

HEDGING IN INDUSTRIEUNTERNEHMEN

Dipl-Ing Franz Rotter

HonProf Dr Georg Schima, M.B.L. HSG, LL.M. (Vaduz)

6. Österreichischer Aufsichtsratstag

25. Februar 2016, WU Wien

Beim Hedging verzockt

09.02.2016 | 16:59 | Herbert Geyer / Bloomberg (wirtschaftsblatt.at)

Viele Schieferöl-Produzenten haben sich durch Hedging gegen zu niedrige Verkaufspreise abgesichert. Dass es aber so tief gehen könnte, haben viele nicht erwartet. Das rächt sich jetzt.

Eigentlich müsste der Schieferöl-Boom in den USA bereits seit mehr als einem Jahr zu Ende sein. Wenn der Ölpreis unter 60 Dollar fällt, hatten 2014 viele Analysten vorhergesagt, könnten die meisten Schieferöl-Produzenten nicht mehr liefern, weil ihre Produktionskosten über diesem Preis liegen. Zahlreiche Pleiten müssten die Folge sein – und schließlich ein Zusammenbruch der Produktion, der schließlich zu einem Abflachen des Öl-Angebots und zu wieder steigenden Preisen führen sollte.

Dass es ganz anders gekommen ist, liegt auch daran, dass viele der Produzenten – schon zur Absicherung der Kredite, mit denen sie ihre Investitionen finanziert hatten – Hedging-Verträge abgeschlossen hatten: Durch Derivate hatten sie ihren Verkaufspreis abgesichert, sodass sie trotz unter ihre Gestehungskosten sinkender Ölpreise noch immer genug für ihr Öl bekamen, um weitermachen zu können.

Anfangs war das noch relativ einfach, weil am Derivaten-Markt noch viele nicht an einen weiteren Ölpreis-Absturz glauben mochten und daher gern auf steigende Preise wetteten. Das machte Kontrakte, die gegen einen zu tiefen Fall absichern sollten natürlich kostengünstiger.

Hedging wird immer teurer

Das ist jetzt vorbei. Hedging wird immer teurer – auch weil praktisch alle Produzenten darauf angewiesen sind, wenn sie nicht in die Pleite rutschen wollen. So verkündete Joseph Gatto, der Finanzchef des Schieferöl-Produzenten Callon, bei einer Investorenkonferenz im vergangenen Dezember, sein Unternehmen habe für 2016 immerhin 4000 Barrel täglich, also rund 40 Prozent seines Outputs, mit 56 Dollar gehedget.

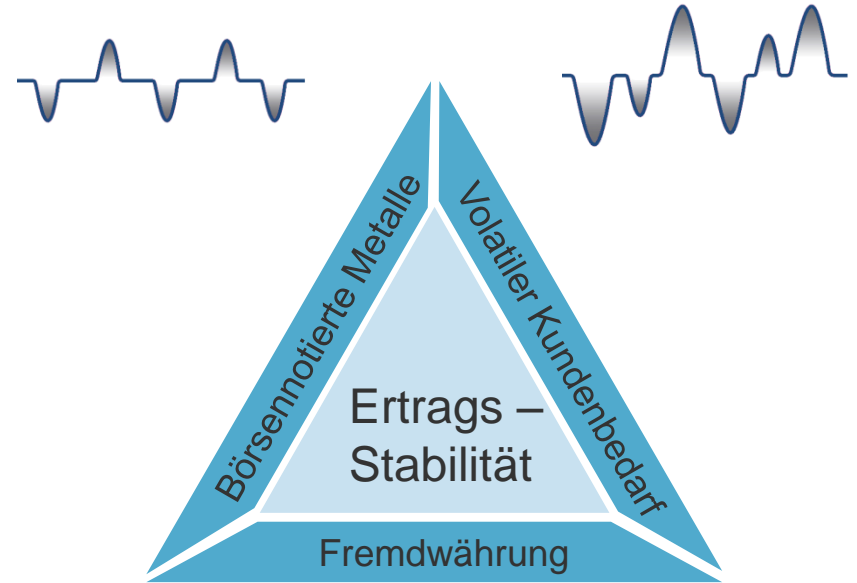
Bei genauerem Nachsehen stellt die Nachrichtenagentur Bloomberg nun fest, dass das bloß die halbe Wahrheit ist: Tatsächlich hat Callon in der ersten Jahreshälfte nur 2000 Barrel pro Tag vollständig abgesichert, sogar auf 58,23 Dollar. Für die andere Hälfte läuft hingegen ein Drei-Weg-Hedge – und der verliert an Wert, sobald der Ölpreis unter 40 Dollar fällt, was bekanntlich seit Jahresbeginn der Normalfall ist.

Zunehmende Volatilität des Marktumfeldes

Drückt sich sowohl in der Veränderungsfrequenz als auch in der Amplitudenhöhe aus

Mehrachsige Volatilitätsfaktoren:

- Marktbedarfsschwankungen bei längerfristigen Transaktionen
- Währungsschwankungen
- Notierungen Legierungselemente



Sowohl bei dispositiver Fertigung als auch bei Langfristverträgen im Direktgeschäft ist HEDGING von zunehmender Bedeutung als Risikomanagement-Tool.

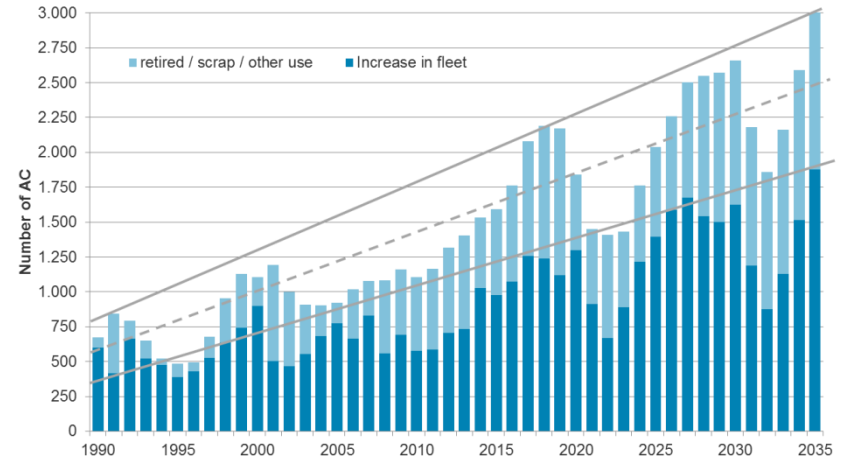
Volatilitätsfaktor Kundenbedarfsschwankungen

Vertragstypus:

- Langfristige Festverträge
- Langfristige Rahmenverträge
 - Preisbindung
 - Eingeschränkte Volumensbindung
- Verträge auf US\$-Basis
 - Wertschöpfung auf €-Basis

Beispiel: Aircraft (AC) build rate 1990 – 2035

Commercial Aircrafts (single aisle, wide body, regional jet, other new AC)



Quelle: Airline Monitor | June 2015

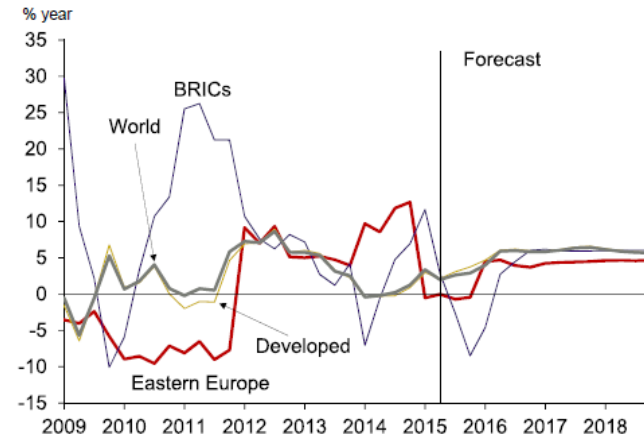
Kunden mit großer Einkaufsmacht wälzen das Eurokundenrisiko auf die Zulieferindustrie ab (z.B. Abnahmevertrag in US\$).

Volatilitätsfaktor Kundenbedarfsschwankungen

Prognosesicherheit

- Das realistische Abnahmeverhalten weicht zum Teil stark von den prognostizierten Abnahmestrukturen der Flugzeug-Baureihe ab.

Beispiel: Aerospace output by region



Quelle: Airline Monitor | June 2015

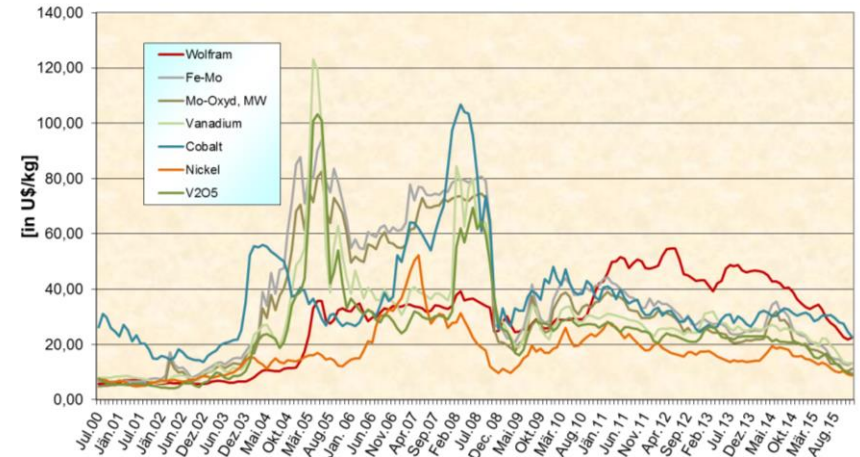
Das letztgültige Abnahmeverhalten von Kunden ist durch kurzfristig wirksame externe Faktoren stark beeinflusst.

Volatilitätsfaktor – Währung - Metalle

EUR / US\$ Wechselkursentwicklung



Beispiel: Dotierung Legierungsmetalle



Der starke spekulative Einfluss bei Währungen und börsennotierten Metallen lässt eine realwirtschaftsbezogene Ableitung des Entwicklungskorridors nicht zu.

Hedging = Absicherung / Hedging \neq Spekulation

Ziel der Hedging-Strategie im Industrieunternehmen

Das Ziel der Hedging-Strategie besteht darin, eine Position einzunehmen, die sowohl das Währungs- und Legierungsrisiko von börsennotierten Metallen als auch das Währungsrisiko der Auftragsstruktur möglichst ausgleicht.

Um eine wirksame Hedging-Strategie im Geschäftsmodell eines Unternehmen umsetzen zu können, sind verschiedene Rahmenbedingungen notwendig.

Kriterien eines Hedging-Konzeptes

Festaufträge und Rahmenaufträge:

- Festaufträge: Fixierte Preise, Menge und Liefertermine über die Vertragslaufzeit
 - Ziel: Keine offene Position = zeitgleiches Hedging der Metallinhalte LME und der FX-Position
- Rahmenaufträge: Fixierte Preise, Menge und Liefertermine können über die Vertragslaufzeit variieren (keine Abnahmeverpflichtung)
 - Richtlinie für das Hedging einer Volumensstaffelung über die Vertragslaufzeit
 - Richtlinie für FX-Hedging bei „direct-buy“ von Metall
 - Mitlaufende Risikobeurteilung mit Ergebnisentwicklungskorridor
- Sonderthema: Behandlung von Tagesrand-Thematik resp. Kumulierungsvolumen von Kleinaufträgen, Absicherung im Rahmen von Lagerauftragsfertigung

Insbesondere bei Rahmenaufträgen ist die angewendete Hedging-ratio im Rahmen des Risikomanagementsystems festzulegen.

Hedging-Instrumente

Die Auswahl ist abhängig von:

- Risikoposition
- Hedgingziel
- Finanziellem Fokus

Vertragspartner Optionen

- Börsentermingeschäfte
- Außerbörsliche Termingeschäfte –OTC (over the counter)

Derivate:

Futures

- „Einfrieren des Preisniveaus“
- Preis bis zur Fälligkeit des Vertrages abgesichert
- Relativ geringe Kosten

- Verpflichtung zum Kauf
- Profitieren von Preisrückgängen nicht möglich

Forwards

- Vorteile der Futures
- Inhalte wie Lieferort, Liefermenge, Lieferzeit und Qualität individuell verhandelbar

- Verpflichtung zum Kauf
- Profitieren von Preisrückgängen nicht möglich

Commodity Swaps

- Vorteile des Forwards
- Flexibler und schneller als Forwards

- Profitieren von günstigen Preisverläufen nicht möglich

Optionen

- Keine Verpflichtung zum Kauf
- Profitieren von Preisrückgängen möglich

- Kostenaufwändig durch Optionsprämie (2-4% des Sicherungsvolumens)

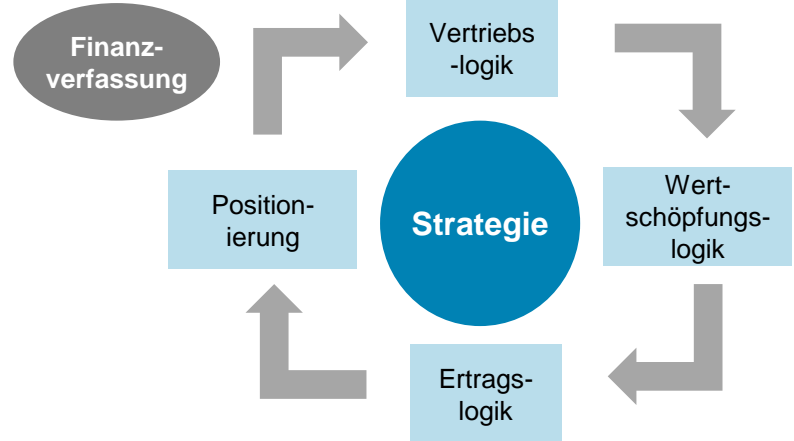
Risikoposition, Hedging-Ziele und Hedging-Instrumente definieren die Hedging-Strategie eines Unternehmens.

Voraussetzungen zur Umsetzung einer Hedging-Strategie

Voraussetzungen

- Mindestgröße des Absicherungsvolumens
- Liquider Markt, der reale Marktpreise abbildet
- Enge Abstimmung der Konzeption des Risikomanagement-Tools mit der Geschäftslogik des Unternehmens
- Zertifizierte Systemlandschaft zwischen Risikomanagement und Buchhaltungssystem
- Sicherstellung der Kompetenz in allen relevanten Gremien
- Prozessrichtlinienwerk in Bezug auf operative Abwicklung und Genehmigungspflicht

Geschäftslogik



Grundvoraussetzung für Finanzinnovationen ist ein Risikomanagementprozess mit Einbindung des Vorstandes und des Aufsichtsrates.

Aufgaben des Vorstandes beim Aufbau eines Hedging-Konzepts

Aufgaben

- Detaillierte Beschreibung der Geschäftslogik und Festlegung der Risikostruktur
- Detaillierte Beschreibung der hedging-relevanten Geschäftsprozesse
- Hedging-Richtlinien mit Berichtswesen und Genehmigungspflichten
- Implementierung des Risikomanagement-Prozesses
- Abschluss der Rechtsgeschäfte über Finanzinnovationen

Aufsichtsrats-Relevanz



Quelle: Claudia Gormann

Die Interaktion zwischen Vorstand und Aufsichtsrat bei Einführung, Umsetzung und dynamischer Adaptierung des Regelwerkes ist zwingend notwendig.

Einbindung des Aufsichtsrates in die Hedging-Konzeption

Einbindungsbereiche

- Rahmengebend in der Geschäftslogik
 - zB Aufnahme oder Abgabe von Geschäftszweigen
- Rahmengebend bei Limitationen von Finanzinnovationen
- Befassung bei Genehmigungsvorbehalten
- Kontrollierende Befassung bei Risikomanagementprozess

Aufsichtsrat



Quelle: www.presentationload.de

Der Aufgabenumfang des Aufsichtsrates ist rahmengebend und kontrollierend.

Hedging in Industrieunternehmen – Die Rolle des Aufsichtsrates

Ausgangslage – Involvierung des Aufsichtsrates

- Währungs- und Rohstoffpreisrisiken – können für bestimmte Unternehmen ohne Absicherungsgeschäfte existenzbedrohend sein
- Eingehen existenzbedrohender Risiken durch den Vorstand
 - Umstritten, ob Unternehmensleitung das überhaupt darf
 - Unterbleiben des Eingehens existenzbedrohender Risiken ist ungeschriebenes Tatbestandsmerkmal der Business Judgment Rule (*Lutter*, GesRZ 2007, 84; *Lutter*, FS 50 Jahre G BH [2000], 311, 335; *Mertens/Cahn* in KölnKomm AktG³ [2009] § 93 Rz 86; *Adensamer/Eckert* in *Kalss*, Vorstandshaftung in 15 europäischen Ländern [2005] 362 ff;)

Hedging in Industrieunternehmen – Die Rolle des Aufsichtsrates

- Gegenmeinung: der Vorstand darf unter bestimmten Voraussetzungen – so insb in Krisensituationen, wo manchmal nur potentiell existenzbedrohende Risikovarianten zur Verfügung stehen – auch bestandsgefährdende Risiken eingehen (*Oltmanns*, Geschäftsleiterermessen und unternehmerisches Ermessen [2001] 247 f; *Hüffer/Koch*, AktG¹¹ § 93 Rz 27; *Hopt/M. Roth* in *GroßKomm AktG*⁵ § 93 Rz 88, 195)
- Existenzgefährdende Risiken bei ausreichender Abwägung von Chancen und Risiken zulässig (*Hopt/M. Roth* in *GroßKomm AktG*⁵ § 93 Rz 88, 195)
- Die Bereitschaft, unternehmerische Risiken einzugehen, darf aber nicht in unverantwortlicher Weise überspannt werden (BGHZ 135, 244, 253 - ARAG Garmenbeck)
- Was ist überhaupt ein „bestandsgefährdendes“ bzw existenzbedrohendes Risiko? Die Antwort auf die Frage hängt entscheidend davon ab, welche Variablen und Parameter man verwendet. Bei Ansetzung des „Lehman-Insolvenzrisikos“ wären viele Maßnahmen in Kreditinstituten ex ante existenzgefährdend gewesen.
- Value at Risk-Modelle liefern Aussagen über die Wahrscheinlichkeit und Höhe des Verlustes unter normalen Bedingungen
- Die Einbeziehung von worst case Szenarien erfolgt durch stress testing.

Hedging in Industrieunternehmen – Die Rolle des Aufsichtsrates

- Über die Möglichkeit existenzgefährdender Risiken muss der Aufsichtsrat vom Vorstand informiert werden und sich selbst informieren (Bring- und Holschuld)
- Dies folgt schon aus der allgemeinen Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrates
- Außerdem ergibt sich dies aus den dem Aufsichtsrat aus § 95 Abs 5 AktG erwachsenden Rechten und Pflichten
 - Katalog genehmigungspflichtiger Geschäfte (insb § 95 Abs 5 Z 5, 7, 8 AktG)
 - Verpflichtung des Aufsichtsrates, nach verantwortlichem Ermessen, weitere „Geschäfte“ seiner Zustimmung zu unterwerfen.

Hedging in Industrieunternehmen – Die Rolle des Aufsichtsrates

Aufsichtsratspflichtige Geschäfte

- § 95 Abs 5 Z 5 AktG: Aufnahme von Anleihen, Darlehen und Krediten, die einen bestimmten (von der Satzung oder vom Aufsichtsrat festgelegten) Betrag im einzelnen und insgesamt in einem Geschäftsjahr übersteigen
 - Kann einschlägig sein bei offenen Positionen
- § 95 Abs 5 Z 7 AktG: Aufnahme und Aufgabe von Geschäftszweigen und Produktionsarten
 - Bsp: Einstieg in die Luftfahrt-Zulieferindustrie (hohe Geschäfts- und Ertragchancen, aber auch hohes Risiko, dem durch Hedging begegnet werden muss)

Hedging in Industrieunternehmen – Die Rolle des Aufsichtsrates

Aufsichtsratspflichtige Geschäfte

- § 95 Abs 5 Z 8 AktG: Die Festlegung allgemeiner Grundsätze der Geschäftspolitik
 - Darunter fällt die gesellschaftliche Zielbildung und Strategiefindung (*Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG² § 95 Rz 112*).
 - Richtlinien betreffend Hedging fallen unter Z 8, wenn Hedging ein wesentlicher ergebnisbildender Faktor im Unternehmen ist.
- Der Aufsichtsrat muss sich daher darüber informieren
 - wie hoch ungefähr – bei realistischen Annahmen - das maximale Rohstoff- und Währungsrisiko ist
 - Welche die wesentlichen „Treiberfaktoren“ sind (Wechselkurse, Entwicklung von Rohstoffpreisen an den einschlägigen Börsen etc).

Hedging in Industrieunternehmen – Die Rolle des Aufsichtsrates

Aufsichtsratspflichtige Geschäfte

- Selbst wenn die § 95 Abs 5 Z 5, 7 und 8 AktG nicht einschlägig wären, muss der Aufsichtsrat sich mit der Frage der Relevanz von Hedgingstrategien für das Unternehmen beschäftigen
- Das ergibt sich aus seiner in § 95 Abs 5, letzter Satz AktG geregelten Verpflichtung, für weitere, nicht im Gesetz angeführte „Arten von Geschäften“ vorzusehen, dass diese nur mit Zustimmung des Aufsichtsrates vorgenommen werden dürfen.

Hedging in Industrieunternehmen – Die Rolle des Aufsichtsrates

Aufsichtsratspflichtige Geschäfte

- Das Gesetz spricht davon, dass der Aufsichtsrat dies „kann“; er muss es aber tun, wenn es sich um Geschäfte handelt, die eine solche Bedeutung für das Unternehmen haben, dass eine einzelfallbezogene Kontrolle des Aufsichtsrates geboten erscheint.
- Der Begriff „Geschäft“ iSd § 95 Abs 5, letzter Satz AktG ist weit zu verstehen: nicht nur Rechtsgeschäfte, sondern auch Handlungen und Maßnahmen, die Gegenstand der Geschäftsführung sein können (*Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG² § 95 Rz 87*).
- Es muss sich aber um Maßnahmen handeln, bei denen die Willensbildung des Vorstandes abgeschlossen ist (*Mertens/Cahn in Köln-Komm AktG³ § 111 Rz 79*), dh der Aufsichtsrat darf dem Vorstand nicht vorschreiben, zB schon die Aufnahme von Verhandlungen genehmigen zu lassen.

Hedging in Industrieunternehmen – Die Rolle des Aufsichtsrates

Aufsichtsratspflichtige Geschäfte

- Richtlinien über Hedging, in denen die Absicherungsstrategie und eine Pouvoirordnung festgelegt werden, sind zweifellos „Geschäfte“ iSd § 95 Abs 5, letzter Satz AktG und müssen bei wesentlicher Bedeutung der durch Hedging abzusichernden Risiken vom Aufsichtsrat seiner Genehmigung unterworfen werden.

Hedging in Industrieunternehmen – Die Rolle des Aufsichtsrates

Lagebericht

- Der Lagebericht (§ 243 UGB bzw § 267 UGB für den Konzernbericht) als Beilage zum Jahresabschluss wird vom Vorstand aufgestellt und dem Aufsichtsrat vorgelegt (§ 222 Abs 1 UGB), vom Abschlussprüfer geprüft (§ 268 Abs 1 UGB), vom Aufsichtsrat binnen zwei Monaten ab Vorlage geprüft und zum Gegenstand eines Berichtes an den Vorstand und die Hauptversammlung gemacht (§ 96 Abs 1 und 2 AktG).

Hedging in Industrieunternehmen – Die Rolle des Aufsichtsrates

Lagebericht

- Der Lagebericht hat einen Risikoberichtsteil zu enthalten, in dem folgende Angaben enthalten sein müssen (§ 243 Abs 3 Z 5 UGB):
 - Die Verwendung von Finanzinstrumenten, sofern dies für die Beurteilung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage von Bedeutung ist; diesfalls sind anzugeben
 - a) Die Risikomanagementziele und –methoden, einschließlich der Methoden zur Absicherung aller wichtiger Arten geplanter Transaktionen, die im Rahmen der Bilanzierung von Sicherungsgeschäften angewandt werden , und
 - b) Bestehende Preisänderungs-, Ausfall-, Liquiditäts- und Cashflow-Risiken.

Resümee

- Hedging ist nicht Spekulation, sondern dient der Eindämmung von Spekulationen.
- Der Aufsichtsrat kann und darf bei diesem Thema nicht wegsehen und sich auch nicht auf eine reine ex post-Kontrolle insbesondere in Form der Prüfung des jährlichen (Konzern-) Lageberichts beschränken.
- Die Informationsbeschaffung für den Aufsichtsrat ist eine kombinierte Bring- und Holschuld.
- Wegsehen befreit den Aufsichtsrat von Verantwortung nicht; aktive Involvierung natürlich auch nicht, bietet aber den Vorteil, dass der Aufsichtsrat das Risiko besser steuern kann.

Resümee

Faktum ist, dass bei zunehmender Volatilität der Rohstoffmärkte und Währungsschwankungen verbunden mit rasanten marktwirtschaftlichen Zyklen die professionelle Anwendung von Finanzinstrumenten im Rahmen eines ganzheitlichen Risikomanagementsystems, ein wesentliches Element zur Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit und der Ergebnisstabilität darstellt.