

# metzler currency management

Autor: Jens Rotterdam (Currency Management Advisor)

10. Oktober 2022

## Wertpapierverpfändung als Königsweg in der Besicherung

**Devisensicherungen sind ein gängiges und effizientes Instrument zur Risikosteuerung in global ausgerichteten Portfolios institutioneller Investoren. Wertet die Auslandswährung ab, werden die Verluste gehaltener Wertpapiere entsprechend kompensiert. Wertet jedoch die heimische Währung gegenüber den Fremdwährungen ab, wendet sich das Blatt.**

### Die liquiditätsschonende Besicherung

Bei Fälligkeit der Devisenterminsicherungen entstehen beim Roll-over Liquiditätskosten, die bedient werden müssen. Margin-Calls, die sich durch eine negative Marktentwicklung ergeben und die taggleich zu bedienen sind, erfordern zusätzliche Liquiditätspuffer. Diese werden in der aktuellen Zinslandschaft noch immer negativ verzinst und implizieren hohe Opportunitätskosten. Hinzu kommt der manuelle Aufwand sowie Kosten und Gebühren für die operative Umsetzung des täglichen Collateral-Managements.

Die Verpfändung von Wertpapieren als Sicherheit für FX-OTC-Geschäfte hingegen bietet eine echte Aufwands- und Kostenersparnis, denn im Gegenzug kann auf den täglichen Austausch von Cash-Collateral verzichtet und die geparkte Liquidität investiert werden.

### Gängige Praxis und Ansatzpunkte zur Verbesserung

2017 wurde die Besicherung von bilateralen Derivaten zum Marktstandard, definiert durch die EMIR-Verordnung (EU) Nr. 2016/2251. Für Devisensicherungen bedeutet dies eine tägliche Bewertung sämtlicher offener Positionen und die damit einhergehende gegenseitige Besicherung (Variation-Margin). Das geforderte Collateral wird in der Regel taggleich in Form von Cash gestellt. Auch wenn für Devisentermingeschäfte die zusätzliche Initial Margin nicht regulatorisch vorgeschrieben ist, wird sie in der Praxis regelmäßig in Konstruktionen gefordert, in denen die Vermögenswerte nicht ohne Weiteres liquidierbar sind.

Denn nur so lässt sich in diesen Vehikeln sicherstellen, dass Zahlungsverpflichtungen aus den Devisensicherungen (zeitnah) bedient werden können.

Ein erster Schritt zur Optimierung des Collateral-Managements ist der Aufsatz mit nur einer Gegenpartei, die als Prinzipal für den Investor agiert, anstatt eine Vielzahl unterschiedlicher Kontrahenten direkt anzubinden. Der Vorteil besteht darin, dass aus Sicht des Anlegers maximal nur eine Collateral-Zahlung täglich fällig wird, die der Nettoposition aller Margin-Calls entspricht. Best Execution im Handel der Devisensicherungen erfolgt uneingeschränkt innerhalb des Liquiditätspools des Prinzipals. Somit wird zwar die Anzahl der Transaktionen signifikant reduziert, die Kosten für die eingesetzte Liquidität bleiben jedoch nahezu unverändert.

Mit den Anfang 2021 in Kraft getretenen Änderungen der Verordnung (EU) Nr. 2016/2251 werden Fonds bzw. Kapitalverwaltungsgesellschaften von der Nachschusspflicht in Bezug auf FX-OTC-Geschäfte ausgenommen. Lediglich nichtlieferbare Produkte (Non-Deliverable Forwards, kurz NDF) müssen weiterhin besichert werden.

### Wie hoch sind die Kosten für Cash-Collaterals?

Der erforderliche Liquiditätsbedarf bis zum Ende der Laufzeit des Devisentermingeschäftes setzt sich aus der täglichen Wechselkursentwicklung sowie der Höhe und Veränderung der Zinssatzdifferenz zwischen den beiden Währungsräumen zusammen und ist daher nicht planbar. Aus Sicht des Anlegers bedeutet dies, dass regelmäßige Margin-Calls taggleich bedient und entsprechende Reserven bereitgehalten bzw. Wertpapiere liquidiert werden müssen. Die Verzinsung dieser geparkten Liquidität orientiert sich am Einlagenzins der Europäischen Zentralbank (EZB).

Da dieses Geld zweckgebunden ist, kann es nicht aktiv zum Erreichen der Zielrendite beitragen. Diese Opportuni-

# metzler currency management

tätskosten fallen besonders ins Gewicht, wenn der Fondsmanager eine maximale Investitionsquote anstrebt, was häufig bei privaten Investments der Fall ist. Diese fehlende Liquidität und Liquidierbarkeit der Assets stellt das Währungsmanagement also vor besondere Herausforderungen. Nachteilig kann dies auch für einen Asset-Manager sein, wenn die Performance seines Spezialfonds mit einer vorgegebenen Benchmark verglichen wird. Bei größeren oder komplexeren Anlageportfolios mit mehreren Spezialfonds ist gegebenenfalls noch zu entscheiden, welche Assets zur Mittelbeschaffung liquidiert werden müssen.

Die Devisensicherung wird zum Ende der Laufzeit prolongiert und somit zahlungswirksam. Die gestellten Barsicherheiten werden allerdings erst einen Handelstag später zurückgezahlt, da die Berechnungen auf Kurse des Vortages abstellen. Somit ergibt sich eine doppelte Liquiditätsbelastung. Liegt die Fälligkeit des prolongierten Termingeschäftes unmittelbar vor einem Feiertag oder Wochenende, verlängert sich der Zeitraum der doppelten Belastung entsprechend.

Zusätzlich fallen für die tägliche operative Umsetzung (Berechnung, Abstimmung, Zahlung, Prüfung und Überwachung) Gebühren für den Collateral-Manager an.

## Ist es opportun, auf eine Besicherung zu verzichten?

Auf den ersten Blick scheinen die Vorteile einer unbesicherten Währungssicherung zu überwiegen: Zwischen den Fälligkeitstagen der abgeschlossenen Devisentermingeschäfte wird keine Liquidität benötigt, die teuer geparkt werden muss. Stattdessen kann der zurückgehaltene Liquiditätspuffer investiert werden. Auch die Kosten und Gebühren für den operativen Aufwand entfallen.

Aber die fehlenden Sicherheiten erhöhen die Kosten auf der Seite der Handelspartner bzw. Broker. Diese höheren Kosten ihrer risikogewichteten Aktiva, die wiederum Eigenkapital binden, kompensieren sie über die Marge im Handel und geben diese so an den Investor weiter. Es handelt sich somit um zusätzliche implizite Kosten, die nicht ausgewiesen werden.

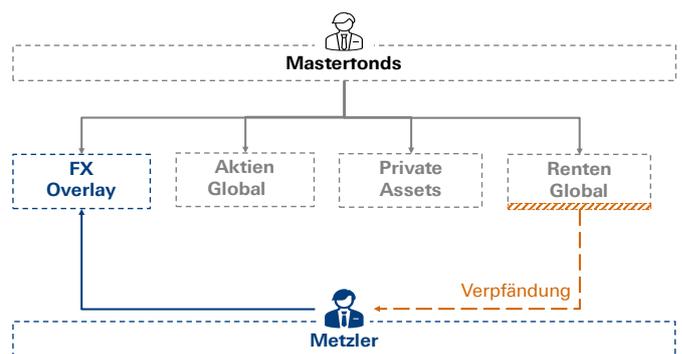
## Der Königsweg

Erfolgt die Besicherung durch die Verpfändung von Wertpapieren, können Kosten und Aufwand für Liquidität minimiert werden, ohne im Gegenzug erhöhten Handelskosten ausgesetzt zu sein. Die Wertpapiere und Zinsansprüche verbleiben im Eigentum des Investors und werden mit gewissen Abschlägen bewertet, die sich am Risiko des Papiers orientieren.

Anstelle der täglichen Berechnung, Abstimmung, Zahlung, Prüfung und Überwachung zwischen den verschiedenen Beteiligten rückt nun die einmalige Verpfändung. Liquidität wird erst zum Ende der Laufzeit der aktuellen Devisensicherung benötigt, was eine höhere Investitionsquote ermöglicht. Auch die Performancemessung im Rahmen eines Masterfonds wird dadurch nicht beeinträchtigt.

## Praxisbeispiel 1: Umsetzung im KVG-Masterfonds

In diesem Beispiel agiert Metzler als zentraler Währungsmanager für diverse Anlagen des Kunden, die in einem deutschen Masterfonds gehalten werden.



Die an Metzler verpfändeten Papiere werden separiert und verbleiben im Masterfonds.

Alle Devisentermingeschäfte werden in einem speziellen Overlay-Segment verbucht. Über das Reporting erfolgt die Zuweisung des Währungsbeitrages zu jedem Basisinvestment.

# metzler currency management

## Praxisbeispiel 2: Einbindung von illiquiden Assets außerhalb des Masterfonds

Wenn die Währungssicherung auch illiquide Vermögenswerte in separaten Vehikeln, beispielsweise Spezialfonds in Luxemburg (SPV) umfassen soll, bieten sich Investoren bislang zwei Alternativen:

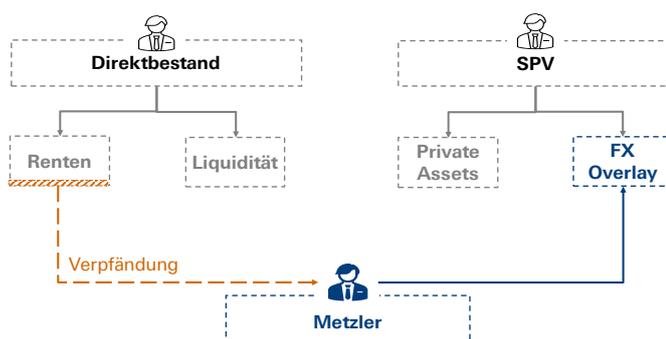
1. Liquiditäts- und Opportunitätskosten in Kauf nehmen: Der Fonds wird mit zusätzlicher Liquidität ausgestattet, bzw. hält Ausschüttungen für das Collateral-Management zurück.
2. Auf die Bewertungseinheit verzichten: Die gehandelten Instrumente werden abweichend zum Asset im liquiden Masterfonds verbucht. Für den Investor wird zwar übergreifend das Währungsrisiko neutralisiert, eine Anrechnung zur Risikominderung ist jedoch in der Regel nicht möglich.

Die Lösung dieses Trade-off liegt in der Verpfändung von Wertpapieren, die im Direktbestand des Anlegers gehalten werden: Die Bestellung von Sicherheiten durch Dritte.

Unter der Voraussetzung, dass die Richtlinien des Direktbestands und des SPV eine derartige Verpfändung und Nutzung im Verwertungsfall zulassen, wird so die Bewertungseinheit der Sicherung gewährleistet. Der Liquiditätsbedarf im SPV beschränkt sich auf den Ausgleich der Marktwerte zum Fälligkeitstag.

Um die Liquiditätsplanung weiter zu verbessern, lässt sich der Cashflow aus fälligen Devisenterminsicherungen bereits fünf Tage vor der eigentlichen Fälligkeit exakt bestimmen und fixieren. Für den Asset-Manager der Private Assets entstehen durch die Währungssicherung weder Aufwand noch (Opportunitäts-)Kosten.

Metzler kann zudem die Anschaffung der benötigten Fremdwährung im SPV übernehmen. So lassen sich die FX-Bestände und die entsprechende Sicherung exakt zeitgleich aufbauen, wodurch unvorteilhafte Entwicklungen einer zeitweisen Untersicherung vermieden werden. Ferner können Handelskosten eingespart werden, da durch die beiden gegensätzlichen Geschäfte der Handelsbedarf im Markt gesenkt wird.



## 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.