

Frank Armbruster / Jasper Düx

Effiziente Steuerung von Fremdwährungsrisiken durch Outsourcing: Ein Praxisbericht

Im Jahr 2020 hat die SV SparkassenVersicherung (SV) nach einer umfassenden Anbieter-Due-Diligence Torca Asset Management AG („Torca“) als dezidierten Currency Overlay Manager zur Steuerung sämtlicher FX-Risiken mandatiert. Das hochkomplexe Mandat, welches sich über diverse Investmentvehikel und eine Vielzahl von Währungen erstreckt, wurde in den vergangenen rund anderthalb Jahren in enger Kooperation sukzessive unter Berücksichtigung regulatorischer Vorgaben und individueller Anforderungen der SV aufgesetzt.

In diesem Praxisbericht wird die Motivation des Versicherungsunternehmens für die Implementierung eines zentralen Currency Overlays näher beleuchtet. Ebenso werden die Herausforderungen und Werttreiber bei der Aufsetzung sowie der Integration des FX-Overlays in die Investmentstruktur der SV beschrieben.

Fremdwährungen als fester Bestandteil institutioneller Portfolios

Bedingt durch das ausgedehnte Niedrigzinsumfeld haben Investoren aus dem Euro-Raum in den vergangenen Jahren verstärkt auf Anlagen in Fremdwährung gesetzt, um auskömmliche Renditen erwirtschaften zu können. So hat sich etwa das Fremdwährungsvolumen der SV in der letzten Dekade nahezu vervierfacht und relativ zu den Kapitalanlagen mehr als verdoppelt.

Es ist aus unserer Sicht augenblicklich nicht zu erwarten, dass sich die seit der Euro-Krise vermehrt zu beobachtende Entwicklung zur Internationalisierung der Kapitalanlagen, die schon aus Diversifikationsgründen oft sinnvoll ist, angesichts des bislang eher zaghaften Vorgehens der EZB sowie der zuletzt nochmals gewachsenen (geo-)politischen Herausforderungen in Europa auf absehbare Zeit grundsätzlich umkehrt.

Viele Staaten haben jüngst zudem nun die Leitzinswende eingeläutet. Allen voran die USA, die als Anlageregion eine zentrale Rolle in vielen institutionellen Portfolios spielt. Die asynchrone Zinsentwicklung in den verschiedenen Währungsräumen führt seit einiger Zeit, und verstärkt seit Anfang dieses Jahres, zu einer weiteren Verschiebung der relativen Attraktivität von Anlage-Regionen zu Ungunsten des Euro-Raums. Damit einhergehend steigen jedoch auch die Kosten für die Fremdwährungsabsicherung gegenüber dem Euro wieder an (s. Abbildung 1).

Diese herausfordernde Marktsituation verlangt insbesondere in Portfolios mit einer Vielzahl investierter Fremdwährungen (im Falle der SV sind dies derzeit über 40) nach einer effizienten Sicherung sowie einer adäquaten Steuerung aller relevanten Fremdwährungsrisiken. Dies bringt spezialisierte Currency Overlay Manager ins Spiel.

Komplexe Vorgaben erfordern integriertes Währungs-Setup und Expertenwissen

Einhergehend mit der gestiegenen Bedeutung von Fremdwährungsanlagen im SV-Portfolio stieg auch die Komplexität der FX-Risikosteuerung deutlich. Und auch das Marktumfeld ist, wie bereits angeführt, zunehmend herausfordernd. Vor diesem Hintergrund ist es für die SV zwingend erforderlich, über ein maximal effizientes und professionelles FX-Management zu verfügen, das dabei auch alle regulatorischen und unternehmensinternen Restriktionen berücksichtigt.

Grundsätzlich sind bei einem Currency Overlay im Versicherungsbereich diverse Nebenbedingungen zu beachten, z.B. die Einhaltung von Höchstgrenzen bei ungesicherten Fremdwährungsexposures. Damit

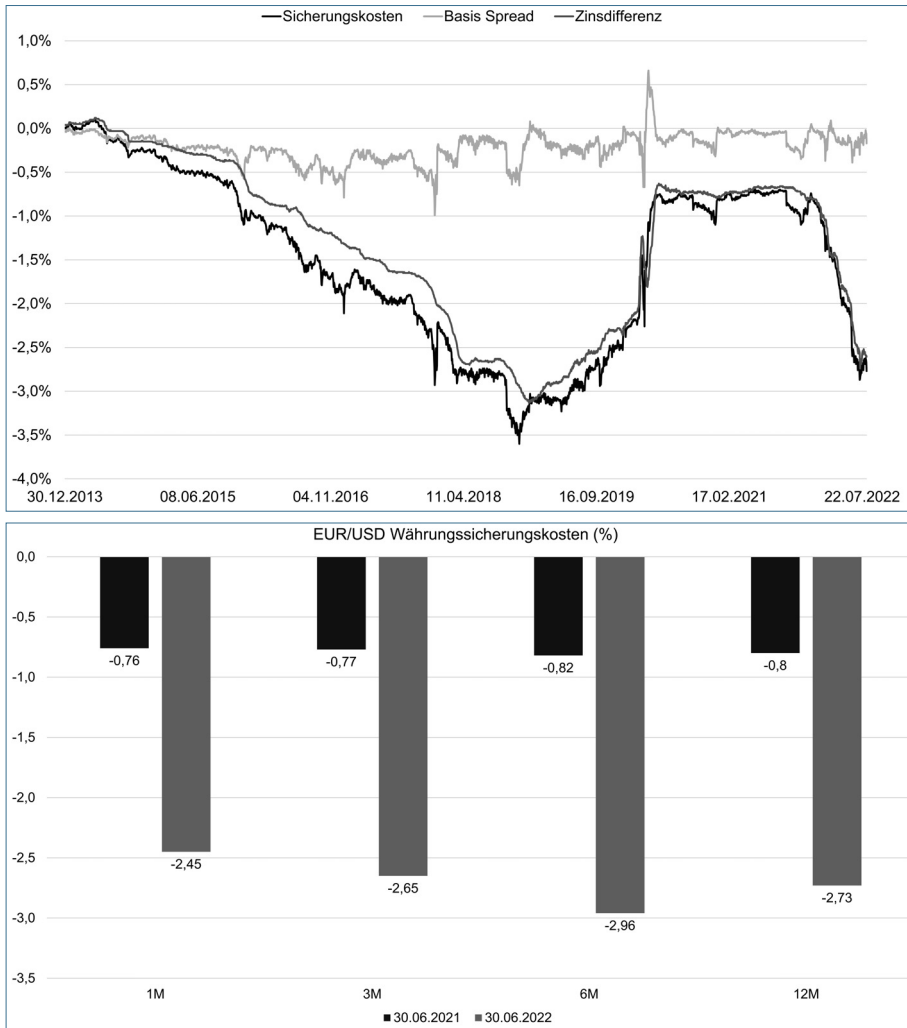
Frank Armbruster, CFA

Senior Investmentmanager bei der SV SparkassenVersicherung, Stuttgart

Jasper Düx

Chief Investment Officer bei der Torca Asset Management AG, Hamburg

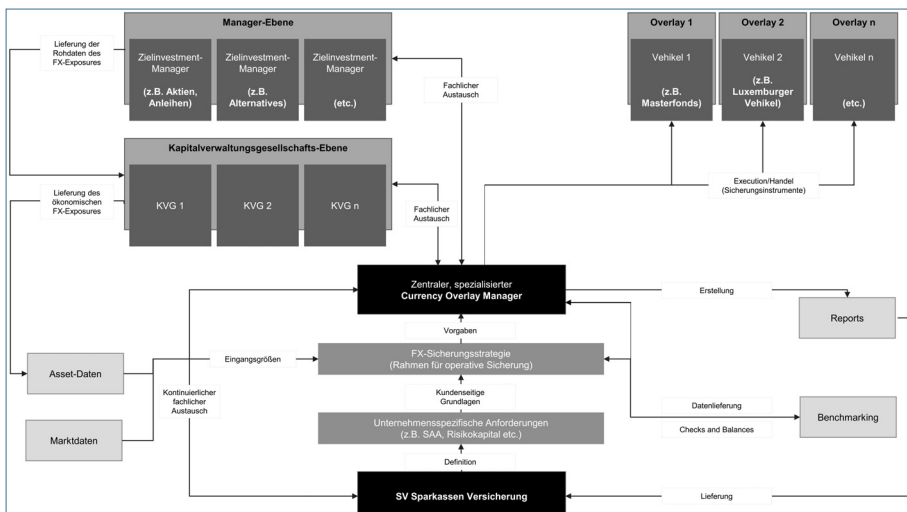
Abbildung 1: Entwicklung Sicherungskosten am Beispiel Euro – US-Dollar



wird der Tatsache Rechnung getragen, dass die Verbindlichkeiten der im Euro-Raum tätigen Versicherer gegenüber ihren Kunden prinzipiell weiterhin in Euro zu bedienen sind. Auch die Vorgaben von Solvency II - etwa hinsichtlich des Risikogehalts ein-

zelner Währungen oder der Anforderungen an Risikominderungstechniken - gilt es bei der Gestaltung der Sicherungs-Policy adäquat zu berücksichtigen. Neben grundsätzlichen bilanziellen und steuerlichen Gegebenheiten ist auch der spezifische, SV-inter-

Abbildung 2: SV-Zielbild FX-Management



ne Risiko-Rahmen ein wichtiger Faktor zur Festlegung einer passenden Sicherungsstrategie. Dabei ist es nicht zuletzt auch wichtig, die Charakteristika aller Asset-Klassen und Anlagevehikel - etwa hinsichtlich Rendite, Risiko und Liquidität - zu berücksichtigen.

Das FX-Setup der SV wurde im Laufe der Implementierungsphase gemeinsam mit 7orca schrittweise an die gestiegenen Anforderungen angeglichen: Angefangen wurde mit der Skizzierung eines klaren Bilds der Rahmenbedingungen – von den unternehmensinternen Vorgaben und Bedarfen, über die marktseitigen Gegebenheiten bis hin zu den Merkmalen und Anforderungen der einzelnen Anlagevehikel. Ergänzend wurde der Soll-Zustand bezüglich des operativen Overlay Managements, der zu verwendenden Daten und der relevanten Prozesse dokumentiert.

Zudem sollte das Währungsmanagement noch stärker mit anderen Handlungsfeldern der Kapitalanlage, wie der SAA und dem Risikomanagement, vernetzt werden. Ein Leitgedanke war entsprechend die Schaffung einer integrativen Struktur, welche die unterschiedlichsten Anforderungen entlang der FX-Wertschöpfungskette berücksichtigt.

All diese Anforderungen und Rahmenbedingungen wurden letztlich in einem übergreifenden Zielbild für das Währungsmanagement der SV gebündelt.

Die zentrale Komponente des Zielbilds war die Mandatierung eines spezialisierten FX-Overlay-Managers, der Dreh- und Angelpunkt sämtlicher FX-Aktivitäten sein sollte. Hierzu war es unabdingbar, dass die oben beschriebenen Vorgaben der SV durch den FX-Overlay-Manager umgesetzt werden konnten. Ebenso stellt die professionelle Infrastruktur des Currency Managers die höchstmögliche Handlungseffizienz bei Minimierung der Risiken sicher. 7orcas weitreichende Fremdwährungsexpertise erlaubte darüber hinaus verschiedenste Optimierungen entlang der ganzen FX-Wertschöpfungskette.

Currency Overlay-Implementierung ist auch ein Infrastrukturprojekt

Die Aufsetzung des SV Currency Overlays war angesichts der Verflechtungen und Wechselwirkungen mit sämtlichen Assetklassen und Vehikeln und den entsprechend zu berücksichtigenden Datenflüssen und Prozessabläufen eine komplexe Aufgabe. Die

Implementierung stellte ein Infrastruktur-Projekt dar, welches weite Teile der Investment-Struktur der SV betraf. Es ging also über den abgegrenzten Austausch von Einzelstrategien innerhalb bestimmter Asset-Klassen, wie bei der Mandatierung neuer Aktien- oder Anleihen-Mandate, weit hinaus.

Um dieser Multidimensionalität und den weitreichenden Verzweigungen Rechnung zu tragen, wurde vor Beginn der Implementierungsphase ein Projektteam mit Mitgliedern von SV und 7orca gebildet. In einem ersten Schritt hat sich das Projektteam mit allen Prozessbeteiligten, wie Verwaltungsgesellschaften, Verwahrstellen, externen Assetmanagern, SV-internen Investment Managern, sowie weiteren SV-Stakeholdern, wie Marktfolge oder Risikomanagern, bezüglich der bestehenden Fremdwährungsrisiken und ihrer Behandlung ausgetauscht. Diesen Resultaten wurden dann die Vorgaben der SV bezüglich der Sicherung der einzelnen Fremdwährungen gegenübergestellt.

Transparente SV-Sicherungsstrategie schafft klare Struktur bezüglich Risikoherkunft und –aggregation

Neben den versicherungs- und SV-spezifischen Vorgaben resultierte die hohe Komplexität des FX-Overlay-Setups unter anderem daraus, dass die FX-Risiken über diverse Asset-Klassen, Mandate und Investment-Vehikel verschiedener Jurisdiktionen verteilt sind.

Die Fremdwährungssicherung wird zwar dezentral in den jeweiligen Vehikeln umgesetzt, damit bilanziell wünschenswerte „Bewertungseinheiten“ gebildet werden können. Zeitgleich wird sie allerdings ausschließlich durch 7orca als zentralem FX-Overlay-Manager umgesetzt. Dies bringt wesentliche Strukturvorteile mit sich, wie etwa die jederzeitige und unkomplizierte Anpassbarkeit der FX-Sicherung durch nur einen Ansprechpartner oder effiziente Netting-Möglichkeiten bei Handelsgeschäften. Weiterhin war eine wesentliche Ableitung aus dem Zielbild, einen Standard für das Management von Fremdwährungsrisiken zu definieren und diesen einheitlich in allen SV-Strukturen umzusetzen.

Hierfür wurden Sicherungsstandards definiert, die zeitgleich die Besonderheiten der Asset-Klassen, der Währungen und der Investment-Vehikel berücksichtigten. Die Themen waren insbesondere die:

- Durchschau auf das ökonomische FX-Risiko
- Strukturierung der Sicherungslaufzeiten
- Definition von passenden Abweichungsbändern und Aufgriffsgrenzen
- Berücksichtigung bilanzieller Reserven der Investment-Vehikel.

Die Bestimmung des ökonomischen FX-Risikos als Basis für die Sicherung ist essentiell für eine effiziente Währungssicherung. Insbesondere bei den illiquiden Assetklassen war dies eine größere Herausforderung. Allerdings gab es auch bei den liquiden Anlagen Herausforderungen, die bei der Bestimmung des Sicherungsexposures berücksichtigt werden mussten, um ein effizientes Sicherungsergebnis zu erzielen. So musste z.B. festgelegt werden, ob bei gewissen Mandaten die FX-Bestände oder die FX-Allokation der Manager-Benchmark gesichert wird. Die Prämisse lautete, eine effiziente Sicherung abzubilden bei gleichzeitigem Erhalt der Alpha-Möglichkeiten der Manager der Ziel-Investments.

Ein weiteres Augenmerk galt der Strukturierung der Sicherungslaufzeiten. Hierbei mussten die Spezifika der jeweiligen Anlagevehikel und Währungen berücksichtigt werden. So war es etwa vorteilhaft die Sicherungsvolumina auf unterschiedliche Fälligkeiten zu diversifizieren oder aber die Sicherungslaufzeit zu variieren. Hierdurch können bessere Sicherungsergebnisse erzielt werden, da Handelskosten reduziert oder Opportunitäten auf den Zinsstrukturkurven genutzt werden können. Weiter werden so Liquiditätserfordernisse reduziert.

Durch die Definition von passenden Abweichungsbändern wurde festgelegt, wann die Währungssicherung an die Marktwertschwankungen des zugrundeliegenden Vermögenswertes angepasst werden sollte. Ein zu häufiges Anpassen der Sicherung an FX-Exposure-Veränderungen erhöht Transaktionskosten, wohingegen ein zu seltenes zu steigenden Währungsrisiken führt. Hierbei mussten auch die Besonderheiten der SV-Risikoleitlinie berücksichtigt werden. Für Fremdwährungen, welche nur einen geringen Anteil des gesamten Währungs-Exposures ausmachten, wurden Aufgriffsgrenzen implementiert. Deren Unterschreitung resultierte in der Nicht-Sicherung, so dass die Komplexität der Strategie nicht durch kleine Exposures über Gebühr erhöht wurde.

Weiter musste berücksichtigt werden, dass verschiedene Investment-Vehikel mit

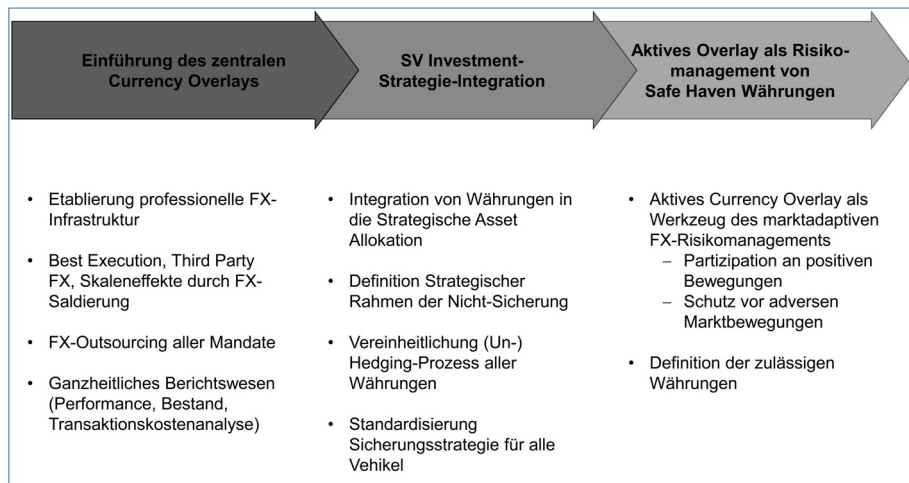
unterschiedlich hohen Risikobudgets ausgestattet sind. Die Steuerung durch einen zentralen Currency Manager ermöglicht, dass trotz individueller Sicherungsquoten in den jeweiligen Vehikeln der Zielsicherungsgrad einer Währung über das gesamte Portfolio erzielt werden kann.

Neben dieser Vereinheitlichung der FX-Sicherungsstrategie leistete die Verbesserung der Ausführungsqualität der eingesetzten Sicherungsinstrumente einen wesentlichen Beitrag zur kosteneffizienten Umsetzung sowie zur Gesamtpformance. Für das FX-Overlay wurde in allen Investment-Vehikeln eine Handelsanbindung an verschiedene FX-Broker hergestellt, so dass 7orca beim Handel eine „Best Execution“ sicherstellen kann.

Die so geschaffene professionelle Currency Overlay-Infrastruktur stellt ein skalierbares Konstrukt dar und ermöglicht die umfassendere Aufnahme von Währungen in die Strategische Asset Allokation (SAA), welche alle Gesellschaften und Anlagevehikel der SV überspannt.

„Die Steuerung durch einen zentralen Currency Manager ermöglicht, dass trotz individueller Sicherungsquoten in den jeweiligen Vehikeln der Zielsicherungsgrad einer Währung über das gesamte Portfolio erzielt werden kann“

Abbildung 3: Evolution des SV-FX-Overlay-Mandats im Zeitverlauf



Währungen als Teil der Investment-Strategie

Die Etablierung der FX-Sicherungsstruktur mündete in einer konsistenten Datenbasis und einem homogenen Währungsmanagement. In der Konsequenz konnte die SV Währungen als weiteren Inputfaktor definieren, welcher grundsätzlich in die SAA aufgenommen werden konnte. Hierbei wurden insbesondere Währungen identifiziert, deren günstige Korrelationseigenschaften einen diversifizierenden Effekt auf die Kapitalanlage hatten. Diese wurden in Form eines „Safe Haven“-Korbs in der SAA-Optimierung genutzt, was in einem entsprechenden Allokationsvorschlag in diesen Währungen mündete. Im vorherrschenden Marktumfeld war neben diesen positiven Diversifikationseigenschaften auch die daraus resultierende Einsparung von Sicherungskosten von Bedeutung.

Der aus der SAA resultierende Allokationsvorschlag wurde in einem taktischen Umsetzungsrahmen für die verschiedenen Investment-Vehikel implementiert, der sowohl das jeweils vorhandene Risikokapital als auch die Reserve-Situation der einzelnen Investmentvehikel berücksichtigte.

Für die Währungen, die über die SAA-Optimierung eine Allokation im Portfolio der SV erhielten, wurde ein Risikomanagement in Form eines aktiven Overlays durch 7orca umgesetzt. Hierbei war das Ziel, die positiven Eigenschaften der Währung im Portfolio-Kontext zu erhalten, aber trotzdem eine Absicherung gegen adverse Marktbewegungen ermöglichen zu können. Hierfür eignete sich der quantitative Invest-

ment-Prozess von 7orca, der einen speziellen Fokus auf FX-Risikomanagement legt. Insgesamt konnte durch die Allokation in bestimmte Währungen inklusive des aktiven Managements das Rendite-/Risikoprofil des SV-Portfolios weiter verbessert werden.

Die folgende Abbildung 3 zeigt die Evolution des SV-FX-Overlay-Mandates im Zeitverlauf.

FX-Berichtswesen: Jederzeitige Transparenz und Performance-Zuordnung

Die dezentrale und zum Teil verdeckte Struktur von Währungspositionen (bspw. bei Investments in Fonds mit illiquiden Assets) macht ein detailliertes FX-Berichtswesen notwendig, welches häufig komplex und zeitaufwendig ist. Da 7orca als zentraler FX-Overlay-Manager bereits Informationen über sämtliche FX-Positionen der SV hat, wird ihre Reporting-Technologie genutzt, um Transparenz über das gesamte FX-Portfolio zu schaffen.

Hierdurch wird ein transparentes und zeitgleich beliebig im Detailgrad verfeinerungsfähiges Reporting ermöglicht, welches kontinuierlich zur Verfügung steht. Der SV steht hiermit ein wichtiges Werkzeug für Investment- und Management-Entscheidungen zur Verfügung. Performance-, Bestands- und Risikoinformationen können jederzeit und ohne großen Aufwand abgerufen werden.

Währungsrisiken können sowohl brutto als auch netto für die relevanten Quoten und Kennzahlen ausgewiesen werden – und zwar aggregiert über alle Asset-Klas-

sen, Investment-Vehikel und Einzelmandate hinweg oder aber auf segregierte Ebenen heruntergebrochen.

Eine dezidierte Transaktionskosten-Analyse, im Rahmen derer jede Transaktion auf ihre Umsetzungsqualität bewertet wird, rundet die Reporting-Landschaft ab. Auf Seiten der SV werden unterschiedliche Stakeholder mit den entsprechenden Reports versorgt.

Basis für ein nachhaltiges FX-Management: Inhaltlicher Austausch zu allen Währungsthemen

Ein zentrales Currency Overlay-Mandat, welches stark mit den Prozessen der SV verzahnt wird, muss auf die individuellen Bedarfe maßgeschneidert werden. So war für die Definition der optimalen Sicherungsstrategie die partnerschaftliche und enge Zusammenarbeit von SV und 7orca das wesentliche Erfolgskriterium.

Die Strategische Asset Allokation und die Risikomanagement-Vorgaben bildeten die Leitplanken für eine effiziente, messbare und skalierbare Sicherungsstrategie, die auch zukünftigen Erweiterungen standhält, wie sie etwa im Falle weiterer Fremdwährungen, zusätzlicher Mandate oder neuer Asset-Klassen auftreten können. Ebenso ist die bestehende Interessenskongruenz und das Ausschließen sämtlicher Interessenkonflikte die Basis für eine langfristig erfolgreiche Zusammenarbeit zwischen der SV und 7orca.