



Antworten auf eine veränderte FX-Marktstruktur



Holger Bang, CFA

ist Head of Portfolio Management bei 7orca Asset Management AG und mit seinem Team für das Management der Currency Overlay Mandate und der Investment-Strategien verantwortlich.

Der Währungsmarkt im Wandel

Der Devisenmarkt hat in den letzten Jahren erhebliche strukturelle Veränderungen erfahren. Die Liquiditätsstruktur hat sich verändert, da etablierte Marktteilnehmer regulatorisch bedingt weniger Risikotragfähigkeit besitzen und auf das Aufkommen neuer Marktteilnehmer reagieren müssen. Auch der Dodd-Frank-Act in den USA sowie die europäische MiFID II Regulierung haben ihre Spuren in der Marktstruktur hinterlassen und den Handel, nicht zuletzt mit Devisenderivaten, an Börsen oder elektronischen Plattformen, sogenannten *Trading Venues*, forciert.

Dies hat zur Folge, dass der FX-Handel zunehmend elektronisch und automatisiert wurde. Des Weiteren müssen die Marktteilnehmer deutlich umfangreichere *Best Execution*-Anforderungen erfüllen. In Bezug auf Devisenderivate wird von den Marktteilnehmern eine intelligentere Transaktionskostenanalyse erwartet, insbesondere durch Schätzung der Kosten vor dem Handel und Vergleich mit den tatsächlich entstandenen Kosten nach der Transaktion.

Weiterhin gibt es eine zunehmende Akzeptanz des FX Global Code of Conduct im Markt. Die aktuelle Liste der 700 Unterzeichner des Kodex umfasst die 30 größten Banken, die EU-Zentralbanken sowie ausgewählte Staatsfonds und supranationale Unternehmen. Der Code enthält 55 Grundsätze für bewährte Praktiken auf dem Devisenmarkt, einschließlich Ethik, Transparenz, Governance, Informationsaustausch, elektronischer Handel, algorithmischer Handel und Prime Brokerage. Er identifiziert globale Best Practices und Prozesse, die dazu dienen sollen bei der Überprüfung und Entwicklung interner Verfahren zu unterstützen mit dem Ziel, das öffentliche Vertrauen in den Markt nach zahlreichen Devisenskandalen wiederherzustellen.

Zum ersten Mal seit Jahren ist die Finanzbranche nun an einem Punkt angelangt, an dem der Großteil der regulatorischen Vorgaben umgesetzt wurde. Hier bieten sich unter anderem mit algorithmischer Exekution und Transaktionskostenanalysen spannende Möglichkeiten neue Mehrwerte zu schaffen. Ferner führen die strukturellen Marktveränderungen zu einer steigenden Informationsdichte bei den Marktteilnehmern und stellen diese vor die Herausforderung, die verfügbaren Datenmengen zu verarbeiten und in ihre Entscheidungsprozesse einfließen zu lassen.

Die Implikationen für die Liquiditätsstruktur

Die Liquiditätsstruktur im Währungsmarkt hat sich in den letzten Jahren deutlich verändert. Eine Ursache dafür ist die regulatorisch bedingte Reduzierung des Risikokapitals von Banken, die sich auf das Market Making ausgewirkt hat. Die Regulierung hat die Fähigkeit der Banken, im Währungshandel Risiken einzugehen, erheblich eingeschränkt.

Eine weitere Ursache ist die Tatsache, dass viele große FX-Banken ihre Investitionen in Personal und vor allem in Software und Hardware in den letzten Jahren deutlich gesteigert haben. Andere, früher etablierte Anbieter, haben ihre Aktivitäten verringert oder sich sogar aus dem Markt zurückgezogen. Einige große *FX-Häuser* haben durch die angesprochenen Investitionen ihren Marktan-

teil merklich erhöhen können. Dies wird auch durch den *Triennial Central Bank Survey* im Jahr 2016 bestätigt. 75% des weltweiten Umsatzes am Devisenmarkt wird durch 5 bis 6 Banken dargestellt. Diese Häuser stellen nach wie vor ihre Bilanzen als *Principals* zur Verfügung und nehmen aktiv das Risiko im Handel mit Kundenpositionen. Im Gegensatz dazu steht das *Agency-Modell*, bei dem Broker gegen eine Gebühr die Liquidität im Markt beschaffen und zu gleichen Konditionen an den Kunden weitergeben.

Die Top-Tier Banken haben in den letzten Jahren ein großes Augenmerk auf die sogenannte *Internalisierung* von Handels-Flows gelegt. *Internalisierung* bedeutet, dass die Banken versuchen gegenläufige Kundenorders, die sie in ihrem Orderbuch haben mit dem aktuellen Flow zu *matchen*, anstatt wie früher sich über den Inter-Banken-Markt abzusichern. Dies zeigen Moore M, A Schrimpf and V Sushko (2016) sehr anschaulich in ihrer Analyse der BIS Survey Datenⁱⁱ. Danach werden im Spot Markt über 60% des Handelsvolumens *internalisiert*. Marktbeobachter gehen davon aus, dass große Liquiditätsprovider abhängig von Region und Währungspaar teilweise sogar über 90% des Volumens *internalisieren*. Um das hierfür nötige Volumen zu generieren, agieren die großen FX-Broker an einer Vielzahl von Handelsplätzen.

Dies schlägt sich ebenfalls in einem Rückgang des Handelsvolumens an den sogenannten *Primary Venues* wie EBS und Thomson Reuters nieder. Weiterhin führt die fragmentierte Liquiditätssituation zu Herausforderungen für die Buy Side, wie zum Beispiel, dass die Handelsbereitschaft der FX-Broker auf vielen Handelsplätzen gezeigt wird und somit die zur Verfügung stehende Liquidität sehr leicht überschätzt werden kann.

Einen weiteren Beitrag zur Veränderung der Marktstruktur hat eine neue Art von Marktteilnehmern geleistet, die *Non-Bank Liquidity Provider (NBLP)*. Diese Marktteilnehmer waren historisch gesehen Market Maker, die versucht haben, sich mit Hilfe hoch entwickelter Technologien einen Marktvorteil zu verschaffen und daraus Gewinne zu erzielen. Hierzu haben sie an verschiedenen Handelsplätzen agiert, wo sie indirekt auch als Liquiditätsgeber zur Verfügung standen. Einige dieser Akteure haben ihr Geschäftsmodell dahingehend geändert, dass sie nun ebenfalls mit ausgewählten Kunden direkt in Kontakt treten und diese mit Liquidität versorgen.

Dieser Wandel lässt sich auch klar in den branchenüblichen FX-Rankings ablesen. Im *Euromoney FX Survey 2018* befinden sich vier dieser alternativen Anbieter unter den Top 20 und vereinen ein Handelsvolumen von knapp 14% auf sichⁱⁱⁱ.

Das Geschäftsmodell dieser Marktteilnehmer ist jedoch nicht darauf ausgerichtet, Positionen zu *warehousen* sondern sie tendieren dazu Risiko-Positionen innerhalb

von Sekunden wieder zu neutralisieren.

Virtu Financial Inc. hat nach eigenen Aussagen in einer Periode von 1238 Handelstagen nur an einem Tag einen Verlust erwirtschaftet.^{iv} Das bedeutet einerseits, dass *NBLPs* in normalen Zeiten Liquidität zur Verfügung stellen und zu kompetitiven Bid-Ask-Spreads beitragen, andererseits haben sie jedoch einen hohen Anreiz, sich in Zeiten abrupter Volatilitätsanstiege aus ihrer Market Making-Rolle zurückzuziehen, um sich dem Risiko großer Preisbewegungen zu entziehen. Das führt dazu, dass in volatilen Marktphasen die Gesamtliquidität deutlich nachlassen kann.^v

Die Implikationen auf den Handelsprozess

Die Möglichkeit, Devisen auf elektronischen Plattformen zu handeln besteht schon seit über zwei Dekaden. Doch seit der Lehman-Krise und verstärkt durch die Regulierung der letzten Jahre, die ein höheres Transparenzniveau fordert, hat sich dieser Trend beschleunigt.

Unterstützt wurde diese Entwicklung durch den Fortschritt im Bereich der Prozessortechnologie, durch günstigen Speicherplatz sowie schnelle Datennetze, die den Datenaustausch fast in Echtzeit ermöglichen. Wurde vor 10 Jahren noch der Großteil des täglichen FX-Volumens über das Telefon gehandelt, werden heute ca. 70% des Devisenhandelsvolumens über elektronische Wege abgewickelt^{vi}.

Durch die entstandenen Effizienzgewinne haben sich auch die Handelskosten, gemessen als Bid-Ask-Spread signifikant verringert^{vii}. Gleichzeitig führt die Zunahme des elektronischen Handels zu einer erhöhten Nutzung von Handelsalgorithmen. Das resultierte im Durchschnitt bei gleichem Ordervolumen in einer Erhöhung der Einzeltickets pro Order. Dieses erhöhte Ticketvolumen zieht somit einen steigenden Bedarf an *Nachhandelsautomatisierung* nach sich. Nur wer in der Lage ist, den Großteil aller Transaktionen automatisiert zu bearbeiten kann von den Möglichkeiten des elektronischen Handels profitieren.

Eine weitere Konsequenz ist die Erzeugung einer enormen Datenmenge. Diese Daten stellen wiederum die Basis für eine Vielzahl von Analysemöglichkeiten dar. Ein Beispiel ist der Lebenszyklus einer Order. Von der Generierung der Order in der Pre-Trade-Phase, bis hin zur Phase der Ausführung der Order und schließlich der sogenannten Post-Trade-Phase stehen den Marktteilnehmern nahezu in Echtzeit Analysemöglichkeiten zur Verfügung (siehe ebenso vorgehender Abschnitt).

7orcas Antworten auf die veränderte Marktstruktur

Nachdem die Veränderung der FX-Marktstruktur näher beleuchtet wurden, wird im Folgenden dargestellt, wie 7orca die daraus resultierenden Herausforderungen und Chancen im Currency Overlay zum Vorteil ihrer Kunden nutzt.

Effizienzsteigerung im Lebenszyklus einer Transaktion

Im Rahmen von MiFID II müssen Wertpapierfirmen alle erforderlichen Schritte unternehmen, um bei der Ausführung von Aufträgen das bestmögliche Ergebnis für ihre Kunden zu erzielen - unter Berücksichtigung von Kosten, Geschwindigkeit, Wahrscheinlichkeit der Ausführung und der Abwicklung, Größe der Order und Art der Order.

Die erste MiFID-Regulierung verlangte lediglich, dass Asset Manager alle angemessenen Schritte unternehmen, um das beste Ergebnis für ihre Kunden zu erzielen. Im Unterschied dazu erfordert MiFID II, dass Unternehmen einen systematischen Ansatz verfolgen sollen und alle Handelsgeschäfte überwachen müssen.

7orcas Anspruch ist nicht nur vorgegebene regulatorische Anforderungen zu erfüllen, sondern darüber hinaus *Best Execution Tools* und die Möglichkeiten der *Transaction Cost Analysis* zur Steigerung des Kundennutzens einzusetzen. Die Ausführungsqualität leistet einen wesentlichen Beitrag zur Gesamt-Performance von Currency Overlay Strategien. Daher liegt auf dem Handelsprozess ein wesentliches Augenmerk: 7orcas Portfolio Manager verfügen über langjährige Erfahrung und Expertise in der Ausführung von Devisentransaktionen und sind in der Lage, in den unterschiedlichsten Marktphasen eine effiziente Ausführung zu gewährleisten.

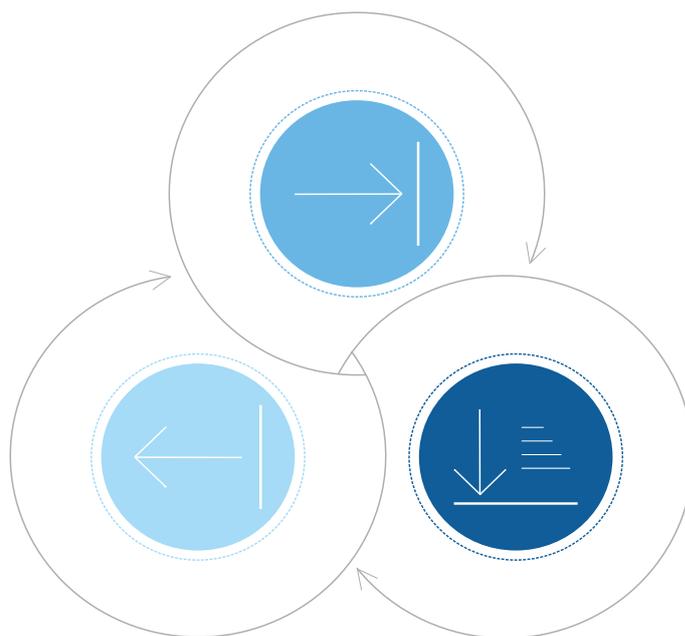
7orcas Best Execution Prozess orientiert sich am Lebenszyklus einer Transaktion und gliedert sich in die drei Phasen *Pre-Trade-Analyse*, *Trade Execution* und *Post-Trade-Analyse*.

Ziel der *Pre-Trade-Analyse* ist es, bereits vor dem Handel die Strategie mit den geringsten Transaktionskosten zu identifizieren. Hierbei analysiert 7orca auf Basis des zu sichernden *FX Exposures* und der währungsspezifischen Liquiditätskurven den idealen Handelszeitpunkt. Zudem bestimmen die aktuelle Markttiefe und Volatilität die Execution-Strategie. In diesem Schritt legt 7orca auch fest, ob ein Trade direkt oder marktschonend über einen Algorithmus ausgeführt werden soll. Ziel ist es, insbesondere die sichtbaren und nicht-sichtbaren Transaktionskosten zu minimieren.

Bei der Implementierung einer Overlay-Strategie kommen unterschiedliche Sicherungsinstrumente in Frage. Daher muss im Rahmen der *Trade Execution* entschie-

den werden, ob der Trade mittels Futures- oder Forward-Transaktion umgesetzt werden soll. Bei der Future-Transaktion ist der wettbewerbsfähigste Kurs bereits durch den Handel über das Orderbuch der Börse inhärent gegeben. 7orca führt Forward-Transaktionen mit den größten und kompetitivsten Liquiditätsprovidern durch, die direkt an die Handelssysteme angebunden sind. Diese stellt 7orca in direkten Wettbewerb und ist so in der Lage, Interbanken-Konditionen zu erzielen. Im Rahmen der *Trade Execution*-Phase überwacht 7orca aktuelle Marktparameter und passt die Exekution an veränderte Marktbedingungen an.

Abb. 1: Lebenszyklus einer Transaktion



Pre-Trade-Analyse

- Strategieidentifikation mit geringsten Transaktionskosten
- Analyse währungsspezifischer Liquiditätskurven
- Analyse Liquidität und Volatilität
- Identifikation idealer Handelszeitpunkte
- Minimierung Signaling Risk

Trade Execution

- Ziel: Minimierung der Transaktionskosten
- Monitoring aktueller Marktparameter
- Anpassung der Execution an veränderte Marktbedingungen

Post-Trade-Analyse

- Monitoring erzielter Transaktionskosten
- Feedbackschleife bzgl. Pre-Trade-Annahmen
- Periodische Broker-Evaluation
- Periodische Algorithmus-Evaluation
- Broker-Kommunikation und Feedback

Ziel der *Post-Trade-Analyse* ist es, insbesondere die Transaktionskosten zu überwachen und gegebenenfalls Ableitungen für den zukünftigen Handelsprozess zu entwickeln. 7orcas Erfahrungen haben gezeigt, dass sich durch regelmäßige Broker-Kommunikation die gestellten Preise weiter verbessern lassen. Aus diesem Grund wird eine kontinuierliche Evaluation der Broker durchgeführt.

Effizienzsteigerung durch intelligente Orderausführung

Bei der Implementierung der System- und Handelsarchitektur hat 7orca einen starken Fokus auf intelligente Orderausführung, sogenannte *Straight-Through-Prozesse* und Automatisierung gelegt. Das bedeutet, dass manuelle Eingriffe weitestgehend vermieden werden und ermöglicht, operationelle Risiken durch menschliche Fehler auf ein Minimum zu begrenzen.

Von der Ordergenerierung über die Prüfung rechtlicher und kundenspezifischer Limite, der Übermittlung von Handelsgeschäften zu Handelsplätzen bis zum *Order Matching* und *Confirmation* via *SWIFT* laufen die Prozesse ohne manuelle Eingriffe ab. Um der veränderten Liquiditätsstruktur zu entsprechen und eine Vielzahl von Liquiditätsanbietern und -arten zu erschließen, hat sich 7orca entschieden, mit den beiden führenden Anbietern von *Multilateral Trading Facilities* zusammen zu arbeiten. Das ermöglicht es dem Overlay Manager auf eine Reihe von fortschrittlichen *Execution Tools* zuzugreifen, mit deren Hilfe er auf intelligente Weise die verschiedenen Liquiditätsquellen anzapfen kann.

Gerade im aktuellen Umfeld mit stark fragmentierter und teilweise deutlich überschätzter Liquidität (siehe hierzu auch „Die Implikationen auf die Liquiditätsstruktur“) bieten diese Werkzeuge vielfältige Möglichkeiten die Ausführungsqualität zu verbessern. Insbesondere bei großen Orders ist es wichtig, die *Visibilität* im Markt so gering wie möglich zu halten. Diese Orders werden nach Aufteilung in kleinere Teilorders sukzessive im Markt platziert und ausgeführt.

Hierbei ist die kompetente Beurteilung der aktuellen Marktsituation der Schlüssel zum Erfolg. Werden die Teilorders zu schnell im Markt platziert, werden potentiell zu hohe Handelskosten generiert. Werden die Orders zu langsam im Markt platziert erhöht sich das Marktrisiko, da die Marktbewegung nachteilig sein kann. Es gilt, das Spannungsfeld zwischen *Market Impact* und *Market Risk* auf Basis der aktuellen Marktparameter auszubalancieren.

Hier bieten sich Handelsalgorithmen an, welche die ursprüngliche Order in kleinen Teilen im Markt platzieren, somit die vorhandene Liquidität optimal nutzen und folglich die Auswirkung auf den Markt deutlich minimieren. Entscheidend ist die Nutzung erstklassi-

ger Algorithmen, um das sogenannte *Signaling Risk* zu minimieren, d.h. dem Markt vorab zu signalisieren, was man vorhat. Durch die teilweise geringe Markttiefe und die fragmentierte Liquidität ist es für bestimmte Marktteilnehmer einfacher geworden, Muster am Markt zu erkennen und diese mit Gewinnerzielungsabsicht zu nutzen. Dies kann bei der Orderausführung zu deutlich höheren impliziten Kosten und dementsprechend höherem *Handels-Slippage* führen.

Effizienzsteigerung durch die Wahl der Instrumente

Grundsätzlich bieten sich die folgenden drei Instrumente zur Währungssicherung an:

- **FX Forward und Non Deliverable Forward**
Vollständig individualisierbares Instrument, bei dem zwei Parteien in einem OTC-Geschäft (OTC = over the counter) vereinbaren, zwei Währungen zu einem zukünftigen Zeitpunkt zu tauschen, und zwar zu einem bestimmten Betrag und Wechselkurs
- **FX Future**
Standardisierter, über die Börse gehandelter Kontrakt, der beinhaltet, zu welchem Kurs einer Währung eine andere Währung am Fälligkeitsdatum in standardisierten Kontraktgrößen gekauft oder verkauft wird
- **FX Option**
Derivat, das dem Käufer das Recht, aber nicht die Verpflichtung gibt, eine Währungstransaktion (Kauf oder Verkauf) zu einem vereinbarten Betrag, Kurs und Datum vorzunehmen

In den letzten Jahren haben Optionen aufgrund ihrer hohen Kosten als Währungssicherungsinstrument in *Currency Overlay-Lösungen* an Bedeutung verloren.^{viii} Daher fokussiert dieser INSIGHT auf FX Forwards und FX Futures.

Die Wahl der Sicherungsinstrumente leitet sich aus den kundenseitig gegebenen Erfordernissen und Vorgaben ab. Um die Sicherungsstrategie so effizient wie möglich darstellen zu können, sind Liquidität sowie direkte und indirekte Transaktionskosten zentrale Erfolgsfaktoren.

Die dem Mandat zugrundeliegenden Währungspaare bestimmen wesentlich die Auswahl der Sicherungsinstrumente: Sollen Mandate mit vielen Währungspaaren gesichert werden, kann eine kombinierte *Overlay-Lösung* mit FX Futures und FX OTC Forwards die bestmögliche Struktur darstellen.

Die Vorteile dieses Set-Ups sind:

- Zukunftssicherheit in Bezug auf regulatorische Herausforderungen.
Viele Marktteilnehmer sind von einer steigenden Regulierung betroffen, welche Auswirkungen auf die einsetzbaren Instrumente und die Kapitalanforderungen hat (z.B. Solvenzkapitalanforderungen (SCR) bei Solveny II-unterliegenden Einheiten, Credit Value Adjustment (CVA)-Erfordernisse bei ESMA-regulierten Einheiten, etc.). Der Einsatz von sowohl FX Futures als auch FX OTC Forwards stellt die jederzeitige Handlungsfähigkeit sicher
- Gewährleistung maximaler Markttiefe und Best Execution durch Zugang zu sowohl OTC- als auch Börsenliquidität
- Freie Wahl des jeweils kostengünstigsten und effizientesten Instruments zum Transaktionszeitpunkt
- Diversifizierte Handelsstruktur und weitreichende Unabhängigkeit von einzelnen Liquiditätsquellen

Während eine Mandatsimplementierung, die sowohl FX Futures als auch FX OTC Forwards vorsieht, den besten Marktzugang bietet, ist sie auch am aufwendigsten und von den höchsten Strukturkosten geprägt.

Es empfiehlt sich daher, in Abhängigkeit des individuellen Mandates zu eruieren, ob zusätzliche Kosten gerechtfertigt sind, oder ob eine Implementierung mit nur einem Sicherungsinstrument zielführender wäre.

Fremdwährungsrisiken mit FX Futures absichern

Liegt beispielsweise ein Mandat mit ausschließlich USD-Exposure vor, kann eine Währungssicherung mit FX Futures sinnvoll sein. Eine gute Lösung ist die Umsetzung über den CME EUR/USD-Future, der ein tägliches durchschnittliches Handelsvolumen von ca. USD 30 Mrd. aufweist und damit hochliquide ist.^{ix}

Historisch gesehen waren Forwards das bevorzugte Mittel in Currency Overlay Programmen. Futures wurden vorwiegend in den Mandaten eingesetzt, deren Investoren Restriktionen unterlagen und nur börsengehandelte Derivate zuließen.^x Seit der Finanzkrise ist der Einsatz von FX Futures deutlich angestiegen. Zum einen verfügen Futures über andere Kreditrisiken als Forwards.^{xi} Zum anderen können signifikante Kosteneinsparungen (in manchen Fällen von bis zu 75%) relativ zu einem OTC-Geschäft realisiert werden.^{xii}

Während das Kreditrisiko beim *Clearinghouse* der Börse liegt und durch *Margining* weitgehend eliminiert wird, bietet das regulierte Segment der Börse einfachen Zugang zu einer weitreichenden Anzahl an Marktteilnehmern. Da FX Futures nicht mit dezidierten Kontra-

henten, sondern über das *Central Limit Order Book* der Börse gehandelt werden, ist nur ein Broker erforderlich, der diesen Zugang ermöglicht. Mit diesem *Direct Market Access* kann der Currency Overlay-Manager Transaktionen elektronisch direkt an der Börse platzieren.

Die Börse bietet als regulierter und überwachter, zentraler Handelsplatz eine sehr gute Exekutionsqualität; ein separates *Collateral Management* entfällt.

Investoren, die bereits Futures handeln, können ihre bestehende Handels- und Clearinginfrastruktur skalieren und Netting-Effekte bei der Erfüllung von Margin-Anforderungen nutzen.

Ein weiterer Vorteil von FX Futures ist, dass neben der börslichen Liquidität auch die außerbörsliche Liquidität zur Verfügung steht, da der FX Future-Markt nicht isoliert betrachtet werden kann. Dies wird durch *Block Trades* und sogenannte *Exchange-for-Physicals* gewährleistet. Hierbei erfolgt die Preisfeststellung außerbörslich und die Umsetzung wird durch den Abschluss eines FX Futures vorgenommen.

Einsatz von FX OTC Forwards im Currency Overlay

FX OTC Forwards bieten aufgrund ihrer weitreichenden Individualisierbarkeit einige Vorteile. In manchen Fällen bieten FX Futures relativ zu den frei verhandelbaren FX OTC Forwards eine begrenzte Verfügbarkeit, geringere Markttiefe sowie Restriktionen aufgrund standardisierter Sicherungslaufzeiten.

Die geringere Markttiefe trifft beispielsweise auf Emerging Markets-Währungen (z.B. den brasilianischen Real) sowie einige G10 Währungen zu, weswegen korrespondierende Currency Overlay-Lösungen auf FX OTC Forwards und Non Deliverable Forwards zurückgreifen sollten.

Da diese Instrumente bilateral vom Overlay Manager und der kontrahierenden Bank verhandelt werden, können sie exakt an die zu sichernden Beträge und Fälligkeiten angepasst werden.

Die Bonität des Kontrahenten soll auch vor dem Hintergrund der aus der Finanzkrise hervorgegangenen Erkenntnisse regelmäßig überprüft werden. Hierfür können die Credit Default Swap Spreads als Indikation der Bonitätseinschätzung seitens der Marktteilnehmer und die Ratings der international tätigen Kredit-Ratingagenturen zugrunde gelegt werden. Rankings und Auszeichnungen von Branchenspezialisten treffen eine Aussage zur Exekutionsqualität des Kontrahenten.^{xiii} 7orca hat ein Monitoring implementiert, welches sowohl die Kreditqualität der jeweiligen Kontrahenten als auch die Exekutionsgüte kontinuierlich überwacht und entsprechende Handlungsalternativen ableitet.

Aus Gründen der Risikodiversifikation und der bestmöglichen Darstellung der Sicherungsgeschäfte empfiehlt

Abb 2: Gegenüberstellung der Vor- und Nachteile von FX Futures und FX OTC Forwards

FX Futures	FX OTC Forwards
<ul style="list-style-type: none"> + Hohe Konfidenz, da börsenreguliertes Marktsegment + Execution über Börse (CME/EUREX) gewährleistet transparente Ausführung + Keine individuellen Collateral Management Lösungen erforderlich + Kein Kontrahentenrisiko gegenüber Finanzinstitut + Standardisierte Abwicklung, da etablierte Prozesse für Future Clearing/Settlement + Regulatorisch „sicherer“ Ansatz + Eventuell Margin-Netting mit anderen Future-Positionen 	<ul style="list-style-type: none"> + Freie Wahl von Betrag und Laufzeiten + Bewährtes Instrument für die Sicherung von Währungsrisiken + Alle Währungspaare verfügbar + Sehr gute Liquiditätssituation
<ul style="list-style-type: none"> - Eingeschränktere Auswahl bei Wahl der Laufzeiten (standardisierte Fälligkeiten) - Stellung Initial Margin/Variation Margin <ul style="list-style-type: none"> - doch Möglichkeit zur Wertpapierverpfändung - Cash Equitisation 	<ul style="list-style-type: none"> - Kontrahenten-/Settlementrisiko - Regulatorische Änderungen möglich - Keine standardisierte Umsetzung - Komplexeres vertragliches Setup (für die Kapitalverwaltungsgesellschaft) - Fragmentierte Liquiditätssituation

es sich, eine Vielzahl von Brokern anzubinden.

Currency Overlay-Mandate sind in der Regel als weiteres Segment eines Masterfonds aufgesetzt. Im Overlay Segment findet die Sicherung der Fremdwährungsbestände des Gesamtfonds statt. Da der Masterfonds als Kontrahent für die FX-Sicherungsgeschäfte fungiert und in der Regel liquide Vermögenswerte hält, verfügt er über eine erstklassige Kreditwürdigkeit. Zusätzlich kann ein Overlay Manager durch das Aggregieren von Handelsgeschäften über verschiedene Mandate hinweg eine günstige Marktposition erzielen. In Verbindung mit vollautomatisierten Straight Through-Handelsprozessen führt dies zu günstigeren Broker-Konditionen, welche an die Overlay-Mandate weitergegeben werden. Schlussendlich erhält der Kunde so Interbankenkurse.

Die Antworten auf alle Ihre Währungsfragen

Die Veränderungen in der FX-Marktstruktur haben für viele Marktteilnehmer zu Herausforderungen geführt. De facto bieten diese Veränderungen auch Chancen, die es anzunehmen gilt. Beispiele hierfür sind die Nutzung von Handelsplattformen samt intelligenter Handelsalgorithmen, die unter anderem die Erschließung neuer Liquiditätsquellen ermöglichen, sowie die vielfältigen Möglichkeiten der *Transaction Cost Analysis* und die bedarfsgerechte Wahl der Sicherungsinstrumente.

Die kontinuierlichen, strukturellen Veränderungen des FX-Marktes zeigen, dass Kunden im Rahmen der Auswahl eines FX Overlay Managers nicht nur auf die Vergangenheit referenzieren, sondern gerade auch einen Fokus darauflegen sollten, wie mit Veränderungen umgegangen wird, um auch zukünftig optimal aufgestellt

zu sein.

Gerade hier liegen die Stärken von unabhängigen Investment-Boutiquen wie 7orca, die durch ihre Expertise, Erfahrung und kontinuierliche Weiterentwicklung diesen Anforderungen beständig gerecht werden und so ihren Kunden einen nachhaltigen Mehrwert liefern. Studien, wie beispielsweise die der Affiliated Managers Group Inc., bestätigen dies.^{xiv}

Quellen

- ⁱafirme Finance for Europe - „Impact of Regulation on Banks’ Capital Markets Activities, An ex-post assessment“
- ⁱⁱMoore M, A Schrimpf and V Sushko (2016): „Downsized FX markets: causes and implications“, BIS Quarterly Review, December, p 45.
- ⁱⁱⁱEuromoney “FX Survey 2018: Overall results“, unter: <https://www.euromoney.com/article/b18bzd2g51lqkn/fx-survey-2018-overall-results> (abgerufen am 27.05.2019)
- ^{iv}Business Insider – “Everyone’s Talking About The High-Frequency Trading Firm That Just Had 1 Day Of Trading Losses In 1,238 Days” <https://www.businessinsider.com/virtu-hft-only-one-losing-day-2014-3?IR=T> (abgerufen am 04.06.2019)
- ^vBellia, Mario and Christensen, Kim and Kolokolov, Aleksey and Pelizzon, Lorian and Renò, Roberto, High-Frequency Trading During Flash Crashes: Walk of Fame or Hall of Shame? (April 1, 2018). Paris December 2018 Finance Meeting EUROFIDAI - AFFI.
- ^{vi}BIS, Triennial Central Bank Survey, Global foreign exchange market turnover in 2016, p. 73
- ^{vii}Rime, D and A Schrimpf (2013): “The anatomy of the global FX market through the lens of the 2013 Triennial Survey” p. 34
- ^{viii}Nomad J., G. de Kock, M. Franklin-Lyons und A. Sandilya, „Managing FX Hedge Ratios: A framework for strategic and tactical decisions“, JP Morgan Global FX Strategy, 26.05.2010
- ^{ix}CME Group – “CME Exchange ADV Report – Monthly April 2019” https://www.cmegroup.com/daily_bulletin/monthly_volume/Web_ADV_Report_CME.pdf (abgerufen am 27.05.2019)
- ^xHai Xin, „Currency Overlay, a practical guide“, risk books, Februar 2011
- ^{xi}ebenda
- ^{xii}Greenwich Associates, „A bright future for FX futures“, Q4 2017
- ^{xiii}Euromoney “FX Survey 2018: Overall results“, unter: <https://www.euromoney.com/article/b18bzd2g51lqkn/fx-survey-2018-overall-results> (abgerufen am 27.05.2019)
- ^{xiv}AMG – “The Boutique Premium, The Boutique Advantage In Generating Alpha“, https://www.amg.com/content/dam/amg/boutique-advantage/The_Boutique_Premium.pdf (abgerufen am 27.05.2019)

Disclaimer

In diesem Dokument stellt die 7orca Asset Management AG eine Anlagestrategie vor, die für professionelle Kunden i. S. d. WpHG umgesetzt wurde. Alle Informationen dieses Dokuments wurden nach bestem Wissen auf Grundlage der uns verfügbaren Daten erstellt. Eine zivilrechtliche Haftung kann diesbezüglich jedoch nicht übernommen werden. Hinweise auf konkrete Finanzinstrumente sind rein exemplarisch und keinesfalls als Empfehlungen im Sinne einer Anlageberatung zu verstehen. Eine Veröffentlichung der 7orca Asset Management AG. Stand: 06.06.2019

Ansprechpartner

Tindaro Siragusano, CEO

tindaro.siragusano@7orca.com
+49 40 33 460 46 10

Sven O. Müller, Head of Relationship Management

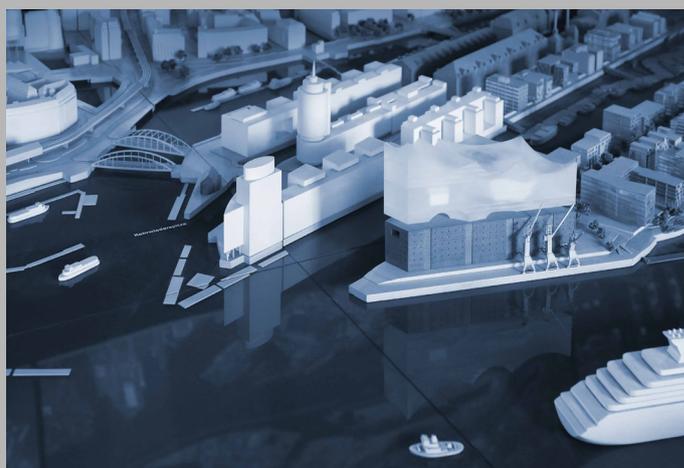
sven.mueller@7orca.com
+49 40 33 460 46 13

André Bode, CFA, Senior Advisor

andre.bode@7orca.com
+49 40 33 460 46 11

7orca Asset Management AG

Am Sandtorkai 77
20457 Hamburg
Deutschland



7orca Asset Management AG ist ein unabhängiger, systematischer und fokussierter Asset Manager. Mit seinem erfahrenen Team betreut das Unternehmen institutionelle Kunden im Bereich Overlay Management und Short Volatility-Strategien. Mehr Infos unter: www.7orca.com

7orca