



Währungsmanagement für Private Assets – der unterschätzte Werttreiber

Währungen intelligent navigieren

torca
ASSET MANAGEMENT AG

Autoren



Jasper Dux

CIO

Jasper Dux ist als Chief Investment Officer für die Entwicklung und Umsetzung aller Investmentprozesse von 7orca zuständig und trägt die Gesamtverantwortung für die Performance und Implementierung.



Holger Bang, CFA

Head of Portfolio Management

Holger Bang ist als Head of Portfolio Management für die Konzeption und Implementierung der Currency-Overlay-Lösungen von 7orca verantwortlich. Darüber hinaus verantwortet er die Volatilitätsstrategien und ist Mitglied des Investment Committees.



André Schneider, CFA, CAIA

Head of Exposure Management

André Schneider ist als Head of Exposure Management für die Weiterentwicklung und Ausgestaltung der Exposure-Management-Prozesse von 7orca verantwortlich. Sein Fokus liegt auf Analyse, Quantifizierung und Steuerung von Fremdwährungsrisiken.

Unternehmen

7orca Asset Management AG

Am Sandtorkai 77

20457 Hamburg

Telefon 040 33 460 460

E-Mail info@7orca.com

www.7orca.com

Inhalt

1	Währungsmanagement für Private Assets	4
2	These 1 – Währungsentwicklungen sind ein Nullsummenspiel	5
3	These 2 – Währungssicherung auf Ebene der Anteilsklasse ist ausreichend	8
4	These 3 – Währungssicherung nur bei zeitnahen Bewertungsdaten sinnvoll	11
5	These 4 – Hoher Liquiditätsbedarf macht Währungssicherung unattraktiv	13
6	Fazit und abschließende Betrachtung	15

Übersicht

Währungsrisiken in Private Asset Portfolios – Einordnung und Fragestellungen

Private Assets stellen besondere Anforderungen an das institutionelle Währungsmanagement. Die folgende Übersicht skizziert den Rahmen, innerhalb dessen Währungsrisiken bei Private Assets zu bewerten sind, und formuliert die zentralen Fragestellungen dieser Analyse:

- **Welche Währungsrisiken entstehen tatsächlich in Private Asset Portfolios?**
Reicht die Betrachtung der Anteilsklassenwährung aus oder ist eine Durchschau auf Ebene der zugrunde liegenden Vermögenswerte erforderlich?
- **Sind Währungsentwicklungen langfristig irrelevant oder zwischenzeitlich risikorelevant?**
Welche Bedeutung haben Wechselkursschwankungen vor dem Hintergrund von Reporting-, Regulierungs- und Steuerungsanforderungen?
- **Wie beeinflussen Bewertungszyklen und Datenverfügbarkeit die Umsetzbarkeit von Währungssicherung?**
In welchen Phasen des Lebenszyklus eines Private Asset Portfolios sind zeitverzögerte Bewertungen kritisch – und wann nicht?
- **Welche Rolle spielen Liquidität und Cashflow-Struktur für die Sicherungsstrategie?**
Ist der Liquiditätsbedarf ein Ausschlusskriterium oder lässt er sich strukturiert steuern?

Währungsmanagement für Private Assets – der unterschätzte Werttreiber

In den vergangenen Jahren haben institutionelle Investoren einen verstärkten Fokus auf das Management von Währungsrisiken ihrer liquiden Anlagen, wie Aktien und Anleihen, gelegt. Im Gegensatz dazu wurde dem Risikomanagement für Währungen in Private Asset Portfolios bislang nur eine untergeordnete Bedeutung beigemessen. Dies lag unter anderem daran, dass Private Assets lange nur einen kleineren Anteil in institutionellen Portfolios ausmachten und das Risiko als gering eingestuft wurde. Gleichzeitig profitierten viele Investoren von einer Aufwertung des US-Dollars, der in den vergangenen 10 Jahren ca. 30 % gegenüber dem Euro aufgewertet hat. Dieser stellt in vielen Portfolios das größte Währungsrisiko dar und führte so zu höheren Renditen. Des Weiteren ist die Anlagestruktur für Private Assets, bei der das Kapital im Voraus zugesagt und über einen bestimmten Zeitraum abgerufen bzw. zurückgezahlt wird, komplexer als für liquide Anlagen. Diese Struktur erschwert die Messung des inhärenten Währungsrisikos.

Insbesondere hat die Kombination aus niedrigem Ertrag traditioneller Investments, dem Potenzial für höhere Renditen und Diversifikationsvorteilen dazu geführt, dass Private Assets in institutionellen Portfolios in den letzten Jahren stark an Bedeutung gewonnen haben. Eine Willis-Towers-Watson-Studie¹ der 22 größten Pensionsmärkte zeigt einen Anstieg der Portfoliogewichtung von Private Assets von 7 % im Jahr 2001 auf 26 % im Jahr 2021. Das Wachstum der Assets unter Management in dieser Assetklasse hat sich in den Folgejahren fortgesetzt und wird gemäß einer Analyse des Datenanbieters Preqin weiter anhalten. Dieser prognostiziert, dass das weltweit verwaltete Vermögen bis 2029 auf 29,2 Billionen USD steigen wird, gegenüber 16,8 Billionen USD Ende 2023².

Da etwa drei Viertel des weltweit in Private Assets verwalteten Vermögens von Fonds außerhalb Europas gemanagt werden, nimmt das Währungsrisiko für europäische Anleger mit den steigenden Investitionsquoten zwangsläufig zu. Für institutionelle Investoren wird es daher immer wichtiger, sich proaktiv mit diesen Risiken auseinanderzusetzen.

Die folgende Betrachtung möchte Investoren und Private Asset Manager für die wachsenden Währungsrisiken sensibilisieren und praxisnahe Lösungen für ein effektives Risikomanagement aufzeigen. Am Markt häufig zu findende Thesen im Bereich der Währungssicherung von Private Assets sollen dabei kritisch hinterfragt werden.

¹ Quelle: Global Pension Assets Study 2022 (Thinking Ahead Institute)

² Quelle: Future of Alternatives 2029 (Preqin)

These 1 – Währungsentwicklungen sind ein Nullsummenspiel

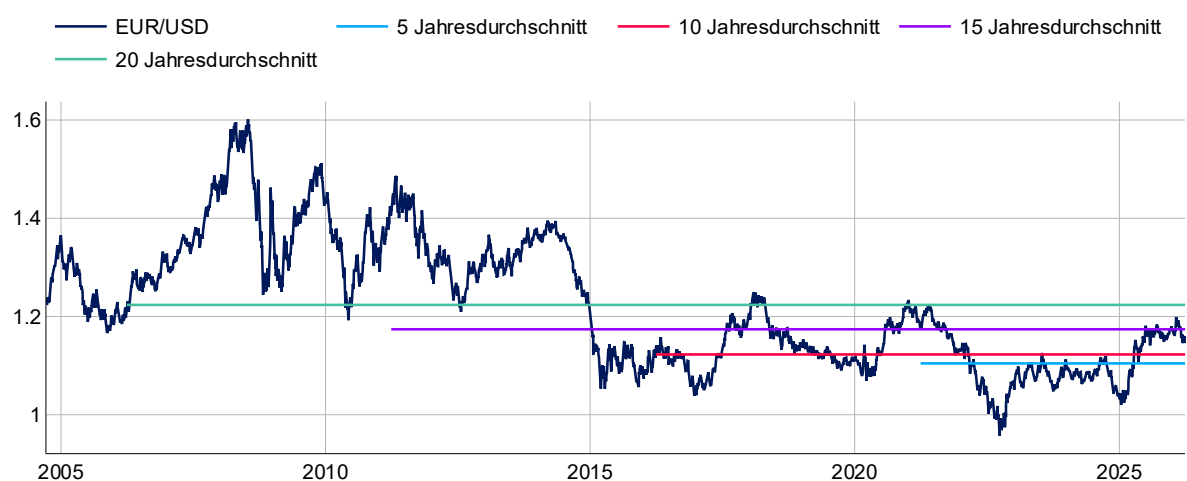
Da Private Asset Investitionen häufig auch eine Entscheidung für Investitionen in Fremdwährungen sind, stellt sich die Frage nach dem Umgang mit den Währungsrisiken. Einige Marktteilnehmer vertreten die Meinung, dass Währungsentwicklungen nicht nachhaltig sind und Wechselkurse zu ihren historischen Durchschnittskursen bzw. fairen Marktwerten zurückkehren. Bei langfristigen Anlagehorizonten, wie sie für Private Assets typisch sind, sei die Währungssicherung daher von untergeordneter Bedeutung. Ökonomisch wird dies vor allem damit begründet, dass Wechselkurse den Wert einer Währung im Verhältnis zum Wert einer anderen Währung ausdrücken. Durch den Handel mit gleichartigen Gütern findet kein klassischer Risikotransfer statt, so dass ein dauerhaftes Auseinanderdriften der Wechselkurse nicht mit einer Risikoprämie begründet werden kann. Im Folgenden wird betrachtet, ob sich diese Annahmen und die damit verbundene Schlussfolgerung des Verzichts auf Währungssicherung bestätigen lassen.

Aus Anlegersicht ergeben sich bei dieser Betrachtungsweise drei wesentliche Aspekte:

- Trifft es immer zu, dass Währungen zu ihrem historischen Durchschnittskurs bzw. dem fairen Marktwert zurückkehren und könnte hieraus abgeleitet werden, dass sich für den Investor kein Währungsrisiko ergibt?
- Aufgrund von Reporting-Anforderungen werden zwischenzeitliche Wechselkursschwankungen sichtbar, auch wenn die Kursentwicklungen nicht nachhaltig sein sollten.
- Viele institutionelle Anleger unterliegen regulatorischen Anforderungen, die eine ungesicherte Währungsquote begrenzen und somit ohne Währungssicherung mögliche lukrative Neu-Investitionen in globale Anlagen verhindern könnten.

Die Herausforderung bei der reinen Fokussierung auf die Durchschnittskurse besteht darin, dass deren Höhe je nach Betrachtungszeitraum stark variiert. Die Abbildung 1³ verdeutlicht dies am Beispiel des EUR-USD-Wechselkurses.

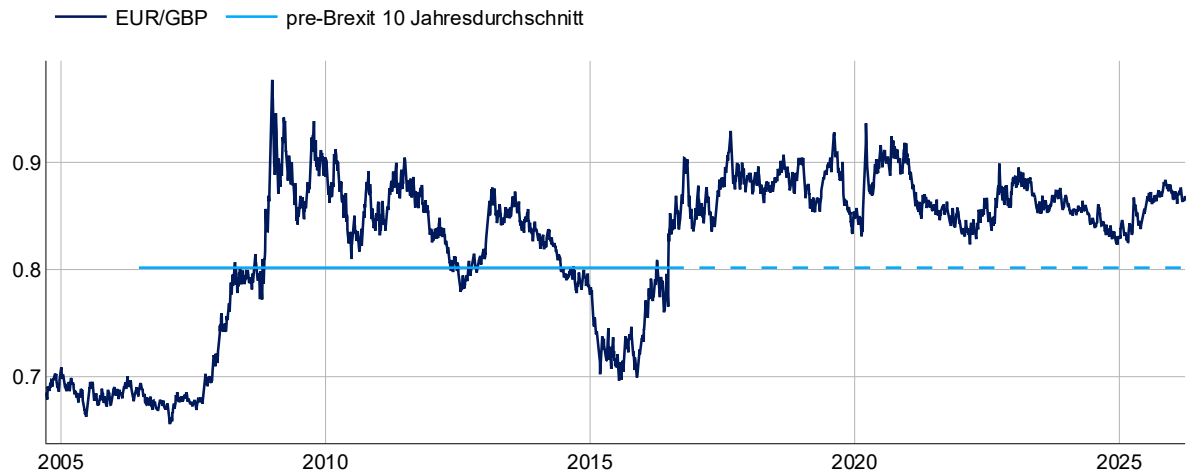
EUR-USD-Wechselkurs und Durchschnittswerte



³ Quelle: Bloomberg, Forca – eigene Berechnungen und Darstellung

Ein weiterer Aspekt wird am Beispiel des Wechselkurses EUR-GBP deutlich. Die Abbildung 2⁴ zeigt, dass der Durchschnittskurs von vor der Brexit-Ära in der Post-Brexit-Ära (etwas mehr als 8 Jahre lang) nicht mehr erreicht wurde.

EUR-GBP-Wechselkurs und Pre-Brexit-Durchschnittswert



Neben historischen Durchschnittskursen kann auch der faire Marktwert, zum Beispiel basierend auf der Kaufkraftparität (KKP), herangezogen werden. Diese Theorie basiert auf der Annahme des einheitlichen Preises, wonach identische Güter in verschiedenen Ländern zum gleichen Preis angeboten werden sollten. In der Theorie sollten Wechselkurse die unterschiedlichen Inflationsraten zwischen Ländern ausgleichen. Es scheint daher sinnvoll, die Theorie mit den realen Werten abzugleichen und zu eruieren, ob Wechselkurse verlässlich zu diesem Wert zurückkehren, sodass auf eine Währungssicherung verzichtet werden kann. Die Abbildung 3⁵ zeigt die Abweichung des EUR-USD-Wechselkurses von seiner Kaufkraftparität nach OECD-Berechnungen und verdeutlicht, dass langfristige Abweichungen vom fairen Marktwert möglich sind.

EUR-USD-Kaufkraftparität



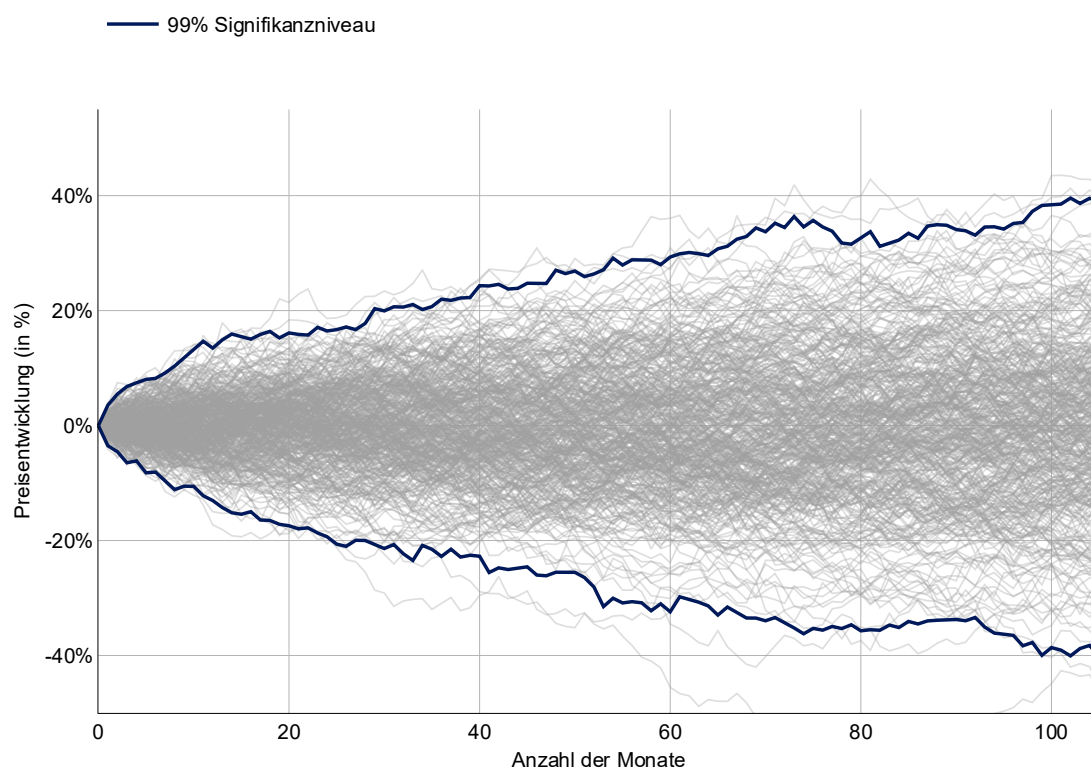
⁴ Quelle: Bloomberg, 7orca – eigene Berechnungen und Darstellung

⁵ Quelle: Bloomberg, 7orca – eigene Berechnungen und Darstellung

Zusätzlich stellt sich bei diesen Betrachtungsweisen die Frage, zu welchem Kurs eine Währung erworben wurde. Die Investitionsentscheidung basiert ausschließlich auf der Attraktivität der Private Assets. Der Kauf der Währung, in welcher das jeweilige Private Asset gehandelt wird, ist ein notwendiges Folgegeschaft und wird meist unabhängig von der aktuellen Währungsentwicklung umgesetzt.

Unabhängig davon, ob die Wechselkurse zu ihren langfristigen Durchschnittskursen oder zu fairen Marktpreisen zurückkehren, lenkt diese Einschätzung davon ab, wie groß die zwischenzeitlichen Risiken sein können. Die meisten institutionellen Investoren, aber auch Fondsiniciatoren, unterliegen Berichtspflichten, in denen sie über die Performance ihrer Anlagen Rechenschaft ablegen müssen. Daher ist eine zwischenzeitliche Abwertung der Währung hoch relevant. Die Abbildung 4⁶ zeigt, wie groß die Performanceabweichungen im Zeitverlauf sein können.

EUR/USD-Pfadsimulation



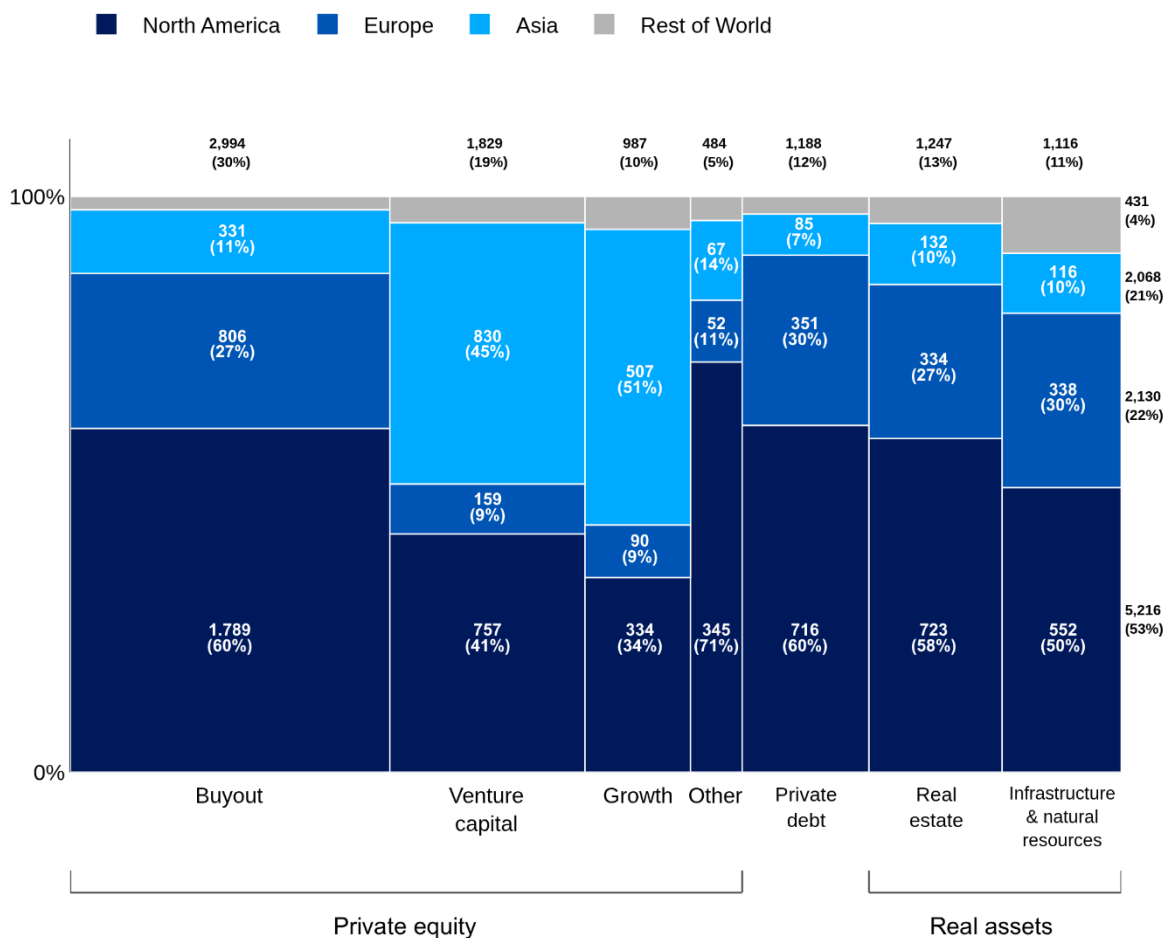
Die Regulatorik führt zu einer weiteren Herausforderung für viele Investoren. Sie begrenzt den Anteil an ungesicherten Wahrungsinvestitionen. Wie bereits anfangs erwähnt, ist der Anteil der Private Assets in den vergangenen Jahren deutlich gestiegen und damit auch der Wahrungsanteil im Portfolio. Aufgrund dessen müssen viele Investoren entweder eine Absicherung vornehmen, um die regulatorischen Anforderungen weiterhin zu erfüllen, oder auf mögliche weitere lukrative Investitionen in globale Anlagen verzichten.

⁶ Quelle: Bloomberg, 7orca – eigene Berechnungen und Darstellung

These 2 – Währungssicherung auf Ebene der Anteilsklasse ist ausreichend

Trotz einer bestehenden Heimatpräferenz vieler im Euroraum ansässiger Anleger, zeigt der wachsende Anteil von Private Assets eine zunehmende Ausrichtung auf Märkte außerhalb des Euro-raums. Die nachstehende Abbildung 5 bezieht sich auf eine Analyse von McKinsey aus dem Jahr 2022⁷. Diese unterstreicht die Dominanz des US-Dollars als Anlagewährung bei Private Assets. Mehr als die Hälfte der weltweiten Private Asset Investitionen werden in Nordamerika getätigt.

Private Markets: Assets under Management weltweit (1. Hj 2021, in Mrd. USD)



International ausgerichtete Fonds investieren häufig in verschiedene Währungsräume, die nicht unbedingt mit der Währung der Anteilsklasse des Fonds übereinstimmen. Ein im Euroraum ansässiger Investor könnte beispielsweise in einen Private Equity Fonds mit Basiswährung US-Dollar investieren, welcher seinerseits in Projekte in unterschiedlichen Währungen wie Australischer Dollar, Euro und Britisches Pfund investiert.

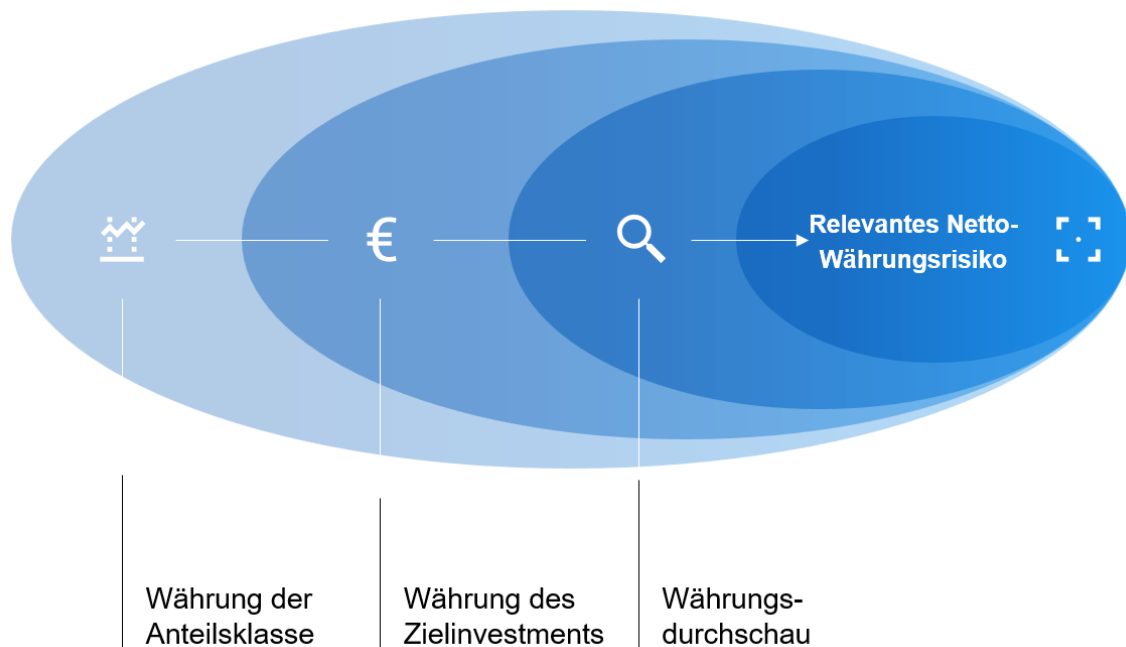
An diesem Beispiel werden zwei wesentliche Aspekte deutlich. Erstens führt die fortschreitende Internationalisierung zu einer Zunahme von Investitionen in Fonds, deren Anteilsklassen nicht auf Euro lauten. Zweitens zeigt es, dass eine rein auf die Währung der Anteilsklasse fokussierte Betrachtung des Währungsrisikos nicht ausreicht, um die tatsächlichen Risiken einer Anlage vollständig zu erfassen.

⁷ Quelle: Forca – eigene Darstellung in Anlehnung an McKinsey Global Private Markets Review 2022 (McKinsey & Company)

Insbesondere bei global ausgerichteten Private Asset Fonds, die in Unternehmen oder Projekte investieren, deren Umsätze und Kosten in einer anderen Währung als der Fondswährung anfallen, entstehen Währungsrisiken, die nicht immer transparent sind. Dies führt häufig zu der Situation, dass Investoren zusätzlichen Währungsrisiken ausgesetzt sind, ohne diese explizit wahrzunehmen.

Um das Fremdwährungsrisiko der getätigten Anlagen transparent abbilden zu können, ist es entscheidend, das ökonomische Währungsrisiko zu ermitteln, indem man durch die Fondshülle auf die Investments schaut. Die folgende Abbildung 6⁸ verdeutlicht die verschiedenen Ebenen zur Ermittlung des relevanten Währungsrisikos. Eine solche Analyse stellt sicher, dass der Anleger nicht nur die Währung der Anteilsklasse, sondern auch die Währungsrisiken auf Ebene der zugrunde liegenden Vermögenswerte angemessen berücksichtigt.

Ermittlung des relevanten Netto-Währungsrisikos



Der erste Schritt bei der Identifizierung von Währungsrisiken in Private Asset Fonds besteht darin, die Währungen zu identifizieren, in denen die Anlagen des Fonds gehalten werden. In diesem Zusammenhang ist es von entscheidender Bedeutung zu analysieren, in welchen Ländern sich die zugrunde liegenden Vermögenswerte des Fonds befinden und in welchen Währungen diese bewertet werden. Darüber hinaus ist zu klären, ob der Fondsmanager bereits eigene Maßnahmen zur Reduzierung des Währungsrisikos ergriffen hat. Eine mögliche Maßnahme kann sein, dass sich der Fondsmanager in der Währung der Anlage verschuldet. Diese als „Natural Hedging“ bezeichnete Strategie reduziert das Risiko in der jeweiligen Währung. Zusätzlich kann der Fondsmanager eine explizite Währungssicherungsstrategie verfolgen, die bei der Ermittlung berücksichtigt werden muss.

Erst unter Einbeziehung all dieser Informationen kann der Anleger das für ihn relevante Netto-Währungsrisiko bestimmen. Aus diesem Grund ist es unerlässlich, eine umfassende Analyse des Fonds vorzunehmen und sich nicht nur auf die Währung der Anteilsklasse zu konzentrieren.

⁸ Quelle: 7orca – eigene Darstellung

Diese Beobachtungen müssen kontinuierlich überwacht und die daraus abgeleiteten Maßnahmen regelmäßig angepasst werden, um auf mögliche Veränderungen der Risikoposition reagieren zu können.

Die beschriebene Vorgehensweise kann im Einzelfall auch zu dem Ergebnis führen, dass eine Betrachtung der Anteilklassenwährung für die Ermittlung des Währungsrisikos ausreichend ist. In der Regel wird dies aber nicht der Fall sein. Die folgende Tabelle 1⁹ unterstützt diese Aussage. Sie zeigt die Verteilung der Währungsrisiken einerseits bei ausschließlicher Betrachtung der Anteilklassenwährung und andererseits nach Ermittlung der relevanten Nettowährungsposition. Die Analyse von rund 500 Private Asset Fonds von Investoren aus der DACH-Region verdeutlicht, dass bei einer detaillierten Ermittlung der relevanten Währungspositionen das zu berücksichtigende Währungsuniversum im Vergleich zur reinen Anteilklassenbetrachtung deutlich granularer wird. Es zeigt sich eine Verschiebung von Euro und US-Dollar hin zu einer Vielzahl weiterer Währungen.

Analyse der tatsächlichen Währungsposition

Währung	Verteilung nach Anteilklassen	Verteilung nach Währungsdurchschau
Euro	54,53 %	41,53 %
US-Dollar	44,72 %	41,10 %
Britisches Pfund	0,54 %	10,12 %
Schweizer Franken	0,10 %	1,11 %
Chinesischer Yuan	0,00 %	1,06 %
Kanadischer Dollar	0,00 %	1,02 %
Dänische Krone	0,00 %	0,98 %
Australischer Dollar	0,00 %	0,97 %
Indische Rupie	0,00 %	0,85 %
Polnischer Zloty	0,00 %	0,80 %
Schwedische Krone	0,10 %	0,78 %
Brasilianischer Real	0,00 %	0,71 %
Rest*	0,00 %	3,17 %

* Rest = 45 weitere Währungen mit einem Anteil <0,5 %

Dieses Ergebnis unterstreicht die Bedeutung einer umfassenden Analyse zur exakten Bestimmung der tatsächlichen Währungsposition.

⁹ Quelle: 7orca – eigene Berechnung auf Basis von KVG- und Manager-Daten

These 3 – Währungssicherung nur bei zeitnahen Bewertungsdaten sinnvoll

Ein häufig diskutiertes Thema im Zusammenhang mit Währungssicherung für Private Assets betrifft die Bewertungsmodalitäten dieser Anlageklasse. Im Vergleich zu liquiden Anlagen unterscheidet sich die Bewertung illiquider Investments grundlegend. Die wesentlichen Unterschiede bei der Bewertung sind längere Bewertungszyklen, komplexere Strukturen und eingeschränktere Transparenz.

Kritisiert werden insbesondere die geringe Bewertungsfrequenz, sowie die lange Zeitspanne zwischen dem Bewertungstag und der Veröffentlichung der Bewertungsdaten von Private Assets. Während Fonds, die in liquide Vermögenswerte wie Aktien oder Anleihen investieren, in der Regel täglichen Preisschwankungen unterliegen, erfolgt die Bewertung illiquider Investments oft nur vierteljährlich. Zusätzlich variiert der Zeitraum zwischen dem Bewertungstag und der Veröffentlichung der entsprechenden Daten erheblich. In der Regel beträgt dieses Intervall 30 bis 90 Tage, kann aber auch deutlich länger sein.

Ein häufig geäußertes Kritikpunkt ist, dass dieser erhebliche Zeitverzug der Veröffentlichung der Daten die effektive Umsetzung von Währungssicherungsstrategien erschwert. Tatsächlich schränkt dieser Verzug die Effektivität der Sicherung nur teilweise ein. Die Relevanz hängt maßgeblich davon ab, in welcher Phase des Lebenszyklus sich der Fonds oder das gesamte Private-Asset-Portfolio des Investors befindet.

Befindet sich das Portfolio im Aufbau, ist es von entscheidender Bedeutung, möglichst zeitnah Zugang zu relevanten Informationen zu erhalten. In dieser Phase erfolgen typischerweise vermehrt Kapitalabrufe und die Fondsmanager tätigen Investitionen in zahlreiche Projekte. Dadurch verändert sich die Währungsallokation überproportional stark. Eine enge und regelmäßige Kommunikation mit den Fondsmanagern ist unerlässlich, um Informationen über währungsrelevante Portfolioanpassungen bereits vor den offiziellen Bewertungen zu erhalten. Eine effiziente Integration der Berichtsschnittstellen mit den Managern und Administratoren ist entscheidend, um die Qualität und Aktualität der Daten zu gewährleisten. Diese Notwendigkeit einer engen Abstimmung gilt gleichermaßen für die Desinvestitionsphase am Ende des Lebenszyklus. Auch hier ist eine intensive Abstimmung erforderlich, um zu vermeiden, dass Währungssicherungen weitergeführt werden, obwohl entsprechende Investments bereits veräußert wurden.

Die längste Phase im Lebenszyklus eines Private Asset Portfolios ist die sogenannte Haltephase. In dieser werden die getätigten Investitionen innerhalb der Fonds verwaltet und entwickelt, um langfristig Wertsteigerungen zu erzielen. Somit sind in dieser Phase die Bewertungsentwicklungen zwischen den Bewertungsstichtagen vordergründig. Diese Veränderungen werden in aller Regel zu einer Unter- oder Übersicherung führen. Die Auswirkungen auf die Währungssicherung hängen maßgeblich davon ab, wie hoch die Bewertungsunterschiede sind und wie stark die Währung in der Periode schwankt. Diese Effekte lassen sich am besten steuern mit Sicherungsinstrumenten, die keinen starken negativen Marktwert annehmen. Unabhängig von genannten Bewertungsentwicklungen bleibt das Portfolio in dieser Phase relativ stabil und es erfolgen nur selten signifikante Veränderungen in der Währungsallokation. Sollte es zu einem Austausch einzelner Fondsinvestments kommen, ist der Einfluss auf die Währungsallokation des Gesamtportfolios in der Regel gering. Auf Portfolioebene werden in diesem Reifestadium eines Private Asset Portfolios Kapitalrückzahlungen aus bestehenden Fonds durch Kapitalabrufe in neu gezeichneten Fonds oft weitestgehend ausgeglichen. Der zeitliche Verzug zwischen Bewertungstag und Veröffentlichung ist in dieser Phase meist vernachlässigbar. Dennoch ist auch hier eine kontinuierliche Kommunikation mit Managern und Administratoren ratsam. Etablierte Abläufe erleichtern nicht nur den

Bestandsupdateprozess, sondern fördern auch den engen Austausch in Phasen, in denen größere Umstrukturierungen des Bestandsportfolios vorgenommen werden.

Sofern sich Investoren für eine Währungssicherung entscheiden, können sich jedoch aufgrund der langen Bewertungsintervalle weitere Herausforderungen ergeben, derer sich ein Investor bewusst sein sollte. Die folgenden Ausführungen sind vereinfacht und können nicht alle möglichen Varianten aufzeigen. Die Ausführungen beziehen sich auf einen Euro-basierten Investor, der in einen Euro-denominierten Private-Asset-Fonds investiert. Dieser wiederum investiert in Private Assets außerhalb der Eurozone. Wird die Währungssicherung außerhalb des Fonds, z. B. in einem Investmentvehikel, das liquide Assets bündelt, durchgeführt, kommt es zu einem zeitlichen Auseinanderfallen der Ergebnisse der Währungssicherung und der Währungseffekte der zugrunde liegenden Assets. Die Währungssicherung wird in diesem Fall täglich bewertet, während die Währungseffekte auf die zugrunde liegenden Assets erst mit Verzögerung bei der regelmäßigen Bewertung berücksichtigt werden. Wertet beispielsweise die Währung auf, in die mittels Private Asset investiert wurde, werden die Verluste aus der Währungssicherung sofort bewertungsrelevant. Positive Währungseffekte werden erst bei der nächsten Bewertung des Fonds sichtbar und kommen erst zeitverzögert beim Investor an. Diese Diskrepanz in der Darstellung erfordert zusätzliche Anpassungen im Performance-Reporting. In solchen Fällen empfiehlt sich der Aufbau spezialisierter Reports, welche die noch nicht berichteten, aber bereits realisierten Währungseffekte aufzeigen können und so Transparenz für alle Beteiligten schaffen.

These 4 – Hoher Liquiditätsbedarf macht Währungssicherung unattraktiv

Bei einer Sicherungsstrategie von Währungsrisiken findet eine Risikoverlagerung statt; im konkreten Fall von Marktpreisrisiken auf Liquiditätsrisiken. Anhand des folgenden Beispiels wird der Sachverhalt erläutert. Ein Euro-basierter Investor sichert seine US-Dollar Investition per Derivat ab, indem er US-Dollar gegen Euro verkauft. Bei Fälligkeit des Derivats müssen die Geschäfte prolongiert werden. Eine Aufwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro führt zu einem negativen Marktwert der Sicherung, der ausgeglichen werden muss. Für illiquide Investments kann dies problematisch sein, da die Vermögenswerte nur schwierig und wahrscheinlich mit hohen Abschlägen veräußert werden können, um die Marktwerte auszugleichen.

Darüber hinaus hat sich die Besicherung von Währungsderivaten im Asset Management durchgesetzt. Bei illiquiden Assets ist die Besicherung durch Variation Margin und Initial Margin üblich, was mit einem hohen Kapitalbedarf einhergeht. Bei einem negativen Marktwert der Währungssicherung sind umgehend Sicherheiten (Collateral) zu stellen.

Die Sicherung von Währungsrisiken kann somit zu einer erheblichen Belastung der Liquidität durch die Bereitstellung von Collateral und die Abwicklung von realisierten Cashflows führen. Im Folgenden werden Ansätze zur Minimierung der Liquiditätsbelastung dargestellt. Die Umsetzung der meisten Ansätze kann sowohl auf Ebene der Limited Partner (LP) als auch auf Ebene der General Partner (GP) erfolgen. Einige wenige der im Folgenden dargestellten Maßnahmen betreffen nur einen der beiden.

Eine einfache Möglichkeit besteht darin, freie Liquidität im Fonds zu halten. Diese Vorgehensweise ist jedoch nicht optimal für die Investmentrendite, da die Liquidität nicht in den Investmentprozess eingebracht werden kann.

Auch wenn eine Besicherung bei Devisentermingeschäften (DTGs) üblich ist, wird regulatorisch keine Initial- oder Variation Margin gefordert. Prinzipiell kann auf eine Hinterlegung von Sicherheiten verzichtet werden. Zur Vereinfachung des Prozesses kann die Verhandlung der Marginbefreiung mit Bankpartnern wie Verwahrstellen und kreditgebenden Banken erfolgen, die regelmäßig die Risiken des Fonds bewerten und damit die Kreditprüfung bereits absolviert haben.

Eine weitere mögliche Methode zur Optimierung von Collateral-Verpflichtungen ist die Einführung eines auf dem Net Asset Value (NAV) basierenden Besicherungsanhangs. In diesem Zusammenhang wird ein Prozentsatz des aktuellen NAVs festgelegt, bis zu dem kein Collateral erforderlich ist. Sobald der negative Marktwert diesen Schwellenwert überschreitet, ist die Differenz als Sicherheit zu hinterlegen. Durch die Zusammenarbeit mit mehreren Derivatekontrahenten und eine optimierte Verteilung des Sicherungsvolumens kann die Belastung der Liquidität erheblich gemindert werden.

Collateralzahlungen oder Cashflows bei der Prolongation von Sicherungen können ebenfalls über bestehende revolving Kreditlinien bereitgestellt werden. Reife Fonds können zudem eine NAV-Finanzierung nutzen, bei der die Darlehen auf Basis des NAV ihres Portfolios gewährt werden. Diese Darlehen sind durch die Vermögenswerte im Fonds besichert und dienen in der Regel der Generierung von Liquidität, ohne dass dazu Vermögenswerte mit Abschlag veräußert werden müssen.

Eine weitere Möglichkeit zur Minimierung von negativen Cashflows ist die Anwendung eines aktiven Overlays, welches die Sicherungsquote marktadaptiv anpasst. Bei vorteilhaften Kursbewegungen wird die Sicherung geöffnet, um eine Partizipation am steigenden Währungsmarkt

zu ermöglichen und die Cashflow-Belastung zu minimieren. Bei negativen Kursentwicklungen erfolgt eine sukzessive Erhöhung der Sicherungsquote.

Im Anschluss an die Optimierung des Collaterals kann eine Strukturierung der Cashflows sinnvoll sein. Das „Staggering-Verfahren“ dient der Tranchierung des Währungsrisikos und dessen Verteilung auf verschiedene Fälligkeiten mit dem Ziel einer gleichmäßigeren Gestaltung der Liquiditätsbelastung. Beim „Cashflow-Matching“ werden die Fälligkeiten von Derivaten so geplant, dass sie mit den Zahlungszeitpunkten bekannter Cashflows übereinstimmen. Die vorzeitige Verlängerung von Sicherungsgeschäften, das sogenannte „Forward Rolling“, steuert die Liquiditätsbelastung gezielt. Alle drei Verfahren zielen darauf ab, den Liquiditätsbedarf zu optimieren und sicherzustellen, dass jederzeit ausreichend Mittel für Sicherungsgeschäfte zur Verfügung stehen.

Eine weitere Option für GPs, um Liquidität für die Währungssicherung zu generieren, besteht darin, mit den LPs zusätzliche Kapitalzusagen für Cashflows aus Derivaten zu vereinbaren. Diese können bei Bedarf durch den GP zur Bedienung negativer Marktwerte gezogen werden.

Bei den LPs besteht in der Regel mehr Flexibilität hinsichtlich der Gestaltung der Sicherung. Ein Beispiel für eine solche Vorgehensweise ist die Sicherung von Private Assets in einem liquiden Vehikel wie einem deutschen Masterfonds. Die Performance-Attribution der Sicherung kann über ein aussagekräftiges und detailliertes Reporting erfolgen.

Sofern die Sicherung in einem illiquiden Vehikel erfolgen soll, welches die Private Asset Fonds hält, kann die Sicherheitenstellung durch Wertpapiere erfolgen, die in das Vehikel durch den LP eingebracht wurden. Diese Variante reduziert den Bedarf an freier Liquidität erheblich.

Fazit und abschließende Betrachtung

Mit der zunehmenden Internationalisierung von Investitionen gewinnt das Thema Währungssicherung für Private Assets an Bedeutung. Viele Marktteilnehmer vertreten unterschiedliche Ansichten darüber, wie Währungsrisiken am effektivsten zu managen sind. Diese Ausarbeitung zielt darauf ab, diese Thesen näher zu beleuchten und verschiedene Aspekte des Währungsmanagements im Kontext von Private Assets näher zu analysieren.

Bei Private Assets stellt das Währungsmanagement durch spezifische Besonderheiten eine komplexe Herausforderung dar. Um fundierte Entscheidungen zu treffen, kann es sinnvoll sein, einen spezialisierten Berater für Währungsmanagement hinzuzuziehen. Dieser kann spezifische Fragestellungen wie die optimale Ebene für das Währungsmanagement (GP- oder LP-Ebene) oder die beste Struktur und den notwendigen Grad an Transparenz sowie die Wahl zwischen aktiven und passiven Ansätzen zur Risikosteuerung gezielt analysieren und bewerten.

Angesichts der wachsenden Bedeutung von Private Assets in institutionellen Portfolios und der fortdauernden Dominanz von Investments außerhalb der Eurozone bleibt das Thema hochrelevant. Investoren werden zunehmend gefordert sein, eine geeignete Strategie für den Umgang mit Währungsrisiken zu entwickeln und umzusetzen.

Disclaimer

Die dargestellten Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und richten sich ausschließlich an professionelle Kunden im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG). Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung und nicht um eine Finanzanalyse oder Anlagestrategieempfehlung. Die Inhalte stellen keine Anlageberatung, keine Anlageempfehlung; insbesondere keine individuelle Währungs-, Absicherungs- oder FX Overlay Empfehlung dar und kein Angebot oder eine Aufforderung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten.

Die Inhalte wurden mit angemessener Sorgfalt auf Grundlage der zum Zeitpunkt der Erstellung der 7orca Asset Management AG zugänglichen Daten erstellt. Die Angaben beruhen auf Quellen, die als zuverlässig eingeschätzt werden; für deren Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität wird jedoch keine Gewähr übernommen.

Einschätzungen und Bewertungen geben die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt der Erstellung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Eine Verpflichtung zur Aktualisierung der enthaltenen Informationen besteht nicht.

Zukunftsgerichtete Aussagen unterliegen naturgemäß Risiken und Unsicherheiten. Die tatsächliche Entwicklung kann wesentlich von den hier dargestellten Erwartungen abweichen. Eine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus der Nutzung dieses Dokuments oder dessen Inhalten entstehen, ist – soweit gesetzlich zulässig – ausgeschlossen. Sofern Wertentwicklungen oder Performancekennzahlen dargestellt werden, gilt: Vergangene Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Dieses Dokument darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der 7orca Asset Management AG weder ganz noch teilweise vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden.

Die 7orca Asset Management AG übernimmt keine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit der bereitgestellten Informationen.

Weitere rechtliche Hinweise finden Sie auf der Website der 7orca Asset Management AG.

Dieses Dokument wurde erstellt von 7orca Asset Management AG, Hamburg.
Quelle und Datenbestand aller Angaben, sofern nicht anders angegeben:
7orca Asset Management AG (31.03.2026)

WÄHRUNGEN
INTELLIGENT
NAVIGIEREN.



7orca Asset Management AG
Am Sandtorkai 77
20457 Hamburg

Telefon 040 33 460 460
E-Mail info@7orca.com

www.7orca.com

© 7orca Asset Management AG