



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG

Foliensatz zur Vorlesung

# **Multinational Business Finance**

im FT 2019

Prof. Dr. Matija Mayer-Fiedrich

*Bitte beachten Sie die Literatur- und anderen Hinweise  
im Kursplan!*

# 1. Einführung

## 1.1 Währungsrisikopositionen – grundlegende Fälle

### 1.Fall: sicherer Cash-Flow in ausländischer Währung

- a) Produktion einzelner Produkte zum Preis von 500 € für ausländische Tochter in ausländischer Währung (US\$)
- b) Angebot auf dieser Wechselkursbasis berechnet, Preisliste für einen bestimmten Zeitraum verpflichtend, bis zur Lieferung kann der Devisenkurs variieren
  - \* US\$ befestigt sich
  - \* US\$ schwächt sich ab
- c) Problem: Kurssicherung für einzelne Produkte mit relativ geringem Preis



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG

## 2.Fall: Beteiligung an internationalen Ausschreibungen für Großprojekte

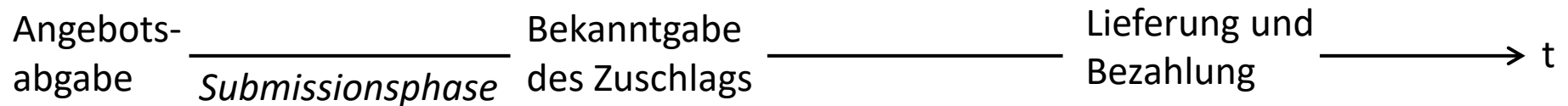
- bei Beteiligung muss Angebot mit Festpreis in US\$ abgegeben werden;
- wegen des rechtsverbindlichen Angebots besteht Gefahr von Deckungsbeitragseinbußen aufgrund eines Kursrückgangs;



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG



## 3.Fall: Finanzierung von Auslandstochtergesellschaften

- Tochterunternehmung in einem Schwellenland
- Währungsabwertungen und K-T-Risiken gegenüber EUR
- Operativer Verlust? Bilanzieller Ausgleich?  
Sicherungsalternativen?



## 1.2 Risikoproblematik im Internationalen Finanzmanagement

### a) Entscheidungssituationen gekennzeichnet durch zwei Risikodeterminanten:

1. **unternehmungsexogen** (Finanzmarkt):
2. **unternehmensendogen**:

### b) Strukturhypothesen:

- unternehmensexogen:  
Die künftigen Devisenkassakurse und die künftigen Zins- und Swapsätze sind prinzipiell unvorhersagbar.
- unternehmensendogen:  
Die für finanzwirtschaftliche Entscheidungen relevanten Währungsrisikopositionen sind prinzipiell indeterminiert.

→ NULLSUMMENSPIEL

## c) Systematisierung Währungsrisiko und Währungsrisikopositionen



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG

## d) Systematisierung währungsrisikopolitischer Verhaltensweisen

Einzig, P. (1975), S. 12 ff.:

„Covering ... [is] an arrangement to safeguard against the exchange risk on a payment of a definite amount to be made ... on a definite date in connection with a self-liquidating commercial or financial transaction.”

“Hedging ... [is] an arrangement to safeguard against an indefinite and indirect exchange risk arising from the existence of assets or liabilities ...”

## 1.3 Devisenkursnotierung

Preisnotierung

Mengennotierung



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG

## 1.4 Systematisierung Internationaler Finanzmärkte

## 2. Devisenkursprognose

### 2.1 Theoreme zur Analyse der Konditionenbildung auf den Finanzmärkten



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG



## 2.2 Zuverlässigkeit von Devisenkursprognosen



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT

## 2.3 Random-Walk-These



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG

## 2.4 Arbitragegleichgewicht

Swapstellen:  $S = \frac{M(i_{USD} - i_{EUR})}{(1 + i_{EUR})}$  für die Ein-Jahres-Periode

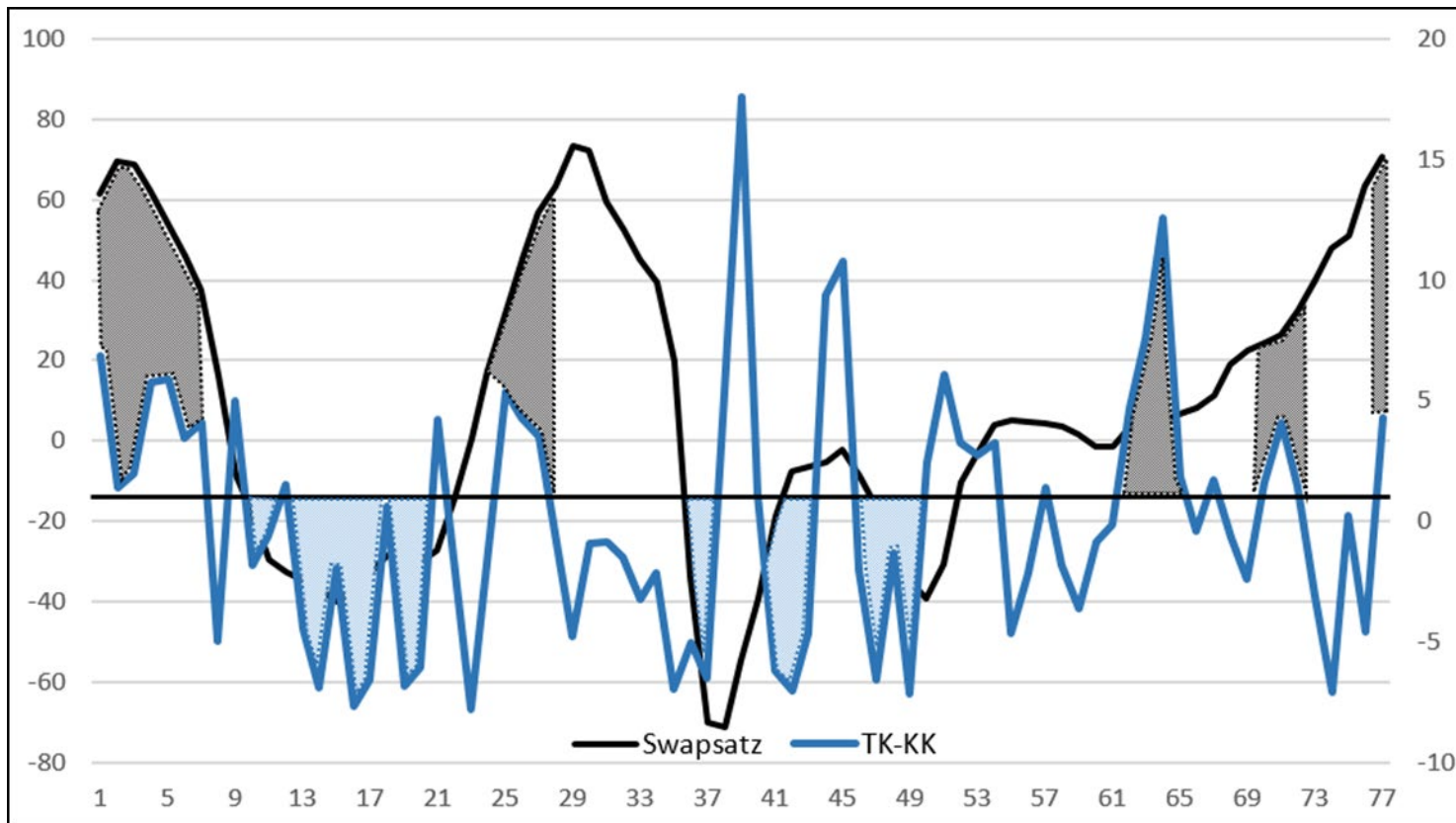




HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG



Currency Carry Trade – Möglichkeiten zwischen USD und EUR  
quartalsweise Betrachtung zwischen 1.1.1998-30.6.2018  
grau: Wechsel von EUR in USD; blau: von USD in EUR  
Q: Mayer-Fiedrich, erscheint in WiSt

## 2.5 Devisenkurssysteme



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT

**Floating-Systeme:** Wechselkurs als Ergebnis des Zusammenspiels von Devisenangebot und –nachfrage ohne staatliche Eingriffe;



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG

**Interventionspunktsysteme,** z.B. EWS II: Interventionen an den Bandenden: die beteiligten Zentralbanken greifen in das Marktgeschehen ein, sobald der Wechselkurs aus den erlaubten Bandbreiten auszutreten droht

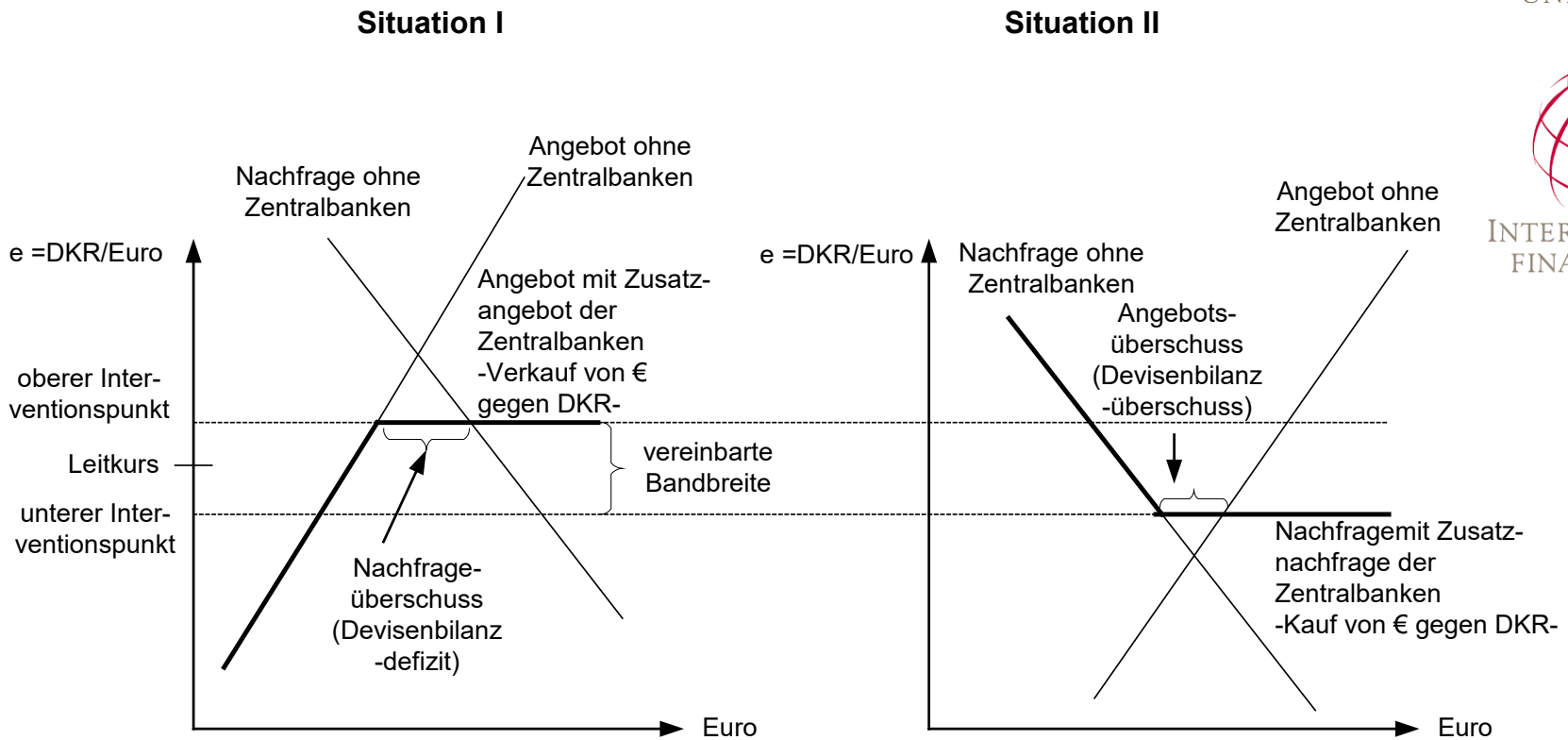


Abb. Interventionspunktsystem, Q: WiSt 3/1999, S. 141ff.

### 3. Systematisierung von originären Währungsrisikopositionen

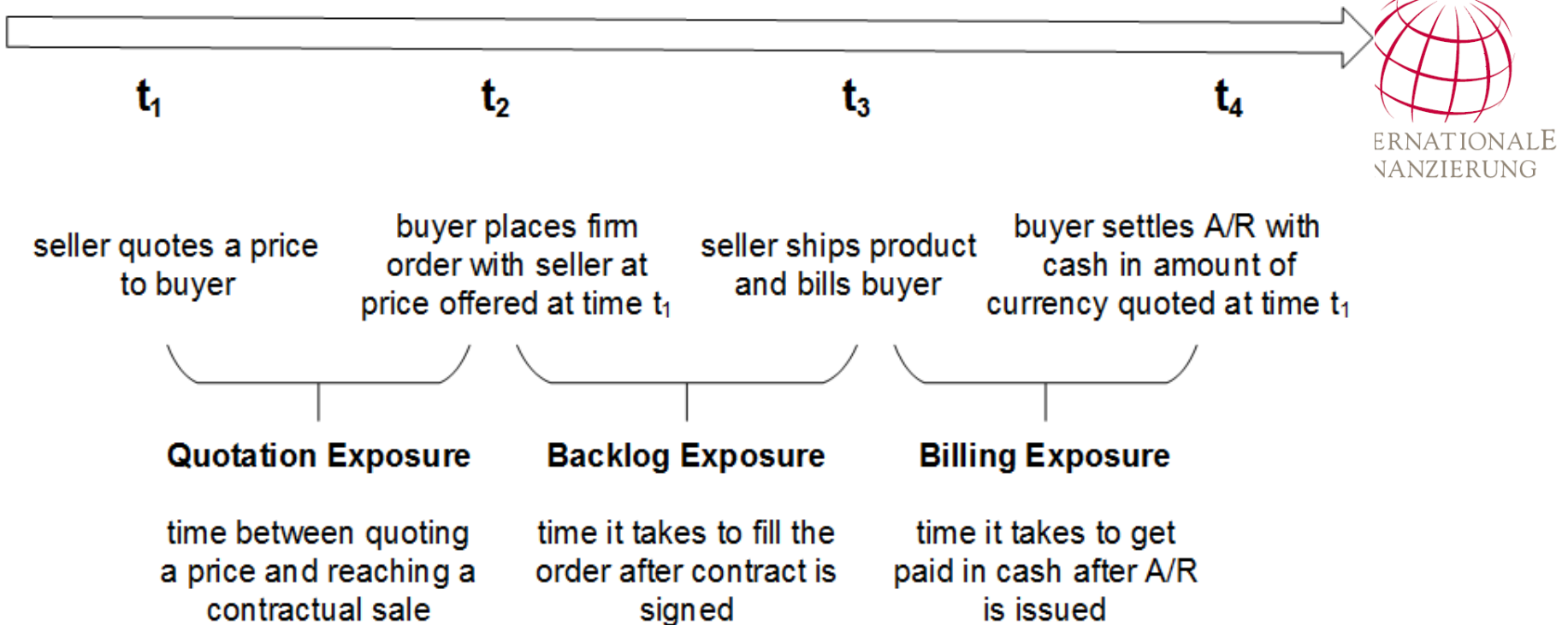


<i>Erfassung WRP</i>	BOOK EXPOSURE (Bilanzbestände)	Überschneidungsbereich zwischen BOOK und ECONOMIC EXPOSURE	ECONOMIC EXPOSURE (Finanzströme)	<i>Identifizierung WRP</i>
<i>Auswirkung DK-Änderung</i>	TRANSLATION EXPOSURE (Umrechnung fingiert Transfer) bilanzielle Sicht	TRANSACTION EXPOSURE (von der Kontrahierung bis zur Konvertierung) finanzielle Sicht	OPERATING EXPOSURE (jenseits der Kontrahierung) Zukunftserfolgs- sicht	<i>Evaluierung, finanzwirtsch. Charakter</i>
<i>Bezeichnung Kursicherung</i>	HEDGING latentes Währungsrisiko Kompensation bilanziell-finanziell	COVERING manifestes Währungsrisiko Kompensation finanziell- finanziell	SPEKULATION latentes Währungsrisiko Kompensation nicht zwingend	<i>Beurteilung der Kurs- sicherung</i>



Zu 3.

## From Operating to Transaction Exposure



In Anlehnung an Eiteman u.a. 12th Global Ed. pp. 287, exhibit 11.3

## 4. Devisenkurssicherung

### 4.1 Spekulation vs. Devisenkurssicherung

**Def. 1:** „alle auf Gewinnerzielung aus Preisveränderungen gerichteten Geschäftstätigkeiten.“

Quelle: Wirtschafts-Lexikon, Zweiter Band, 11. Aufl., Wiesbaden 1983

**Def. 2:** „die zumeist kurzfristige, auf gewinnbringende Ausnutzung der Preisunterschiede zu verschiedenen Zeitpunkten gerichtete Betätigung an der Börse.“

Quelle: Bank-Lexikon, 9. Aufl., Wiesbaden 1982

**Def. 3:** „Speculation in foreign exchanges assumes the form of creating or maintaining an open position in terms of a foreign currency for the sake of benefiting by its anticipated appreciation or depreciation.“

Quelle: Paul Einzig, A textbook on Foreign Exchange, 2. Aufl., and 1977

**Def. 4:** „durch die realen Gegebenheiten unzureichend begründete (feste) Erwartung, dass bestimmte Ereignisse, Zustände eintreten werden.“

Quelle: Wörterbuch der deutschen Gegenwartssprache, Bd. 5, Berlin (Ost) 1976, S. 3484



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG

## 4.2 Devisenkurssicherungsstrategie

- **konsistent**
- **selektiv**



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG

## 4.3 Klassische Techniken der Devisenkurssicherung

Devisenkurssicherungsmaßnahme = über Devisenmärkte abgewickelte Transaktionen, durch die die Wahrscheinlichkeitsverteilung der künftigen finanziellen Ergebnisse prinzipiell unabhängig von Devisenkursänderungen gemacht wird;



## a) Devisenkassageschäft

- wechselseitige Bereitstellung der gehandelten Währungen am zweiten Werktag nach Vertragsschluss;
- d.h. Devisen werden zweiwerktägig Valuta kompensiert gehandelt (zwei Tage zur Abwicklung der eingegangenen Verpflichtungen);

## b) Devisentermingeschäft

### Devisenfuture

zwischen Verpflichtungsgeschäft und Erfüllungsgeschäft liegt ein zumeist standardisierter Zeitraum von 30, 60, 90, 180 oder z.T. 360 Tagen;

### Devisenforward

zwischen Bank und Kunden gehandelt = outright- oder Solo-Termingeschäft;





### c) Devisenkursichernde Kreditaufnahme

- in  $t_0$  wird Kredit (prinzipiell fristenkongruent) in fremder Fakturierungswährung aufgenommen und sofort am Devisenkassamarkt gegen Heimatwährung verkauft;
- Rückzahlung der Kreditsumme in  $t_n$  durch fällig werdende Forderungen in fremder Währung;

### d) (Devisen-) Swap-Handel

- Austausch zweier Währungen auf Zeit; Hintausch und Rücktausch;
- eine mit dem gleichen Geschäftspartner für die gleichen beiden Devisen im gleichen jetzigen Zeitpunkt (simultan) abgeschlossene Kombination eines Kassa- und eines Termingeschäfts bzw. von zwei Termingeschäften;
- geeignet zur Weitersicherung (Prolongation) offener oder geschlossener Positionen, falls TK nicht fristenkongruent erhältlich oder Spekulation auf sinkende Zinssatzdifferenz (s. Revolvierung)

## e) Revolvierende Devisenkurssicherung

- risikopolitisch: unabhängig von der Devisenkursentwicklung (temporärer Überschuss bzw. Bedarf), aber Spekulation auf Sinken der Zinssatzdifferenzen, d.h. Reduktion der Kurssicherungskosten;
- Änderungen der Zinssatzdifferenzen beeinflussen die Kosten der Devisenkurssicherung;
- **Arbitragegleichgewicht:** im Normalfall bestimmt die auf den internationalen Geldmärkten existierende Zinssatzdifferenz zwischen zwei Währungen die auf den Devisenmärkten existierenden Swapsätze für diese beiden Währungen;



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG

## 5. Erweiterte Devisenkurs- und Sicherungsgeschäfte

### 5.1 Erfüllungsrisiken und Zahlungssicherung im Außenhandel

#### a) Erfüllungsrisiken und Clearing

Devisentransaktionen zur Vermeidung des Erfüllungsrisikos über das Clearing-System (CLS) durchführen ([www.cls-group.com](http://www.cls-group.com)), 18 Währg. Durch Zug-um-Zug-Abwicklung der Transaktionen ist das Erfüllungsrisiko weitestgehend ausgeschaltet.

#### b) Clean Payment

#### c) Cash against Documents

#### d) Letter of Credit (Dokumentenakkreditiv)



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG

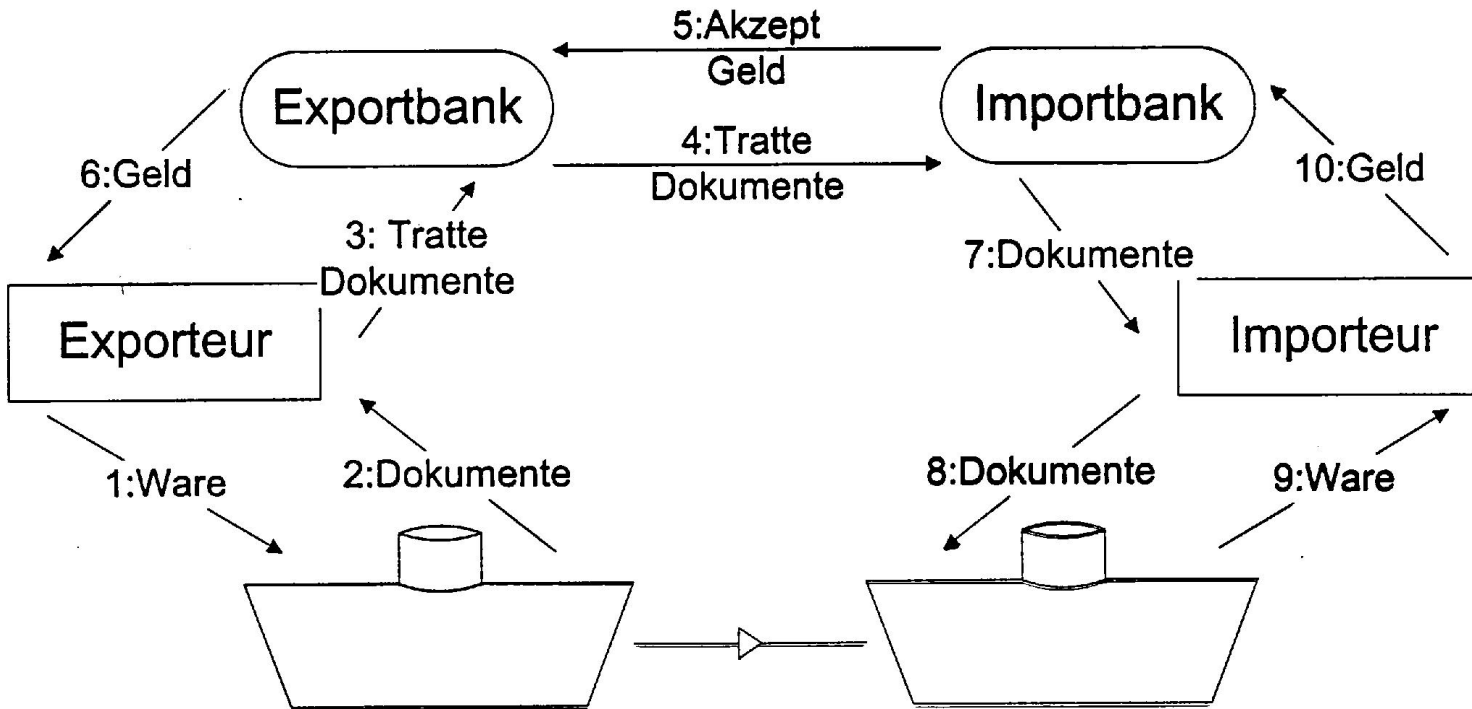
## e) Rembourskredit



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG



## 5.2 Devisentermingeschäft vs. kurssicherndes (Euro-/) internationales Kreditgeschäft

- Analyse der konkreten finanzwirtschaftlichen Situation;
  - Möglichkeit, mit den am Euro-Kreditmarkt aufgenommenen Finanzmitteln nach sofortiger Konvertierung am Kassamarkt auf dem nationalen Kreditmarkt bereits in Anspruch genommene (flexible) Kontokorrentkredite oder andere vorzeitig rückzahlbare Kredite mit hohen Risikozuschlägen zurückzahlen bzw. geplante Inanspruchnahmen von Krediten mit fester Laufzeit und fixierten Kreditsummen nicht zu realisieren (Finanzmittelsubstitution)
- Finanzierungskosten senkenden Effekt
- Euro-Kreditaufnahmen für mittelständische Unternehmen geeigneteres Instrument;



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG

## 5.2 Devisentermingeschäft vs. kurssicherndes (Euro-/) internationales Kreditgeschäft



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG

### Handlungsempfehlung

- Analyse der konkreten finanzwirtschaftlichen Situation;
  - Euro-Kreditaufnahme: Finanzierungskosten senkenden Effekt, Finanzmittelsubstitution, Devisenkurssicherung am Terminmarkt für mittelständische Unternehmen geeigneteres Instrument
- > im operativen Bereich Gewinne anstreben, Währungsgewinne und -verluste prinzipiell ausgeschlossen
- > Exporteur: nach Kursbefestigungen der Fremdwährung die Kurssicherungsentscheidung nicht als Fehlentscheidung bezeichnen
- (1) Entscheidungen immer ex ante zu treffen
  - (2) entgangene Devisenkursgewinne nicht Opportunitätskosten (nur mit ex ante zur Verfügung stehenden Informationen bewertet)

## 5.3 Die Devisenoption als währungsrisikopolitisches Instrument



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT

### a) Begriff:

Eine Devisenoption ist ein Kontrakt, durch den der Käufer der Option (Long) gegen Zahlung einer Optionsprämie an den Verkäufer der Option (Short / Stillhalter) von diesem das Recht, nicht aber die Pflicht (einseitiges Erfüllungsgeschäft) erwirbt, zu einem bestimmten Zeitpunkt (european style options) einen bestimmten Devisenbetrag gegen Euro zu einem vereinbarten Devisenkurs (Basis- oder Strike-Kurs) zu verkaufen (Put / Verkaufsoption, Importeur) oder zu kaufen (Call / Kaufoption, Exporteur).



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG

### b) zeitlicher Ablauf

Optionsgeschäfte werden in zwei Stufen abgewickelt, die zeitlich auseinander fallen: Zunächst wird ein Optionsrecht vom Käufer durch Bezahlung einer Optionsprämie erworben. Später wird das Optionsrecht ausgeübt oder verfallen gelassen.



### c) Marktpartner

- **Käufer** nimmt längere Position der Marktseite ein (long), begrenzt seinen Verlust auf Höhe der Optionsprämie, während Gewinnmöglichkeit unbegrenzt.
- **Verkäufer** sitzt am kurzen Ende (short), Gewinn auf Höhe der Optionsprämie beschränkt, während Verlust unbegrenzt möglich.

### d) Optionsarten

- **Kaufoption:** Käufer hat das Recht, Devisen gegen Euro zu tauschen (call).
- **Verkaufsoption:** Käufer hat das Recht, Euro gegen Devisen zu tauschen (put).

### e) Bedeutung zur Absicherung von originären WRP

- in der Mengennotierung beziehen sich die Begriffe Put und Call auf den Euro
- fällige Optionsprämie in der Fremdwährung ausgewiesen (z.B. US-Cents je Euro)





## f) Wirkung auf Devisenkurssicherung - Exporteur

- Wenn der Devisenkassakurs (Mengennotierung) zum Zeitpunkt der Fälligkeit einer **Call-Option** über dem im Optionsvertrag fixierten Kurs (Basispreis) liegt, dann wird der Optionskäufer vom Stillhalter die Erfüllung des Optionsvertrages verlangen.
  - Wenn der Devisenkurs dagegen unter dem vereinbarten Basispreis liegt, dann wird die Option nicht ausgeübt, denn die Devisen können am Kassamarkt teurer verkauft werden.
  - Insofern profitieren die sich gegen Währungsrisiken sichernden exportierenden Unternehmen mit Devisenoptionen von Befestigung Fremdwährung.
  - Die Wahrscheinlichkeitsverteilung der devisenkursgesicherten Netto-Erlöse ist nur nach einer Seite sicherer gemacht worden, während die erwünschten Devisenkursrisiken als erlöserhöhende Möglichkeit offen gelassen werden, d.h. mit dem Kauf von Devisenoptionen gegen Katastrophenfälle absichern;
- unternehmenspolitisch aufgezwungene *asymmetrische* Devisenkursspekulation;

## g) Wert einer Option/ Optionspreis

Der Preis einer Option zerfällt in zwei Komponenten:

### (1) Innerer Wert/ intrinsic value

- positive Differenz zwischen Basispreis und gegenwärtigem Terminkurs der zugrundeliegenden Leistung (Betrag, um den die Option im Geld ist);
- die Option könnte fiktiv ex ante zu einem Basispreis ausgeübt werden, der im Vergleich zum Terminkurs (!) gewinnbringend ist (nur in-the-money-Optionen);

### (2) Zeitwert/ extrinsic value

- zahlt der Optionskäufer in Erwartung einer profitablen Ausübung der Option, Risikoprämie für Stillhalter
- Zeitwert der Option (extrinsic value) für unterschiedliche Basispreise durch eine Wahrscheinlichkeitsverteilung der Inanspruchnahme des Stillhalters durch den Optionskäufer beschrieben;



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG

## h) Entscheidungsproblem: Wahl des Basispreises fixiert die Sicherungskosten

[US\$/€]	Exporteur	Künftiger Kassakurs [US\$/€]
	Basispreis – Prämie	
out of the money		
at the money		
in the money		

## i) Low-/Zero-Cost-Option

Exporteur tätigt gegen den Kauf einer out of the money Call-Option einen betragskongruenten Verkauf einer out of the money Put-Option. Reduktion des Devisenkursrisikos durch Wahl der Basispreise; sowohl sehr ungünstige, als auch sehr günstige Erlössituationen werden vermieden und die Prämieinnahmen aus dem Verkauf der Put-Option verringern die Prämienausgaben der gekauften Call-Option;

## 5.4 Revolvierende Kurssicherung und spekulativ deformierte Zins- und Swapsätze

### a) Grundproblematik

- in der Arbitragegleichgewicht gilt nur in Floating-Systemen uneingeschränkt
- Interventionspunktsysteme: freie Kursbildung nur innerhalb der Bandbreiten;
- Paritätsrisiko: aus finanzwirtschaftlicher Sicht auch innerhalb von Interventionspunktsystemen keine Gewähr für Erhaltung des ursprünglichen Devisenkursniveaus;
- Zinsparitätentheorie gilt auch in anomalen Situationen
- die spekulativ deformierten Swapsätze führen zu einer spekulativen Deformation der Zinssätze für die abwertungsbedrohte Währung;
- d.h. in anomalen Situationen kehrt sich der Beeinflussungszusammenhang zwischen Geldmarkt und Devisenmarkt um: die Konditionen am Devisenterminmarkt beeinflussen die Konditionen am Geldmarkt!



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG

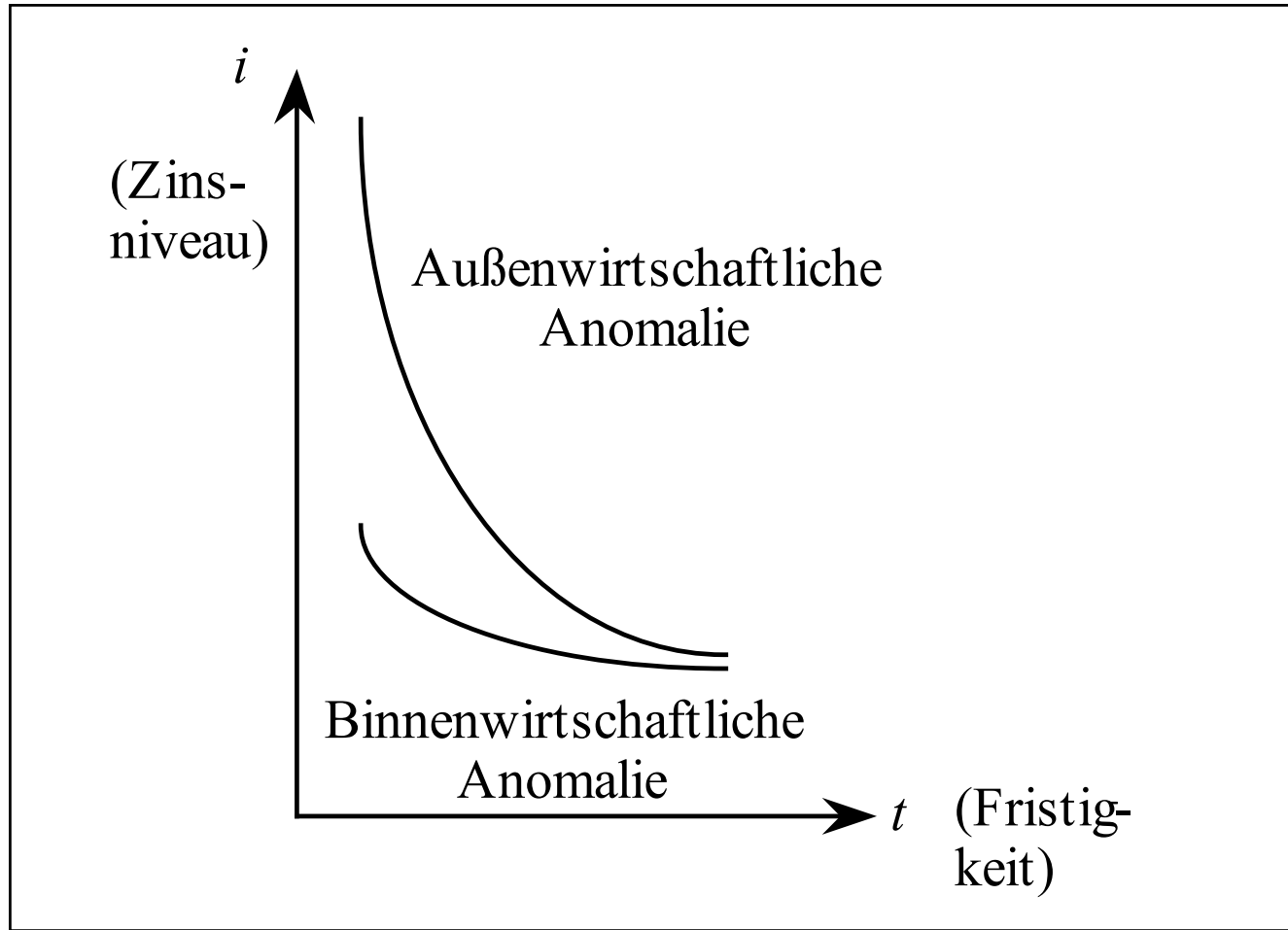
## b) Zinstheoretische Analyse revolvierender Devisenkursicherungen bei spekulativ deformierten Zins- und Swapsätzen



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG



→ Abwertungsrisikoprämie

## 6. Finanzierung von Auslandstochtergesellschaften



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT

### Def.: Auslandsdirektinvestition

- maßgeblicher, operativer Zusammengang zwischen MU und TiA, Unternehmungspolitik mitgestalten;
- Bereitstellung mehrerer Produktionsfaktoren, neben Sachkapital auch Humankapital, Technisches Wissen



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG

Oberziele der Finanzpolitik: Sicherung der Liquidität, d.h.

1. Kapitalbeschaffung
2. Kapitalstrukturgestaltung im Sinne der strukturellen Liquiditätssicherung
3. Cash Management im Sinne der optimalen Disposition über Kassenbestände und Zahlungsströme

## 6.1 Gründe für die Einrichtung einer Auslandstochtergesellschaft

- Beschaffung:
    - Nähe zu Rohstoffquellen;
  - Produktion:
    - geringere Produktions- und Transportkosten;
    - leichter Einkauf in Technologien;
    - Nutzung billiger/ qualifizierter Arbeitskräfte im Gastland;
  - Absatz:
    - Kompensation von Importrestriktionen;
    - Absatzsicherung durch Marktnähe
  - Nachfrageeffekte:
    - Bandwagon-Effekt (Mitläufer-Effekt) - Das was andere haben muss gut sein, daher kaufen es auch die Mitläufer
- Finanzierung von Absatz, Investitions-, Innovations-, Projektmaßnahmen; kurz- bis langfristige Liquidität;



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG

## 6.2 Risiken

- Währungsrisiken: Devisenkursänderungen; Zins- und Swapsätze
  - Wahrscheinlichkeit und Ausmaß erörtern;
- Beschränkung des internationalen Kapitalverkehrs:
  - Konvertierung (Umwandlung);
  - Transferierung (Übertragung in ein anderes Währungsgebiet);
  - durch innerstaatliche Maßnahmen;
- Gastlandbedingte Verhältnisse:
  - politisches Länderrisiko
  - Massenrisiko: allg. Instabilität der Gesellschaft
  - Souveränitätsrisiko: Eingreifen der Regierung in Geschäftsaktivitäten des Unternehmens
  - Wirtschaftliches Länderrisiko (BSP, Auslandsverschuldung, Währungsreserveindikator, Steuerbelastung, Inflation)



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG



## 6.3 Gestaltung der Kapitalstruktur der Auslandsgesellschaft



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG

Dilemma der Kapitalstrukturplanung:

- 1) Minimierung der Eigenkapitalquote
- 2) Anpassung an die im Gastland übliche Kapitalstruktur
- 3) Mirror-Effekt (Kapitalstruktur der MU auf TiA übertragen)
- 4) Beachtung der Auswirkung auf Weltbilanz:



## 6.4 Finanzierungsalternativen

### Orientierung an Marktmöglichkeiten

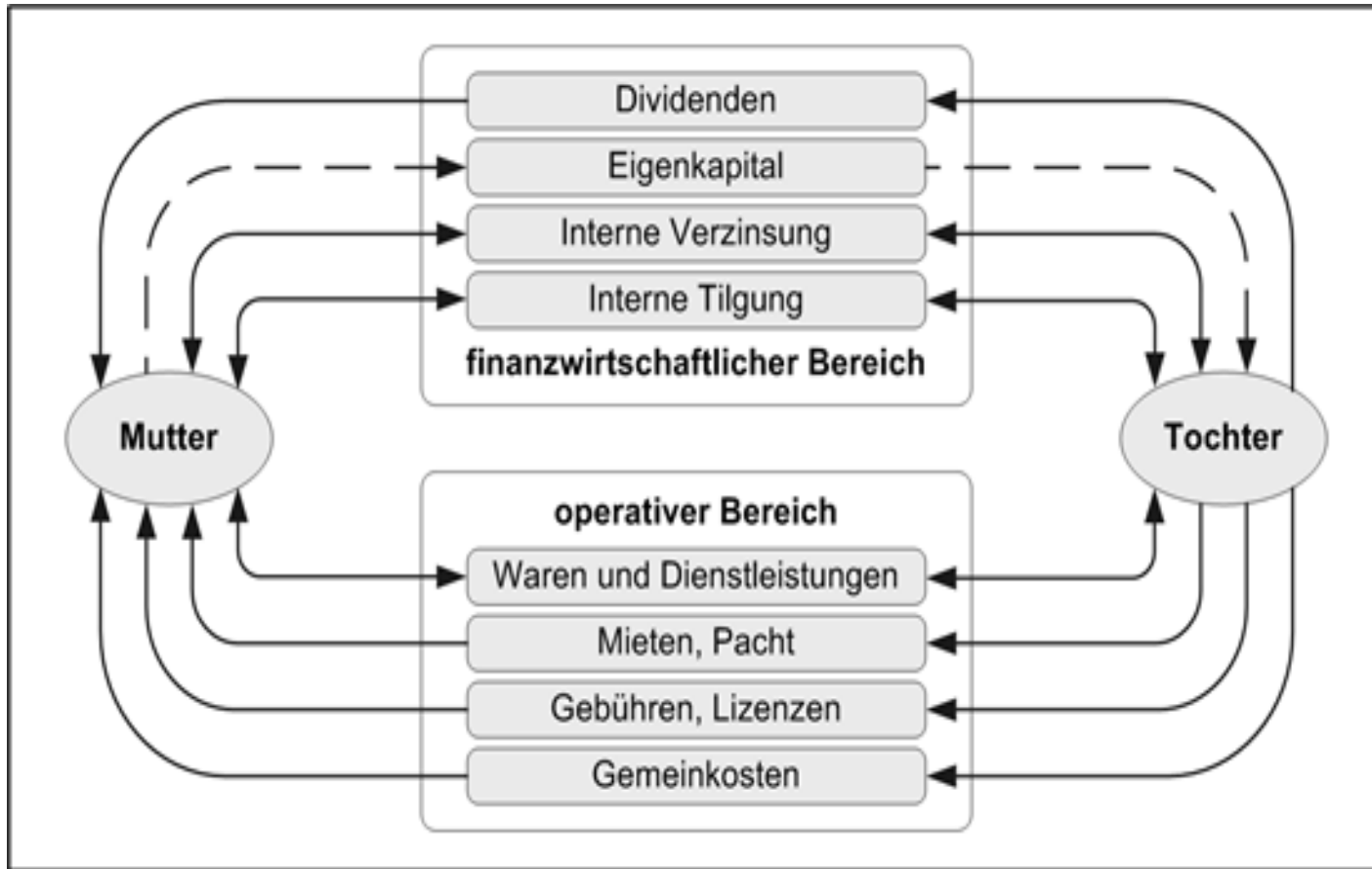
- Selbstfinanzierung als bedeutendste Quelle
- Cash Management im Konzernverbund:
  - Pooling: Saldi mehrerer Zahlungsverkehrskonten unter Beachtung Währung gegen Zielkonto konsolidieren, d.h. Negativ- durch Positivsaldi kompensiert;
  - Netting: periodische Aufrechnung von konzerninternen Forderungen und Verbindlichkeiten, effektive Zahlungsströme vermeiden;
  - Devisen-Netting: Forderungen gegen Verbindlichkeiten TiA, nur Spitzenbeträge ausgleichen, d.h. selektive Kurssicherungspolitik
- Konzernclearing (konzerninterne Ausleihungen, Eigenkapital vs. Fremdkapital);



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG

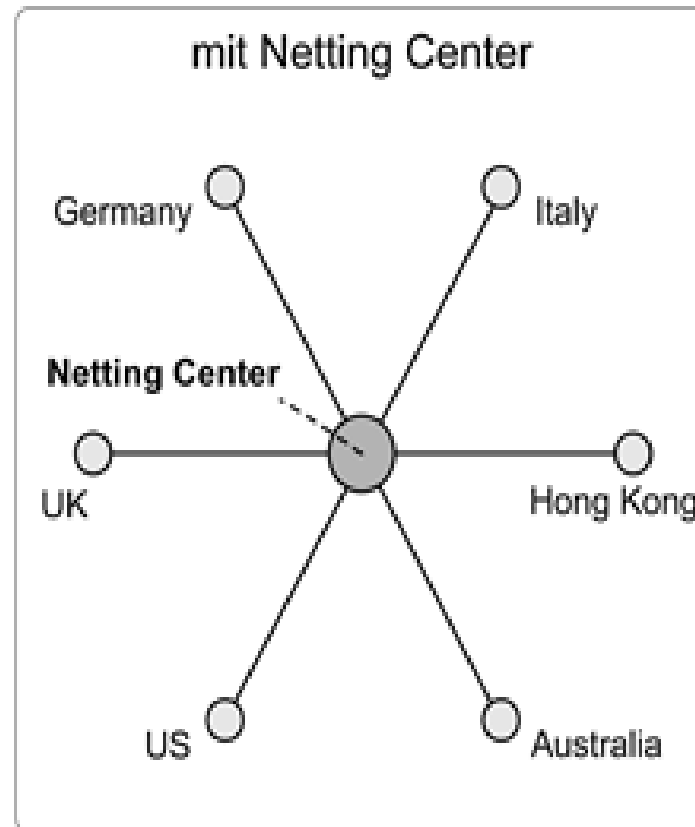
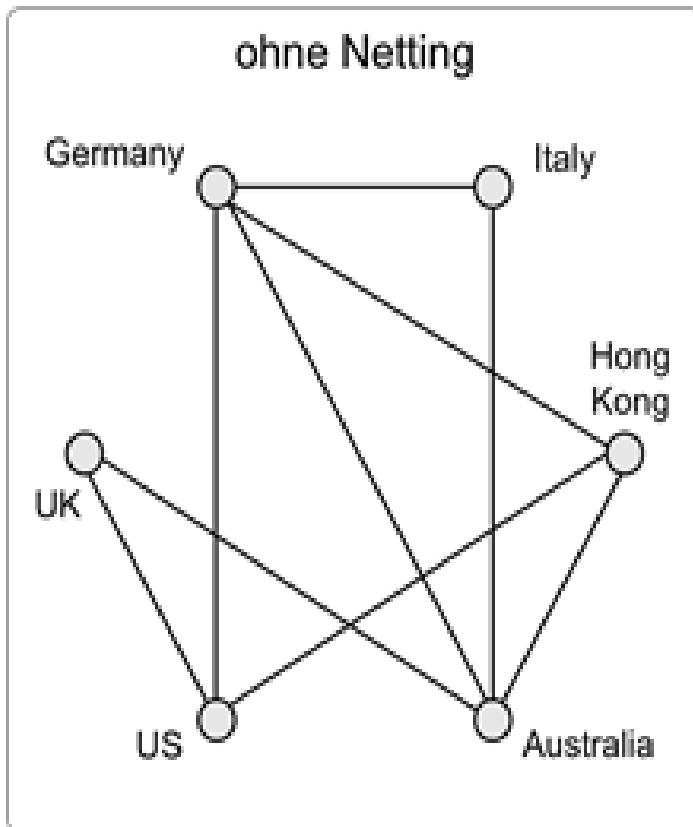




HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT

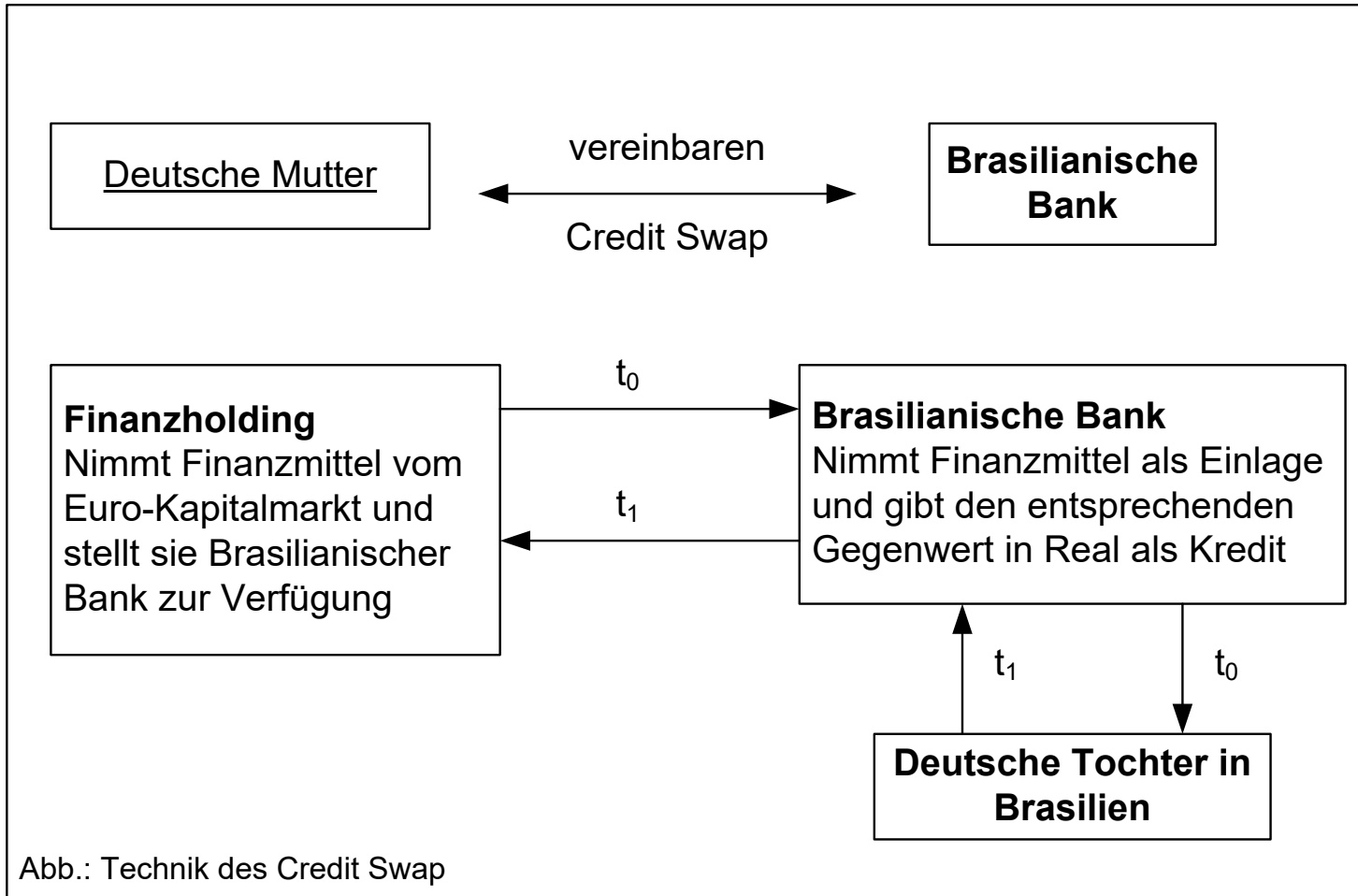


INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG



## 6.5: Swap-Finanzierung

### a) Credit Swap



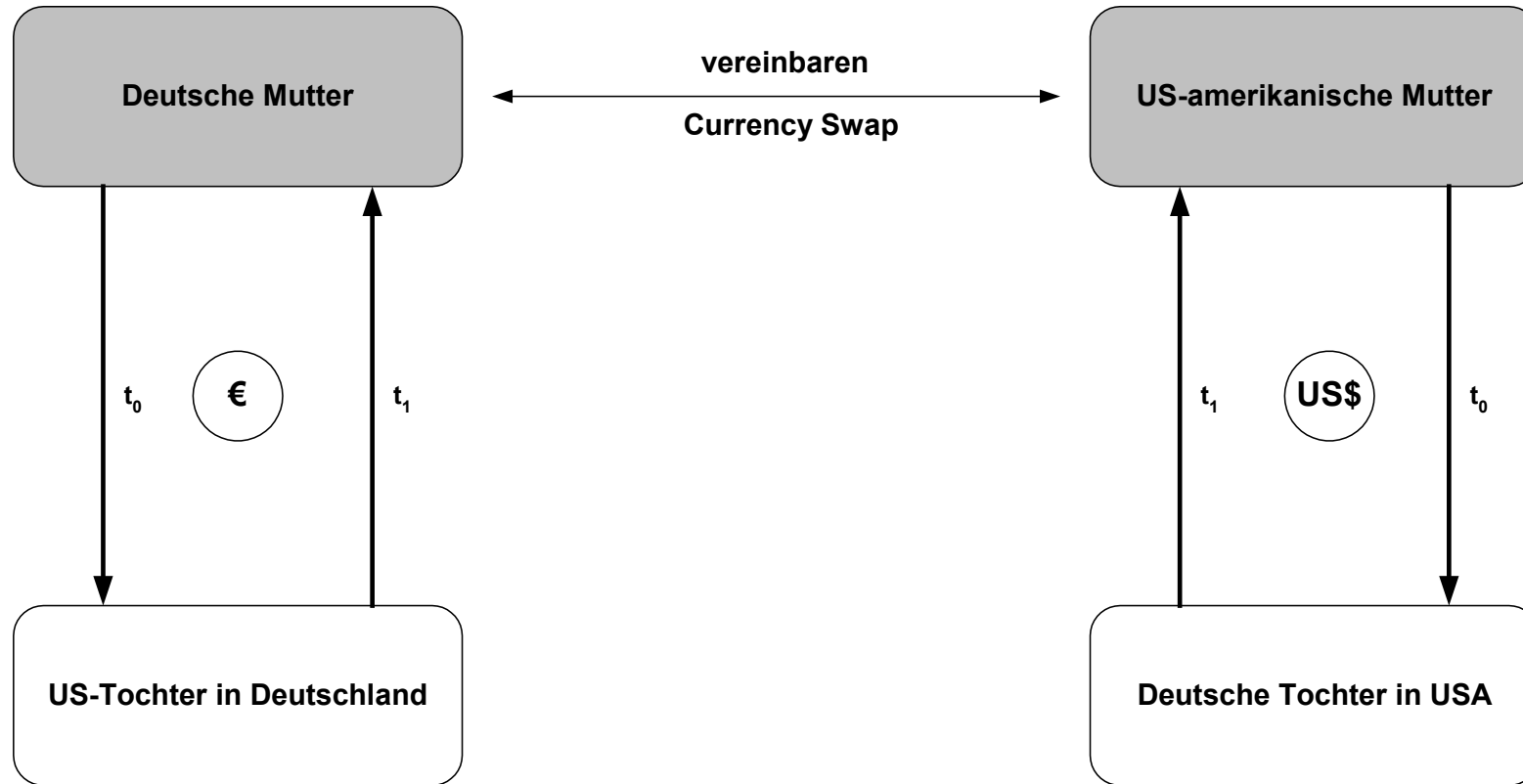
## b) Currency-Swap



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG



## 6.6 Bestimmungsgründe für Desinvestitionsentscheidungen



HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT



INTERNATIONALE  
FINANZIERUNG

### MU spezifisch:

- finanzielle Situation
- Fehler der Unternehmensführung
- Strategische Ausrichtung und Konzentrationsbestrebungen

### Mikroökonomisch:

- rückläufige Marktentwicklung/ Absatzmenge
- Marktsättigung und Überkapazität/ Preiswettbewerb
- Produktsubstitution/ Preiswettbewerb
- Faktormarktentwicklungen

### ADI spezifisch:

- finanzielle Situation
- Produktsituation
- Überalterung der Produktionsanlagen
- Zieldivergenzen mit MU

### Makroökonomisch:

- Volkswirtschaftliche Entwicklung
- Politisch-soziale Rahmenbedingungen