

Risikomanagement mit Derivaten bei Unternehmen der Realwirtschaft – Verbreitung, Markttendenzen, Regulierungen –

DAI-Kurzstudie 2/2012

Bilateral abgeschlossene Derivate („over-the-counter“-Derivate, OTC-Derivate) werden mitverantwortlich gemacht für die Finanzkrise. Als Folge zielen verschiedene aktuelle Regulierungsvorhaben darauf ab, den Einsatz von OTC-Derivaten zu erschweren bzw. zu verteuern.

Die Folgen dieser Finanzmarktregulierungen für die Unternehmen der Realwirtschaft werden dabei häufig übersehen. Die vorliegende Studie belegt, dass Unternehmen aller Größenklassen OTC-Derivate intensiv im Risikomanagement nutzen. Dieser risikomindernde Effekt wird durch die kommende Regulierung bedroht. Bereits jetzt spüren die Unternehmen, dass die Absicherung von Währungs-, Zins- und Rohstoffpreissrisiken deutlich teurer wird und z.T. schon nicht mehr möglich ist, weil sich Banken aus dem Geschäft mit Derivaten zurückziehen.

Um so wichtiger ist es, bei der Regulierung der Derivatemärkte die Belange der Realwirtschaft zu berücksichtigen. Auch müssen die einschlägigen Regulierungen konsistent miteinander verzahnt werden. Finanzmarktregulierungen verfehlen ihr Ziel, wenn sie sinnvolle Absicherungsgeschäfte der Realwirtschaft erschweren und damit neue Risiken schaffen.

OTC-Derivate im Fokus der Politik

Im November 2008 haben die Staats- und Regierungschefs der G-20 einen Aktionsplan zur Erhöhung der Finanzmarktstabilität verabschiedet. Zu den beschlossenen Maßnahmen gehört auch, die Regulierung der OTC-Derivatemärkte zu intensivieren.¹ Auf Grundlage des G-20 Beschlusses sind seitdem verschiedene internationale und europäische Regulierungsvorhaben vorangetrieben worden. Zu nennen sind insbesondere die europäische Derivateverordnung (EMIR), die Revision der europäischen Finanzmarkttrichtlinie (MIFID/MIFIR) sowie die Umsetzung von Basel III mit der Capital Requirements Regulation/Directive IV (CRR/CRD IV).

Politischen Entscheidungsträgern ist allerdings häufig nur unzureichend bekannt, dass OTC-Derivate in Unternehmen der Realwirtschaft zur Risikoabsicherung eingesetzt werden und deshalb – entgegen der

¹ Siehe G-20, Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy, Washington D.C., 15. November 2008.

häufig öffentlich vertretenen Meinung – nicht risikohöhernd, sondern risikomindernd wirken. Entsprechend wird häufig übersehen, dass Regulierungen für Derivate unmittelbare Wirkungen im unternehmerischen Risikomanagement entfalten.

Der Verband Deutscher Treasurer (VDT) und das Deutsche Aktieninstitut (DAI) haben vor diesem Hintergrund 364 Industrieunternehmen unter den Mitgliedern des VDT befragt, ob und wie sie Derivate nutzen und welche Marktreaktion sie bereits wahrnehmen. Die für diese Art Untersuchungen sehr gute Rücklaufquote von rund 56 Prozent (205 Unternehmen) zeigt die hohe Relevanz des Themas „Derivateinsatz in Unternehmen und seine Regulierung“.

Unternehmen aller Größenklassen nutzen Derivate zum Management unterschiedlicher Risiken

Tatsächlich werden Derivate im unternehmerischen Risikomanagement bis hinein in den gehobenen Mittelstand eingesetzt (siehe Abb. 1). Insgesamt nutzen fast 80 Prozent der Unternehmen derivative Instrumente zur Risikostreuung. Bei den Großunternehmen mit über 100 Mio. Euro Umsatz sind es fast 95 Prozent, und immerhin fast jedes zweite Unternehmen des Mittelstandes verwendet Derivate.

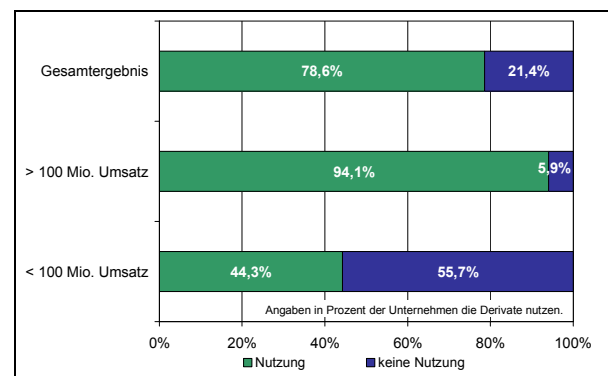


Abb. 1: Derivatennutzung nach Unternehmensgröße

Unternehmen nutzen Derivate dazu, verschiedene Risiken zu managen (siehe Abb. 2). Angesichts der internationalen Verflechtung der deutschen Wirtschaft spielen die Absicherung von Währungsrisiken bei Exporten sowie Kauf von Vorprodukten aus dem Ausland oder zur Absicherung der eigenen Auslandsproduktion dabei eine besondere Rolle. 78 Prozent bzw. 58 Prozent der Unternehmen, die Absiche-

rungsinstrumente nutzen, sichern sich gegen Währungsrisiken ab. Entsprechend stehen Währungsderivate häufig für einen Großteil des gesamten Derivatolumens eines Unternehmens.

Viele Unternehmen (71 Prozent) nutzen Derivate aber auch, um Zinsrisiken in der Finanzierung kalkulierbar und beherrschbar zu machen. So kann es sich z.B. lohnen, mittels eines Zinsswap ein günstiges Zinsniveau langfristig zu sichern. Rohstoffpreisrisiken (34 Prozent) werden im Vergleich zu den anderen unternehmerischen Risiken weniger oft abgesichert.

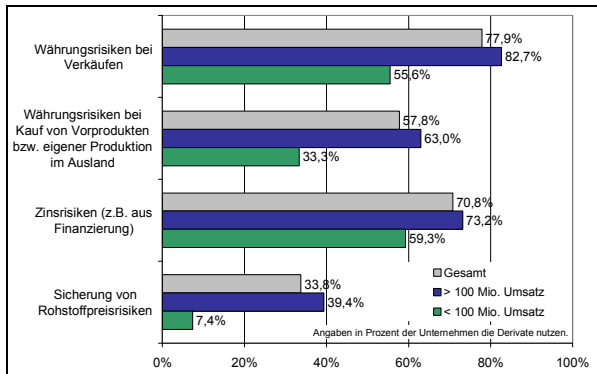


Abb. 2: Abgesicherte Risiken

Das Spektrum der abgesicherten Risiken variiert mit der Komplexität der Geschäftsmodelle der betroffenen Unternehmen. So sichern Unternehmen mit über 100 Mio. Jahresumsatz in der Regel zwei bis drei der genannten Risiken durch Derivate. Unternehmen des „gehobenen“ Mittelstandes sind „nur“ in ein bis zwei der Kategorien aktiv. Vor allem die Absicherung von Rohstoffpreisrisiken und von Währungsrisiken beim Kauf von Vorprodukten erfolgt seltener.

Hohe Bedeutung einfacher OTC-Derivate reflektiert Bedürfnisse der Realwirtschaft

Da Unternehmen der Realwirtschaft Derivate zur Absicherung von existierenden oder geplanten Geschäftsrisiken nutzen, benötigen sie maßgeschneiderte Produkte, die die abzusichernden Geschäfte im Hinblick auf Laufzeit, Volumen und Vertragskonditionen möglichst gut abbilden. Eine solche Flexibilität bieten regelmäßig nur Derivate, die bilateral zwischen dem betroffenen Unternehmen und einer Bank verhandelt und abgeschlossen werden (OTC-Derivate).

Es wundert daher auch nicht, dass die Unternehmen schwerpunktmäßig auf OTC-Derivate zurückgreifen, um ihre Risiken zielsicher zu steuern (siehe Abb. 3). Während etwa jedes achte Unternehmen (12,4 Prozent) standardisierte börsengehandelte Derivate sehr häufig oder häufig nutzt, sind es bei den OTC-Derivaten zwei Drittel der Unternehmen (67 Prozent).

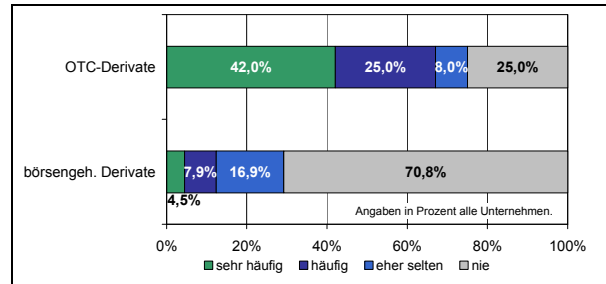


Abb. 3: Art der genutzten Derivate

Mit den vielfältigen Möglichkeiten der Strukturierung variiert auch der Komplexitätsgrad derivativer Finanzinstrumente. Dies ist einer der Gründe, warum der Derivatemarkt in den Fokus der Politik geraten ist. Wer allerdings Derivate undifferenziert mit komplexen Finanzinstrumenten gleichsetzt, vereinfacht grob.

Die von den Industrieunternehmen für das Risikomanagement genutzten Derivate sind im Regelfall wenig komplex (siehe Abb. 4). Rund neun von zehn Unternehmen (86 Prozent) geben an, dass deterministische Geschäfte (Termingeschäfte) wie Währungs-Forwards oder Zinsswaps für über 50 Prozent ihres Gesamtderivatvolumens stehen. Deutlich weniger Bedeutung haben im Vergleich dazu bereits einfache Optionsgeschäfte, die regelmäßig nur auf einen Anteil von unter 50 Prozent am Gesamtvolumen kommen. Fast unbedeutend sind dagegen komplexe Optionen. Nur 19 Prozent der Unternehmen geben an, diese überhaupt zu nutzen.

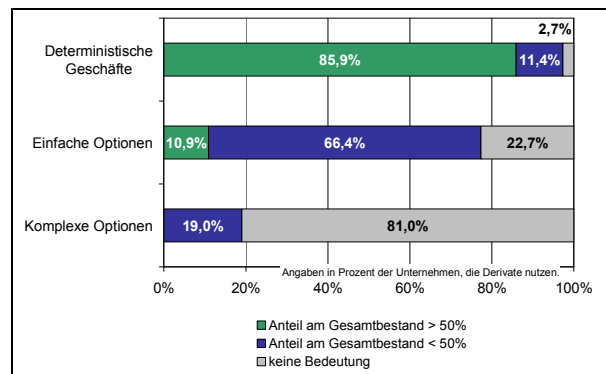


Abb. 4: Komplexitätsgrad der eingesetzten Derivate

Insgesamt nutzen Industrieunternehmen damit überwiegend maßgeschneiderte OTC-Derivate, um den Risiken der realwirtschaftlichen Grundgeschäfte bestmöglich gerecht zu werden. Dabei werden ganz überwiegend einfach konstruierte Finanzderivate bevorzugt; komplexe Derivate, deren Chancen-Risikostruktur tendenziell schwieriger zu verstehen ist, werden dagegen nur von rund jedem fünften Unternehmen verwendet.

Regulierung erschwert Risikomanagement

Das Risikomanagement der Unternehmen mittels Derivaten steht aktuell möglicherweise vor einem gravierenden Umbruch.

Grund hierfür sind verschiedene, im Nachgang zur Finanzkrise initiierte Regulierungsvorhaben. Deren gemeinsames Ziel ist nicht nur die Erhöhung der Transparenz, sondern es sollen auch Anreize zur Nutzung von zentralen Gegenparteien und börslich gehandelten Derivaten gesetzt werden. Die Unternehmen in der EU sind dabei von folgenden Vorhaben betroffen:

- **European Market Infrastructure Regulation (EMIR):** Die im März 2012 verabschiedete EMIR bildet das Herzstück der Derivateregulierung. Sie legt allen am Derivatemarkt aktiven Parteien weitreichende Transparenzpflichten auf und verlangt generell, dass Derivate entweder einem zentralen Clearing zugeführt werden oder – wo dies nicht möglich ist – bilateral besichert werden müssen. Die EMIR berücksichtigt jedoch, dass OTC-Derivate von Unternehmen der Realwirtschaft risikosenkenden Charakter haben. Dazu nimmt sie Derivate richtigerweise von der Pflicht zum Clearing bzw. der bilateralen Besicherung aus, solange sie risikomindernd wirken. Erst wenn der Umfang der „spekulativen“ Geschäfte der nicht-finanziellen Unternehmen die sog. Clearingschwelle überschreitet, greift die Clearingpflicht bzw. die Pflicht zu bilateralen Besicherung.
- **Eigenkapitalregulierung von Banken:** Auch die europäische Umsetzung von Basel III im Rahmen der Capital Requirements Regulation/Directive IV (CRR/CRD IV) hat das Potential, den Einsatz von OTC-Derivaten deutlich zu verändern. Nach dem Vorschlag der EU-Kommission aus dem Juli 2011 sollen Banken für Positionen in OTC-Derivaten künftig deutlich mehr regulatorisches Eigenkapital vorhalten. Dazu soll künftig nicht nur – wie bislang – der Ausfall einer Gegenpartei aus einem OTC-Derivategeschäft mit Eigenkapital unterlegt werden, sondern auch das Risiko einer Kreditverschlechterung (sog. Credit Value Adjustment Risk, CVA Risk).
- **EU-Finanzmarktrichtlinie (Markets in Financial Instruments Directive/Regulation, MiFID/MiFIR):** Auch der Revisionsvorschlag zur MiFID/MiFIR aus dem Oktober 2011 wird die OTC-Märkte betreffen. Hier ist erstens die Pflicht zum Derivatehandel auf MiFID-regulierten Plattformen vorgesehen, wenn die nicht-finanziellen Unternehmen die Clearingschwelle der EMIR überschritten haben. Zweitens überträgt die neue MiFID/MiFIR die bereits vom Handel in Aktien bekannten An-

forderungen an die Vor- und Nachhandelstransparenz prinzipiell auf Derivatetransaktionen. Drittens werden die Ausnahmeregelungen deutlich eingeschränkt, so dass insbesondere für nicht-finanzielle Unternehmen mit einem ausgeprägten Eigenhandel mit Warenderivaten die Gefahr besteht, künftig als Wertpapierfirmen zu gelten und damit verschiedene Finanzmarktregulierungen erfüllen zu müssen.

Schon heute steigende Absicherungskosten und fallende Derivateverfügbarkeit

Einige zentrale Inhalte oder wichtige Details der Regulierungen stehen zur Zeit noch nicht endgültig fest, weil der politische Prozess noch nicht abgeschlossen ist (siehe unten). Es ist also bis dato nicht einfach, die volle Tragweite der Veränderungen für das Risikomanagement mit OTC-Derivaten zu prognostizieren. Auch werden die Effekte davon überlagert, dass Banken in vielerlei Hinsicht ihre Geschäftsmodelle regulatorisch bedingt überdenken müssen.

Eines scheint aber dennoch jetzt schon sicher. Die Risikoabsicherung mit OTC-Derivaten wird für die Unternehmen (deutlich) teurer und schwieriger werden. Viele Negativwirkungen zeichnen sich bereits jetzt deutlich ab.

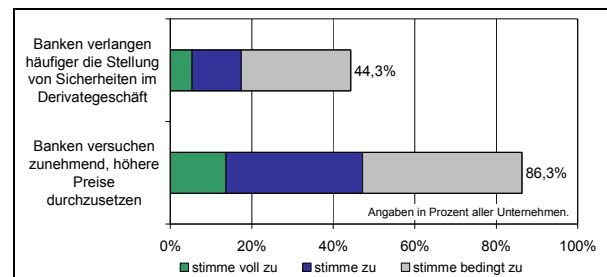


Abb. 5: Tendenzen bei den Derivatekosten

Dies gilt insbesondere für die Kosten der Absicherung (siehe Abb. 5). Immerhin 87 Prozent der Unternehmen berichten, dass Banken deutlich oder zumindest tendenziell versuchen, höhere Preise für die Absicherung von Geschäftsrisiken durchzusetzen. Immerhin jedes zweite Unternehmen spürt außerdem, dass die Banken stärker auf die Stellung von (Bar-) Sicherheiten für OTC-Transaktionen drängen. Die Stellung von (Bar-)Sicherheiten für OTC-Transaktionen belastet unmittelbar die Liquiditätssituation der betroffenen Unternehmen und war dementsprechend einer der Hauptgründe, für eine Ausnahme unter der EMIR zu plädieren.

Neben den Kosten der Absicherung könnte sich auch die Derivateverfügbarkeit deutlich verringern (siehe Abb. 6), denn es ist zu erwarten, dass die Banken ihr knapperes Eigenkapital künftig selektiver einsetzen

werden. Auch dieser Effekt ist zum Teil schon heute zu spüren. So berichten rund 27 Prozent der Unternehmen, dass die Anzahl der Banken tendenziell abnimmt, die bereit sind, Absicherung zu geben. Fast 30 Prozent stellen zudem fest, dass es schwieriger geworden ist, überhaupt eine Absicherung für die Geschäfte zu erlangen.

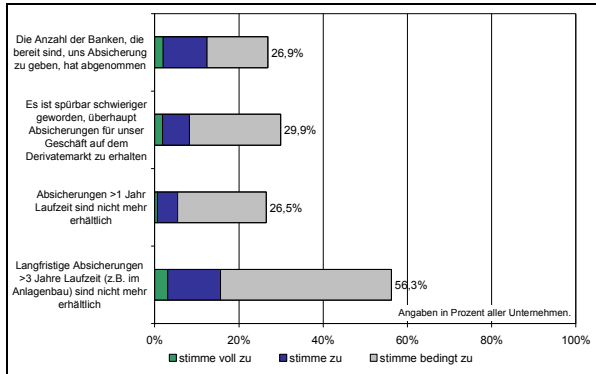


Abb. 6: Tendenzen in der Derivateverfügbarkeit

„Echte“ Verknappungstendenzen gibt es vor allem für langfristige Absicherungen. Rund 56 Prozent der Unternehmen erleben hier zumindest tendenziell, dass solche Absicherungen mit einer Laufzeit von über drei Jahren nicht mehr zu erhalten sind. Für Absicherungen mit über einem Jahr Laufzeit liegt der entsprechende Prozentsatz bei immerhin noch gut 26 Prozent.

Makroökonomische Wirkungen drastisch

Die Konsequenzen, die sich auf der Ebene des einzelnen Unternehmens ergeben, werden auch gesamtwirtschaftlich zu spüren sein.

Sinkende Verfügbarkeit an Absicherungsinstrumenten und/oder deutliche Mehrkosten für das Risikomanagement werden die Unternehmen dazu zwingen, weniger oder eine ungenauere Risikominderung vorzunehmen. Dadurch werden (finanzielle) Risiken in die Realwirtschaft verlagert, die diese weder tragen kann noch will, und die nicht zu deren originärem Geschäftsmodell gehören. Dies wiederum bedingt nicht nur eine erhöhte Ergebnisvolatilität, sondern macht die Unternehmen auch zu „riskanteren“ Geschäftspartnern und damit verstärkt zu einer möglichen Quelle von Systemrisiken.

Unternehmen werden gleichwohl versuchen, die Effekte durch Verhaltensanpassungen zu begrenzen. Zumindest im Bereich der Währungsrisiken können Risiken auch dadurch vermieden werden, dass Produktionsstätten dorthin verlagert werden, wo die Währungsrisiken entstehen. Die Regulierung fördert solche „Natural Hedges“ indirekt und erzeugt damit Abwandlungstendenzen.

Allerdings gibt es längst nicht für alle Risiken natürliche Absicherungstechniken. Zins- und Rohstoffpreissrisiken lassen sich quasi überhaupt nicht auf diese Weise begrenzen. In der mittelständischen Wirtschaft kommt hinzu, dass auch Währungsrisiken weniger leicht durch „Natural Hedges“ begegnet werden können, weil diese Unternehmen typischerweise weniger flexibel in der Wahl der geographischen Produktionsstandorte sind.

Insgesamt ist daher davon auszugehen, dass ein erheblicher Teil der bislang abgesicherten Risiken schlechter oder gar nicht abgesichert in der Realwirtschaft verbleibt. Gerade für die international ausgerichtete deutsche Wirtschaft wäre dies ein nicht zu unterschätzender Wettbewerbsnachteil, so dass letztlich auch die Konkurrenzfähigkeit der deutschen Volkswirtschaft leiden würde.

Finanzmarktregulierung muss auf Belange der Realwirtschaft Rücksicht nehmen

Vor diesem Hintergrund sollt die Regulierung der Derivatemarkte unbedingt auf die spezifischen Belange der Realwirtschaft Rücksicht nehmen. So verständlich und richtig es ist, im Nachgang der Finanzkrise den regulatorischen Rahmen für Banken und Finanzmärkte nachzuschärfen, so wichtig ist es auch, die Effekte der Regulierungsvorhaben sorgsam zu prüfen. Wenn der Preis einer erhöhten Stabilität der Finanzwirtschaft ist, dass die Risiken in der Realwirtschaft steigen, ist volkswirtschaftlich nichts gewonnen.

Konkret müssten in den genannten Regulierungsvorhaben mindestens folgende Änderungen berücksichtigt werden, um das Risikomanagement der Realwirtschaft nicht zu beeinträchtigen und Inkonsistenzen zwischen den verschiedenen Regulierungsvorhaben zu vermeiden:²

- **EMIR:** In der EMIR stehen zur Zeit noch die endgültige Definition von Hedging und die Festlegung der Höhe der Clearingschwelle aus. Diese zentralen Festlegungen sind sog. technischen Standards überlassen, die die EU-Kommission basierend auf Vorschlägen der europäischen Regulierungsbehörden ESMA, EBA und EIOPA Anfang 2013 erlassen muss. Damit ist derzeit noch offen, was die auf Ebene der Verordnung verankerte Ausnahme im Detail bedeuten wird. An den ersten Konsultationsdokumente der ESMA ist zwar zu begrüßen, dass ein ökonomisches Verständnis von „Hedging“ zugrundegelegt wird. Eine forma-

² Die ausführlichen Stellungnahmen von DAI, VDT und BDI zu den nachfolgenden Regulierungsvorhaben enthalten weitere Anregungen. Sie können unter www.dai.de und www.vdtev.de abgerufen werden.

le Feslegung – etwa in Bezug auf das Hedge-Accounting – wäre dagegen fatal gewesen, denn nur jedes vierte der hier befragten Unternehmen (26 Prozent) wendet Hedge-Accounting oder die vergleichbare Bildung von Bewertungseinheiten nach HGB derzeit für seinen gesamten Derivatebestand an (siehe Abb. 7). Gleichwohl umfasst auch die von der ESMA vorgeschlagene Definition noch nicht alle faktischen Absicherungsgeschäfte. Außerdem will die ESMA die Clearingschwelle sehr niedrig festlegen. Da die endgültige Definition von „Risikominderung“ möglicherweise ökonomisch nicht vollkommen sachgerecht sein wird, benötigen die Unternehmen einen höheren „Puffer“ für die Clearingschwelle, um nicht Gefahr zu laufen, ungerechtfertigt in die Clearingpflicht zu rutschen. Sinnvoll wäre es, sich an eine vergleichbare Regelung aus den USA anzulehnen. Im Rahmen der Auslegung des Dodd-Frank-Acts hat das US Commercial Futures Trading Committee eine Regel für die Clearingschwelle von „Major Swap Participants“ verabschiedet: Hiernach greift die Clearingpflicht u.a., wenn der Marktwert des unbesicherten Derivatebestands eine bzw. drei Mrd. US-Dollar übersteigt.

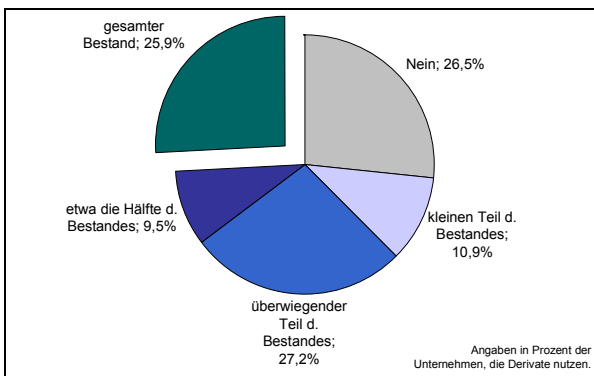


Abb. 7: Hedge Accounting oder Bildung von Bewertungseinheiten im Derivatebestand

- **CRR/CRD IV:** Banken sollten für CVA-Risiken aus Derivaten mit Industrieunternehmen solange kein Eigenkapital vorhalten müssen, wie die entsprechenden Unternehmen auch unter der EMIR die Ausnahmeregelung nutzen können. In der derzeitigen Form entwertet die CRR die EMIR-Ausnahme, denn die Banken werden die Mehrkosten aus der CRR an ihre Kunden weitergeben: Die Unternehmen können damit zwar die von einem Zwang zu bilateralen Besicherung oder einem zentralen Clearing ausgehenden Kosten sparen, sie werden aber umgekehrt mit nicht unerheblichen Mehrkosten aus der CRR für genau die gleichen Transaktionen belastet. Diese Mehrkosten dürften immerhin 200 bis 300 Prozent der

heutigen Regulierungskosten ausmachen. Dies zeigt eine umfassende Simulationsrechnung auf Basis eines von KPMG entwickelten IT-Tools, an der 17 im Deutschen Aktieninstitut organisierte Unternehmen teilgenommen haben. Die Inkonsistenz zwischen CRR und EMIR könnte durch eine an die EMIR angelehnte Ausnahme leicht beseitigt werden.

- **MiFID/MiFIR:** In der MIFID/MIFIR ist diese Konsistenz zumindest im Ansatz bereits hergestellt, denn die Pflicht zum Handel von OTC-Kontrakten an MiFID-regulierten Handelsplattformen soll nur für nicht-finanzielle Unternehmen gelten, die die Clearingschwelle der EMIR überschritten haben. Dennoch könnte die MIFID das unternehmerische Risikomanagement vor Probleme stellen. Grund hierfür sind die spezifische Transparenzregeln für Derivatetransaktionen, die die Unternehmen möglicherweise zwingen könnten, Absicherungswünsche einem zu großen Kreis an Marktteilnehmern offen zu legen. Kritisch sind auch die verringerten Ausnahmetatbestände.

Fazit

Insgesamt führen die neuen Regeln für Derivate zu einem erheblichen Anpassungsbedarf in der Realwirtschaft. Die mit den Regulierungen einhergehenden negativen Effekte auf die Realwirtschaft werden zudem bislang nur zum Teil in den Regeln reflektiert. Am besten gelingt dies noch in der EMIR, die anerkennt, dass der Einsatz von OTC-Derivaten von Industrieunternehmen anders zu bewerten und zu reglementieren ist, als andere Bereiche des Derivatemarktes. Allerdings bleibt hier zu hoffen, dass die nun auszuarbeitenden technischen Standards durch die europäischen Aufsichtsbehörden die Ausnahme der EMIR nicht aushöhlen. Auch CRR und MiFID/MiFIR drohen, die EMIR ökonomisch zu entwerten, was ein ernste Inkonsistenz im gesamten Regulierungsgefüge erzeugt.

Im weiteren politischen Prozess müssen die Belange des Risikomanagements der Realwirtschaft daher besser berücksichtigt werden. Sonst werden die Neuregelungen volkswirtschaftliche Kosten haben, die weit über die direkten Kostenwirkungen, z.B. für erweiterte Transparenzpflichten, hinausgehen. Dies gilt umso mehr, als die Unternehmen auch sonst von der Finanzmarktregulierung erheblich betroffen sind – z.B. durch höhere Kreditkosten.

Frankfurt, im Mai 2012

Dr. Gerrit Fey, Deutsches Aktieninstitut e.V.
(069/92915-41; fey@dai.de)

