



# TREASURYLOG

## Compliance und Risiko-Management

2016

S. 4 **Alles Streben entspringt  
aus Mangel**

Regulatorische Erfordernisse und  
Treasury-Ressourcen.

S. 12 **Value-at Risk, „known“  
und „unknown unknowns“  
im Asset-Management**

Überlegungen zu Richtlinien mit  
VaR-Limits und Benchmarks.

S. 18 **Sichern im richtigen Takt**

Nur wer den Risikohorizont kennt, kann Risiko  
darstellen, berechnen und sichern.

S. 20 **Strukturierte Derivate – außer  
Spesen nichts gewesen**

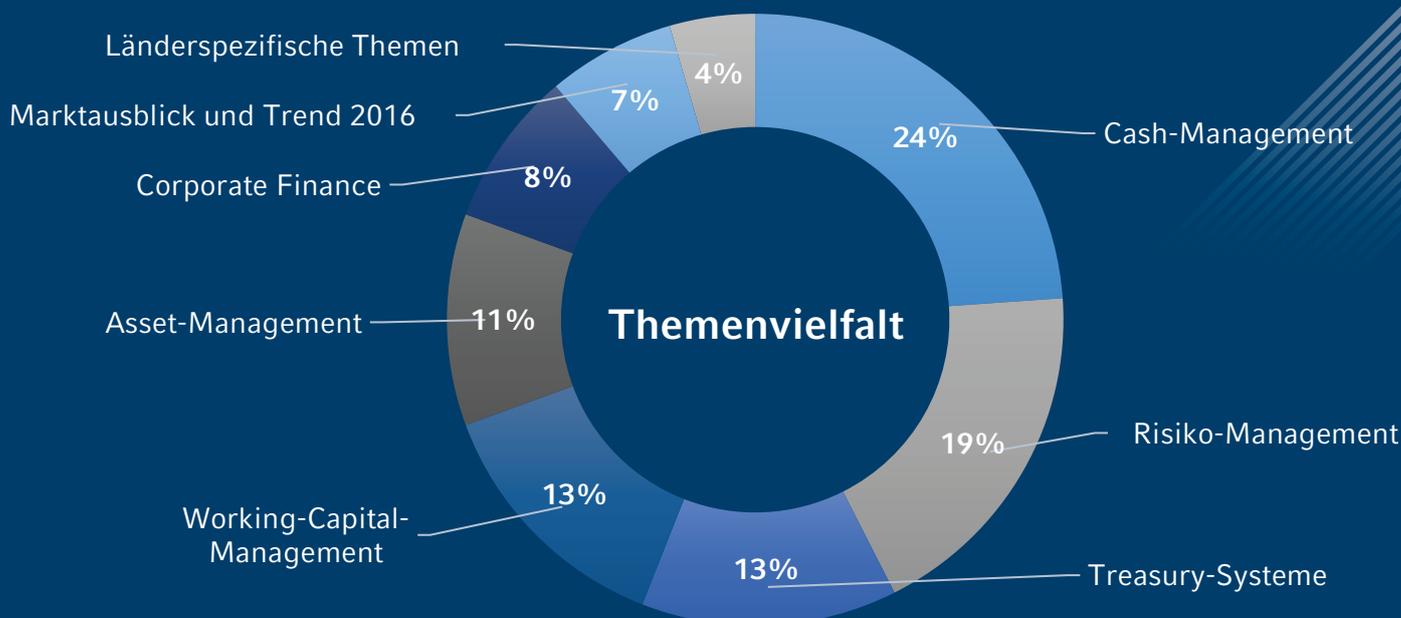
Wo die heimlichen Kosten stecken und  
warum simple Sicherungsinstrumente nach  
wie vor die bessere Wahl sind.



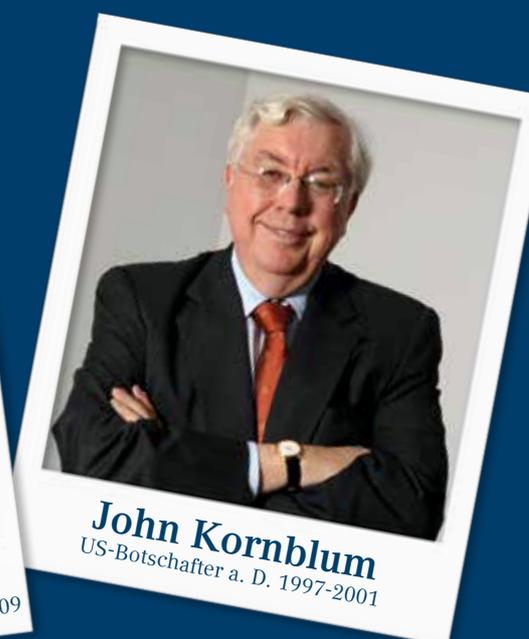
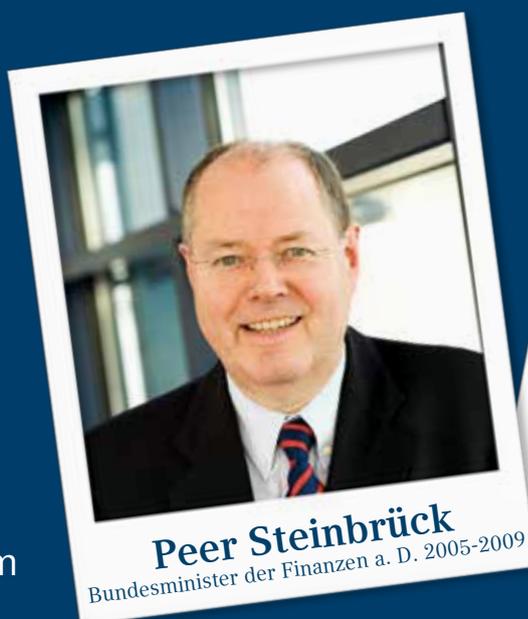
Profitieren Sie von der Themenvielfalt und unserer Expertise aus über 5.000 Beratungsprojekten!

# 29. FINANZSYMPOSIUM

17.-19. Mai 2017 in Mannheim



Unsere  
Gastreferenten  
stehen fest!



## Liebe Leserinnen und Leser!

**W**enn man „Bürokratie“ nicht Bürokratie nennt, sondern Governance und Compliance, kommt sie gleich viel moderner daher, nicht wahr? Aber nein – ernsthaft, in diesem Heft wollen wir nicht einfach ungeliebte Begriffe neu einfärben. Es geht um Ordnung und somit um Organisation. Ordnung muss irgendwie gemacht (Governance) und eingehalten (Compliance) werden. Beides ist regelmäßig zu überprüfen (Audit). Oder eben, wie in Wikipedia gefunden: Bürokratie ist die Wahrnehmung von Verwaltungstätigkeiten im Rahmen festgelegter Kompetenzen innerhalb einer festen Hierarchie. Das klingt zunächst einmal doch recht vernünftig.

### Handeln unter Druck braucht Ordnung

Solche Ordnung ist kein Selbstzweck, sondern eine Notwendigkeit – ganz besonders unter Druck, wenn es um Höchstleistungen geht oder in Krisensituationen. Wer Sport treibt, in einem Orchester Musik macht, bei der Freiwilligen Feuerwehr ist oder den Wehrdienst geleistet hat, weiß das. Wie sollte ein Wendemanöver mit einer Segelyacht bei Windstärke 7 funktionieren, wenn es nicht klare Ansagen gibt, die befolgt werden – und später eine Übungsbesprechung bei einem Bier im ruhigen Hafen, um es beim nächsten Mal noch besser zu machen? Hat die Feuerwehr Zeit für basisdemokratische Abstimmungen, wenn es brennt? Sollte jeder seinen Platz und seinen Gegenspieler kennen, wenn es Eckball gibt? Wie organisiert sich eine Seilschaft am Berg?

### Organisation schafft Effizienz

Im Finanzbereich ist das alles selbstverständlich nicht an-

ders. Es gibt nur nicht jeden Tag ein Live-Konzert, jede Woche ein Meisterschaftsspiel oder häufig einen Brand und Todesgefahr, sondern nur alle paar Jahre wieder eine Krise. Deshalb gerät das Thema Ordnung und Organisation in der Zwischenzeit allzu leicht aus dem Blick. Umso wichtiger wäre es, sich damit immer wieder zu beschäftigen, die „Standardsituationen“ zu üben und sich auch vorzubereiten für den doch immer wieder eintretenden außergewöhnlichen Fall, wenn alles anders ist als normal, wenn die Märkte verrücktspielen und die Limite gerissen werden oder ein Cyber-Krimineller anklopft. Wer dann auf klare Regeln vertrauen kann, wer seine Handgriffe geübt und immer wieder überprüft hat, wird klaren Kopf bewahren und manchen Schaden vermeiden können. Auch im täglichen Normalfall wird gute Organisation ein Team besser und effizienter machen. Im Sport wird das meist klarer gemessen als in der Finanzabteilung, aber es gilt auch dort.

Mit diesem Heft wollen wir Ihnen ein paar „Übungshinweise“ geben – mehr immer gerne auch persönlich. Sprechen Sie uns an! Wir wünschen interessante Anregungen und Spaß bei der Lektüre!

Jochen Schwabe

## Inhalt

- 4 Alles Streben entspringt aus Mangel**  
Regulatorische Erfordernisse und die Belastung von Treasury-Ressourcen.
- 6 „Keine Willkür des zentralen Treasury“**  
Uwe Falk, Head of Corporate Treasury von BayWa, über die Treasury-Richtlinie des Konzerns.
- 8 Aufgaben im Treasury: Wer hat Zeit?**  
Das Organisations-Tool von Schwabe, Ley & Greiner.
- 10 Mindeststandards für Treasury-Abteilungen**  
Der aktualisierte Leitfaden des Verbands Deutscher Treasurer (VDT).
- 12 Value-at Risk, „known“ und „unknown unknowns“ im Asset-Management**  
Richtlinien mit VaR-Limits und Benchmarks dienen dem Asset-Manager-Management. Die letzten Jahre bieten Anlass zur Nachdenklichkeit.
- 15 Können Sie nachts ruhig schlafen?**  
Reporting: Neben den üblichen Zahlen sind Limitverletzungen, Regelverstöße und Ausnahmen hervorzuheben.
- 16 Ladendiebe in der digitalen Einkaufswelt**  
Betrug im Online-Handel: In den virtuellen Prozessen herrscht Nachholbedarf bei Sicherungsmechanismen. Das betrifft auch Treasury.
- 18 Sichern im richtigen Takt**  
Den Risikohorizont zu kennen, ist unabdingbar, wenn man Risiko darstellt, berechnet und sichert.
- 20 Strukturierte Derivate – außer Spesen nichts gewesen**  
Wo die heimlichen Kosten stecken und warum simple Sicherungsinstrumente nach wie vor die bessere Wahl sind.
- 24 Können wir uns nach wie vor auf die FX-Diversifikationseffekte verlassen?**  
Die Kursveränderungen der letzten Jahre scheinen auch die Korrelationen teilweise deutlich verändert zu haben. Wir stark wirkt sich dies auf das diversifizierte Risiko aus?
- 26 „Meine Treasury-Köpfe“**  
Jochen Schwabe über Dr. Jochen Stich, CEO & President von Volkswagen Group Service SA.
- 30 Tipps, News**  
Bücher zu Unternehmenssanierung und China, neues Ratingangebot.

### In eigener Sache: Mehr als Unterricht

Unsere diesjährige Weihnachtsspende von EUR 2.000 geht an das Projekt „PROSA – Schule für alle.“ PROSA organisiert täglich den Unterricht für 180 jugendliche Geflüchtete an drei Standorten in Wien. Dazu gehören die Verpflegung in Form einer Schuljause und die Kostenübernahme für die Fahrscheine auf dem Weg zur Schule. Darüber hinaus stehen Helfer den Schülern beim Lernen bei. PROSA ist eines von zahlreichen Projekten, das auf der Plattform **Respekt.net** via Crowdfunding finanziert werden kann. Betrieben wird die Plattform vom **Verein.Respekt.net**, ein überparteilicher Zusammenschluss von politisch interessierten Bürgern, die gesellschaftspolitisches Engagement erleichtern wollen.

# Alles Streben entspringt aus Mangel

„Denn alles Streben entspringt aus Mangel, aus Unzufriedenheit mit seinem Zustand, ist also Leiden, solange es nicht befriedigt ist; keine Befriedigung aber ist dauernd, vielmehr ist sie nur der Anfangspunkt eines neuen Strebens.“ (Arthur Schopenhauer)

**D**ie Schlagworte, denen der Heftschwerpunkt „Compliance“ gewidmet ist, münden in einer Gemeinsamkeit: der Belastung von Treasury-Ressourcen.

Die zunehmenden regulatorischen Erfordernisse haben in den letzten Jahren bereits mehr als genug Raum in den Fachmedien erhalten. Treasury-Abteilungen mussten etwa einiges an Zeit und Ressourcen aufwenden, um EMIR-Meldungen umzusetzen, aber angesichts der Automatisierbarkeit der Meldungen hält sich mittlerweile der laufende Aufwand in Grenzen. Der Aufwand, auf dem die Firmen allerdings immer sitzen bleiben werden, ist natürlich die nie automatisierbare inhaltliche Auseinandersetzung und Implementierung künftiger regulatorische Novellierungen ...

Jammern wir hier aber nicht über regulatorische Anforderungen oder Auswüchse von „KYC-Prozessen“ von Banken. Konzentrieren wir uns auf die im Treasury-Bereich derzeit zur Verfügung stehenden Ressourcen und diesbezügliche Herausforderungen.

## Die Funktionstrennung – Theorie und gelebte Praxis

Es gibt (bisher) kein Gesetz, das eine Funktionstrennung im Finanz-Management von Industrieunternehmen einfordert.

Es gibt zwar gesetzliche Anforderungen im Sinne einer Sorgfaltspflicht, dass ein Unternehmen über seine Finanz- und Vermögenssituation jederzeit Bescheid wissen muss, oder dass es bei Publizitätspflicht auch rechtzeitig eine Warnung bei deren Verschlechterung aussprechen muss – aber es steht nirgends, dass und wie eine Funktionstrennung in einer Finanzorganisation im Industrieunternehmen einzurichten ist. Erfreulicherweise bietet aber zumindest der Verband Deutscher Treasurer dafür einen Leitfaden (siehe dazu den Artikel auf Seite 10), anhand dessen sich Unternehmen orientieren können. Wie sieht nun die gelebte Wirklichkeit bei größeren Unternehmen aus? Ein Vergleich aus dem Treasury-Datenfundus von SLG soll dies im Detail aufzeigen, wobei die ausgewählten Firmen einen Umsatz von EUR 600 Mio. bis 10 Mrd. haben und bereits über professionell agierende Treasury-Abteilungen verfügen.

Während das Vier-Augen-Prinzip im Fall kritischer Treasury-Prozesse bei fast allen dieser Firmen vollständig eingehalten wird, gilt das nicht so für die Funktionstrennung. Es zeigt sich dabei eine Vielfalt organisatorischer Varianten: von der häufigen „gemischten“ Variante, in der sich die Treasury-Mitarbeiter mangels Personalkapazitäten immer gegensei-

Der Autor:



**Georg Ehrhart** ist Partner bei Schwabe, Ley & Greiner und führt u. a. regelmäßig Treasury-Benchmarking-Projekte sowie Treasury-Revisionen in Unternehmen durch.

Abb. 1: **Funktionstrennung**

Wer Finanzgeschäfte *handelt*, darf diese nicht auch abwickeln, bewerten oder buchen. Wer sie *abwickelt*, darf sie nicht auch handeln, bewerten oder buchen usw.

	Front-Office	Back-Office	Middle-Office	Accounting
Abschluss von Finanzgeschäften	✓	✗	✗	✗
Abwicklung (Bestätigung, Zahlung)	✗	✓	✗	✗
Bewertung	✗	✗	✓	✗
Buchung	✗	✗	✗	✓

Abb. 2: **Überschneidungen mangels Personal**

Ausgestaltungsvarianten der Funktionstrennung in Front-, Middle- und Back-Office: In den wenigsten Fällen strikt separiert.



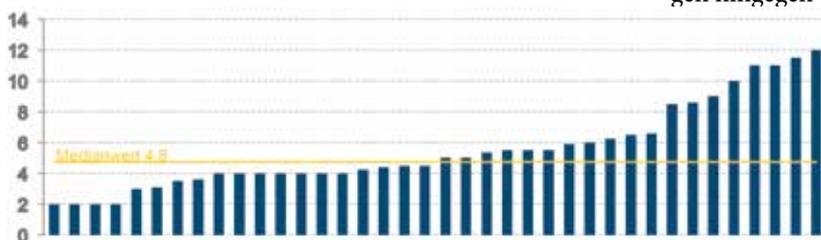
tig vertreten können müssen (in Abb. 2 in Gelb markiert), bis hin zu nicht vorhandenen oder (teilweise) ausgelagerten Funktionen. Bei strikter Auslegung der Funktionstrennung dürfte es eigentlich nur eine einzige Farbkombination geben, nämlich drei grüne Kästchen untereinander.

Eine organisatorische Trennung zwischen kontrahierenden und abwickelnden Aufgaben haben rd. 74 % der untersuchten Firmen. Bei 43 % wird eine Trennung zwischen kontrahierenden und berichtenden/risikoüberwachenden Aufgaben eingehalten und 49 % sorgen auch für die Einhaltung einer Trennung zwischen berichtenden/risikoüberwachenden und abwickelnden Aufgaben. Würden für Industrieunternehmen in dieser Größenordnung „bankähnliche“ Maßstäbe gelten, und wir jeweils den Umkehrschluss aus den obigen Prozentsätzen bilden, so wäre das Urteil aus Sicht von Aufsichtsbehörden voraussichtlich inakzeptabel: Denn bei 26 % der Firmen gäbe es keine organisatorische Trennung zwischen kontrahierenden und abwickelnden Aufgaben und bei 57 % sogar keine Trennung zwischen kontrahierenden und berichtenden/risikoüberwachenden Aufgaben!

Was bräuchte ein Treasury-Bereich, um das operationale Risiko im Sinne einer Funktionstrennung konsequent zu reduzieren? Meistens mehr Personal.

### Abb. 3: Treasury-Personal in der Zentrale (Vollzeitäquivalente, d. h. hier Leitung/FO/MO/BO)

Unternehmen mit einem Umsatz von EUR 600 Mio. bis 10 Mrd.: bei einem Umsatzmedianwert von EUR 2,4 Mrd. nur 4,8 Vollzeitmitarbeiter.



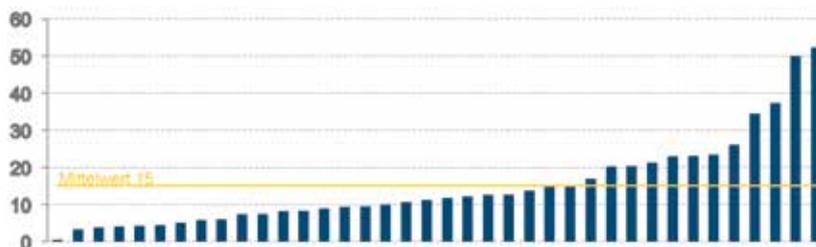
#### Fast immer zu wenig Personal

Bei einem Umsatzmedianwert der betrachteten Firmen von EUR 2,4 Mrd. werden in der zentralen Treasury-Abteilung nur 4,8 Vollzeitmitarbeiter (d. h. hier Leitung/FO/MO/BO; ebenso als Medianwert) beschäftigt (s. Abb. 3). Eine Funktionstrennung ist somit kaum machbar, wenn sie auch gleichzeitig im Abwesenheits- oder Stellvertretungsfall eingehalten werden soll.

Wesentliche Aufwandstreiber für eine Treasury-Abteilung sind, grob gesehen, meistens der Umsatz und/oder die Anzahl der Konzerngesellschaften. Nach Umsatz gemessen ist die Bandbreite groß: Der Medianwert beträgt ca. EUR 400 Mio. betreuter Umsatz je Treasury-Mitarbeiter in der Zentrale. Als

### Abb. 4: Anzahl der vollkonsolidierten Konzerngesellschaften je Treasury-Mitarbeiter in der Zentrale

Unternehmen mit einem Umsatz von EUR 600 Mio. bis 10 Mrd.: Durchschnittlich betreut ein Treasury-Mitarbeiter 15 Konzerngesellschaften.



„greifbarer“ Maßstab bietet sich die Anzahl der vollkonsolidierten Konzerngesellschaften an, für die Treasury-Abteilungen immer verantwortlich sind. Meistens umfasst dies stark zentral unterstützte Tätigkeiten und daher zumindest die Disposition bzw. das Cash-Pooling, Intercompany-Finanzierungen sowie das Währungsrisiko-Management. Je Mitarbeiter werden durchschnittlich 15 Konzerngesellschaften betreut (s. Abb. 4), in manchen aber sogar auch deutlich mehr!

Dieser relativ „entspannte“ Zugang zur oft knappen Personalausstattung ist überraschend: Neben dem operationalen Risiko wirken sich die Treasury-Tätigkeiten in Zusammenhang mit Finanzierung, Anlage, Ausfall- und Marktrisiko-Management immerhin auch stets auf die Bilanz und G&V des Unternehmens aus – im Gegensatz zu den Tätigkeiten der Buchhaltung oder des Controllings; diese Abteilungen hingegen weisen erfahrungsgemäß eine deutlich

größzügigere Personalausstattung als Treasury auf. Zumindest eine entsprechende Systemunterstützung sollte diesem Manko Abhilfe schaffen. Aber ist dem auch so?

#### Systeme im Treasury-Bereich und ihre Integration

Doppelerfassungen sind bekanntlich immer schlecht. Sie kosten Zeit und erhöhen die potenzielle Fehlerquote, bedingt durch Übertragungsfehler. Der Treasury-Bereich ist traditionell systemintensiv und abhängig von diversen Spezialanbietern, weil es keinen „Universalanbieter“ gibt, der tatsächlich alle Funktionalitäten gemäß Kundenanforderungen und zu einem dann noch immer vertretbaren Preis-Leistungs-Verhältnis abdecken kann.

Neben einem Treasury-System als „Kernsystem“ können in der Regel noch Electronic-Banking-Systeme, Marktdatensysteme, Handelsplattformen, Matching-Systeme sowie Systeme von Spezialanbietern (z. B. im Asset-Management) im Einsatz sein. Sieht man sich den Integrationsgrad dieser Systeme mit dem Treasury-System an, ergibt sich aber, dass noch

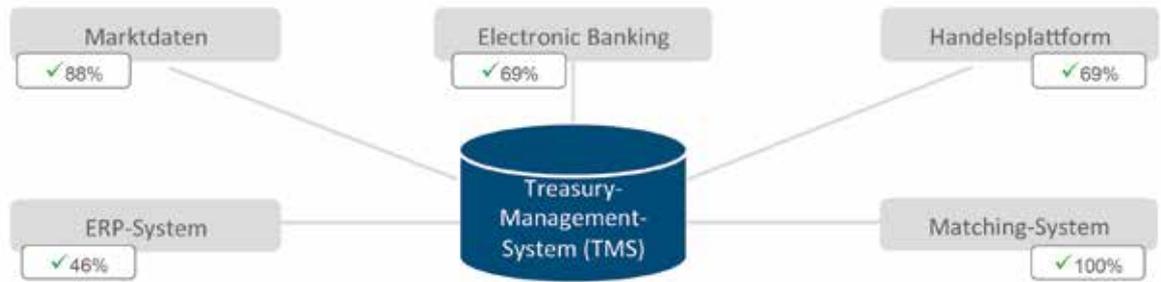


Abb. 5: **Wie integriert sind die Systeme im Treasury?**

Anteil der Vollintegration mit dem Treasury-Management-System: Am schlechtesten schneidet das ERP-System ab.

immer zahlreiche Doppelerfassungen in den Treasury-Abteilungen bestehen: Während Matching-Systeme immer mit dem TMS integriert werden und Marktdaten fast immer (bzw. in 88 % der Fälle), liegen die Werte für Schnittstellen anderer Systeme bei unter 70 % (Abb. 5).

Die heutige Logik eines „Business Case“ für Systeme oder Schnittstellen im Treasury-Bereich beruht meistens auf dem Nachweis, was man sich dank Automatisierung und Integration an Zeit, Geld und Fehlern ersparen dürfte. Es erscheint aber hier höchste Zeit für eine Kehrtwende: Eigentlich sollte man weniger begründen müssen, warum man Bud-

gets für die Automatisierung von Prozessen braucht, als warum man sich erlauben kann, automatisierbare Prozesse noch weiterhin manuell zu erledigen!

An internen Regelungen und Vorschriften sowie externen Auflagen durch Investoren, Banken oder Behörden mangelt es nicht im Finanzbereich. Es muss realistischerweise erwartet werden, dass dieses „Dickicht“ in Zukunft auch noch eher wächst als zusammengeschnitten wird und daher zusätzlichen Aufwand bedeutet. Die Aufstockung von Ressourcen im Treasury, sei es im Personal- oder Systembereich, sollte in Zukunft daher weiter an Bedeutung gewinnen, um die Anforderungen sowohl effizienter als auch sicherer zu bewältigen. ▲

Richtlinien

## „Keine Willkür des zentralen Treasury“

Uwe Falk, Head of Corporate Treasury im BayWa-Konzern, hat sich im Frühjahr 2016 entschlossen, gemeinsam mit Schwabe, Ley & Greiner eine Treasury-Richtlinie auszuarbeiten. Im folgenden Interview erzählt er ein paar Details.

Die Autorin:



**Michaela Feischl** ist Managerin bei Schwabe, Ley & Greiner.

**TreasuryLog:** Was hat die BayWa veranlasst, eine Richtlinie zu schreiben?

**Uwe Falk:** Die BayWa hat sich in den letzten Jahren grundlegend gewandelt: Aus einem hauptsächlich in der bayrischen Region tätigen Unternehmen sind wir zu einem internationalen Konzern mit mehr als 260 Tochtergesellschaften weltweit geworden. Aus diesem Grund kamen Exposures in den unterschiedlichen Währungen dazu. Es ergab sich somit die Notwendigkeit, als Konzern einheitliche Regelungen im Umgang mit diversen Treasury-relevanten Risiken aufzusetzen.

**TreasuryLog:** Gab es eine Art von Regelung als Vorläuferin der Richtlinie?

**Uwe Falk:** Ja, es gab immer schon Spielregeln, die bilateral kommuniziert wurden, aber trotzdem hatten sehr viele Tochtergesellschaften individuelle Vereinbarungen mit Banken getroffen oder individuell

agiert, was in dieser Form nicht mehr zeitgemäß war.

**TreasuryLog:** Wie schaut die Richtlinie aus, was soll sie bewirken?

**Uwe Falk:** Sie umfasst 20 Seiten mit den finanzwirtschaftlichen Zielen und Grundsätzen sowie den großen Themenblöcken Bankenpolitik, Cash- und Risiko-Management. Pro Themenblock erfolgt die genaue Verteilung der Aufgaben zwischen dem zentralen Treasury und den dezentralen Einheiten. Im Anschluss daran haben wir die einzuhaltenden funktionalen



Uwe Falk: Sorgfältiges Roll-out der Richtlinie.

© BayWa



BayWa: Im Agrargeschäft und mit erneuerbaren Energien weltweit tätig.

Regelungen (z. B. bei der Verwaltung von Bankkonten, im Zahlungsverkehr oder im Rahmen des FX-Risikos) dargestellt. All diese Punkte sind enorm wichtig für ein funktionierendes Konzern-Treasury.

**TreasuryLog:** *Wie entfaltet die Richtlinie nun ihre Wirkung?*

**Uwe Falk:** Sie erleichtert das Leben eines Treasury-Leiters enorm: Das Spezialwissen ist schriftlich zusammengefasst, die Spielregeln vom Vorstand abgesegnet. Man kann damit sehr viele Diskussionen, warum was wie gemacht werden soll, vermeiden. Nichtsdestotrotz ist eine Richtlinie kein starres Konzept, sondern man hat immer die Möglichkeit, Ausnahmeregelungen für die Belange der Tochtergesellschaften zu genehmigen. Man muss den Gesellschaften das Gefühl geben, dass von ihnen begründete Ausnahmen zentral mitgetragen werden. Damit genießen sie auch Revisionssicherheit.

**TreasuryLog:** *Gibt es Widerstände gegen die Richtlinie?*

**Uwe Falk:** Wir leisten Überzeugungsarbeit, wo nötig. Ein Beispiel: Sehr häufig verfügen akquirierte Gesellschaften über langjährige Bankbeziehungen. Es ist immer eine gewisse Zurückhaltung da, wenn die Zentrale mit Vorschriften wie dem Kernbankprinzip kommt. Diese Gesellschaften würden klarerweise gern alle ihre Hausbanken behalten.

**TreasuryLog:** *Wie sorgen Sie für Akzeptanz bei den Tochtergesellschaften?*

**Uwe Falk:** Wir verteilen die Richtlinie nicht, ohne direkt mit den Tochtergesellschaften kommuniziert zu haben. Wir möchten ihnen die Vorteile bei Themen wie der Risikoabsicherung aufzeigen, sie davon überzeugen, dass ihnen unsere Vorgaben die Arbeit erleichtern sollen. Anhand von klassischen Beispielen stellen wir dar, warum einzelne Passagen wichtig sind und welche Konsequenzen die Richtlinie für das tägliche Geschäft hat. Dass z. B. Cash-Pooling bei einer Kernbank den operativen Aufwand bei der Tochter minimiert und das Zinsergebnis optimiert.

**TreasuryLog:** *Das klingt sehr aufwändig ...*

**Uwe Falk:** Das geht noch weiter! Uns ist wichtig, dass die Vorgaben konzernweit akzeptiert werden. Die Verteilung erfolgt in Etappen. Im ersten Schritt verschicken wir die Richtlinie an alle Tochtergesellschaften. In weiteren Schritten werden wir sie vor Ort besuchen, um bilateral auf Fragen einzugehen. Wir müssen den Tochtergesellschaften ganz einfach das Gefühl geben, dass es sich nicht um willkürliche Regelungen des zentralen Treasury handelt, sondern dass wir uns an den Best Practices orientieren. ▀



### Big Player im internationalen Agrar- und Energieumfeld

Der BayWa-Konzern betreibt Handel und Dienstleistung in den Geschäftsfeldern Agrar, Energie und Bau. BayWa zählt zu den zehn größten Agrarhändlern weltweit und ist führend im Obsthandel. Der Geschäftsbereich der erneuerbaren Energien ist in Europa, Australien, Asien und in den USA mit Wind, Solar und Biomasse international vertreten.

# Aufgaben im Treasury: Wer hat Zeit?



Screenshots aus dem SLG-Organisations-Tool.

Ein Arbeitstag kann sehr lang sein, eine Arbeitswoche noch viel länger, von einem ganzen Jahr ganz zu schweigen. Blickt man als Leiter einer Treasury-Abteilung auf das abgelaufene Geschäftsjahr zurück, ist nicht immer klar abzugrenzen, wer genau woran gearbeitet hat: Wie viel Zeit haben die außergewöhnlichen Finanzierungsthemen in diesem Jahr verschlungen? Was wurde für Projektarbeit benötigt? Welche Aufgaben kehren jede Woche wieder und verlangen nach einem festen Anteil an Stunden?

das dabei hilft, die eigene Treasury-Organisation in Gänge zu erfassen und zu steuern. Basierend auf einem umfangreichen Themenkatalog, wird von den Mitarbeitern der derzeitige Zeitbedarf zu den typischen Aufgabenstellungen erhoben und auf ein Personenjahr hochskaliert. Dadurch werden freie Kapazitäten erkennbar. Aufbauend darauf können nun gezielt Maßnahmen konzipiert werden – sei es durch die Umgliederung von Themen oder die Vergabe von neuen Aufgaben. Transparente Darstellungen und

klare Aufgabengruppierungen helfen, den Überblick zu behalten und Entscheidungen auf eine konsistente Grundlage zu stützen.

Gerne stellen wir Ihnen das Tool vor und erläutern Ihnen, wie wir gemeinsam die aktuelle Situation Ihrer Treasury-Organisation erheben und neu konzipieren können.

[info@slg.co.at](mailto:info@slg.co.at)

**Der Autor:**



**Sebastian Alfery** ist Manager bei Schwabe, Ley & Greiner.



Sicher muss es an der einen oder anderen Stelle Stellschrauben zur Optimierung geben. Dieser Grundgedanke folgt dem Thema Organisation wie ein Schatten. Von ungünstig zugewiesenen Aufgaben über zeitintensive Recherchearbeiten bis hin zu neuen Themen, die den bestehenden Kollegen zugewiesen werden müssen – die interne Struktur ist nicht statisch, sondern wandelt sich fortlaufend. Um aber die Potenziale zu erkennen und proaktiv agieren zu können, fehlt meist der richtige Ansatzpunkt.

Schwabe, Ley und Greiner hat ein einfaches Tool entwickelt,



Seminare Österreich	März	April	Mai	Juni	September	Oktober	November	Dezember
Cash- und Finanz-Management	7.-8.						14.-15.	
Cash- und Liquiditäts-Management mit SAP				20.-21.		10.-11.		
Derivative Instrumente	28.-29.							
Liquiditätsplanung und -vorsorge		25.-26.			20.-21.			
Professioneller Umgang mit Finanzrisiken I Risikoberechnung			9.-11.		12.-14.			
Professioneller Umgang mit Finanzrisiken			9.-10.		12.-13.			
Treasury-Assistenz	21.-23.							
Treasury Kick-off		4.-5.					28.-29.	
Treasury Operations		12.-13.						
Währungs- und Zinsrisiko-Management			2.-4.				7.-9.	
Währungsrisiko-Management			2.-3.				7.-8.	
Zinsrisiko-Management			3.-4.				8.-9.	
Zukunft des Cash-Managements				13.			30.	
Lehrgänge Österreich	März	April	Mai	Juni	September	Oktober	November	Dezember
48. Lehrgang Grundlagen Treasury-Management	C: 13.-17.							
49. Lehrgang Grundlagen Treasury-Management			A: 8.-12.		B: 25.-29.	C: 16.-20.		
Treasury-Zertifizierung		7.					24.	
Seminare Deutschland	März	April	Mai	Juni	September	Oktober	November	Dezember
Cash- und Finanz-Management	28.-29.					24.-25.		
Cash- und Liquiditäts-Management mit SAP			30.-31.				29.-30.	
Cash Pooling	15.							
Liquiditätsplanung und -vorsorge				20.-21.		17.-18.		
Professioneller Umgang mit Finanzrisiken I Risikoberechnung		19.-21.					21.-23.	
Professioneller Umgang mit Finanzrisiken		19.-20.					21.-22.	
Treasury-Assistenz							7.-9.	
Treasury Kick-off		11.-12.			26.-27.			
Treasury Operations							14.-15.	
Treasury-Revision		26.-27.				11.-12.		
Währungs- und Zinsrisiko-Management	21.-23.							5.-7.
Währungsrisiko-Management	21.-22.							5.-6.
Zinsrisiko-Management	22.-23.							6.-7.
Lehrgänge Deutschland	März	April	Mai	Juni	September	Oktober	November	Dezember
36. Lehrgang Grundlagen Treasury-Management		A: 24.-28.		B: 19.-23.			C: 20.-24.	
Treasury-Zertifizierung								7.
Treasury-Express		3.-7.						27.11.-1.12.
Symposien und Fachkonferenzen	März	April	Mai	Juni	September	Oktober	November	Dezember
29. Finanzsymposium			17.-19.					
The Future of Cash Management	Inhalte, Termin und Veranstaltungsort unter <a href="https://www.slg.co.at/events/the-future-of-cash-management/">https://www.slg.co.at/events/the-future-of-cash-management/</a>							
WebAcademy	Inhalte unter <a href="http://www.slg-academy.com">www.slg-academy.com</a>							
Treasury-Roundtables	Inhalte, Termine und Veranstaltungsorte unter <a href="http://www.slg.co.at/roundtables">www.slg.co.at/roundtables</a>							

Mehr Informationen zu unserem Ausbildungsprogramm oder die Möglichkeit zur Anmeldung finden Sie auf unserer Website [www.slg.co.at](http://www.slg.co.at) unter der Rubrik „Ausbildung“ oder senden Sie uns ein Fax an +43-1-5854830-15.

\_\_\_\_\_  
Firma

\_\_\_\_\_  
Straße

\_\_\_\_\_  
Name

\_\_\_\_\_  
PLZ, Ort

\_\_\_\_\_  
Position/Abteilung

\_\_\_\_\_  
Telefon, Fax

\_\_\_\_\_  
E-Mail

# Mindeststandards für Treasury-Abteilungen

Der Verband Deutscher Treasurer (VDT) hat den zuletzt im Jahr 2008 aktualisierten Leitfaden über Mindestanforderungen im Unternehmens-Treasury überarbeitet und an aktuelle Anforderungen angepasst. Die Neuerungen in Kürze.



© Fotolia

## Der Autor:



**Georg Ehrhart** ist Partner bei Schwabe, Ley & Greiner und hat bei allen drei Leitfäden des VDT zu Mindestanforderungen im Unternehmens-Treasury seit 1997 mitgewirkt.

Von Treasurern für Treasurern“ ist nach wie vor das Ziel des Leitfadens und beginnt schon im Titel: Aus „Governance“ werden „Mindestanforderungen“, womit die aus Sicht des VDT essentiellen Grundlagen für das Betreiben von Treasury-Aktivitäten adressiert werden. Die formulierten Mindestanforderungen sollen beim Aufbau und der Weiterentwicklung des Unternehmens-Treasury unterstützen.

Neben dem geänderten Aufbau sind insbesondere die Kapitel „Rechtliche und regulatorische Anforderungen“ und „Ermittlung, Festlegung und Überwachung von Risikolimiten“ neu. Diese Ergänzungen sollen den geänderten Rahmenbedingungen im Treasury, wie bspw. der EU-Verordnung über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR), Rechnung tragen und Sensibilität für den Bereich Recht und Regulatorik schaffen. Das Kapitel zum Limitwesen geht auf die verschiedenen Limite ein und zeigt die Aufgaben und Verantwortungen im Limitprozess auf. Abschließend werden die sechs Treasury-Kernprozesse Cash und Liquidität, Asset-Management, Unternehmensfinanzierung, Management von Marktpreisrisiken, Kredit- und Kontrahentenrisiken sowie Bankensteuerung und Kommunikation beschrieben. Die Mindestanforderungen sind Hinweise und Best-

Practice-Ansätze, die in der Industriepraxis Berücksichtigung finden sollen. Die Umsetzung der Mindestanforderungen im Treasury muss sich naturgemäß unternehmensspezifisch an Art, Umfang, Risiko und Komplexität der Geschäftsaktivitäten des Unternehmens orientieren. Hierbei gilt nach wie vor: Je komplexer die Geschäftsaktivitäten und je höher die Risiken, desto höher und strenger sind die Anforderungen an die Aufbau- und Ablauforganisation im Treasury. Denn klar formulierte und an das Unternehmen angepasste Vorgaben sorgen für Transparenz und Sicherheit, sowohl für das Unternehmen als auch für alle Beteiligten. Nur dann kann eine Implementierung erfolgen, welche auch die Zusammenarbeit verbessert und die Effizienz erhöht.

Neu sind in dem Dokument zahlreiche Praxisbeispiele, die vertiefende Informationen zu den im Kapitel erläuterten Hinweisen geben. Der Leser findet darin unter anderem Informationen zu einem Treasury mit geringer Personalkapazität, Treasury-IT, Regulierung oder zum Aufbau einer FX-Management-Richtlinie.

Die Publikation kann von Mitgliedern beim VDT bezogen werden.

Nicht-Mitglieder können sie entgeltlich beim VDT ([www.vdtev.de/home/](http://www.vdtev.de/home/)) erwerben. ▲

## „Leitfaden für Großunternehmen wie für Mittelständler“

Interview mit Herrn Carsten Linker, Head of Group Treasury von DNV GL und beim VDT im Vorstand verantwortlich für das Ressort Risk Management, zu den Themen Regulierung, Risk Management / Framework, Hedging sowie Derivatebewertung und Bilanzierung.

**TreasuryLog:** Der letzte Leitfaden zu den Mindestanforderungen erschien 2008, gerade vor der Finanzkrise, der aktuelle 2016. Hatte die Finanzkrise Auswirkungen auf den Leitfaden bzw. die Mindestanforderungen?

**Carsten Linker:** Ja, natürlich. Die neuen rechtlichen Auflagen zur Meldepflicht oder die zunehmende Berücksichtigung des Kreditrisikos auch bei Derivatgeschäften sind Folgen, die sich auch operativ in höherer Transparenz, Effizienz und auch „Wachsamkeit“ im Treasury niederschlagen müssen – egal, ob das Treasury groß oder klein ist. Der Leitfaden unterstützt damit die weitere Professionalisierung des Finanz-Managements im Unternehmen. Alternativ kann er dem Treasurer als Abgleich einer Soll-Vorstellung mit der eigenen Treasury-Struktur dienen.

**TreasuryLog:** Für welche Zielgruppe ist der Leitfaden gedacht?

**Carsten Linker:** In den Organigrammen von Firmen finden sich separate Treasury-Abteilungen ab einem Umsatz von etwa EUR 300 Mio. und spätestens ab EUR 500 Mio. Oft ist der Treasurer hier eine One-Man-Show. Es gibt auch zahlreiche kleinere, international

operierende Mittelständler, die ähnlich komplexe Themen haben wie Großunternehmen, aber noch keine separate Treasury-Abteilung haben. Wir haben diesen Umstand mit dem Leitfaden wieder berücksichtigt, indem wir vor allem zahlreiche Ideen und Beispiele bieten, um Mindeststandards möglichst ressourcenschonend zu erfüllen. Die Anforderungen an Treasury-Prozesse und Strukturen haben regelmäßig einen aufgezeigten Mindestumfang, womit die Inhalte des Leitfadens für Großunternehmen und Mittelständler gleichermaßen einsetzbar sind.

**TreasuryLog:** Was sind weitere Themen neben dem Leitfaden, mit denen Sie sich im Risk-Management-Ressort des VDT beschäftigen?

**Carsten Linker:** Seit letztem Jahr haben wir das Medium „Webinar“ für uns eröffnet, um Inhalte zu vermitteln und die direkte Diskussion mit unseren Mitgliedern zu fördern. Mit dem Blick auf ein Fokusland beleuchten wir die Rahmenbedingungen und Bankenlandschaft aus Sicht des Treasurers, binden eine Auslandshandelskammer oder lokale Bank in die Diskussion ein und stellen Treasurys von Mitgliedsunternehmen vor. Ebenso etabliert sind im VDT die Veröffentlichung anderer Schriftmedien, z. B. als Newsletter und Artikelserien oder Präsenz-Events, zu aktuellen Themen.



## corima.cfs - Die TMS-Lösung für komplexe Anforderungen

corima

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

corima.cfs - deckt den gesamten Corporate Treasury-Prozess ab



Accounting

- ✓ Flexibler Aufbau von Buchungsregeln für sämtliche Finanzgeschäfte
- ✓ Abbildung von Hedge Accounting (IAS39, IFRS9)
- ✓ Parallele Hinterlegung verschiedener Buchungskonzepte (HGB/BilMoG, IFRS, US-GAAP etc.)
- ✓ Standardisierte und bidirektionale Kommunikation mit SAP/FI

...in einem integrierten Systemkonzept



risk management

back office



cash management

liquidity planning



front office

accounting





Brexit-Votum: Kurseinbruch durch politisches „known unknown“.

## Value-at-Risk, „known“ und „unknown unknowns“ im Asset-Management

Wohldurchdachte Richtlinien mit VaR-Limits und Benchmarks dienen dem Asset-Manager-Management. Die letzten Jahre bieten Anlass zur Nachdenklichkeit. Fest steht: Die Politik hat das Primat.

### Der Autor:



**Utz Greiner** ist Partner bei Schwabe, Ley & Greiner und Leiter der Praxisgruppe „Asset-Management“.

**D**ieser Beitrag reflektiert Erfahrungen aus den vergangenen drei Jahren – einem Zeitraum, der wieder einmal reich an Krisen war und die Auflösung einiger Gewissheiten erlebte. Zu den Gewissheiten gehörten Stabilität und Frieden in Europa und positive Nominalzinsen.

Im Gedächtnis überlagern sich eine Serie von politischen Zwischenfällen oder Krisen und Verwerfungen an den Finanzmärkten, ohne dass zwischen diesen Geschehnissen Kausalzusammenhänge bestehen müssen: Krieg in der Ukraine seit Anfang 2014, Annexion der Krim (März 2014), Abschuss des Flugs MH17 (Juli 2014), Flüchtlingskrise (Sommer 2015), Terroranschläge in Paris und Brüssel, Eskalation des Krieges in Syrien, Brexit-Votum und Wahl der politischen Lähmung in Spanien (Juni 2016), Putschversuch in der Türkei (Juli 2016).

Parallel zum Höhepunkt der Flüchtlingswelle verlieren der MSCI Europa und der MSCI Weltindex von Ende März 2015 bis Ende September 2015 mehr als 10 %. Im Juni 2016 verliert der MSCI Spanien massiv an Wert (-9,7 %); der MSCI UK bricht an den ersten beiden Tagen nach dem Votum um circa 14 bis 15 % ein – erholt sich dann aber in lokaler Währung rasch und beendet den Juni sogar mit einer po-

sitiven Rendite von fast 5 %. Der spanische Aktienmarkt legt im Folgemonat Juli wiederum um fast 6 % zu – und das trotz eines sehr unruhigen sicherheitspolitischen Umfelds (Putschversuch Türkei, Terroranschlag in Nizza).

### Value-at-Risk zur Kommunikation, nicht als Limitinstrument

Solche Ereignisse und Entwicklungen verlangen es, einen kritischen Blick auf wesentliche Elemente des Anlageregelerwerks zu werfen und deren Wirkung oder Eignung zu hinterfragen – wobei die Eignung natürlich nur im Hinblick auf einen bestimmten erwarteten Nutzen gilt; sei es der Nutzen als Warnglocke in Erwartung eines Sturmes oder als Instrument zur Verteidigung von Ertragschancen.

Eine Schlussfolgerung aus der skizzierten Historie ist, dass Value-at-Risk (auf Basis historischer Renditen) ein wichtiges beschreibendes Instrument ist und damit gut geeignet für die Risikokommunikation zwischen Anleger und Manager. Als Limitinstrument ist der Value-at-Risk (VaR) weniger hilfreich: Für den Anleger in spanischen Aktien waren der Juni und Juli nervenbelastende Monate. Der MSCI Spanien brach am letzten Handelstag vor der Wahl – das war der 24. Juni – um 13 % ein. Der VaR auf Basis

### Abb. 1: Aktienmärkte: Von wegen „immer volatil“

Die Volatilität von MSCI Welt (ohne USA) und MSCI USA: Seit Jahrzehnten in derselben Bandbreite. (Historie: 1972 bis 2016; Monatsrenditen, 36 Monate rollierend)



von 250 Handelstagen stieg aber erst nach diesem Verlust von circa 25 % p. a. vor der Wahl auf fast 30 % bis Mitte August, obwohl oder vielmehr weil sich die Kurse nach der Wahl erholt hatten. Ein Verkauf spanischer Aktien, ausgelöst durch eine VaR-Änderung, wäre zu spät gekommen und hätte die Teilnahme an der Kurserholung verhindert.

Gleiches – wenngleich weniger markant – zeigte sich in England infolge des Brexit-Votums und in der Türkei nach dem Putschversuch.

Risiko ist Ausdruck von „known unknowns“ ebenso wie von „unknown unknowns“, um den ehemaligen US-Verteidigungsminister Donald Rumsfeld zu zitieren. Value-at-Risk berichtet aber nur über Geschehenes oder über die retrospektiven „knowns“ und kündigt nicht zukünftiges Geschehen oder die „unknowns“ und deren Folgen an.

VaR als Risikohistorie ist dennoch ein sehr nützliches Maß, weil es dem Anleger zeigt, welche Wetterlagen zu erwarten sind oder welche Rätsel und Lösungen es immer wieder gab und vermutlich wieder geben kann. So zeigt ein Blick auf Märkte mit langer Datenhistorie, dass diese nicht „immer volatil“ werden, wie gerne gesagt wird. Die Volatilität steigt und fällt – die Volatilitätsbandbreite ist aber frappierend stabil (s. Abb. 1).

Der längere wie der kürzere Rückblick zeigen, dass politische Ereignisse die Volatilität bestimmen: Ölpreisschock 79/80, Zusammenbruch des Warschauer Pakts und deutsche Wiedervereinigung (ab 1989), Währungskrise in Russland, Zusammenbruch des LTCM-Fonds und Asienkrise (1998 ff.) sowie Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/2008. Dieses „Primat der Politik“ lässt sich nicht nur in der Aktien-, sondern auch in der Zinsvolatilität ablesen (Abb. 2 auf S. 14).

Es empfiehlt sich daher, das Risiko eher durch scheinbar altmodische Anlageklassengrenzen oder

Strukturlimits (Aktien maximal 30 %; Anleihen mindestens 70 % und Modified Duration maximal 5) als durch VaR-Limits zu steuern oder zu „kanalisieren“. Diese Strukturentscheidungen haben jedoch VaR-Konsequenzen, die mit Rückgriff auf eine angemessene lange Datenhistorie kommuniziert werden sollten, um den Anleger auf die vermutlich unvermeidbaren Ausschläge vorzubereiten. Eine Datenhistorie, die weniger als einen vollen Wirtschaftszyklus umfasst, erscheint uns nicht angemessen: Wie Abbildung 1 zeigt, ist die ausgewiesene Volatilität seit 2013 gering; sie suggeriert, dass der Zeitraum seit 2010 (bei einer Datenhistorie von rollierend drei Jahren) risikoarm war. Ein sehr viel besseres Abbild des „wahren“ Charakters ergäbe sich hingegen, wenn man statt der drei Jahre eine Historie von beispielsweise seit 2004 heranzieht. Ein VaR-Limit – wenn es überhaupt ein solches als hartes Limit gibt – sollte eher auf ein zu erwartendes als auf ein trügerisches Niveau abgestimmt sein.

### VaR begründet den Grenzwert der Anlageklassen, ist aber keine Anlagegrenze

Die jüngere wie die ältere Geschichte zeigen auch, dass kurzfristiger Positionsabbau als Reaktion auf Verluste im Regelfall einer Amputation gleichkommt. Der Schaden ist eingetreten; Erholung wird verhindert – siehe UK und Spanien im Juni und Juli 2016. Deshalb ist es wichtig, Anlagegrenzen so zu setzen, dass der Anleger auch einen Verlust im Ausmaß eines Stressszenarios absorbieren und „aussitzen“ und an einer nachfolgenden Erholung teilhaben kann. In diesem Zusammenhang gilt es, klare Maßstäbe für die Risikokapazität des Anlegers zu definieren – sei es das Eigenkapital, das EBIT, der Cashflow oder das BIP. Das zu erwartende Risiko wie das Stressrisiko sind im Hinblick auf diese Maßstäbe zu limitieren, am besten prozentuell. Zusam-

**Abb. 2: Geld- und Kapitalmarktzinsen: Vom Ölpreisschock bis zur Finanzkrise**

Die Volatilität von Zinsen (EUR und Vorgänger) ist wie die des Aktienmarktes von politischen Ereignissen geprägt. (Historie: 1979 bis 2016; absolute Monatsrenditen, 36 Monate rollierend)



mengefasst: Das Risiko sollte durch harte Grenzwerte für die zulässigen Assetklassen gesteuert und die Grenzwerte durch den potenziellen VaR und den Stressfall begründet werden. Der VaR ist aber kein Ersatz für die Anlagegrenzen.

**Zum passiven Management gezwungen?**

Auch wenn die Anlagegrenzen mit Blick auf die Risikokapazität vernünftig erscheinen, wird ein Anleger von einem aktiven Manager bei „Gefahr in Verzug“ risikoreduzierende Maßnahmen verlangen. Gefahr in Verzug lässt sich auch mit „known unknown“ übersetzen. Derartige Fälle waren die Brexit-Abstimmung und die Wahl in Spanien im vergangenen Juni. In diesem Zusammenhang gewinnt jedoch das „Management des Managers“ durch den Anleger an Bedeutung. Wird ein Manager an einer klassischen Benchmark oder einem Normportfolio gemessen, „erzwingt“ der Anleger mit diesem Ansatz bewusst oder unbewusst ein Stück passives Management: Der Manager wird besonders exponierte Anlagen relativ zur Benchmark unterdosieren, aber mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht eliminieren, weil er sich einem asymmetrischen Risiko ausgesetzt sieht. Wird ein wesentlicher Baustein aus Risikoüberlegungen dann doch eliminiert und der Schaden tritt nicht ein, wird der Manager der Benchmark wahrscheinlich dauerhaft hinterherlaufen. Eliminiert er nicht, ist es unerheblich, ob der Schaden eintritt oder nicht – die Benchmark bleibt erreichbar und sein Mandat bleibt relativ sicher.

**Renditeziel statt Benchmark**

Eine Lösung dieses Dilemmas bietet ein Verzicht auf eine explizite Benchmark und deren Ersatz durch ein Renditeziel – ein „Absolute Return“-Ansatz. Ist das Ziel so gewählt, dass es für den Manager

auch bei temporärem Abbau von besonders exponierten Anlageklassen erreichbar bleibt, wird ihm der Rücken gestärkt, solche Maßnahmen, nämlich den Abbau von exponierten Risikoklassen, auch zu setzen – d. h. englische und spanische Aktien in einem Juni 2016 zur Gänze abzubauen. Das gilt natürlich nur für „known unknowns“ – nicht für „unknown unknowns“ wie den Putsch in der Türkei.

Letztere sind ein Grund dafür, einen Manager durch die Vorgaben der Anlagerichtlinie zur Diversifizierung zu zwingen – und dabei nicht nur Instrumente und Branchen zu diversifizieren, sondern ganz besonders auch für die geografische Diversifizierung zu sorgen. „It’s the politics, stupid!“ Die Ereignisse der letzten drei Jahre – wie auch ein Blick auf die Zinsänderungen der letzten Dekaden – zeigen, dass politische Krisen und politischer Zündstoff zu den wichtigsten Risikotreibern zählen. Politik hat so gut wie immer einen geografischen Fokus – seltener einen Branchenfokus: Der Juni 2016 bedeutete einen Verlust von 9,7 % im MSCI Spanien, aber nur -2 % im MSCI Portugal und +0,3 % im MSCI USA.

Übrigens: Die geografische Diversifizierung ist auch im Rentensegment von Bedeutung, wird jedoch häufig übersehen. Rentenanlagen in fremder Währung sind zunächst aus gutem Grunde wenig attraktiv, weil die fremde Währung viel zum Risiko, aber wenig zum erwarteten Ertrag beisteuert. Mit dem Ziel der geografischen Diversifizierung sollte das Regelwerk dennoch Anleihen in fremder Währung zulassen oder sogar verlangen, wenngleich mit Währungssicherung. Denn auch im Rententeil gilt: „It’s the politics, stupid!“

# Können Sie nachts ruhig schlafen?

Oder träumen Sie von unzähligen Berichten, Zahlen, Listen und Grafiken – und sind am Ende nicht sicher, etwas Wichtiges übersehen zu haben? Damit Manager ruhigere Nächte haben, empfehlen wir Treasury-Berichterstattern, neben Status-, Plan- und Risikozahlen jene Aspekte hervorzuheben, die besondere Aufmerksamkeit erfordern: Limitverletzungen, Regelverstöße und Ausnahmen.

**D**as Berichtswesen ist in vielen Unternehmen sehr oft nach dem Motto „Viel hilft viel“ aufgebaut. Doch „Viel Papier“ macht noch lange kein gutes Berichtswesen.

## Viel hilft eben nicht immer viel

Bei so manchen unserer Kunden sehen wir ein sehr umfangreiches Berichtspaket als tägliches, wöchentliches oder monatliches Reporting an das Management. Darin sind wichtige aggregierte Informationen wie Finanzstatus, Liquiditätsplanung und Risikokennzahlen genauso enthalten wie zusätzliche Details: Handelslisten, Konditionenblätter oder Bestätigungslisten. Warum? Weil die Daten nun mal vorhanden sind oder der Standardbericht keine Differenzierung zulässt. Wenn aber in Berichten lediglich immer mehr Inhalte gezeigt werden, gehen die essenziellen Informationen in der Flut von Daten unter.

## Nur das zeigen, was wirklich wichtig ist

Wir sollten mit Informationen sorgsam umgehen. Es muss eben nicht immer alles gezeigt werden. Stattdessen sollten nur jene Informationen weitergegeben werden, die wirklich relevant sind: Status-, Planungs- und Risikoinformationen auf aggregierter Ebene (gerne auch mit Drill-down-Möglichkeit) und eben wichtige Ausnahmen oder „Exceptions“.

Ein solches Exception-Reporting muss all jene Informationen aufführen, die nicht alltäglich sind: die Verletzung eines Limits, das Handeln eines nicht freigegebenen Produkts oder auch eine Einzelunter-

schrift auf einer manuellen Zahlung. Diese Informationen müssen dem Management (und dem Treasury-Leiter) übersichtlich übermittelt werden und nicht im Rahmen von mehrseitigen Listen mit vielen Nullmeldungen. Im Idealfall ist ein solcher Bericht leer, weil es eben keine Übertretungen/Ausnahmen – Exceptions also – gegeben hat.

Die Schwierigkeit bei solchen Berichten ist, dass darin viele Informationen enthalten sein werden, die eventuell nicht einfach oder auf Knopfdruck zur Verfügung stehen. Und Standardberichte sind sie schon gar nicht. Eine Limitverletzung lässt sich noch relativ einfach aus einem System abrufen. Wenn es aber um eine nicht genehmigte Kontoeröffnung, das Handeln eines nicht freigegebenen Produkts oder die Zahlung mittels Einzelvollmacht geht, dann müssen die notwendigen Informationen häufig manuell zusammengetragen werden. Aber die Mühe lohnt sich jedenfalls: Mit einem wasserdichten Exception-Reporting lenken Sie den Fokus auf die Dinge, die wirklich wichtig sind. Das Management ist nachweislich über Verstöße informiert und nicht dauernd mit zusätzlichen Berichten belastet. Und das fördert den guten Schlaf.

## Der Autor:



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



## „Zöpfe in Kurzhaarfrisur verwandeln“

*Dr. Jochen Stich ist CEO & President der Volkswagen Group Services SA (mehr zu seiner Person auf S. 26 im Rahmen der Portraitreihe „Meine Treasury-Köpfe“.) Er hat gemeinsam mit Schwabe, Ley & Greiner ein Konzept zu „Daily Compliance Reporting“ erarbeitet.*

**„Die Ausgangslage: 253 Reports, davon einige mehrere Seiten stark, die in munterer Frequenz auf mich einprasselten – die Folge von Detailverliebtheit, neun verschiedenen Quellsystemen und einer 15 Jahre alten Data-Warehouse-Struktur; ganz zu schweigen von einer Virtuosität, Grafiken völlig aussagelos zu machen.**

**Auf Basis eines mit SLG kurzfristig erarbeiteten Reporting-Konzeptes zurrten wir inhaltlich fest, was das Management zukünftig wie als Steuerungsinformation haben will und insbesondere was nicht. Mittlerweile sind die technischen Voraussetzungen geschaffen.**

**Als zeitraubendster Knackpunkt erwies sich allerdings, eine saubere Data-Governance zwischen und in den Abteilungen zu implementieren. Aber auch hier sind wir auf gutem Weg. Liebgewonnene alte Zöpfe in eine schnittige Kurzhaarfrisur zu verwandeln dauert halt.“**



Zwar kein Bohrerhammer, aber immerhin ...

# Ladendiebe in der digitalen Einkaufswelt

Mit dem Boom des Online-Handels wachsen auch die Möglichkeiten des Betrugs. Wo im „realen“ Leben längst Sicherheitsmechanismen im Einsatz sind, herrscht bei virtuellen Prozessen noch Nachholbedarf. Auch im Treasury.

**D**er Online-Shop des Baumarkts hat geliefert: Ein Bohrerhammer um 199 Euro befindet sich seit einigen Wochen beim Kunden, die Rechnung wurde mitgeschickt – doch bis heute nicht bezahlt. Mehrere Mahnungen wurden versendet, das Inkasso beauftragt, doch alle Bemühungen, das Geld einzutreiben, liefen ins Leere. Nun stellt sich heraus: Die Bestelladresse ist eine verlassene Lagerhalle, der vermeintliche Heimwerker ein Hehler, der das Gerät längst an der nächsten Ecke weiterverscherbelt hat. Dass er bei der Bestellung eine falsche Identität angegeben hat, gehört zu seinem Geschäftsmodell. Das Geld wird der Baumarkt wohl nie sehen. Zugegeben, dieses Szenario klingt etwas weit hergeholt. Doch solche Betrügereien sind im Online-Handel durchaus Realität: Wie das Forschungsinstitut ibi research an der Universität Regensburg 2015 in einer Umfrage unter 163 deutschen Online-Händlern mit Betrugserfahrung erhob, bewegt sich unser Beispiel im üblichen Rahmen der verschiedenen Formen von Betrug oder Betrugsversuch (s. Abb. 1).

Betrug im Online-Handel nimmt in ähnlichem Ausmaß zu, wie Online-Shops ihre Umsätze ausweiten. Die Sicherheit der Einnahmen ist durch kriminelles Verhalten gefährdet. Dabei spielt es auch eine Rolle, welche Zahlungsverfahren angeboten werden: Besonders anfällig ist sicherlich die Zahlung auf Rechnung, da hier das meiste Vertrauen in die Kunden gesetzt wird, aber auch Kreditkartenzahlungen. Vorkassa und Online-Überweisungen dagegen gelten als deutlich sicherer (s. Abb. 2).

**Der Autor:**



**Jürgen Kuttenberger** ist Manager bei Schwabe, Ley & Greiner. Er leitet das Kompetenzfeld „Online-Zahlungen“.

**Externe und interne Gefahrenquellen**

Spätestens an dieser Stelle ist Betrug im Online-Handel auch ein Treasury-Thema: Nicht nur die Sicherheit der Einnahmen ist gefährdet, sondern auch die der Cash-Bestände. Das ist etwa dann der Fall, wenn bei einem E-Wallet das Konto (und somit auch das darauf befindliche Guthaben) vom Anbieter für einige Zeit komplett gesperrt wird – und zwar so lange, bis die Angelegenheit geklärt ist. Einige Wochen bis Monate sind hier keine Seltenheit!

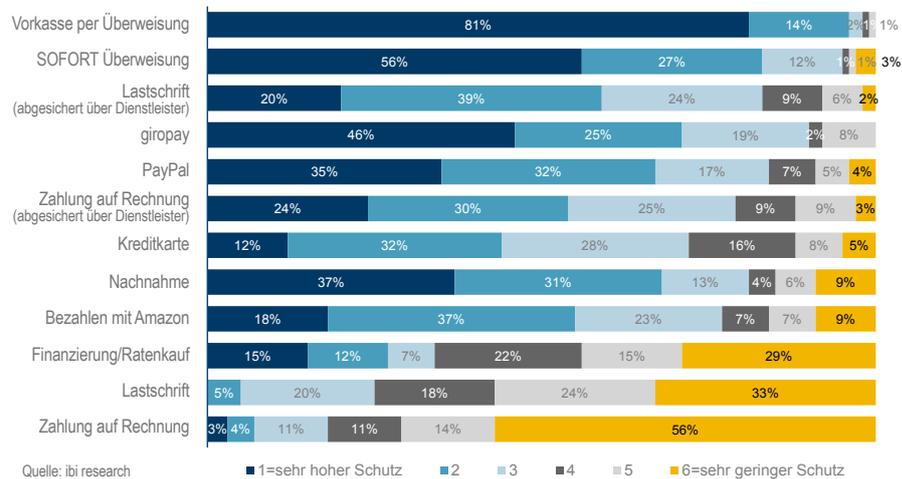
**Abb. 1: Betrugsvielfalt im Online-Handel**

Angaben von Online-Händlern, die mit Betrugsversuchen konkrete Erfahrung gemacht haben.



Quelle: ibi research

**Abb. 2: Zahlungsarten und Betrugssicherheit**  
Wie Händler die Zahlungsverfahren hinsichtlich Betrug beurteilen.



Neben den oben geschilderten externen Betrugsmöglichkeiten bieten sich auch betriebsintern allerlei Gelegenheiten, die nur so darauf warten, kriminell ausgenutzt zu werden. Stichwort Vier-Augen-Prinzip: Was bei Bankkonten nämlich vollkommen normal ist, kommt bei E-Wallet-Konten nicht selbstverständlich zur Anwendung. Egal, wie viele Personen für diese Konten berechtigt sind: Wir beobachten, dass es bei den gängigen E-Wallets für die wesentlichen Funktionen lediglich eine Freigabe braucht. Ein durchgängiges Vier-Augen-Prinzip ist vor allem bei folgenden Prozessen im Standard nicht umgesetzt:

- ▲ Zahlungen (Überweisungen von Geldern von einem auf ein anderes E-Wallet-Konto)
- ▲ Anbindung/Änderung des hinterlegten Bankkontos für den Übertrag von E-Wallet-Guthaben
- ▲ Änderung von Stammdaten (z. B. Berechtigung von Personen)

### Maßnahmen gegen interne und externe Betrugsversuche

Damit diese internen Schwachstellen schon vor dem Besuch des Revisors ausgemerzt werden, ist anzuraten, zusätzliche organisatorische Maßnahmen und Sonderregelungen zu implementieren.

So ist etwa zu dokumentieren, welche Personen die Zugänge zu Stamm- und Bewegungsdaten verwenden.

Jegliche Änderungen sind im Vier-Augen-Prinzip (z. B. mit Unterschrift) freizugeben und anschließend nochmals zu kontrollieren. Da nicht ausgeschlossen werden kann, dass die Beteiligten diese Regelung auch durchgängig einhalten, ist regelmäßig zu kontrollieren, ob sie bei einer Änderung von Stammdaten auch vorschriftsmäßig vorgegangen sind.

Externen Betrugsversuchen können Online-Händler mittels technischer und organisatorischer Maßnahmen zu Leibe rücken (s. Kasten „Technik und Organisation gegen Betrug von außen“).

Viele Zahlungsanbieter und Payment Service Provider bieten außerdem an, das Risiko zu übernehmen und den Rechnungsbetrag sofort auszuführen (z. B. bei Rechnungsbetrag oder Ratenzahlung). Manchmal beschränkt sich ihre Dienstleistung aber auch nur darauf, die Bonitätsprüfung, das Mahnwesen oder das Inkasso zu übernehmen; es kann aus einem breiten Spektrum der Unterstützung gewählt werden. Bei hohen Ausfalls-/Betrugsraten kann ein Outsourcing sinnvoll sein, auch wenn dies zunächst teuer erscheint. Bei all diesen Maßnahmen bleibt zwar weiterhin nicht ausgeschlossen, dass Diebe im virtuellen Laden Schaden anrichten. Doch Geschichten von Bohrhämmern, die im virtuellen Shop gestohlen und auf der Straße verhökt werden, sollten auf diese Weise etwas weniger wahrscheinlich werden. ▲

## Technik und Organisation gegen Betrug von außen

Ausgewählte Maßnahmen zur Betrugsbekämpfung im Online-Handel.

### ▲ Technik:

- Laufende Wartung und Updates von Software und Netzwerk
- Datentransportsicherung mittels Transport Layer Security (TLS – früher SSL)
- Testen der Check-out-Seiten, um eventuelle Weiterleitungen auf fremde Seiten zu erkennen
- Nutzung von 3-D-Secure-Verfahren (Verified by Visa, J/Secure, SafeKey etc.)

### ▲ Organisation:

- Prüfung auffälliger Bestellungen und Betrugsmuster (z. B. anhand der Warenkorbbzusammensetzung)
- Prüfung eigener Negativ- oder Positivlisten

(z. B. Ausschluss bestimmter Postleitzahlen oder Wohnorte)

- Ähnlichkeitsprüfung (z. B. bereits bekannte Adresse, aber anderer oder ähnlicher Name des Kunden)
- Abfrage und Kontrolle der Kartenprüfnummern
- Einschränkung der angebotenen Zahlarten (z. B. für Produktgruppen oder ab bestimmtem Einkaufswert)
- Erstmalige Bestellung/Zahlung nur mittels Vorkasse oder Online-Überweisung
- Gründliche Bonitätsprüfung der Kunden
- Doppelte Bestätigung der Rechnungs- und Zahlungsdaten bei Bestellung
- Verhindern des Versands an Postfächer bzw. Versand nur an Rechnungsadresse

# Sichern im richtigen Takt

Den Risikohorizont zu kennen, ist unabdingbar, wenn man Risiko darstellt, berechnet und sichert. Andernfalls besteht die Gefahr, dass Sicherungsmaßnahmen das Gegenteil bewirken.



© Fotolia

Der Autor:



**Bernhard Kastner** ist Manager bei Schwabe, Ley & Greiner und leitet das Team „Markttrisiko-Management“.

**E**in deutscher Klavierhersteller exportiert in alle Welt. Ein großer Absatzmarkt sind die USA, wo die Pianinos und Flügel über Importeure und Großhändler an die Musikfreunde verkauft werden. Einmal im Jahr legt der Produzent die Preise in US-Dollar fest. Das dabei entstehende Wechselkursrisiko soll das Finanz-Management sichern.

Im Herbst 2014 zog der US-Dollar deutlich an und wurde stärker. Der Zeitpunkt erschien damit besonders günstig, das gute Kursniveau zu fixieren. „Sicherheitshalber“ wurden gleich die geplanten Umsätze für die nächsten drei Jahre mittels Devisentermingeschäften abgedeckt.

Kurz darauf aber legte der US-Dollar noch mehr zu. Davon unbeeindruckt, ließ der Klavierhersteller die Preise für das nächste Jahr unverändert, da der Kurs ja gesichert war. Doch dann blieben die USD-Umsätze aus. Stattdessen stiegen die Umsätze in Euro aus den USA. Auf den ersten Blick kein großes Problem: Ausbleibende Dollar wurden durch Euro ersetzt.

Der Risikobericht zeigte jedoch eine massive Übersicherung: Aus der USD-Long-Position wurde eine Short-Position und das Risiko hat sich verdoppelt (s. Abb.). Was war hier passiert?

Zahlreiche Kunden in den USA, also die Klavier-Importeure, ergriffen die Chance, ihre Marktstellung auszunutzen, und wiesen die bestehende USD-Preisliste zurück: Schließlich war es für sie nach der USD-Aufwertung wesentlich attraktiver, die Musikinstrumente in Euro zu bezahlen. Somit flossen statt

**Abb.: Massiv übersichert**

Zu gut gemeint: USD-Long-Position von EUR 37 Mio. wird mit einer Sicherung in Höhe von EUR 102 Mio. in eine Short-Position von 65 Mio. gedreht. Dadurch steigt das USD-Risiko von EUR 3 Mio. auf 5,6 Mio. und das diversifizierte Risiko steigt von EUR 1,8 Mio. auf knapp 6,5 Mio.

Währung		EUR		in TEUR		
Haltedauer		12 Monate				
Konfidenzniveau		95.00%				
Währung	Plan Cashflow	Sicherungen	Offene Position	Risiko vor Sicherung	Risiko nach Sicherung	
CAD	-2.627	0	2.627	248	248	
CHF	1.702	0	1.702	217	217	
CNY	-12.131	1.583	-10.549	1.215	1.080	
GBP	823	0	823	79	79	
KRW	-5.646	4.909	-737	458	10	
MXN	-877	0	-877	112	112	
PLN	352	0	352	24	24	
RUB	172	0	172	43	43	
SEK	896	0	896	39	39	
<b>USD</b>	<b>37.038</b>	<b>-102.358</b>	<b>-65.320</b>	<b>2.990</b>	<b>5.644</b>	
<b>Gesamt absolut</b>	<b>62.263</b>	<b>108.850</b>	<b>84.084</b>	<b>8.423</b>	<b>7.475</b>	
<b>Gesamt netto</b>	<b>24.956</b>	<b>-95.868</b>	<b>-70.911</b>			
				<b>Risiko diversifiziert</b>	<b>6.449</b>	

der erwarteten US-Dollar nun Euro in die Kasse des Herstellers.

Damit kollabierte die geplante USD-Risikoposition mit Sicherungsgeschäften für mehrere Jahre. Passieren konnte dies, weil bei der Sicherung nicht auf den tatsächlichen Risikohorizont Rücksicht genommen und weit darüber hinaus gesichert wurde.

### Was ist der Risikohorizont?

Das Risiko beginnt in der Regel mit der Kalkulation des Verkaufspreises. In diese Ermittlung fließen nach guter Praxis aktuelle Terminkurse ein. Das Risiko endet mit der Zahlung bzw. Konvertierung in die Heimwährung. Die Zeit zwischen der Kalkulation und Konvertierung ist der Risikohorizont. Egal, ob Seriengeschäft, wie in diesem Beispiel, oder ob Projektgeschäft: Die Zeitspanne, während der das Risiko schlagend werden kann, muss bekannt sein. Nur Plan-Cashflows, die innerhalb des Risikohorizonts liegen, sind Teil der Risikoposition und damit auch risikobehaftet. Wenn also der Klavierhersteller seine Preise einmal im Jahr anpasst, beträgt sein Risikohorizont bis zu zwölf Monate. Für geplante Umsätze danach ist die Preisliste erst zu erstellen, und darin kann ein neuer Dollarkurs untergebracht werden. Diese Umsätze liegen „hinter dem Horizont“ und sind damit nicht Teil der Risikoposition. Wenn der Exporteur diese trotzdem sichert, kann dies zu den

gezeigten Problemen führen, wenn auch nicht immer so drastisch wie hier geschildert.

Solche Übersicherungen passieren immer wieder, und zwar schlichtweg deshalb, weil die Akteure den Risikohorizont nicht kennen. Für ein Treasury, das sich mit FX-Risiken beschäftigen muss, ist die Kenntnis des Risikohorizonts oder der -horizonte jedoch ein Muss. So können diese für dasselbe Produkt in verschiedenen Regionen anders sein. Beispielsweise akzeptieren russische Abnehmer auch unterjährig oft Anpassungen bei Kursveränderungen, nicht aber US-amerikanische. Darüber hinaus können verschiedene Geschäftsparten unterschiedliche Horizonte aufweisen. So bestehen in der Automobilindustrie Abnahmeverträge für ganze Komponenten über mehrere Jahre, Preislisten für Ersatzteile hingegen gelten nur ein Jahr. Diese Informationen liegen jedoch oft nicht dem Treasury vor – ein Austausch mit dem Vertrieb ist hier zielführend. Aber auch der Einkauf soll hier berücksichtigt werden, denn auch dieser geht Preisbindungen ein, die wesentlich für die Ermittlung der Risikoposition sind.

Bevor man den oder die Risikohorizonte nicht kennt, hat jegliche Risikokennzahl nur begrenzte Aussagekraft, und eine passende Sicherungsstrategie zu entwickeln ist unmöglich. ▲



Kämpfen Sie mit manuellen Prozessen, Systembrüchen und aufwändigen Analysen?

## AUTOMATISIEREN SIE IHR TREASURY

### REVALS CLOUD-BASIERTES TREASURYSYSTEM BIETET:

- Straight-Through-Processing für Cash-, Liquiditäts- und Risikomanagement
- Analysen, Dashboards und Reporting

# REVAL®

BESUCHEN SIE [REVAL.COM](https://www.reval.com) UND ERFAHREN SIE MEHR ÜBER AUTOMATISIERUNG UND TREASURY 4.0



© Fotolia

Frei nach M. C. Escher: „Zero Cost“ ist relativ.

## Strukturierte Derivate – außer Spesen nichts gewesen

Der Autor:



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

Wo die heimlichen Kosten von strukturierten Derivaten stecken und warum simple Sicherungsinstrumente nach wie vor die bessere Wahl sind, auch was Effektivität betrifft. Ein kleiner Preisvergleich.

Im Rahmen unserer Beratungsprojekte stoßen wir immer wieder auf „strukturierte Derivate“ im Sicherungsportfolio unserer Kunden. Oft werden wir dann gebeten, eine Bewertung der Instrumente durchzuführen und eine Beurteilung abzugeben. Meist geht es darum, das passende Sicherungsinstrument zu finden (im Vergleich zu Devisentermingeschäften) und die Kosten transparent darzustellen. Die Besonderheit bei strukturierten Derivaten liegt darin, dass diese aus einer Kombination mehrerer „einfacher“ Instrumente und zumindest einer derivativen Komponente bestehen. Das erschwert es jedoch auch oft, die Sicherungswirkung zu bewerten und beurteilen.

### Fehlende Transparenz

Es gibt also eine große Vielzahl an Kombinationen, um ein Instrument individuell nach Kundenwünschen zu „bauen“. Allerdings ist somit ein Preisver-

gleich zwischen strukturierten Derivaten im Gegensatz zu standardisierten Instrumenten kaum möglich. Auch gibt es keinen transparenten Markt für diese Art von Instrumenten. Dies wiederum erschwert die Suche nach dem günstigsten und zweckdienlichsten Angebot, und auch die Banken tragen wenig zur Preistransparenz bei.

Oftmals vermarkten Banken nämlich strukturierte Derivate, von denen sie behaupten, dass diese den Kunden „nichts kosten“ würden. Diese Behauptung stimmt so allerdings nicht unbedingt. Die Kosten stecken sehr häufig in der Marge, welche die Bank auf ein solches Produkt aufschlägt. Diese ist meist höher als bei einfachen Instrumenten, was teilweise zu erheblichen Hedging-Kosten führen kann.

### Verschleierung der wahren Kosten

Erst kürzlich haben wir bei einem Kunden ein solches „kostenloses“ Produkt gesehen, einen soge-

### Abb. 1: Ratio Forward – Optionsprämie höher als günstige Strike-Kosten

Bewertung der beiden Legs des Ratio Forwards mithilfe eines Marktdateninformationssystems. Die Prämie für die verkaufte Option (EUR 38.026) übersteigt die Kosten für den Forward (EUR 20.880). Die „versteckten“ Kosten für das strukturierte Derivat liegen somit bei der Differenz von EUR 17.146.

Bewertung Option		Bewertung Ratio Forward	
	Option	Kassabasis	1,2164
Käufer	ABC Bank	Volumen EUR	1.800.000
Verkäufer	XYZ AG	Strike	1,2015
Call-Währung	EUR	Terminkurs am Markt	1,2131
Call-Betrag	1.800.000	CHF lt. Terminkurs	2.183.580
Put-Währung	CHF	Minus: CHF lt. RF Strike	2.162.700
Put-Betrag	2.162.700	△ CHF Terminkurs/RF	20.880
Strike	1,2015	Minus: CHF-Preis Option*	38.026
Faire Prämie in EUR	38.026	Differenz RF/Option	-17.146

\*Option zu gleichen Bedingungen

nannten „Ratio Forward“. Ein Ratio Forward ist die Kombination eines Devisentermingeschäfts mit einer an die Bank verkauften Option. Der angebotene Kurs ist besser als der aktuelle Terminkurs am Markt, der Strike-Preis der Option ist derselbe wie der angebotene Kurs. Der gesicherte Betrag hängt vom Kassakurs zum Verfalldatum ab: Entwickelt sich der Kassakurs für den Kunden ungünstig (= Verlust im Grundgeschäft, Gewinn im Sicherungsgeschäft), ist nur ein Teil (in unserem Beispiel 50 % des Gesamtvolumens) gesichert. Die Bank übt die Option, die im Geld ist, aus. Dadurch muss der Kunde einen Ausgleich zahlen, der mit einer niedrigeren Sicherungsquote gleichzusetzen ist. (Zu beachten ist auch, dass so ein Fall zur Verletzung von konzerninternen vorgegebenen Sicherungsquoten führen könnte.)

Entwickelt sich der Wechselkurs zugunsten des Kunden (= Gewinn im Grundgeschäft, Verlust im Sicherungsgeschäft), übt die Bank die Option nicht aus. Der Kunde erhält somit den vollen Betrag zum vereinbarten Terminkurs, welcher zwar besser als der Terminkurs am Markt bei Abschluss des Geschäftes, jedoch schlechter als der Kassakurs am Erfüllungstermin ist.

#### Vermeintlich kostenlos

Bei Abschluss zahlt der Kunde nichts für das abgeschlossene Devisentermingeschäft mit besserem Terminkurs. Gleichzeitig erhält er aber auch keine Prämie für die verkaufte Option von der Bank. Genau hier liegen die Kosten für das vermeintlich kostenlose Produkt, wie folgendes Beispiel aus unserer Beratungspraxis zeigt:

Ein Schweizer Unternehmen möchte seine Einkäufe von EUR 3,6 Mio. absichern. Die Bank schlägt einen Ratio Forward mit einer 50/50-Komponente vor (s. Abb. 1).

Wenn der Kunde die Option separat am Markt verkaufte, würde er von der Bank eine Prämie von EUR 38.026 erhalten. Demgegenüber steht der Forward,

für den er EUR 20.880 an die Bank zahlen müsste. Somit müsste er eigentlich EUR 17.146 aus dem Ratio Forward erhalten. Die Kosten für den günstigeren Strike gleichen somit nicht die Optionsprämie aus. Diesen Unterschied von EUR 17.146 streicht die Bank als „versteckte“ Marge ein. Dies entspricht rund 1 % des per Terminkurs abgesicherten Volumens.

#### Verbesserte Effektivität ist nicht durchgehend gewährleistet

Ein anderes häufig genutztes Instrument, das wir bei unseren Kunden immer wieder sehen, ist die sogenannte „Zero-Cost-Option“ (Abb. 2). Bei diesem Instrument wird zur Absicherung eines FX-Risikos eine Put-Option in der Fremdwährung gekauft und gleichzeitig eine Call-Option über das doppelte Fremdwährungsvolumen verkauft. (Das Verhältnis ist am Markt üblich.) Die Prämien der beiden Optio-

#### Abb. 2: Zero-Cost-Option – Wirklich null Kosten?

Auch hier werden die beiden Legs (die Optionen) separat bewertet. Die Prämie für die verkaufte Option des Unternehmens liegt EUR 23.844 höher als jene, die das Unternehmen für die gekaufte Option zahlen müsste, und stellt somit die versteckten Kosten für die „Zero-Cost-Option“ dar.

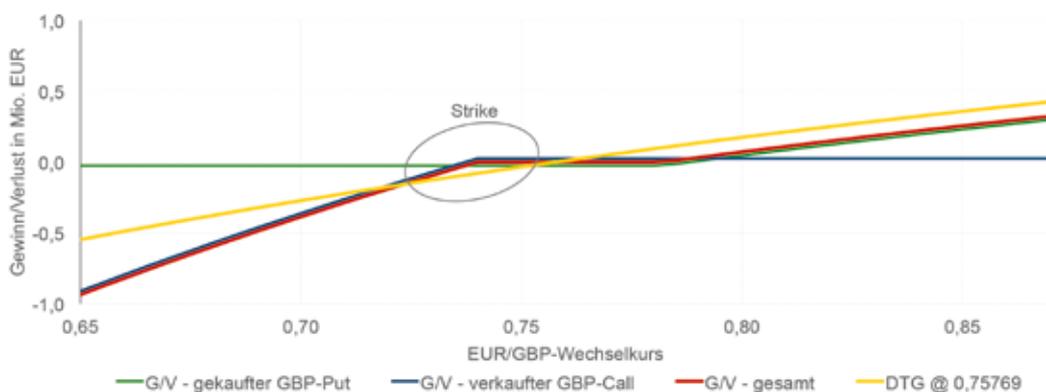
	Put-Option	Call-Option	
Käufer	XYZ AG	ABC Bank	
Verkäufer	ABC Bank	XYZ AG	
Call-Währung	EUR	JPY	
Call-Betrag	1.086.957	300.000.000	
Put-Währung	JPY	EUR	
Put-Betrag	150.000.000	2.173.913	
Strike	138,00	138,00	
Barrier		119,80	
Prämie in EUR	-30.000	30.000	
Faire Prämie in EUR	-18.211	42.055	Differenz
In % der Nominale			23.844
		vom Nominale der Call-Option	1,10%

nen gleichen sich aus, woraus der Name „Zero-Cost“ herrührt.

Zur Beurteilung solcher Zero-Cost-Strategien bewertet man die beiden Optionen einzeln nach den am Markt herrschenden Konditionen. Anschließend errechnet man die Differenz aus den Prämien, die für die beiden Optionen separat angefallen wären. Diese ergibt die Kosten für die Zero-Cost-Option. Oft werden weitere Parameter, wie z. B. Barriers, in

**Abb. 3: Zero-Cost-Option: Wie effektiv bei der Sicherung?**

Der Gewinn oder Verlust (G/V) der Zero-Cost-Option (bzw. der Kombination von GBP-Put- und GBP-Call-Option) und des Devisentermingeschäfts (DTG) wird bei verschiedenen Kursen simuliert. Es zeigt sich, dass das DTG, bis auf einen kleinen Bereich um den Strike, immer einen größeren Gewinn bzw. kleineren Verlust einfährt als die Zero-Cost-Option.



Zero-Cost-Optionen eingebaut. Diese erhöhen die Komplexität des Produktes, was sich wiederum auf die Kosten auswirkt. Sie steigen an, je komplexer/strukturiert das Produkt wird, und können schnell mehr als 1 % der Nominale der verkauften Call-Option ausmachen. In Abb. 2 zeigen wir wieder ein Beispiel aus unserer Beratungspraxis. Auch hier streicht die Bank eine hohe Marge ein, ohne dass diese dem Kunden transparent gemacht wird.

Nun sagen hohe Kosten noch nichts über die Effektivität des Instrumentes aus. In unseren Analysen vergleichen wir üblicherweise die Effektivität der strukturierten Derivate mit jener von Standardgeschäften, z. B. Devisentermingeschäften. Oftmals zeigt dieser Vergleich, dass die Zero-Cost-Option nur in einem marginalen Bereich, meist rund um den Strike-Preis, effektiver ist als das Devisentermingeschäft (s. Abb. 3).

Besonderes Augenmerk gilt dem Verlustprofil des Derivats (ohne Grundgeschäft). Bei einem fallenden EUR mehren sich die Verluste aus den Absicherungsgeschäften, da man am Kassamarkt mehr EUR für die verkauften GBP erhalten hätte. Allerdings stellen sich die Verluste bei einer Absicherung über die Zero-Cost-Option schneller ein als bei einer Absicherung über ein Devisentermingeschäft, was an dem doppelten Volumen der verkauften Call-Option

liegt. Dies kann durch einen Entry Barrier vermieden werden, der jedoch, wie bereits gezeigt, die Kosten erhöhen würde.

**Nachteile überwiegen**

Selbst nach der Finanzkrise 2008–2009 werden strukturierte Derivate nach wie vor zur Absicherung von Finanzrisiken genutzt. Unabhängig jedoch von der Frage, ob ein strukturiertes Derivat nun ein „gutes“ oder ein „böses“ Produkt ist, sehen wir die Nachteile oftmals in erhöhten Kosten für den Kunden und einer schlechteren Sicherungswirkung. Allzu oft scheint es, als würden solche Produkte vor allem dazu dienen, den Banken gute Margen zu beschaffen. Mit Blick auf die Effektivität erzielen einfache Instrumente oft eine fast genauso gute, wenn nicht bessere Absicherung bei erheblich geringeren Kosten.

**Was tun?**

Eines der größten Probleme mit strukturierten Derivaten ist, wenn Treasurer die von ihnen abgeschlossenen Produkte nicht vollständig verstehen und sich zu sehr auf den Rat ihrer Bank verlassen. Daher raten wir, strukturierte Derivate nur abzuschließen, wenn die folgenden Fragen mit „ja“ beantwortet werden können:

- ▲ Sind die Komponenten des Instrumentes bekannt und die Wirkungsweisen dieser verständlich? Hierbei geht es vor allem darum, die einzelnen Komponenten und ihre Auswirkungen auf das strukturierte Derivat zu erkennen und zu verstehen.
- ▲ Ist eine selbständige Bewertung des Instrumentes möglich? Eine akkurate Bewertung der Instrumente erleichtert die Entscheidung, welches Instrument die günstigste Absicherung bietet.
- ▲ Ist die buchhalterische Abbildung geklärt und kann diese problemlos von der Buchhaltung durchgeführt werden? Alle Sicherungsinstrumente müssen in die Bücher aufgenommen und per Stichtag bewertet werden. Es muss sichergestellt sein, dass die Buchhaltung imstande ist, neue abzuschließende Instrumente aufzunehmen, bevor diese abgeschlossen werden.

Nur durch ein gutes Verständnis der strukturierten Derivate und die Möglichkeit, diese selbständig zu bewerten, kann der Treasurer die günstigsten und effektivsten Absicherungen der Finanzrisiken erreichen. Vorsicht ist vor allem bei Produkten geboten, die scheinbar nichts kosten. Dies ist so gut wie nie korrekt, ganz nach dem Sprichwort: „There is no such thing as a free lunch!“



## TREASURY-REVISION

Grundsätze, Richtlinien und Limitwesen im Treasury-Management einrichten und prüfen

### ÜBERSICHT

#### TERMINE

26.-27. April 2017 (Mannheim)  
11.-12. Oktober 2017 (Mannheim)

#### SEMINARZEITEN

Tag 1 – 10:00 bis 18:00 Uhr  
Tag 2 – 09:00 bis 17:00 Uhr

#### TEILNAHMEGEBÜHR

EUR 1.700,- zzgl. USt.

### Inhalt

Im Vordergrund stehen die betriebswirtschaftlichen internen Anforderungen an das Treasury im Unternehmen im Gegensatz zu externen, aufsichtsrechtlichen Vorgaben für Banken und Versicherungen.

### Themenschwerpunkte

- ▴ Grundlagen der Finanzmathematik (Barwert, Duration, Volatilität)
- ▴ Richtlinien im Treasury
- ▴ Grundsätze, Vorgaben und Limite für das Liquiditäts-, Zins- & Währungsrisiko-Management
- ▴ Aufbau-/Ablauforganisation
- ▴ Risikoprofile von Finanzinstrumenten
- ▴ Anforderungen an Berichtswesen, Bewertung und Systeme

### Teilnehmerkreis

Mitarbeiter der Revision, Verantwortliche aus dem Finanzbereich, Treasurer, Geschäftsführer und Finanzvorstände, die sich einen Überblick über diese komplexe Materie verschaffen müssen. Seminarreferent ist SLG-Partner Georg Ehrhart, der bei diesbezüglichen Leitfäden des VDT mitgearbeitet hat und daher das Thema Revision praxisnah aus Treasury-Sicht beleuchtet.

Unser Angebot finden Sie unter  
[www.slg.co.at](http://www.slg.co.at)



**Zeit, neue Wege zu gehen.  
Finanzmanagement mit  
Technosis.**

- Electronic Banking
- Cash Management
- Netting
- Treasury Management
- Risiko Management
- Finanzplanung
- Automatische Buchung
- eBAM
- EMIR
- Asset Management
- IAS / IFRS
- Datenversorgung





© Fotolia

# Können wir uns nach wie vor auf die FX-Diversifikationseffekte verlassen?

Die Kursveränderungen der letzten Jahre scheinen auch die Korrelationen teilweise deutlich verändert zu haben. Wir stark sich dies auf das diversifizierte Risiko bzw. den Diversifikationseffekt auswirkt, haben wir hier untersucht.

**D**ie Ereignisse der letzten Jahre, wie EUR-Abwertung gegenüber USD, Aufhebung des CHF-Mindestkurses, Brexit-Abstimmung und nicht zuletzt die Finanzkrise 2008, haben Wechselkurse deutlich verändert. Haben sich auch die Korrelationen verändert, und wenn ja, mit welchen Konsequenzen für das diversifizierte Risiko?

## Korrelationen verändern sich langfristig

Anhand eines Beispielfortfolios betrachten wir zunächst das Verhalten der Korrelationen seit 2004. Das Währungsportfolio besteht aus den vier Währungen USD, GBP, CHF und BRL. Die Abbildung 1 zeigt alle möglichen Korrelationen zwischen diesen vier Währungen im Zeitverlauf. Man sieht, dass sich diese zwar verändern, aber phasenweise doch stabil sind. Sprunghafte Veränderungen sind mit der Finanzkrise im Jahr 2008 zu beobachten, etwas kleiner waren die Effekte mit der EUR-Abwertung gegenüber USD und CHF im Jahr 2015. Um die Veränderung der Korrelationen statistisch zu prüfen, wenden wir den Test von Robert I. Jennrich an, der zwei Korrelationsmatrizen vergleicht. Mit ihm kann man eine Aussage treffen, ob zwei Matrizen bei einem bestimmten Signifikanzniveau (95 %) statistisch unterschiedlich sind. Vergleicht man die Korrelationsmatrizen zu den Zeitpunkten Anfang 2007 („Vor der Krise“ in Abb. 1) und Oktober 2008 („Beginn der Krise“), ist der Unterschied nicht signifikant und man kann nicht von einer Verände-

rung der Matrix sprechen. Die Finanzkrise führte bei diesen Währungen zwar zu Veränderungen, aber nicht in einem statistisch signifikanten Ausmaß. Im Gegensatz dazu ist der Unterschied der Matrizen zu den Zeitpunkten Oktober 2008 („Beginn der Krise“) und Anfang 2014 („Vor der EUR-Abwertung“) signifikant, sodass man von einer Veränderung der Korrelationen ausgehen kann. Der Grund dafür liegt in der Bewegung des Schweizer Francs, der sich in den letzten Jahren deutlich anders verhalten hat als

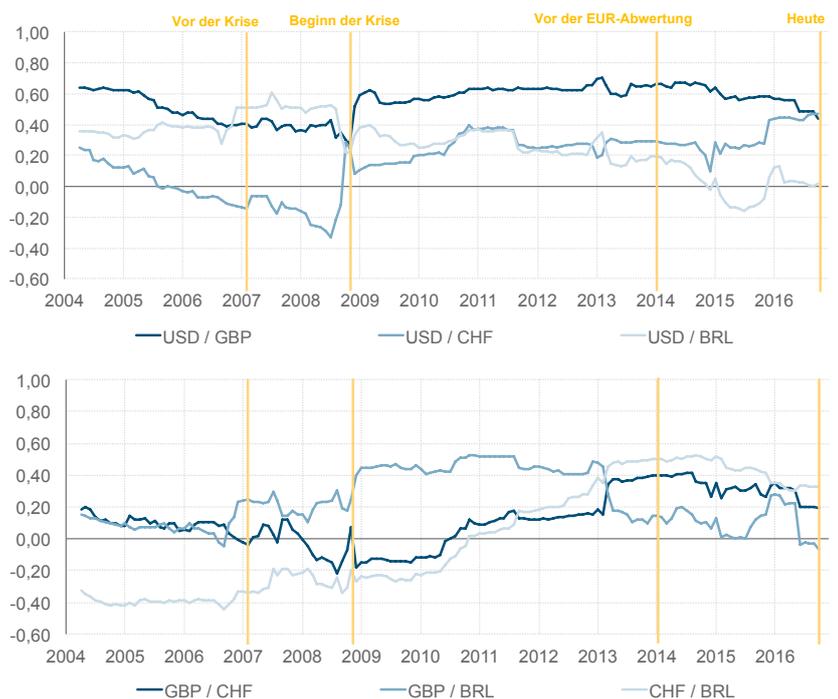
### Der Autor:



**Bernhard Kastner** ist Manager bei Schwabe, Ley & Greiner.

### Abb. 1: Korrelationen im Zeitverlauf

Die Korrelationen der Währungen USD, GBP, CHF und BRL (jeweils gegen EUR) im Zeitverlauf weisen stabile Phasen auf. Langfristig können sie sich allerdings verändern, wie es bei CHF/GBP und CHF/BRL zu sehen ist.



in der Zeit vor der Krise. Sichtbar ist dies im unteren Teil von Abbildung 1 anhand der Korrelationen USD/CHF und CHF/BRL. Dahingegen unterscheidet sich die aktuelle Korrelationsmatrix von Oktober 2016 („Heute“) nicht signifikant von der Anfang 2014.

Korrelationen sind somit über kurze Frist, also einige Jahre gesehen, relativ stabil, aber langfristig können sie sich sehr wohl nachhaltig verändern.

### Diversifikationseffekt im Zeitverlauf verlässlich

Um die Wirkung von Korrelationsveränderungen auf ein Währungsportfolio aufzuzeigen, berechnen wir einen Value-at-Risk (mit einem Konfidenzniveau von 95 %) zu den vier Zeitpunkten. Das Portfolio besteht zu gleichen Teilen aus den vier Währungen USD, GBP, CHF und BRL mit jeweils einem EUR-Gegenwert von 25. Damit die reinen Effekte durch Veränderungen der Korrelationen zu sehen sind, berechnen wir den VaR mit unverändertem Anlagevolumen und konstanter Volatilität.

Berücksichtigt man die Korrelationen bei der VaR-Berechnung nicht, d. h. das Gesamtrisiko ist die

Summe der Einzelrisiken, ergibt sich ein undiversifizierter VaR von 15,7 (s. Abb. 2). Lässt man die Korrelationen zwischen den Währungen in die Berechnung einfließen, errechnet sich für Oktober 2016 ein VaR von 10,0. Das Verhalten, dass sich Währungen nicht immer gleichzeitig nachteilig entwickeln, wird damit abgebildet. Durch die Korrelationen ergibt sich ein Diversifikationseffekt von 5,7. Für die anderen Zeitpunkte schwankt dieser zwischen 4,4 und 6,6.

Der Diversifikationseffekt liegt also bei diesem Portfolio immer in der Nähe von einem Drittel des undiversifizierten Value-at-Risks. In den dargestellten Jahren ist dieser daher annähernd gleich. Auch wenn sich Korrelationen verändern, wie sie dies langfristig tun, auf den Diversifikationseffekt ist Verlass. ▲

### Marktrisiko-Kompetenz bei Schwabe, Ley & Greiner

Die Abteilung „Marktrisiko-Management“ (MRM) von Schwabe, Ley & Greiner steht sowohl unseren Kunden als auch SLG-Beratern mit Quantitative-Finance-Expertise zur Verfügung. MRM bewertet Risiken und liefert Strategien, diese zu managen. Für alle Fragen des Risiko-Managements wenden Sie sich bitte an unsere Spezialisten:

[info@slg.co.at](mailto:info@slg.co.at)

[www.slg.co.at/beratung/risiko-management](http://www.slg.co.at/beratung/risiko-management)

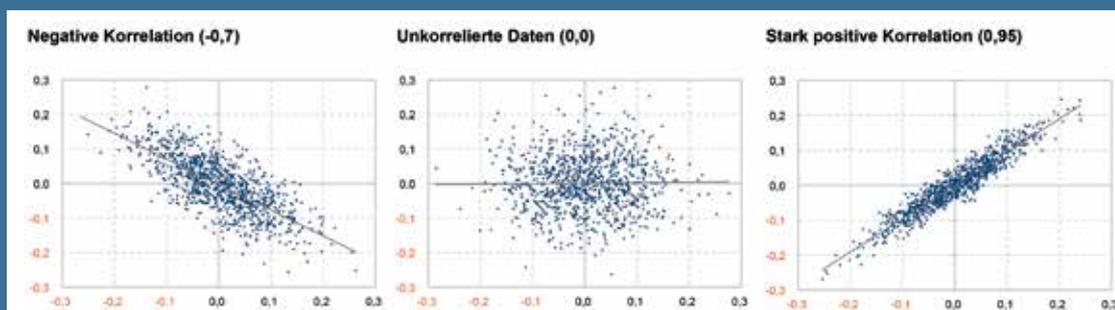
Abb. 2: Portfolio und Diversifikationseffekt im Lauf der Zeit

Bei einem Währungsportfolio in der Höhe von EUR 100 aus USD, GBP, CHF und BRL ergibt sich ein Value-at-Risk von 15,7 als Summe der Einzelrisiken. Der diversifizierte VaR beträgt hingegen nur 10,0. Dieser Unterschied, der Diversifikationseffekt, ist über die Jahre relativ stabil (zwischen 28 und 42 %).

	2007	2008	2014	2016
Risikoposition in EUR	100	100	100	100
95%-VaR undiversifiziert	15,7	15,7	15,7	15,7
95%-VaR diversifiziert	9,5	9,1	11,3	10,0
Diversifikationseffekt	6,2	6,6	4,4	5,7
in %	40%	42%	28%	36%

### Was die Korrelation sagt und wie sie gemessen wird

Die Korrelation ist das statistische Maß, das die Stärke eines linearen Zusammenhangs zwischen zwei Risikofaktoren (Währungen, Zinsen, Rohstoffpreise, Aktien etc.) darstellt. Die Korrelation wird immer zwischen -1 und +1 angegeben. Eine Punktwolke (aus den Veränderungen für zwei Risikofaktoren) zeigt eine negative Korrelation, wenn eine negative Veränderung des einen Faktors tendenziell mit einer positiven Veränderung des anderen Faktors einhergeht. Kein Zusammenhang führt zu einer runden Wolke. Eine positive Korrelation wird gemessen, wenn sich die beiden Faktoren eher gleichgerichtet verändern.



# „Meine Treasury-Köpfe“: Dr. Jochen Stich

In fast 40 Berufsjahren mit, im und rund um das Corporate Treasury habe ich viele interessante Menschen kennenlernen dürfen. Meine besonderen „Treasury-Köpfe“ will ich Ihnen in loser Folge im TreasuryLog vorstellen. Menschen, die für das Corporate Treasury im deutschsprachigen Raum in irgendeiner Weise besonders wichtig waren oder Besonderes geleistet haben – meine ganz persönliche und durchaus subjektive „Treasury Hall of Fame“ sozusagen. Diesmal: Dr. Jochen Stich, CEO & President von Volkswagen Group Services SA.

Jochen Stich ist nicht per Zufall im Finanzbereich gelandet. Seiner „Affinität für das Ausland“ folgend, absolvierte er nach dem Abitur erst eine Lehre zum Groß- und Außenhandelskaufmann, bevor er in Bochum Wirtschaftswissenschaft studierte – bei prominenten Professoren: Dieter Schneider für Steuerrecht und Joachim Süchting für Finanz- und Kreditwirtschaft. Damit war klar: Ausland sollte es sein und Bank auch! Nächste Station war dementsprechend ab 1985 eine klassische Ausbildung als Trainee bei der Dresdner Bank in Hamburg: „Die Bank schien mir eine gute Möglichkeit, mit Auslandsgeschäft zu tun zu haben – umso mehr in Hamburg.“

## Der Autor:



**Jochen Schwabe** ist Mitbegründer und Partner von Schwabe, Ley & Greiner.

So weit alles nach Plan. Aber schon zwei Jahre später bot sich eine spannende Gelegenheit. Drei Banken – Banco Bilbao Vizcaya, Schweizerischer Bankverein und Dresdner – hatten an der Universität Aachen ein eigenständiges Kooperationsprojekt im Bereich Artificial Intelligence aufgelegt: „Fundamental Corporate Analysis“. Stich ließ sich auf das Abenteuer ein. Er hatte erstmals eine E-Mail-Adresse, führte Expertenbefragungen durch, lernte interessante

Menschen kennen. „Das waren tolle Erfahrungen. Ich denke noch an das beeindruckende Gebäude der BBV in Madrid und den Abteilungsleiter, der als Erster einen PC mit eingebauter Kamera hatte. Leider war er der Einzige und daher recht einsam.“

Es kam, wie es wohl kommen musste: „Eigentlich war das mit heutigen Worten ein Start-up und als solches seiner Zeit voraus.“ Das Projekt wurde abgewickelt. „Irgendwie merkwürdig aus heutiger Sicht, dass es die beteiligten Banken so alle nicht mehr gibt.“ Stich kehrte zur Dresdner Bank nach Hamburg zurück – diesmal aber direkt „in die geliebte Auslandskundenbetreuung“. Dort hatte er es mit einer Themenpalette ganz nach seinem Geschmack zu tun: Schiffsfinanzierungen und Dokumentengeschäft, Hafenzweigstelle und Taiwan Desk. „Taiwanische PC-Hersteller waren sehr en vogue. Leider habe ich es selbst nie nach Taiwan geschafft.“

Wieder schien alles plangemäß, bis Ostöffnung und Wiedervereinigung für eine völlig neue Situation sorgten. Die Bank entsendete ihn zur Kundenakquisition in den Dresdner Raum. „Mit meinen Farbpro-



Audi RS: Limousinen-Sportprotz des Konzerns.

spekten, die den ganzen Kapitalismus prächtig darstellten, besuchte ich VEBs und Kombinate. Die Landkarten waren schlecht und das Telefonbuch hatte ich dem Hotelportier abgekauft.“ Dass die Uhren hier anders tickten, war schnell klar: „Ich rief einen Zielkunden an: Wann würde es bei Ihnen passen? Antwort: Morgen um sechs Uhr früh bei uns in Bautzen ...“

Die ersten Erfolge in der neuen Aufgabe hatten ihre Wirkung: „Plötzlich war ich Experte für den Osten und Osteuropa.“ Die Bank holte Stich nach Frankfurt und entsendete ihn – zunächst nur für zwei Monate – in die Repräsentanz Moskau. Bald stellte man die Frage, ob er denn nicht ganz dort bleiben wolle. „Eigentlich war mein Traum die Niederlassungsleitung in Madrid und nicht die Repräsentanz in Moskau.“

Passend kam der Anruf eines Headhunters und in der Folge zunächst die stv. Leitung des Bereichs Export- und dann Leitung Beteiligungsfinanzierung bei der Degussa. „Ich war für das Cash-Management im Konzern zuständig und habe das erste Netting eingeführt.“ Die Themen klingen auch heute vertraut, die Zeit war eine andere: „PCs hatten dort die Sekretärinnen. Wir schrieben ihnen mit der Hand auf oder diktierten, was sie dort eingeben sollten.“ Die Expansion der Degussa in den Pharmabereich brachte Stich drei Jahre später, 1994, zu ASTA Medica als Leiter des Corporate Treasury/IR. „Mit der Akquisition des Arzneimittelwerks Dresden war der Ostbezug wieder da und ich hatte zwei Büros – in Dresden und Frankfurt. Vom industriellen Grundgeschäft her war das die interessanteste Zeit.“

Bei ASTA Medica lernte ich Jochen Stich im Rahmen eines Treasury-Projektes kennen. Daraus entwickelte sich bald eine persönliche Freundschaft. Als wir von SLG 1998 halfen, den Verband Deutscher Treasurer (VDT) zu gründen, lag es nahe, ihn zu fragen, ob er mitmachen wollte. Und er wollte nicht nur, sondern wurde sofort Gründungsmitglied und Vorstand. Letzteres blieb er fast 15 Jahre, setzte sich mit großem Engagement für den Verband ein, kümmerte sich u. a. um dessen internationale Vernetzung und ist jetzt Mitglied des Verwaltungsrates. Die Existenz des VDT heute ist zu einem guten Teil seinem persönlichen Einsatz zu verdanken.

In seinem Brotberuf machte sich in der Zwischenzeit Unsicherheit breit. Nach diversen Veränderungen im Konzern war Pharma für Degussa plötzlich kein Kernbereich mehr. Stich suchte Veränderung, und wir hatten einen Kunden in Österreich, der einen Treasurer suchte – die Porsche Holding in Salzburg. „Diese war mir vollkommen unbekannt. Die Internet-Recherche verlief absolut ergebnislos.“ Dafür passte es auf der persönlichen Ebene: „Schon bei der

## Zur Person Jochen Stich

### Was war als Kind Ihr Traumberuf?

„Steinmetz, aber praktische Versuche zeigten, dass ich im Treasury besser aufgehoben bin.“

### Haben Sie ein Lebensmotto?

„Keep calm and carry on!“

### Welche Lehren aus Ihrem Werdegang würden Sie weitergeben?

„Immer zuhören, umschaun, aufpassen! Der Trend der Zukunft sitzt am Kinderspielplatz auf der Schaukel neben dir.“

### Was macht Ihnen in der Freizeit Spaß?

„Rudern, Golfen, Bergwandern, Skifahren.“



ersten Vorstellung – mit Ehefrau – in Salzburg war gegenseitige Sympathie da. Das klingt zunächst alles so österreichisch nach Skiurlaub, aber man lernt rasch, dass dahinter echte Handschlagqualität steckt und eine angenehme, joviale Art von Professionalität.“

Die 1999 mit 4,1 Milliarden Euro Umsatz als Autohändler noch recht überschaubare Porsche Holding wuchs bis 2011 – vor der Übernahme durch Volkswagen – rasant auf das mehr als Dreifache des Volumens an. „Aus Sicht der Eigentümerfamilie war das gesunde Diversifizierung mit weniger Abhängigkeit von den Marken des VW-Konzerns. Für einige französische Automarken wurden wir damals zum größten Einzelhändler.“ Die Expansion musste durch professionelles Finanz-Management begleitet werden: „Da war Österreich super. Was auch immer man tat, man war entweder Erster oder Größter. Wir machten die erste ABS-Transaktion und den größten SynLoan.“

Besonders fulminant war das Wachstum in Ländern wie Ungarn oder Rumänien. „Da hatte man als Treasurer besonders viel zu erklären – zum Beispiel, warum man sich nicht immer den niedrigeren Wechselkurs aussuchen darf, wenn bei einer Währung doch zwei Kurse angegeben sind. Oder: Warum ein Euro-indizierter Mietvertrag ein Wechselkursrisiko birgt.“ Wichtig ist Jochen Stich daher immer schon die „Natürlichsprachlichkeit“ des Treasurers. Er sieht es als zentrale Aufgabe, Treasury-Themen in die Sprache zu übersetzen, die man im Geschäftsmodell versteht.

Mit dem Wachstum kamen neue Risiken: „Manchmal waren 95 % unseres Neugeschäfts in diesen



Porsche Holding  
in Salzburg und  
Bukarest.

Märkten auf Basis Schweizer Franken finanziert. Das war aus meiner Sicht falsch. Aber was machst du als Treasurer, wenn der gesamte Markt das genau so will? Darauf habe ich bis heute noch keine Antwort.“

Es waren erfüllte Treasury-Jahre. In Zürich wurde ein zweites Büro eingerichtet, eine währungsdifferenzierte Liquiditätsplanung wurde eingeführt, der Bankenkreis erweitert, ein USPP platziert – „zu sensationellen Konditionen trotz der geringen Auskunftsneigung des Privatunternehmens“. Aber im Hintergrund schwelte bereits die Finanzkrise, und Stich ahnte sie: „There is a crisis out there“, schrieb ich in einem Report im Frühjahr 2008 und wurde ausgelacht. Im September war dann der Ofen aus, das Unternehmen musste sich von heute auf morgen um 180 Grad drehen und tat es auch.“ Gleichzeitig spielten sich die bekanntesten Entwicklungen rund um Volkswagen und Porsche ab. Ergebnis aus Salzburger Sicht war 2011 die Vollintegration des Handelshauses in den VW-Konzern.

Für Stich folgte daraus eine neue große Aufgabe. Er wurde Leiter des Regional Treasury Center Benelux in Brüssel mit dem Titel des Chief Executive Officer & President der Volkswagen Group Services S.A. mit einer Bilanzsumme der drei Standorte von mehr als 60 Milliarden Euro und Mitglied des Top Management Circles der Volkswagen AG. „Der Großkonzern war ein ganz anderes Umfeld. Das Selbstvertrauen war gewaltig. Man hatte das Volumen in sechs Jahren verdoppelt, schwamm auf einer Erfolgswelle, hatte ein Produktportfolio von Bugatti bis Scania.“

Hinzu traten im Bereich Financial Services – neben dem Grundgeschäft – die allgemeinen Regulierungsthemen. Vor allem aber galt es die Konzernkomplexität zu bewältigen. „Der Konzern war auf Volumen, Mengen, Größe ausgerichtet, aber in der Administration war nicht alles mitgewachsen. In solchen Situationen neigen Unternehmen generell zu einer über-

bordenden Zentralisierung und enormen Reporting-Anforderungen an die operativen Einheiten. Hieraus entstehen weitere Komplexität und unklare Kommandostrukturen; dies nimmt viel Geschwindigkeit aus den relevanten Entscheidungsprozessen.“ Gleichzeitig steigt die Entfernung vom Grundgeschäft. „Reporting reicht nicht, man muss auch einmal Vertrieb/Produktion erlebt haben. Ab einer gewissen Größenordnung ist wirklich grundgeschäftsbezogenes Treasury kaum mehr möglich.“

Jochen Stich hat im Treasury wohl so ziemlich alles abgedeckt, was man in einem Berufsleben unterbringen kann. Langweilig wurde es ihm nicht. „Ich würde immer wieder Treasury machen, weil man von dort aus das ganze Unternehmen kennenlernen kann, wenn man sich für das Grundgeschäft interessiert.“ Und fertig ist er mit dem Thema wohl auch noch nicht, obwohl ihn seine nächste Station ein wenig heraus aus dem klassischen Treasury führen wird. Als „Digital Innovation Manager“ wird er sich ab nächstem Jahr wieder in Salzburg um Zukunftsthemen kümmern, die ihn aber auch mit Treasury-Bezug weiter umtreiben. „Wir haben heute technisch alle Voraussetzungen, um im Treasury den nächsten Schritt zu tun. Treasury ist ohnehin etwas Digitales. Wir sollten konkret nachdenken, wie sich einzelne Funktionen algorithmieren lassen. Diesbezüglich sollte Treasury aktiver werden, Themen wie Artificial Intelligence aufgreifen und in die Unternehmen hineinwirken.“ Mich würde es nicht überraschen, wenn wir dazu demnächst noch Interessantes von ihm hören. ▲



Studie VW e-Crafter: Emissionsfrei im städtischen Lieferverkehr.

# DEAL-CONTINGENT HEDGING

## Wechselkursabsicherungen sollten sich flexibel an das Grundgeschäft anpassen

**Bayer, Lanxess, Henkel, Evonik – eine Reihe deutscher Unternehmen hat jüngst wieder große Zukäufe im außereuropäischen Ausland angekündigt. In der Regel beinhalten diese Zukäufe eine Wechselkurssicherung, weil ein Teil des Kaufpreises in einer anderen Währung finanziert wird.**

Ein Instrument hat in den letzten Jahren besondere Aufmerksamkeit auf sich gezogen: der *deal-contingent forward*, auch bekannt als bedingtes Termingeschäft.

Namhafte Unternehmen, von Mann+Hummel über ZF bis hin zu Infineon und SAP, haben offengelegt, dass sie bedingte Termingeschäfte abgeschlossen haben. Bedingte Termingeschäfte funktionieren genau wie normale Devisentermingeschäfte – mit einer Besonderheit: Sie entfallen ersatzlos, ohne Kosten für das Unternehmen zu verursachen, falls die zugrundeliegende M&A-Transaktion nicht zustande kommt.

Damit besitzt das Absicherungsinstrument einen perfekten Grundgeschäftsbezug. Diese Eigenschaft ist wichtig – sie trägt einem in Übernahmeprozessen realen Risiko Rechnung: der Möglichkeit, dass Übernahmepläne selbst nach Abschluss eines Anteilskaufvertrags noch scheitern können. Beispielsweise weil Aufsichtsbehörden den Zusammenschluss untersagen oder weil die Aktionäre des Übernahmekandidaten sich quer stellen.

Entscheidend ist: Anders als beim Kauf einer Option muss beim *deal-contingent forward* bei Abschluss keine Prämie gezahlt werden. Erst im Erfolgsfall erhöht sich der berechnete Wechselkurs um ein *contingent premium*. Dieses contingent premium ist dem sichernden Unternehmen von Anfang an bekannt und deutlich niedriger als die Kosten einer at-the-money-Option gleicher Laufzeit.

Für ein Unternehmen kann es vorteilhaft sein, das Risiko des Scheiterns gegen Zahlung einer Prämie an eine Bank zu

übertragen. Die Bank wiederum kann viele Einzelrisiken zu einem Portfolio bündeln und dadurch – analog einer Versicherung – die Kosten von Schadensereignissen plan- und tragbarer machen.

Zum Vergleich: Ändert sich bei einem plain-vanilla-EUR-USD-Termingeschäft über 5 Mrd. der Wechselkurs nur um 15%, könnte das Unternehmen im schlimmsten Fall auf einem Verlust von EUR 750 Mio. sitzenbleiben, falls die M&A-Transaktion entfällt.

Das einzelne Unternehmen führt typischerweise immer nur eine große M&A-Transaktion gleichzeitig durch. Schlägt diese fehl, ist der Schaden groß. Im Portfoliofall hingegen kann ein Risiko tragbarer werden. Eine Bank kann zeitgleich die Wechselkurssicherung für viele, nicht miteinander korrelierte M&A-Transaktionen anbieten und das Kartellrisiko all dieser Einzeltransaktionen übernehmen.

*Deal-contingent hedging* verwandelt ein potenziell sehr großes Schadensereignis in eine planbare Kalkulationsgrundlage.

Weltweit können nur wenige Großbanken dieses Instrument zur Verfügung stellen. Der Grund: Für die Risikostreuung ist Masse erforderlich – und eine starke Bilanz.



### KONTAKT

Dr. Volker Anhäuser  
069 / 7193 - 6674  
volker.anhaeuser@bnpparibas.com

*Dr. Volker Anhäuser leitet bei BNP Paribas das Global Markets Geschäft mit Unternehmen in Deutschland*



## BNP PARIBAS

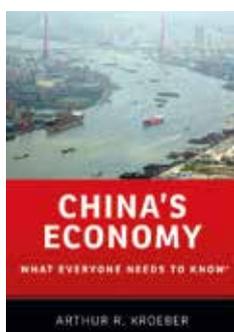
**Die Bank  
für eine Welt  
im Wandel**



### Sanierung im Mittelstand

Die Beschäftigung mit dem Thema Sanierung und den dabei verwendeten Werkzeugen nimmt ständig zu, verstärkt durch das vor wenigen Jahren in Deutschland eingeführte Gesetz zur Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG), das dieses Thema gegenüber dem Insolvenzverfahren rechtlich stärkte. Dementsprechend finden sich hier Kapitel über betriebswirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen, Schutzschirmverfahren und Auswahl der Verfahrensbeteiligten. Das Praxishandbuch führt systematisch durch die gesamte Unternehmenssanierung in Betriebswirtschaft und Recht. Es stellt alle Aspekte von der Unternehmenskrise bis zum strategischen Sanierungsmanagement mit entsprechenden Sanierungstools dar, abgerundet von einem Überblick der wesentlichen europäischen Insolvenzbestimmungen.

Stefan Hohberger, Hellmut Damlachi: **Praxishandbuch Sanierung im Mittelstand**. Springer Gabler 2014 (3. Auflage).



### Die größte Wachstumsgeschichte

Für jeden, der sich für China als größte Wachstumsgeschichte aller Zeiten interessiert oder dort Geschäfte macht, liefert Kroeber eine exzellente, faktenreiche und nicht selten auch überraschende Darstellung der Entwicklung Chinas, seines politischen und wirtschaftlichen Systems und vieler Hintergründe. Mit manchem Vorurteil räumt er rigoros auf (z. B. Ist Chinas Volkswirtschaft besonders zentral gesteuert? Wird der Wechselkurs als Exportmotor eingesetzt?) – und zwar immer auf Basis solider, gut nachvollziehbarer und aktueller Statistik. Das Buch ist sehr systematisch in Kapitel zu den verschiedenen Aspekten des Systems und den Treibern des Wachstums gegliedert (z. B. Finanzsystem, Urbanisierung, Landwirtschaft, Energie usw.), die durchaus für sich alleine gelesen werden können, um vielleicht nur Antwort auf spezielle Fragen zu bekommen. Die Lektüre garantiert inhaltliche Bereicherung und Horizonterweiterung, falls der Leser nicht schon absoluter China-Experte ist.

Arthur Kroeber: **China's Economy: What Everyone Needs to Know**. Oxford University Press, 2016.

## News

### Neue Ratingmethode für den Mittelstand

Dem europäischen Mittelstand einen breiteren Zugang zu Kapitalmarktfinanzierung ermöglichen: Das ist das Ziel der neuen Kooperation zwischen Euler Hermes und Moody's. Über die seit 2001 bestehende Euler Hermes Rating, an der sich Moody's mit knapp fünf Prozent beteiligt hat, bieten die beiden Unternehmen Rating-Dienstleistungen an, die auf kleine und große Mittelständler zugeschnitten sind, verstärkt durch Moody's-Rating-Kompetenz und mit Fokus auf den europäischen Markt. So sollen für Mittelständler Wachstums- und Exportfinanzierung über Kapitalmarktprodukte erleichtert werden und Investoren ihr Risiko nach gewohnten Standards beurteilen können.

**Offenlegung nach § 25 Mediengesetz: Herausgeber + Medieninhaber:** Schwabe, Ley & Greiner Gesellschaft m.b.H., Beratung, Margaretenstraße 70, 1050 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:** Jochen Schwabe, Christof Ley, Utz Greiner, Martin Winkler **Grundlegende Richtung:** Unabhängige und objektive Information für Finanzverantwortliche, Treasurer und Banker im deutschsprachigen Raum **Autoren und Mitarbeiter in dieser Ausgabe:** Günther Bauer, Georg Ehrhart, Uwe Falk, Michaela Feischl, Utz Greiner, Bernhard Kastner, Jürgen Kuttnerberger, Carsten Linker, Kai Uwe Lühl, Jochen Schwabe, Dr. Jochen Stich, Cornelia Wenny **Produktion und Anzeigenverwaltung:** INDUSTRIEMAGAZIN Verlag GmbH, Lindengasse 56, 1070 Wien, Österreich, Harry Leitner, Tel.: +43-1-585 9000-13, Fax: +43-1-585 9000-16, E-Mail: harry.leitner@industriemagazin.at **Artdirektion:** INDUSTRIEMAGAZIN Verlag GmbH (Marlene Mikes) **Layout:** INDUSTRIEMAGAZIN Verlag GmbH **Lektorat:** Mag. Christoph Slezak **Druck:** Ferdinand Berger & Söhne GmbH, Wiener Straße 80, 3580 Horn, Österreich **Auflage:** 18.000 Stück. Namentlich gekennzeichnete Beiträge müssen nicht der Meinung der Redaktion entsprechen.

TreasuryLog ist auch online zu lesen auf [www.slg.co.at/Publikationen](http://www.slg.co.at/Publikationen)



SCHWABE, LEY & GREINER

## Risiko-Management

—

### Ihr Risiko in unserer Hand

Finanzielle Risiken aus Fremdwährungen, Zinsen, Rohstoffen oder Kontrahenten – kennen Sie alle Positionen? Wir unterstützen Sie dabei, Ihre Risiken systematisch zu erfassen und zu bewerten. Wie berechnen, wie Sie effektiv UND kostengünstig sichern. Dabei haben wir immer Ihr Gesamtrisikoportfolio im Blick.

Mehr Informationen finden Sie auf unserer Website unter der Rubrik „Beratung“:  
[www.slg.co.at](http://www.slg.co.at)

# WENN ES UM IHRE HANDELSFINANZIERUNG GEHT, DENKEN WIR ÜBER DEN CONTAINERRAND HINAUS.

Im internationalen Handel sind individuelle und schnelle Lösungen für den Erfolg entscheidend. In mehr als 70 Ländern vor Ort, begleitet HSBC Sie durch den gesamten Handelszyklus: von der Geschäftsanbahnung bis zur Zahlungsabwicklung. Wir unterstützen Sie bei der Optimierung Ihrer Supply-Chain und verantwortungsvollem Risikomanagement. Nutzen Sie die Chancen der Internationalisierung mit einem der führenden Bankpartner im Außenhandel – der HSBC-Gruppe.

## Was können wir für Sie tun?

[www.hsbc.de](http://www.hsbc.de)

Düsseldorf · Baden-Baden · Berlin · Dortmund · Frankfurt · Hamburg  
Hannover · Köln · Mannheim · München · Nürnberg · Stuttgart