treasury-Software,
- ▶ identifizieren Finanzrisiken und entwickeln Strategien für deren Management,
- ▶ beraten Kunden bei komplexen Finanzierungen,
- ▶ entwickeln maßgeschneiderte Finanzierungs- und Anlagestrategien.

### SIE ...

- ▶ haben Berufserfahrung in den Bereichen Treasury-Management oder Corporate Finance,
- ▶ wollen spannende Projekte leiten,
- ▶ erarbeiten innovative Lösungsansätze,
- ▶ arbeiten gerne in Teams, gemeinsam mit unseren Kunden,
- ▶ wünschen sich Perspektiven für Aufstieg und Karriere bis hin zur Partnerschaft,
- ▶ suchen mehr als einen Job!

### WIR GENIESSEN



Flexible  
Arbeitszeiten



Flache  
Hierarchien



Entwicklungs-  
chancen



Modernes Büro  
direkt am HBF Wien



Obst, Getränke  
und Süßigkeiten



Firmenevents &  
After-Work-Bier



Home Office



Zusätzliche  
Urlaubstage



Modernste  
Arbeitsmittel



Wertschätzende Unter-  
nehmenskultur



Coaching und offene  
Feedback-Kultur

### JETZT BEWERBEN

- ▶ Als Einstiegsgehalt erhalten Sie - je nach Berufserfahrung - bei uns EUR 65.000,- bis EUR 80.000,- brutto p.a. plus variable Komponenten, Sozialleistungen und Zusatzurlaubstage.
- ▶ Für Arbeitnehmer in Österreich schreibt der Kollektivvertrag für diese Position im 6. und 7. Berufsjahr ein Mindestgehalt von EUR 43.806,- brutto p.a. vor.
- ▶ Arbeitnehmer aus Deutschland erhalten einen deutschen Arbeitsvertrag (deutsches Recht). Die Anwesenheit im Büro Wien ist nach einer Einarbeitungszeit nur ca. zweimal pro Monat erforderlich. Reisekosten übernimmt SLG.