

# metzler currency management

Autor: Jens Rotterdam (Currency Management Advisor)

12. August 2022

## Währungsmanagement für Private Investments

Private Investments, wie Infrastruktur, Real Estate, Private Equity oder Private Debt sind seit einigen Jahren eine heiß begehrte Anlageklasse institutioneller Investoren, versprechen sie doch attraktive Renditen und oftmals auch diversifizierende Effekte im Portfolio. Häufig werden Private Investments auch in Fremdwährungen getätigt. Das Risiko ungünstiger Wechselkursentwicklungen beeinflusst jedoch alle Assetklassen gleich. Fällt der US-Dollar wie 2017 um rund 13 % oder 2020 um über 8 % gegenüber dem Euro, wirkt er gleichermaßen auf amerikanische Aktien, Anleihen und eben auch Private Investments.

Mit Blick auf das Währungsmanagement ergeben sich für Private Investments drei wesentliche Unterschiede zu den traditionellen, liquiden Anlagen:

1. Wechsel von einem Short zu Long FX Risiko
2. Unsicherheit in der Bewertung des Währungsrisikos
3. Erhöhtes Liquiditätsrisiko aus der Devisensicherung

### 1. Wechsel von einem Short zu Long FX Risiko

Typischerweise beginnen Private Investments mit Kapitalzusagen, fixiert in Fremdwährung, die mit jedem Kapitalabruf den Net Asset Value (NAV) des Investments aufbauen. Die gesamte Laufzeit wird im folgenden Beispiel mit zehn Perioden exemplarisch angenommen. Über die Ausschüttungen fließt das Kapital zurück und der NAV reduziert sich entsprechend. Zinsen werden zur Vereinfachung ignoriert.

Erfahrungsgemäß ist aus Sicht institutioneller Anleger das Bewertungsrisiko der Bestände (Kapitalzusagen und NAV) die relevante Größe, auf die eine Währungssicherung abgestellt wird. Für die Manager dieser Anlageklasse sind die Wechselkursrisiken aus den erwarteten Cashflows oftmals bedeutsamer.

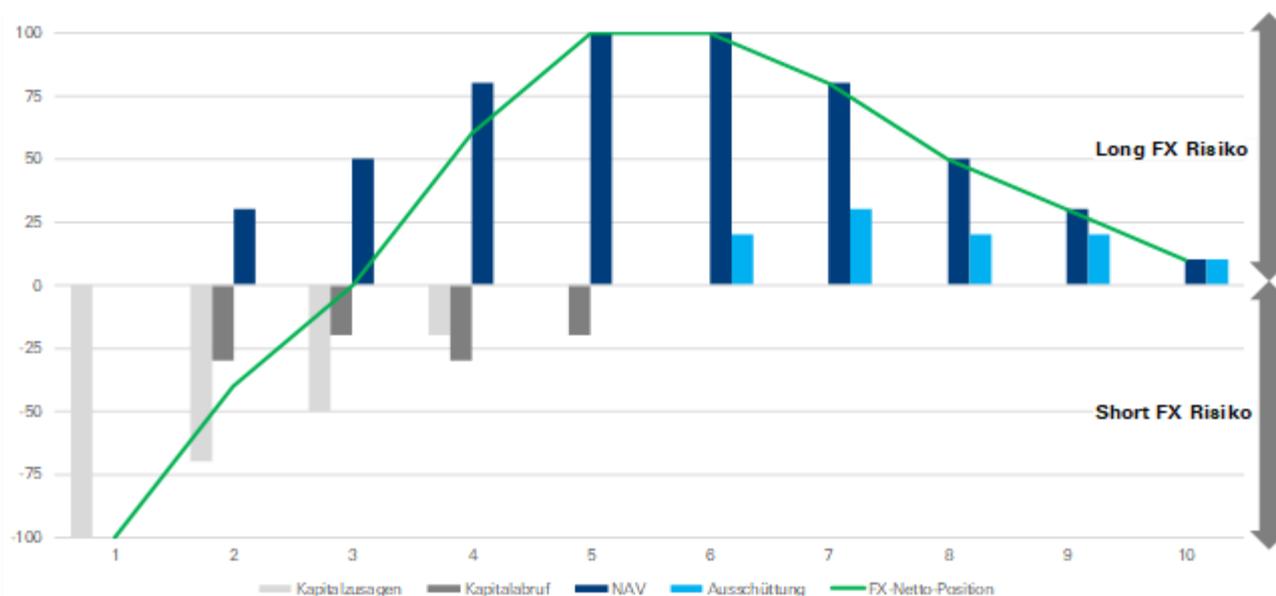


Abbildung 1: Exemplarischer Lebenszyklus eines Private Investments über 10 Perioden. Quelle: Metzler.

Mit Blick auf die **Bestandsgrößen** lassen sich zwei Phasen abgrenzen, zwischen denen Investoren von einem Short zu einem Long FX Risiko wechseln: In dem obigen Beispiel überwiegen in den ersten zwei Jahren die offenen Kapitalzusagen (Short FX Risiko) im Vergleich zum NAV des Investments (Long FX Risiko). Ab dem vierten Jahr dreht dieses Verhältnis und die gehaltenen Bestände in Fremdwährung übersteigen die noch ausstehenden Zusagen. Im gewählten Beispiel treten in Periode 1 FX-Short Risiken im Wert von -100 auf, während in der Periode 5 ein FX-Long Risiko über +100 entsteht. Da diese Risiken nicht zeitgleich, sondern getrennt auftreten ist eine Aufrechnung (Netting) der beiden entgegengesetzten Risiken nicht möglich.

Während des Übergangs, in dem es zeitgleich noch ausstehende Kapitalzusagen und erste Bewertungen gibt, ist dies (teilweise) möglich. Lediglich in der dritten Periode neutralisieren sich die Short und Long FX Risiken temporär vollständig. Eine FX-Sicherung ist zu diesem Zeitpunkt folglich nicht erforderlich.

## i. (Netto) Short FX Phase: 1. bis 3. Jahr

Hier liegt das Währungsrisiko in einer möglichen Aufwertung der Fremdwährung. In diesem Fall muss der Anleger zum Zeitpunkt des Kapitalabrufs, der in Fremdwährung fixiert ist, mehr Euro aufwenden als ursprünglich vorgesehen. Die Sicherung erfolgt durch den Kauf der Fremdwährung auf Termin. Somit erhält der Anleger **Planungssicherheit** hinsichtlich seines Einstands- bzw. Kalkulationskurses. Wenn die Investments in einem Währungsgebiet mit höheren Zinsen erfolgen, werden zudem **Sicherungserträge** vereinnahmt. Der exakte Termin des Abrufs muss dabei nicht ex-ante feststehen. Mit jedem Kapitalabruf, der die offenen Kapitalzusagen reduziert, verschiebt sich das Investment schrittweise von einem Short zu einem Long FX Risiko. Die Sicherungsinstrumente, wie bspw. FX Forwards, sind hoch liquide. So kann das zu sichernde FX Risiko jederzeit hinsichtlich des Volumens angepasst und auf Änderungen in der zeitlichen Planung flexibel reagiert werden.

Durch eine übergreifende FX-Steuerung, die das gesamte Anlagevermögen umfasst, können entgegengesetzte FX Long-Positionen, bspw. aus US-Aktien, Anleihen oder bestehenden private Assets, bereits während dieser Phase dazu beitragen, den Handelsbedarf und somit auch die Handelskosten zu senken. Für den Anleger besteht eine Art „**Natural Hedge**“, bei dem sich die Währungseffekte aus Kapitalzusagen und bereits gekauften Vermögenswerten gegenseitig aufheben.

## ii. (Netto) Long FX Phase: 3. bis 10. Jahr

Sobald der Gegenwart der bestehenden Investitionen das Volumen der ausstehenden Kapitalabrufe übersteigt, liegt das Risiko in einer Abwertung der Fremdwährung, die sich negativ auf den Marktwert auswirkt. Ein entsprechender Verkauf der Fremdwährung auf Termin gleicht diese Schwankungen aus. Auch erwartete Zinszahlungen können in der Devisensicherung abgebildet werden. Hier gilt es vorab zu klären, ob diese Zahlungen, analog zu liquiden Bonds, in den Bewertungen bereits inkludiert sind, oder zusätzlich berücksichtigt werden müssen.

## 2. Unsicherheit in der Bewertung

Damit eine Währungssicherung effizient im Portfolio implementiert werden kann, ist es notwendig, die bestehenden Währungsrisiken exakt zu bestimmen. Solange noch kein Kapital abgerufen wurde, kann das Short FX Risiko eindeutig anhand der gegebenen Kapitalzusagen beziffert werden.

Mit dem Aufbau der Assets steigt die **Komplexität der Risikomessung**, denn Private Investments unterscheiden sich hinsichtlich der Häufigkeit und Verfügbarkeit der NAV Ermittlung deutlich von

# metzler currency management

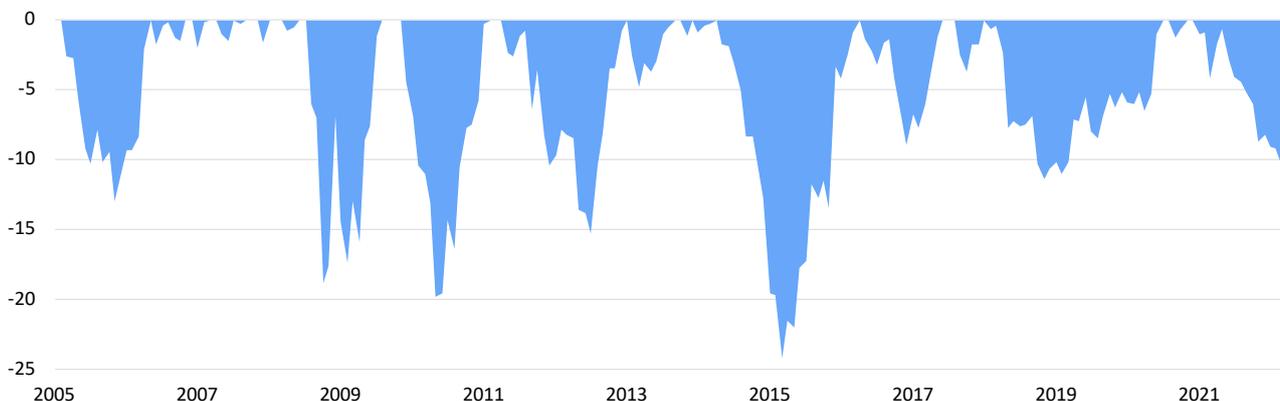
öffentlich handelbaren Assets: So kann die Bewertung wenige Wochen bis hin zu einigen Monaten in Anspruch nehmen und sich ein zweiter Evaluierungsprozess durch einen Wirtschaftsprüfer mit derselben Länge anschließen. Während dieser Zeit besteht das Risiko, dass die bestehende Währungssicherung von dem tatsächlichen FX-Risiko abweicht und eine **Über- oder Untersicherung** die Rentabilität des Investments beeinflusst.

Dieses Risiko kann verringert werden, indem Kapitalabrufe und Ausschüttungen unmittelbar berücksichtigt werden, anstatt auf den angepassten NAV zu warten.

### 3. Erhöhtes Liquiditätsrisiko aus der Devisensicherung

Devisensicherungen neutralisieren den Währungseffekt in den Kapitalzusagen bzw. den NAV, wodurch Anleger unter dem Strich nur noch der **Zinsdifferenz** zwischen den beiden Währungsräumen ausgesetzt sind. Ein entscheidender Unterschied dieser gegenläufigen Positionen ist jedoch, dass der Währungseinfluss auf die Bestandsgrößen bis auf weiteres ein reiner **Buchwerteffekt** ist. Die Devisensicherungen hingegen werden regelmäßig (bspw. alle 3 Monate) neu abgeschlossen. Bei dieser Prolongation wird der aufgelaufene Gewinn bzw. Verlust ausgeglichen und somit **liquiditätswirksam**. Spätestens zu diesem Zeitpunkt müssen Anleger über ausreichend Liquidität verfügen, um einen etwaigen negativen Marktwert der Devisensicherungen ausgleichen zu können.

Wie viel Liquidität für eine permanente Devisensicherung benötigt wird, kann nicht ex-ante festgelegt werden. Ein Blick in die Historie zeigt, dass negative Cashflows aus einer USD-Sicherung von 10 % regelmäßig bedient werden mussten.



**Abbildung 2:** Historischer Draw Down der Cashflows aus Devisentermingeschäften für eine statisch gesicherte Fremdwährungsposition in EUR/USD rollierend für 12 Monate. Zeitraum: 3. Januar 2005 bis 31. März 2022. Quelle: Bloomberg. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

An dieser Stelle wird die honorierte mangelnde Liquidierbarkeit von Private Investments zur Herausforderung im Währungsmanagement: Denn während Aktien oder Renten kurzfristig veräußert werden können, müssen hier alternative **Liquiditätsquellen** genutzt werden, um die Cashflows aus der Sicherung bedienen zu können.

Private Investments werden regelmäßig über Vehikel abgebildet, die ausschließlich für diesen Zweck vorgesehen und somit von liquiden Vermögenswerten getrennt sind. In diesem Fall stehen Investoren grundsätzlich vor der Wahl, Liquiditäts- und Opportunitätskosten für einen zusätzlichen Liquiditätspuffer in Kauf zu nehmen, oder die Devisensicherung in einem anderen, liquiden Vehikel umzusetzen und somit auf die Bewertungseinheit zwischen dem FX Risiko und der Sicherung zu

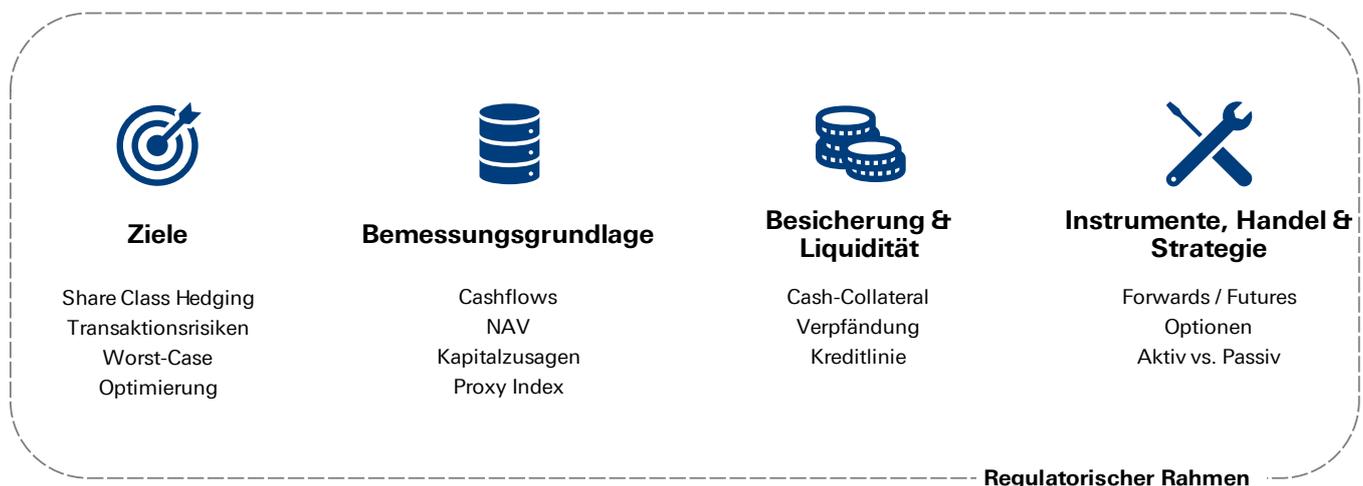
# metzler currency management

verzichten. Diese Flexibilität ist nur gegeben, wenn die Devisensicherung durch den Investor und nicht durch den Manager erfolgen soll.

Die Liquiditätsbelastung aus der Währungssicherung kann über die Steuerung der Cashflows gemildert werden, indem die Fälligkeiten der Devisentermingeschäfte mit geplanten Ausschüttungen / Zinszahlungen abgestimmt werden.

## Was gilt es beim Währungsmanagement für Private Investments zu beachten?

An erster Stelle steht die Frage, welches Ziel mit der Absicherung verfolgt werden soll: Stehen die Bestandsgrößen im Vordergrund der Risikobetrachtung (Share Class Hedging), oder soll das Risiko aus den Cashflows gesteuert und somit die Planungssicherheit verbessert werden?



**Abbildung 3:** Überblick unterschiedlicher Ziele und Einschränkungen für Manager und Investoren. Quelle: Metzler.

Das angestrebte Ziel definiert die Daten, auf die eine Sicherung abzustellen ist (Bemessungsgrundlage). Bei der Wahl der Besicherung erhöht sich der Gestaltungsspielraum, wenn der (alleinige) Investor mit der Sicherung beauftragt ist: Es können Wertpapiere aus einem anderen Vehikel verpfändet werden, wodurch das Cash Collateral entfällt. Oder die Devisensicherung wird in einem anderen Vehikel umgesetzt, das mit ausreichend Liquidität ausgestattet ist.<sup>1</sup> Die unterschiedlichen Schwerpunkte und Einschränkungen können anhand der geeigneten Instrumente und der passenden Sicherungsstrategie berücksichtigt werden.

Die Definition einer Sicherungsstrategie für Fremdwährungsrisiken ist somit gerade bei Private Assets eine komplexe Aufgabe. Metzler Currency Management verfügt über langjährige Erfahrung auf diesem Gebiet. Unsere Experten stehen Ihnen bei der Formulierung Ihrer individuellen Hedging Policy und der operativen Implementierung gerne beratend zur Seite.

<sup>1</sup> Die unterschiedlichen Varianten in der Besicherung haben wir in unserer Publikation „Wertpapierverpfändung als Königsweg in der Besicherung“ ausführlich beschrieben. Fachinformation für professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien – keine Weitergabe an Privatkunden

## Metzler Currency Management

Metzler Capital Markets  
Untermainanlage 1  
60329 Frankfurt am Main  
Telefon 069 2104-4451  
Telefax 069 21041350  
FXOverlay@metzler.com  
www.metzler.com



## Disclaimer

Dieses Dokument ist eine Werbemitteilung der B. Metzler seel. Sohn & Co. AG (Metzler) und richtet sich ausschließlich an geeignete Gegenparteien und professionelle Kunden. Es ist daher nicht für Privatkunden geeignet.

Dieses Dokument beruht auf allgemein zugänglichen Informationen, die Metzler grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Metzler hat die Informationen jedoch nicht auf Richtigkeit und Vollständigkeit überprüft und gibt hinsichtlich der Richtigkeit und Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen keinerlei Gewährleistungen oder Zusicherungen ab. Etwaige unrichtige oder unvollständige Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen begründen keine Haftung von Metzler, ihrer Anteilseigner sowie Angestellten für Schäden und sonstige Nachteile jedweder Art, die aus der Verteilung oder Verwendung dieses Dokuments entstehen oder damit im Zusammenhang stehen.

Dieses Dokument dient nur zu Werbezwecken und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Anlageinstrumenten dar. **Dieses Dokument genügt nicht den gesetzlichen Anforderungen an die Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen nach § 85 WpHG in Verbindung mit § 20 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung), auf die Artikel 4 und 6 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission vom 9. März 2016 zur Ergänzung der Marktmissbrauchsverordnung Anwendung finden.** Dieses Dokument ist auch nicht auf die speziellen Anlageziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse der Empfänger ausgerichtet und stellt keine individuelle Anlageberatung dar. Mit der Ausarbeitung und Veröffentlichung dieses Dokuments wird Metzler nicht als Anlageberater oder Portfolioverwalter tätig. Die Empfänger sollten ihre eigenständigen Anlageentscheidungen auf der Grundlage unabhängiger Verfahren und Analysen, unter Heranziehung von Verkaufs- oder sonstigen Prospekten, Informationsmemoranden und anderen Anlegerinformationen sowie wenn nötig mithilfe eines unabhängigen Finanzberaters gemäß ihrer spezifischen Finanzsituation und ihren Anlagezielen treffen.

Die Empfänger müssen bedenken, dass Performancedaten der Vergangenheit nicht als Indikation für die zukünftige Performance angesehen werden können und daher nicht als Entscheidungsgrundlage für Investitionen in Finanzinstrumente herangezogen werden sollten.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen geben die unabhängige Meinung des Verfassers über die in diesem Dokument behandelten Finanzinstrumente oder Emittenten zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung wieder und decken sich nicht notwendigerweise mit der Meinung von Metzler, des Emittenten oder Dritter. Sie können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen verändern. Metzler ist nicht verpflichtet, dieses Dokument abzuändern, zu ergänzen oder auf den neuesten Stand zu bringen oder die Empfänger in anderer Weise darüber zu informieren, wenn sich die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen verändern oder später als falsch, unvollständig oder irreführend erwiesen haben sollten. Soweit dieses Dokument Modellrechnungen enthält, handelt es sich um beispielhafte Berechnungen möglicher Entwicklungen, die auf verschiedenen Annahmen (zum Beispiel Ertrags- und Volatilitätsannahmen) beruhen. Die tatsächliche Entwicklung kann höher oder niedriger ausfallen – je nach Marktentwicklung und dem Eintreffen der den Modellrechnungen zugrunde liegenden Annahmen. Daher kann die tatsächliche Entwicklung nicht gewährleistet, garantiert oder zugesichert werden.

Die Empfänger sollten davon ausgehen, dass (a) Metzler berechtigt ist, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand von Researchpublikationen sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung einer Researchpublikation beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.

Metzler sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder anderen Investitionsobjekten halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.

Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken bereitgestellt und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler weder ganz noch teilweise kopiert, vervielfältigt oder an andere Personen weitergeben oder sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen Medien, verbleiben bei Metzler. Soweit Metzler Hyperlinks zu Internetseiten von in ihren Researchpublikationen genannten Unternehmen angibt, bedeutet dies nicht, dass Metzler Daten auf den verlinkten Seiten oder Daten, auf welche von diesen Seiten aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Metzler übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und/oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.

Dieses Dokument unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Frankfurt am Main, Deutschland. Mit Entgegennahme dieses Dokuments erklärt sich der Empfänger mit den vorangehenden Bestimmungen einverstanden.