



DAV

DEUTSCHE
AKTUARVEREINIGUNG e.V.

Ergebnisbericht des Ausschusses Enterprise Risk Management

Benchmark für Anlagekosten von liquiden Anlagen

Köln, 7. Juli 2023

Summary

This results report examines how a benchmark for cost assumptions for liquid assets can be derived and provides possible data sources for this derivation.

To a large extent, the typical costs of institutional investors for the management of specific investments can be observed transparently via benchmarks. Based on the data analysed, an investment cost of 5 basis points is a plausible estimate for a simple fixed-income portfolio typical of an EU insurance company, provided it is passively managed and does not invest materially in high yield.

Präambel

Die Arbeitsgruppe Anlagekosten des Ausschuss Enterprise Risk Management der Deutschen Aktuarvereinigung e. V. hat den vorliegenden Ergebnisbericht zum Thema „Benchmark für Anlagekosten von liquiden Anlagen“ erstellt, der eine Hilfestellung für Aktuarinnen und Aktuare sein soll, die sich mit der Herleitung von Annahmen für die Kapitalanlagekosten beschäftigen.¹

Zusammenfassung

Der vorliegende Ergebnisbericht untersucht, wie ein Benchmark für Kostenannahmen² für liquide Anlagen hergeleitet werden kann und stellt mögliche Datenquellen für diese Herleitung zur Verfügung.

In großen Teilen sind die typischen Kosten institutioneller Anleger für die Verwaltung spezifischer Kapitalanlagen transparent über Benchmarks zu beobachten. Aufgrund der analysierten Daten sind Anlagekosten von 5 Basispunkten bei einem für ein EU-Versicherungsunternehmen typischen, einfachen Fixed-Income-Portfolio ein plausibler Benchmark, sofern es passiv gemanagt wird und nicht materiell in High Yield investiert.

Der Ergebnisbericht ist an die Mitglieder und Gremien der DAV zur Information über den Stand der Diskussion und die erzielten Erkenntnisse gerichtet und stellt keine berufsständisch legitimierte Position der DAV dar.³

Verabschiedung

Der Ergebnisbericht ist durch den Ausschuss Enterprise Risk Management am 26.06.2023 verabschiedet worden.

¹ Der Ausschuss dankt den beteiligten Personen ausdrücklich für die geleistete Arbeit, namentlich Dr. Frank Schiller (Leiter der Arbeitsgruppe), Dr. habil. Michael Florig, Simon Gamperl, Dr. Holger Hebben, Tigran Kalberer, Dr. Andreas Reuß und Florian Wessels.

² Unter Kostenannahmen verstehen wir hier die Annahmen der Investorinnen bei ihren Investmentsentscheidungen bezüglich der zukünftigen Anlagekosten, welche die Nettorendite des Investments beeinflussen.

³ Die sachgemäße Anwendung des Ergebnisberichts erfordert aktuarielle Fachkenntnisse. Dieser Ergebnisbericht stellt deshalb keinen Ersatz für entsprechende professionelle aktuarielle Dienstleistungen dar. Aktuarielle Entscheidungen mit Auswirkungen auf persönliche Vorsorge und Absicherung, Kapitalanlage oder geschäftliche Aktivitäten sollten ausschließlich auf Basis der Beurteilung durch eine(n) qualifizierte(n) Aktuar DAV/Aktuarin DAV getroffen werden.

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung	5
2. Datenquellen und Kostenüberblick	6
4. Schlussfolgerung	11
5. Bibliographie	12

1. Einleitung

Viele institutionelle Investoren wie Pensions- und Sovereign-Wealth-Fonds nehmen regelmäßig Benchmarkings ihrer Anlagekosten vor. Benchmarkings unterstützen die Sicherstellung einer gewissen Kosteneffizienz.

Daten zu Anlagekosten sind allerdings nicht leicht zugänglich. Daher hat die Arbeitsgruppe verschiedene Quellen abgefragt, um die Unterschiede der Daten sowie deren Qualität und Plausibilität validieren zu können.

Die drei vorliegenden Datenquellen und die daraus gewonnenen Erkenntnisse können als Benchmark für die unternehmenseigene Effizienz des Anlagemanagements dienen. In einem gewissen Umfang lassen sich daraus auch Schlüsse über markttypische Kosten ziehen. Die folgenden Analysen sollen helfen die grundsätzliche Größenordnung der in liquiden Anlagen anfallenden Kosten abzuschätzen und dient als Grundlage für weitere Arbeiten und Analysen zu diesem Thema.

2. Datenquellen und Kostenüberblick

Verschiedene Firmen erheben Daten zu Anlagekosten, manche auch spezialisiert auf alternative Anlagen. Ein ausführlicher Überblick übersteigt den Rahmen dieses Dokuments. Wir fokussieren uns deshalb hier auf drei für das Benchmarking von Anlagekosten aus unserer Sicht aussagekräftige Beispiele:

- CEM Benchmarking (<https://www.cembenchmarking.com/>, siehe Beath und Flynn (2018)):
 - Eine Datenbasis, die für das Benchmarking tatsächlich gezahlter Verwaltungskosten über 30 Jahre aufgebaut wurde.
 - Da diese Daten von Investoren stammen, die sich über Benchmarking mit ihren eigenen Anlagekosten auseinandersetzen, ist es offensichtlich, dass diese Daten auch in Investitionsentscheidungen und Entscheidungen investiert zu bleiben einfließen.
 - Die Datenbasis CEM deckt \$10 Billionen (Stand 2021) Anlagen institutioneller Investoren in über 20 Ländern ab. Die Datenbasis deckt insbesondere viele Pensionsfonds, aber auch andere institutionelle Investoren ab wie z.B. Staatsfonds und manche Versicherungen.
- Mercer (siehe Mercer (2020)):
 - Basiert auf Listenpreisen von 6.700 Anlageverwaltern.
 - Tatsächlich verhandelte und gezahlte Preise für die Anlagenverwaltung können natürlich insbesondere bei institutionellen Investoren abweichen.
- XTP (<https://www.xtp-group.com/>, siehe XTP (2023)):
 - Informationen basieren auf der ganzheitlichen Analyse von Bestandsdaten der Kapitalanlagen von mehr als 50 institutionellen Investoren aus Deutschland, USA, UK und Skandinavien, die die typischen Investorensegmente abdecken. Die Datenbank umfasst institutionelle Mandate von ca. €3 Billionen.
 - Neben den typischen Kosten für das Asset Management, werden ganzheitlich Kosten der Administration, der Abwicklung, der Bestandsführung und der Bewirtschaftung der Assets gemessen. Die Analysen bauen auf tatsächlichen Transaktionen und Beständen auf.

Die bei diesen Analysen betrachteten Anlagekosten beinhalten alle Arten von Erwerbsnebenkosten und Verwaltungskosten inkl. Depotgebühren. Transaktionskosten sind hingegen nicht Teil dieser Daten. Alle Angaben sind in Basispunkten der zugrunde liegenden Anlagevolumina.

Wir haben in diesem Bericht bewusst alle Daten aus den jeweiligen Datenquellen zur Verfügung gestellt. Oft ist eine Abgrenzung zwischen liquiden und illiquiden Anlagen nicht eindeutig. Mit den vorliegenden umfangreicheren Daten kann jeder

Leser die Gruppierung passend zur tatsächlichen konkreten Anwendung bzw. zum herzuleitenden Benchmarking selbst wählen.

Die unten aufgeführten Daten von CEM Benchmarking aus Beath und Flynn (2018) basieren auf Benchmarkings europäischer Pensionsfonds. Diese decken etwa 36% des Kapitalanlagevolumens (Assets under Management) der europäischen Pensionsfonds ab.

Anlageklasse \ Land Kosten in bps	NL	Rest EU	UK
Public equity	7	12	11
Private equity	454	382	415
Fixed income	6	4	5
Hedge funds	261	258	227
Real estate (listed)	28	24	78
Real estate (unlisted)	114	46	69
Infrastructure	159	150	187
Andere	31	64	100

Quelle: Beath und Flynn (2018)

Die Daten zeigen eine starke Abhängigkeit von der Anlageklasse, mit deutlich höheren Anlagekosten bei nicht börsennotierten (private/unlisted) Anlagen. Die sehr hohen Kosten bei Private Equity reflektieren die in dieser Assetklasse üblichen Performance-Gebühren der Manager (in Verbindung mit der hohen Performance während der gemessenen Zeitperiode).

Mit Fokus auf Anlageverwaltungskosten für Anleihen hat CEM Benchmarking der DAV folgende granulare Daten von extern verwalteten Mandaten aus dem Jahr 2020 zur Verfügung gestellt.

Anlageklasse Kosten in bps	Broad Fixed Income						High Yield
Ansatz	Passiv			Aktiv			Alle
Land	EU	US	UK	EU	US	UK	Alle
75%-Quantil	11,2	3,8	3,6	8,9 ⁴	23,9	16	48,9
50%-Quantil	8,4	2,9	3,2	8,9	18,2	9,5	39,8
25%-Quantil	5,0	1,5	2,2	7,4	12,9	8,5	31,0
Anzahl Beobachtungen	12	29	5	13	69	13	94

Quelle: CEM Benchmarking (2023)

Broad Fixed Income beinhaltet typischerweise Staatsanleihen, SSAs (sovereigns, supranationals and agencies), Pfandbriefe und Investment Grade Unternehmensanleihen. Diese Anlageklassen machen auch bei Versicherungsunternehmen häufig einen großen Anteil der liquiden Anlagen aus. Die Kosten fallen typischerweise mit der Größe des Mandats und steigen mit dem Anteil der komplexeren Investments, d.h. der Unternehmensanleihen.

Diese Daten lassen den Schluss zu, dass es nicht möglich ist, in typische passiv gemanagte festverzinsliche Anlagen jenseits von Liquidität (Cash) zu investieren ohne Anlagekosten in Kauf nehmen zu müssen. Dies gilt noch viel stärker bei Anlagen im High Yield Segment, bei denen Anlagekosten im deutlich zweistelligen Basispunktbereich zu erwarten sind.

Die Daten sind auch konsistent mit den unten dargestellten von Mercer (2020) erhobenen Listenpreisen.

⁴ Der Wert stimmt nur zufällig mit dem 50% Quantil überein, da die beobachtete Anzahl vergleichsweise klein ist und einige Teilnehmer die gleichen Kostensätze zurück meldeten.

Kosten in bps nach Mandatsgröße	Vehicle	100m	500m
Global High Yield	Segregated	50	42
Global Credit	Segregated	33	26
Global Buy & Maintain Credit	Segregated	15	13
Passive Global Equity	Segregated	9	6
Passive UK FI	UK Life Insurance	5	3
Passive US FI	Segregated	9	7
Passive US FI	Institutional Pooled	6	5

Quelle: Mercer (2020)

Es ist davon auszugehen, dass diese Listenpreise im Durchschnitt etwas höher sind als die gezahlten Preise, aber die durchschnittliche Abweichung sollte sich für Vermögensverwalter typischerweise in einem überschaubaren Rahmen halten.

Die Daten von XTP (2023) zeichnen ein sehr ähnliches Bild für das Segment "Global Credit IG" und liefern durch die Aufschlüsselung verschiedener Kostenbestandteile weitere Detailinformationen. Auch ohne exakte Vergleichbarkeit der Mandatsstrukturen findet sich dennoch für die Spanne der Gesamtkosten ein konsistentes Bild.

Global Credit IG externes Asset Management			
AuM	100 Mio.	500 Mio.	1.000 Mio.
Kosten in bps			
Aktiv			
Spanne (Ausreißer bereinigt)	15-35	12-26	7,5-19
Typische Beobachtung	20	15	12,5
Passiv			
Spanne (Ausreißer bereinigt)	3-7	2-6	1-5
Typische Beobachtung	5	4	3
Strukturkosten			
Verwahrstellenkontrollgebühr		0,25-1	
Lagerstellenkosten		0,25-0,75	
KVG		0,75-2,5	
Gesamt		1,25-4,25	
Sonstige			
Wirtschaftsprüfer	1,19	0,24	0,12
Gesamtkosten			
Gesamtkosten Spanne aktiv	17,44 - 40,44	13,49 - 30,44	8,87 - 23,37
Gesamtkosten Spanne passiv	5,44 - 12,44	3,49 - 10,44	2,37 - 9,37

Quelle: XTP (2023)

Die verschiedenen oben aufgeführten Datenquellen belegen, dass Anleger nicht in gängige Anlageklassen investieren können, ohne Anlagekosten in Kauf nehmen zu müssen. Dies wird auch bei der inhaltlichen und prozessualen Ausgestaltung von Kapitalanlageentscheidungen in der Praxis dadurch berücksichtigt, dass Anlagekosten von den Investoren bei der Investitionsentscheidung explizit berücksichtigt werden.

Auf Basis der verschiedenen vorliegenden Datenquellen ist für ein einfaches passiv gemanagtes Anlageportfolio aus für ein EU-Versicherungsunternehmen typischen Anleihen eine Annahme von Anlagekosten in Höhe von 5 Basispunkten daher eine plausible, datenbasierte Schätzung der marktdurchschnittlichen Kosten. 5 Basispunkte lassen sich etwa direkt im 25% Quantil der CEM Datenbasis oder als Untergrenze für die Gesamtkosten bis €100m Assets under Management der XTP Datenbasis beobachten und stehen nicht im Widerspruch zur Mercer Datenbasis. Dieser Wert sollte bei einem hohen Anteil von Unternehmensanleihen (siehe Global Credit und Buy & Maintain Credit bei Mercer (2020)) oder aktivem Management höher liegen. Für High Yield Mandate kann man wohl eher mit 30 Basispunkten rechnen.

4. Schlussfolgerung

Die betrachteten Kostenbenchmarks zeigen, dass auch für den breiteren Markt jenseits der Versicherungsindustrie Anlagekosten anfallen, falls man ein Portfolio von Anlagen mit für Versicherungsunternehmen typischen Anlageklassen (wie z.B. Staatsanleihen, Pfandbriefen und Unternehmensanleihen) langfristig halten möchte.

Aufgrund der analysierten Daten sind Anlagekosten von 5 Basispunkten bei einem für ein EU-Versicherungsunternehmen typischen, einfachen Fixed-Income-Portfolio ein plausibler Benchmark, sofern es passiv gemanagt wird und nicht materiell in High Yield investiert.

5. Bibliographie

1. BaFin (2022): „Merkblatt 03/2022 (VA)“
2. Beath, A. und C. Flynn, (2018): „Asset allocation, cost of investing and performance of European DB pension funds: the impact of real estate“, *CEM Benchmarking*.
3. CEM Benchmarking (2023): von CEM Benchmarking der DAV bereitgestellte Benchmarkdaten.
4. DAV (2022): „Berücksichtigung von Anlagekosten bei der marktkonsistenten Bewertung von versicherungstechnischen Rückstellungen unter Solvency II“, Ergebnisbericht des Ausschusses Enterprise Risk Management
5. Mercer (2020): „Global Asset Manager Fee Survey“, <https://www.mercer.com>.
6. XTP (2023): von XTP Benchmarking der DAV bereitgestellte Benchmarkdaten.