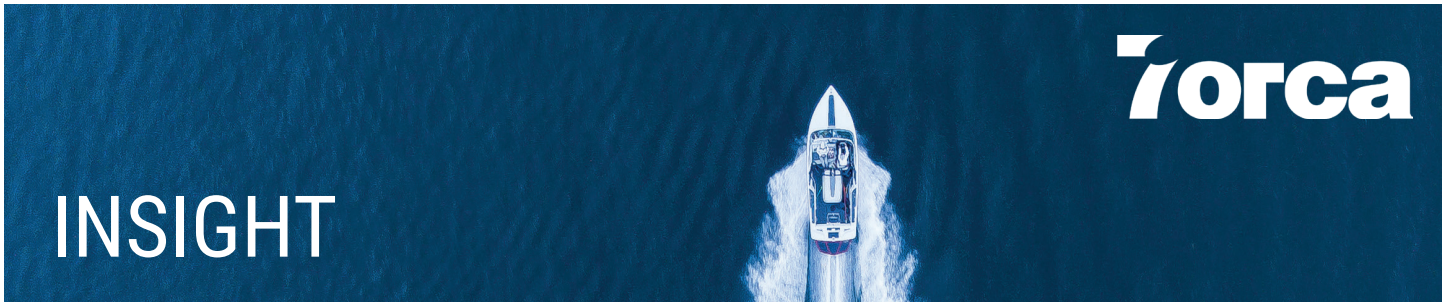


Maximal effizient: Currency Overlay ohne Einschränkung der Alphapotentiale von Investment Managern

Jasper Düx
ist Chief Investment Officer der 7orca Asset Management AG. Er verantwortet die Entwicklung und Implementierung der Investmentprozesse zur Steuerung von Währungsrisiken sowie zur Erschließung der alternativen Renditequelle Volatiliät.

Das Währungsrisiko institutioneller Portfolios kann einen erheblichen Beitrag zum Risikogehalt leisten, insbesondere bei Ausweitung des globalen Anlageuniversums. Zweifelsfrei ist die Entscheidung für eine professionelle FX-Absicherung kein triviales Unterfangen.
Eine oftmals vorgebrachte Sorge ist, dass durch die Absicherung der Wechselkursrisiken durch einen zentralen Währungsmanager die Investment Manager der unterschiedlichen Portfolio-Bausteine in ihren Handlungsalternativen eingeschränkt würden, und somit das Potential Alpha zu generieren begrenzt würde. Die gute Nachricht vorweg: beides ist vereinbar.

In diesem INSIGHT werden wir darlegen, welche Möglichkeiten zur effizienten Absicherung Ihres Währungsrisikos existieren, ohne dass dabei die Handlungsmöglichkeiten der Investment Manager eingeschränkt werden.

FX Hedging: Grundkonstellation und Zielsetzung

Bei der Implementierung eines zentralen Currency Overlays geht oftmals die Verantwortung für die Währungssicherung von den Investment Managern der einzelnen Portfoliobausteine auf 7orca über (beispielsweise für die FX-Risiken aus deren Aktien-, Anleihen- oder Real Asset-Allokation).

Hierbei sollen insbesondere die in Abbildung 1 dargestellten Ziele erfüllt werden, beziehungsweise erhalten bleiben.

7orca verfolgt immer das Ziel, für den Investor maximale Effizienzvorteile durch die zentralisierte Steuerung aller Währungssicherungen zu heben. Damit geht einher, dass wir die Handlungsmöglichkeiten seiner Investment Manager nicht einschränken sowie die Messung und Zuordnung ihrer Performance nicht verzerren. Dabei erhöhen wir die Komplexität im Portfolio Management nicht über Gebühr.

Verschiedene Anlagestile – verschiedene FX-Sicherungsprogramme

Die Anlagestile, -prozesse und -ziele der Investment Manager sind in der Regel nicht homogen, was dazu führt, dass auch für die Absicherung der Währungsrisiken unterschiedliche Vorgehensweisen erforderlich sein können. Diese werden von 7orca im Rahmen einer Analyse-Phase vor Start eines Currency Overlay Mandates identifiziert und stellen einen wesentlichen Kalibrierungsfaktor für die FX-Sicherungsstrategie dar.

Nachfolgend stellen wir anhand von zwei Beispielen vor, wie Investment-Stile, die

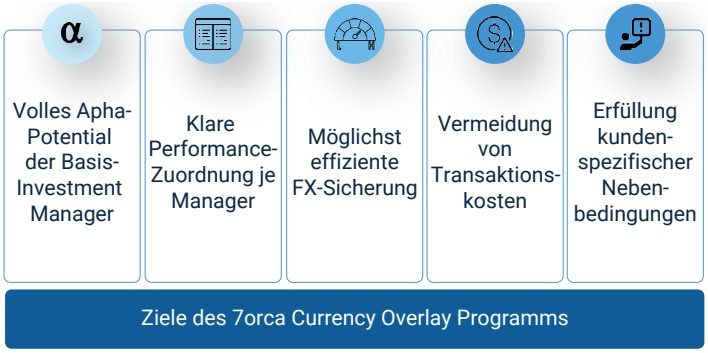
- FX-Risiken als unerwünschtes Nebenprodukt der internationalen Diversifikation betrachten

oder

- Die Fremdwährung als werttreibenden Faktor der Investment-Strategie verstehen

in der FX-Overlay-Strategie berücksichtigt werden.

Abb. 1: Ziele des FX Overlays



Quelle: 7orca Asset Management AG (08.04.2022)

Beispiele von Anlagestilen mit und ohne aktive Währungspositionierung

1. Aktien-Mandat *ohne* aktive Währungspositionierung

Ein globales Aktien-Mandat wird beispielsweise relativ zu einer globalen Benchmark, dem MSCI All Countries World Index in EUR (unhedged) verwaltet. Der Investment Manager selektiert die Aktien rein auf Basis der Ertragserwartung, dabei nimmt er Währungsschwankungen relativ zur Benchmark billigend in Kauf.

Die Renditeerwartung des Aktienmandats wird maßgeblich durch die Aktienselektion getrieben; die unbeabsichtigte Währungspositionierung ist für die Alpha-Performance zu vernachlässigen.

In anderen Worten ausgedrückt: Die Renditeerwartung der Aktienselektion ist stärker ausgeprägt als die der unbeabsichtigten Währungspositionierung.

Bisher sichert der Manager die Fremdwährungsrisiken nicht ab (weder absolut noch relativ zur Benchmark).

2. Emerging Markets-Mandat *mit* aktiver Währungspositionierung

Ein Schwellenländer-Fixed-Income-Mandat verfügt über eine zusammengesetzte Benchmark aus

- 70% währungsgesicherter Hard Currency Benchmark *JPM EMBI Global Diversified ex CCC Euro Hedged*
- 30% FX-ungesicherter Lokalwährungs-Benchmark *JPM GBI-EM Global Diversified Composite in Euro unhedged*

Der Investment Manager kann die Lokalwährungsquote dynamisch zwischen 0% und 50% steuern.

Diese managt er basierend auf seinen Prognosen sowohl zur Wechselkursentwicklung als auch zur Zinsentwicklung der beiden Volkswirtschaften (Relative Value-Aspekte).

Bisher sichert der Manager die Währungsrisiken selbst ab: Eine relative Abweichung zur 30% FX-ungesicherten Benchmark wird nicht gesichert, wenn der Manager eine Prognose zur Wechselkursentwicklung zugrunde legt. Sollte hingegen die Abweichung aus Relative Value-Aspekten (Zinserwartung) resultieren, würde der Manager eine FX-Sicherung vornehmen um das Mandat neutral zur Benchmark (in punkto Währungsallokation) aufzustellen.

Es gibt unterschiedliche Herangehensweisen, eine effektive Currency Overlay-Strategie auszugestalten, die den Anlagestilen der einzelnen Mandate Rechnung trägt. Diese möchten wir zuerst darlegen, bevor wir ihre Anwendung auf die zuvor genannten Beispiele ausführen.

Gestaltungsmöglichkeiten einer anlagestilbasierten FX-Sicherungsstrategie

Grundsätzlich lassen sich für das Design einer bedarfsangepassten FX-Sicherungsstrategie folgende Elemente wählen:

1. FX-Bestandssicherung durch den Currency Overlay Manager

7orca erhält in diesem Fall für die jeweiligen Investment Manager, die Teil des Currency Overlay Programms sind, regelmäßig Meldungen zu den real vorhandenen FX-Beständen und sichert diese. Dies ist immer dann sinnvoll, wenn Währungen in dem Investment Prozess des Managers keine wertstiftende Anlagequelle darstellen und er keine ausgeprägte FX-Meinung hat.

2. Benchmark-analoge Sicherung durch den Currency Overlay Manager

7orca nutzt für die FX-Sicherung hier nicht die real vorhandenen FX-Bestände, sondern stellt für die Sicherung auf die FX-Allokation der entsprechenden Mandats-Benchmark ab. So können bewusste Abweichungen zur Währungsallokation der Benchmark reflektiert und Alpha-Möglichkeiten erhalten werden.

3. Blacklisting von Segmenten

Bestimmte Investment Manager werden aus dem zentralen Currency Overlay Programm ausgeschlossen. Hintergrund kann eine generelle Entscheidung gegen eine Sicherung oder die FX-Sicherung der Fremdwährungsbestände durch den Investment Manager sein (beispielsweise im Rahmen eines Total Return-Mandats).

Im Rahmen der initialen Analyse-Phase eines Mandates wird sichergestellt, dass für den Anlagestil eines jeden Investment Managers die richtige Sicherungsstrategie ausgewählt wird. Hieraus folgt auch, dass unterschiedliche Mandate/Investment Manager unterschiedliche Herangehensweisen bei der FX-Sicherung haben können.

Neben der Ausgestaltung der Sicherungsstrategie muss auch eine Entscheidung darüber getroffen werden, ob der Investment Manager weiterhin eine Sicherung durchführen darf oder nicht:

a. Währungssicherung durch Investment Manager

Der Investment Manager darf weiterhin ein FX-Hedging durchführen unabhängig davon, ob sein Mandat im zentralen Currency Overlay gesichert wird oder nicht.

b. Keine Währungssicherung durch Investment Manager

Eine Währungssicherung durch den Investment Manager wird durch die Anlagerichtlinien ausgeschlossen. Die Verantwortung für die Währungssicherung liegt ausschließlich beim Currency Overlay Manager.

Die Entscheidungsmatrix in Abbildung 2 auf der Folgeseite stellt die unterschiedlichen Sicherungsvarianten, die Hedging-Aktivitäten der Investment Manager und die Auswirkungen auf die oben genannten Ziele der FX-Sicherung gegenüber.

Anwendung auf die genannten Beispiele

Mit der Implementierung eines zentralen Currency Overlay Mandates übernimmt 7orca die aggregierte Währungssicherung eines Investors über verschiedene Investment Manager hinweg in einem Currency Overlay Segment. Die Integration der Mandate in das zentrale Currency Overlay kann sich auf die Mandatsbenchmark der jeweiligen Investment Manager und deren Erlaubnis eine FX-Sicherung zu tätigen auswirken. Für die beiden Investment Manager der zuvor beschriebenen Beispiele würde dies Folgendes bedeuten:

1. **FX-Hedging des Aktien-Mandats ohne aktive Währungspositionierung**

In dem beschriebenen Fall sind die Fremdwährungsrisiken das unbeabsichtigte Nebenprodukt der Aktienselektion; der Manager beabsichtigt keine Gewinnerzielungsabsicht durch eine geänderte Währungsallokation relativ zum MSCI World.

Wenn ein vergleichbares Mandat in ein zentrales Currency Overlay integriert und gesichert werden soll, ist es empfehlenswert, dass 7orca die FX-Bestände des Investment Managers sichert. So verbleibt der Fokus des Investment Managers auf der Alpha-Generierung durch die Aktienselektion.

Die Benchmark für den Investment Manager bleibt der MSCI All Countries World Index in EUR unhedged. Die Möglichkeit einer FX Sicherung durch den Investment Manager sollte allerdings konsequenterweise in seinen Anlagerichtlinine ausgeschlossen werden.

2. **FX-Hedging des Emerging Market-Mandats mit aktiver Währungspositionierung**

Hier stellt die relative Währungspositionierung zur Benchmark einen aktiven Teil des Anlagestils des Investment Managers dar. In Abhängigkeit davon, ob er seine Investment-Entscheidung auf Basis der Zinsentwicklung oder seiner FX-Prognose trifft, ist eine FX-Sicherung zielführend (Zinsprognose) oder auch nicht (FX-Prognose).

Hierbei ist es zweckmäßig, eine Sicherung analog der Währungsallokation der Benchmark durchzuführen:

Für das FX-Hedging wird die Hard Currency Benchmark *JPM EMBI Global Diversified ex CCC Euro Hedged* auf *JPM EMBI Global Diversified ex CCC Euro Unhedged* umgestellt. Die Lokalwährungs-Benchmark verbleibt *JPM GBI-EM Global Diversified Composite in Euro unhedged*. 7orca sichert die Währungsbestände analog der beiden Währungsallokationen der Benchmark ab.

Damit der Manager weiterhin sein volles Alpha-Potential ausschöpfen kann, sollte er weiterhin Währungssicherungen durchführen können.

Das Ziel des Currency Overlays ist es, die Währungsrisiken dieses Mandats effizient und kostengünstig im zentralen Overlay Segment weitreichend und systematisch zu reduzieren. Das zentrale Management von FX-Risiken bietet zahlreiche Effizienzvorteile gegenüber einer dezentralen Steuerung in den einzelnen Mandaten. Detaillierte Informationen hierzu finden Sie in unserer INSIGHT-Publikation „Strukturvorteile durch die Mandatierung eines zentralen Currency Overlay Managers“

Die Sicherungstransaktionen des Investment Managers dienen nun ausschließlich der Alpha-Generierung. Auf lange Sicht kann sein Alpha steigen, da die bisher potentiell notwendigen Anpassungen im Mandat zur Bedienung von Cash-Flows für die Währungssicherung vermieden werden und eine Fokussierung auf die Kernkompetenzen möglich ist.

7orca, Ihr Währungs-Sparrings-Partner

Nutzen Sie uns als Sparrings-Partner. Mit mehr als 20 Jahren Erfahrung im FX Overlay Management stellen wir unsere fachliche Expertise und unsere modernste Infrastruktr für unsere Kunden ins Zentrum unseres Handelns.

Gerne erarbeiten wir gemeinsam mit Ihnen im Rahmen eines Currency Workshops die für Sie bestgeeignete, zielführendste Sicherungsstrategie.

Abb. 2: Entscheidungsmatrix: Ein oder kein FX-Hedging durch die Investment Manager

Optionen	Ausprägungen	**Kein FX-Hedging** durch Investment Manager	**FX-Hedging** durch Investment Manager
Segment-Blacklisting	Alpha-Möglichkeiten	Nein	Ja
	Performance-Zuordnung	Ja	Ja
	Klar umrissene Overlay Struktur	Begrenzt	Nein
	Steigende Transaktionskosten	Nein	Nein
	Kundenspezifische Nebenbedingungen	Nein	Begrenzt
Währungbestandssicherung durch 7orca	Alpha-Möglichkeiten	Begrenzt	Nicht empfehlenswert
	Performance-Zuordnung	Ja	Nicht empfehlenswert
	Klar umrissene Overlay Struktur	Ja	Begrenzt
	Steigende Transaktionskosten	Nein	Nein
	Kundenspezifische Nebenbedingungen	Ja	Nein
Benchmark-analoge FX-Sicherung durch 7orca	Alpha-Möglichkeiten	Nein	Ja
	Performance-Zuordnung	Nein	Ja
	Klar umrissene Overlay Struktur	Ja	Begrenzt
	Steigende Transaktionskosten	Nein	Marginal
	Kundenspezifische Nebenbedingungen	Ja	Ja

Quelle: 7orca Asset Management AG (08.04.2022)

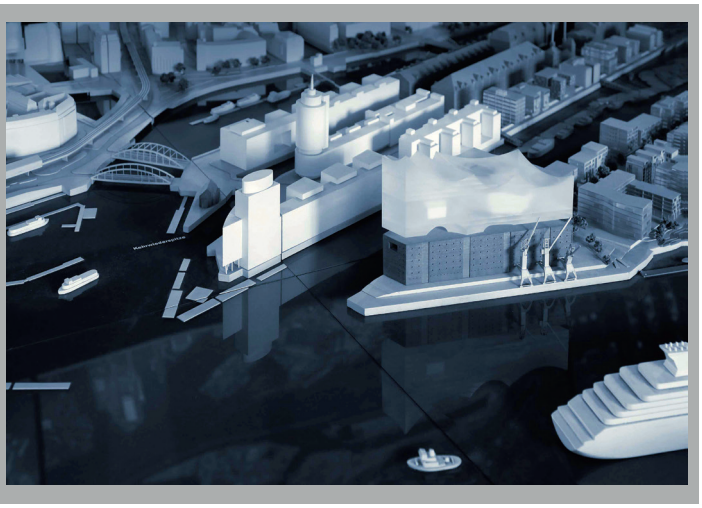
Disclaimer

Die in diesem Dokument vorgestellte Strategie zur Absicherung von Währungsrisiken (Currency Overlay Management) richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger i. S. d. WpHG und kann auch nur für solche Anleger (typischerweise in einer Fondsstruktur) umgesetzt werden. Sämtliche Annahmen, Voraussagen und Angaben basieren auf der standardisierten Ausgestaltung der aktiven Currency Overlay Management-Strategie, die zu marktüblichen Durchschnittskosten ausgeführt wurde. Nähere Informationen zu diesem Standard-Investment-Prozess können Sie dem Generic RfP entnehmen, der jederzeit auf Rückfrage bei der 7orca Asset Management AG erhältlich ist. Aufgrund der unterschiedlichen Investorenbedürfnisse und -situation sowie der daraus resultierenden, spezifischen Preisgestaltung bleiben weitere, individuelle Kosten für Verwaltung und Verwahrung unberücksichtigt. Doch erstellt 7orca Asset Management AG Ihnen gerne ein spezifisches Angebot, welches Ihre individuellen Anforderungen und Gegebenheiten reflektiert. Die Anlagestrategie einer aktiven Währungssicherung hat einen trendfolgenden Charakter. Unter denselben Marktbedingungen sollte sie daher zu denselben Ergebnissen führen. Da sich die Marktbedingungen regelmäßig aber nicht in identischer Form wiederholen, können die in diesem Dokument aufgeführten Sicherungsquoten und Performancekennzahlen zwar die Charakteristik unserer Strategie verdeutlichen. **Sie beziehen sich aber auf die vergangenen Preisentwicklungen von Währungspaaren und sind damit kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Alle Informationen dieses Dokuments wurden nach bestem Wissen auf Grundlage der uns verfügbaren Daten erstellt. Eine zivilrechtliche Haftung kan**n diesbezüglich dennoch 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. (12.05.2022)

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

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