

April 2024



## Passive Mandate – Eine effiziente Anlagelösung für Versicherer

Spätestens seit Ende 2022 liegt der Fokus von Versicherern nicht zuletzt aufsichtsbedingt vermehrt auf den Kosten der Kapitalanlage. Während die BaFin zu dem Zeitpunkt insbesondere die Verwaltungsgebühren von alternativen bzw. illiquiden Investments hinterfragte, wurden auch die Kosten von liquiden Anlagen auf den Prüfstand gestellt. Gleichzeitig beobachten wir, dass infolge von unternehmenseigenen und aufsichtlichen Entwicklungen bezüglich ESG-Vorgaben zunehmend individualisierbare Lösungen gesucht sind. Aufgrund ihrer vergleichsweise günstigeren Kostenstruktur und hohen Individualisierbarkeit erfreuten sich passive Investmentlösungen folglich größerem Interesse. Dabei bieten passive Kapitalanlagen auch Möglichkeiten, Manager-Selektionsrisiken und andere Herausforderungen wie z.B. Kapitaleffizienz und Umsetzung von ESG-Kriterien zu adressieren.

Traditionell bieten passive Anlagen die Möglichkeit, Manager-Selektionsrisiken weitestgehend zu eliminieren und kostengünstig an der Entwicklung eines ausgewählten Marktes zu partizipieren. Hierzu werden meist ETFs genutzt, da diese in der Regel deutlich geringere Kosten als aktive Lösungen mit sich bringen und darüber hinaus Investoren den Vorteil einer höheren Performance-Transparenz bieten. Während die Auswahl an ETFs mittlerweile beachtlich ist, bieten passive Mandate eine weitaus größere Flexibilität und je nach Volumen zusätzliches Kosteneinsparpotential.

Ein passives Mandat ist dabei in seinen Grundzügen durchaus mit einem ETF vergleichbar. Das Ziel ist ebenfalls die Indexreplikation. Allerdings bieten sich darüber hinaus Möglichkeiten für individuelle Anpassungen wie z.B. dem Aufsatz eines maßgeschneiderten Index, der Umsetzung spezieller individueller ESG-Richtlinien, der Berücksichtigung einer kundenspezifischen Ausschlussliste oder auch Anpassungen des Anlageuniversums in Bezug auf dessen Rendite-Risiko-Struktur. Da Aspekte des ETFs wie eine Börsennotierung entfallen, ist auch der operative Aufsatz vergleichsweise schlank und in Deutschland in aller Regel mittels direkter Depotanbindung oder über einen deutschen Spezialfonds geregelt.

Passive Mandate können aus unserer Sicht dabei aus folgenden Gründen interessant sein:

- Optimierung der Performance

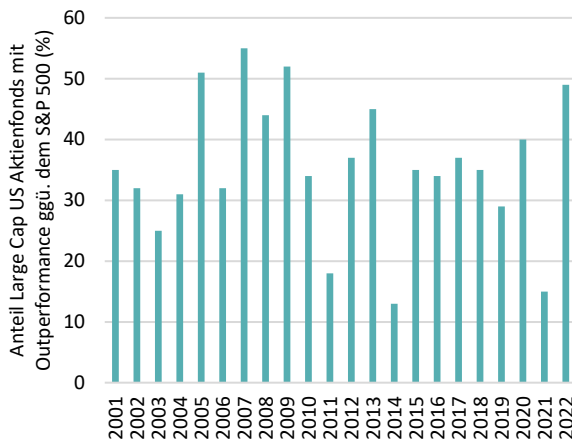
- Einsatz bei kapitaloptimierten Strategien unter Solvency II
- Berücksichtigung von individuellen ESG-Vorgaben
- Effizientere Umsetzung unter IFRS als bei ETFs

### Optimierung der Performance

Potential zur Optimierung der Performance besteht durch Vermeidung von Manager-Selektionsrisiken bzw. Risiken einer geringeren Performance als die der zuvor definierten Benchmark. Insbesondere in liquiden Marktsegmenten erscheint es angesichts der zunehmenden Informationseffizienz schwerer, eine konsistente und über mehrere Perioden andauernde Outperformance nach Kosten zu erzielen.

Investoren verlangen dabei zunehmend die Separation der marktbasierter Performance („Beta“) vom erzielten Mehrwert („Alpha“) des Portfolio Managers. Die jährlichen SPIVA-Auswertungen („Standard & Poor’s Indices Versus Active“) von S&P sowie das Morningstar Active/Passive Barometer verdeutlichen, dass dieses Alpha meist negativ ausfällt und somit Manager-Selektionsrisiken entsprechend hoch sind.

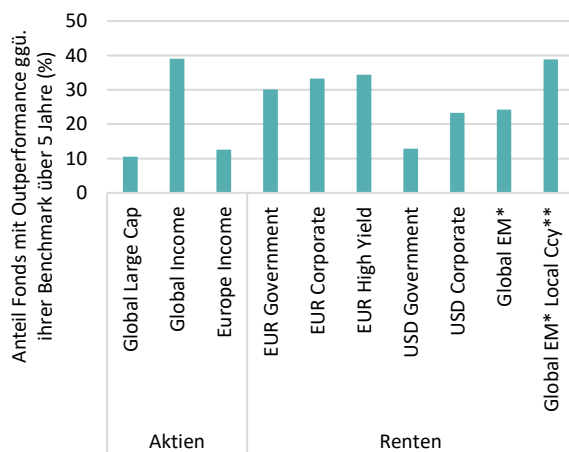
**Aktive Fondsmanager mit konsistenter Outperformance der Benchmark schwer auffindbar (1/2)**



Quelle: SPIVA U.S. Scorecard Year-End 2022; Stand: März 2023

Im Zeitraum von 2001 bis 2022 finden sich etwa nur wenige Jahre, in denen es mehr als 50% der Portfoliomanager von US Large Cap Aktienfonds – einem Segment mit besonders guter Datenverfügbarkeit – gelang, höhere Erträge auf Jahressicht zu erzielen als beim S&P 500. Im Durchschnitt über diesen Zeitraum erzielte lediglich rund ein Drittel der Portfoliomanager eine bessere Performance als der S&P 500 auf Sicht eines Jahres (Quelle: SPIVA U.S. Scorecard Year-End 2022).

**Aktive Fondsmanager mit konsistenter Outperformance der Benchmark schwer auffindbar (2/2)**



\* Emerging Market; \*\* Local Currency (Lokalwährung). Quelle: Morningstar's European Active/Passive Barometer Year-End 2022; Stand: März 2023

Auch bei anderen Aktienstrategien oder auch gängigen Rentenmärkten ist erkennbar, dass Alpha-Generierung über längere Zeiträume meist deutlich weniger als der

Hälfte der Portfoliomanager gelingt. Selbst in „exotischen“ Anlageklassen, die eher als Beimischung in breit angelegten strategischen Vermögensallokationen traditionell aktiv verwaltet werden, wie z.B. Schwellenlandanleihen in Lokalwährungen, ist die Selektion von alpha-generierenden Managern nachweislich schwierig.

Das Manager-Selektionsrisiko ließe sich dabei leicht durch passive Mandate umgehen, ohne signifikante Kompromisse bei der individuellen Ausgestaltung eingehen zu müssen. Der bei passiven Mandaten übliche minimale Tracking Error erlaubt darüber hinaus weiterführende Optimierungsstrategien, die unter Solvency II die Attraktivität von bspw. Aktienanlagen erhöhen können.

**Einsatz bei kapitaloptimierten Strategien unter Solvency II**

Die hohe Flexibilität von passiven Mandaten ermöglicht es, auch komplexere Strategien abzubilden, die auf eine Maximierung der Kapitaleffizienz abzielen. So können Versicherer etwa die Solvenzkapitalanforderung durch den Einsatz bestimmter Risikominderungstechniken reduzieren (vgl. hierzu auch Liebe auf den zweiten Blick: Versicherer und passives Investieren vom 06.11.2019).

Damit kann beispielsweise eine geschützte US-Aktienstrategie konstruiert werden, bei der der S&P 500 passiv repliziert wird und Put-Optionen auf den S&P 500 zur Begrenzung des Verlustrisikos erworben werden. Dies erlaubt eine Reduktion der Solvenzkapitalanforderung, die je nach Strike der Put-Option erheblich sein kann.

Während die Optionsprämie dabei den laufenden Ertrag mindert, kann die Reduktion der Kapitalanforderung diesen Effekt überkompensieren, wodurch sich eine deutlich höhere Kapitaleffizienz ergeben kann. Gleichzeitig kann der Strike der Put-Option so gewählt werden, dass je nach Konstellation unter HGB Abschreibungsrisiken minimiert werden, was die Attraktivität von Aktieninvestments unter Ergebnissteuerungsaspekten erhöhen kann.

Diese Informationen können sich aufgrund wirtschaftlicher, marktwirtschaftlicher und sonstiger Erwägungen jederzeit ändern und sollten nicht als Empfehlung ausgelegt werden. Wertentwicklungen der Vergangenheit, simuliert oder tatsächlich realisiert, sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung. Prognosen beruhen auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und Modellen oder Analysen, die sich als ungenau oder falsch erweisen können.

**Beispiele für kapitaloptimierte Aktienstrategien unter Solvency II**

	<b>Protected-Equity-Strategie</b>	<b>Collar-Strategie</b>
<b>Beschreibung</b>	Passives Aktieninvestment + Erwerb von Put-Optionen auf gleichem Referenzindex	Passives Aktieninvestment + Erwerb von Put-Optionen auf gleichem Referenzindex + Verkauf von Call-Optionen auf gleichem Referenzindex
<b>Derivateinsatz</b>	Put-Optionen	Put-Optionen + Call-Optionen
<b>Auswirkungen auf den ordentlichen Ertrag</b>	Negativ durch Optionserwerb (Optionsprämie)	Negativ durch Optionserwerb (Optionsprämie), aber (teilweise) kompensiert durch Verkauf von Call-Optionen; auch neutrale Ausgestaltung möglich (Zero Cost Collar)
<b>Auswirkungen auf Kursrisiko und -potential</b>	Limitierung von Verlustrisiken bei Abwärtsbewegungen	Limitierung von Verlustrisiken bei Abwärtsbewegungen und Gewinnpotential bei Aufwärtsbewegungen
<b>Solvenzkapitalanforderung</b>	Solvenzkapitalanforderung für die Aktienposition, die durch Risikominderung durch Put-Optionen reduziert wird	Solvenzkapitalanforderung für die Aktienposition und Call-Optionen, die durch Risikominderung durch Put-Optionen reduziert wird
<b>Optimierungsbeispiel</b>	Wahl des Strikes der Put-Optionen, sodass die Relation aus erwarteten Erträgen zur Solvenzkapitalanforderung maximiert wird	Wahl des Strikes der Put- und Call-Optionen, sodass die Relation aus erwarteten Erträgen zur Solvenzkapitalanforderung maximiert wird

Quelle: DWS International GmbH; Stand: Februar 2024

Passive Mandate können dabei selbst bei Individualisierung (bspw. durch ESG-Vorgaben) eine Minimierung des Tracking Errors gegenüber dem Referenzindex ermöglichen, die eine ausreichende Korrelation gewährleistet, sodass gängige Derivate zur Risikominderung auch nach Solvency II genutzt werden können.

**Effiziente Berücksichtigung von individuellen und sich verändernden ESG-Vorgaben**

Ein weiterer gewichtiger Vorteil passiver Mandate zeigt sich bei der Implementierung von kundenspezifischen ESG-Vorgaben wie z.B. Ausschlusskriterien oder Dekarbonisierungspfaden. Die stetig steigende Bedeutung von ESG im Zusammenhang mit der Kapitalanlage spiegelt sich bereits bei den Plänen zahlreicher institutioneller Investorengruppen wider, was sich z.B. im Versicherungskontext auch anhand der Net Zero Asset Owner Alliance ableiten lässt.

Das neuerliche Konsultationspapier zur aufsichtlichen Behandlung von Nachhaltigkeitsrisiken der EIOPA dürfte den Fokus um eine weitere regulatorische Perspektive ergänzen, da konkret auch Kapitalaufschläge für bestimmte Positionen mit erhöhten Nachhaltigkeitsrisiken andiskutiert werden. Für Versicherer erhöht dies die Herausforderung, unternehmenseigene Ideen mit Branchen- und ggf. steigenden regulatorischen Vorgaben zu kombinieren und im Rahmen der

Kapitalanlage umzusetzen. Dies kann eine größere Individualisierung von Anlagevorgaben erfordern, die angesichts der kontinuierlichen Weiterentwicklung von ESG-Vorgaben auch anpassbar sein muss.

Diese Individualisierung ist bei passiven Mandaten grundsätzlich effizient durch zwei Varianten möglich. Der gängige Weg ist die Nutzung eines ESG-Index – entweder „von der Stange“ oder individuell gestaltet und spezifisch für das Mandat aufgesetzt. Eine Alternative stellt die Implementierung von ESG-Regeln auf Portfolioebene dar. Dabei wird das Anlageuniversum gegenüber dem Vergleichsindex im Portfolio reduziert und mittels Tracking-Error-Optimierung möglichst wieder auf die Risiko-Rendite-Parameter des Ausgangsindex zurückgeführt.

Beide Varianten bieten Vor- und Nachteile. Die Replikation eines ESG-Index unterscheidet sich kaum von der eines Standardindex. Allerdings kann in aller Regel nur ein ESG-Datenanbieter je Indexanbieter verwendet werden und die Kosten für ESG-Indizes übersteigen in aller Regel die eines Standard-Indexes. Die Implementierung von ESG im Portfolio hingegen führt zu einem erhöhten Tracking Error und damit weniger Information zur Replikationsqualität. Allerdings ist die Flexibilität bezüglich ESG-Datenanbietern generell höher, während sich kundenspezifische ESG-Vorgaben meist schneller umsetzen lassen.

## Effizientere Umsetzung unter IFRS als bei ETFs und Publikumsfondsinvestments

Spätestens seit 2023 haben alle deutschen Versicherer, die nach internationalen Rechnungslegungsstandards berichten, ihre Kapitalanlagen nach IFRS 9 zu klassifizieren und bewerten. Für ETFs und Publikumsfondsinvestments allgemein können sich dabei Nachteile ergeben, die durch passive Mandate vermieden werden können.

IFRS 9 ermöglicht grundsätzlich drei Varianten, ein Finanzinstrument zu klassifizieren und zu bewerten: 1) zu fortgeführten Anschaffungskosten, 2) zum beizulegenden Zeitwert (erfolgsneutral) und 3) zum beizulegenden Zeitwert (erfolgswirksam). Abhängig von der Bilanzierung ihrer Verbindlichkeiten streben Versicherer dabei meist eine Bewertung nach Variante 2 an.

### (Vereinfachte) Klassifizierung und Bewertung von Finanzinstrumenten nach IFRS 9

#### I. Fortgeführte Anschaffungskosten

Das Finanzinstrument wird zu fortgeführten Anschaffungskosten unter Anwendung der Effektivzinsmethode bewertet. Nichtrealisierte Bewertungsgewinne bzw. -verluste werden nicht erfasst, mit der Ausnahme von erwarteten Kreditverlusten. In diese Kategorie fallen im Wesentlichen einfache Anleihen, die bis zur Fälligkeit gehalten werden.

#### II. Beizulegender Zeitwert (erfolgsneutral)

Das Finanzinstrument wird zum beizulegenden Zeitwert (Marktwert) bewertet, wobei Bewertungsgewinne oder -verluste erfolgsneutral, d.h. direkt im Eigenkapital im sonstigen Ergebnis (Other Comprehensive Income, OCI) erfasst werden. In diese Kategorie fallen im Wesentlichen einfache Anleihen, die sowohl bis zur Endfälligkeit gehalten werden als auch veräußert werden können.

Auch Aktien, die nicht zu Handelszwecken gehalten werden, können in diese Kategorie fallen. Anders als bei Anleihen besteht bei Aktien allerdings nicht die Möglichkeit, die im sonstigen Ergebnis erfassten Gewinne bzw. Verluste bei Veräußerung des Instruments in die Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) umzuwidmen. Kupon- und Dividendenzahlungen werden direkt erfolgswirksam in der GuV erfasst.

#### III. Beizulegender Zeitwert (erfolgswirksam)

Das Finanzinstrument wird zum beizulegenden Zeitwert bewertet, wobei alle (d.h. insbesondere auch nichtrealisierten) Bewertungsgewinne bzw. -verluste erfolgswirksam in der GuV erfasst werden. In diese Kategorie fallen alle Instrumente, die nicht unter

den anderen beiden Kategorien erfasst werden können wie z.B. nicht-konsolidierte ETFs bzw. Fondsinvestments.

Quelle: DWS International GmbH; Stand: Februar 2024

Unter IFRS 9 erfolgt die Bewertung von ETFs bzw. Fondsanlagen jedoch erfolgswirksam zum beizulegenden Zeitwert bzw. Marktwert (Variante 3), da bei diesen Investments kein Durchschau-Ansatz für (nicht-konsolidierte) ETFs bzw. Fondsanlagen möglich ist. Dies kann zu volatilen Bewertungseffekten in der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) führen und damit einen strategischen Nachteil von ETFs bzw. Fondsanlagen im Vergleich zu Direktanlagen darstellen. Anleihen können z.B. grundsätzlich auch zu fortgeführten Anschaffungskosten oder erfolgsneutral zum Marktwert bewertet werden – die Bewertung von Anleihe-ETFs erfolgt demgegenüber jedoch erfolgswirksam zum Marktwert.

Durch vollständig konsolidierte passive Mandate ließe sich dieser spezifische Nachteil von ETFs bzw. Fondsanlagen allerdings umgehen. Da die Konsolidierung die Behandlung analog zur Direktanlage erlaubt, können passive Mandate helfen, die Vorteile von ETFs zu erschließen, ohne Kompromisse bei der IFRS-Behandlung eingehen zu müssen. Verbunden mit der hohen Individualisierbarkeit der Anlagerichtlinien und der insbesondere bei größeren Volumina zusätzlichen Kostensparnisse können passive Mandate für IFRS-Investoren somit sehr interessant sein.

## Zusammenfassung

Der zuletzt gestiegene Fokus auf Kapitalanlagekosten, insbesondere bei alternativen Investments, hat auch bei liquiden Anlagen zu einer verstärkten Prüfung von Verwaltungsgebühren geführt. Gleichzeitig wirken ESG-Anforderungen zunehmend durch konkrete Vorgaben oder Ausschlüsse verstärkt auf die Kapitalanlage, wodurch sich ein erhöhter Bedarf für individualisierte Lösungen ergibt.

In diesem Zusammenhang konnten wir ein größeres Interesse an passiven Investmentlösungen und insbesondere passiven Mandaten feststellen. Passive Mandate bieten aus unserer Sicht eine kostengünstige und dabei hochflexible Implementierungsmöglichkeit, speziell vor dem Hintergrund folgender Aspekte:

- 
- Optimierung der Performance durch Vermeidung von Manager-Selektionsrisiken
  - Einsatz bei kapitaloptimierten Strategien unter Solvency II, bspw. durch Kombination mit Optionsstrategien
  - Berücksichtigung von ESG-Vorgaben wie z.B. Ausschlusslisten oder Dekarbonisierungspfaden
  - Effizientere Umsetzung von passiven Mandaten unter IFRS 9 als bei ETFs

---

## AUTOREN



Fabian Gerlich, CFA  
Team Lead Coverage Financial Institution Group Germany  
[fabian.gerlich@dws.com](mailto:fabian.gerlich@dws.com)



Tobias Vetter  
Senior Coverage Specialist Xtrackers  
[tobias.vetter@dws.com](mailto:tobias.vetter@dws.com)

---

**Wichtige Hinweise**

Diese Werbemitteilung ist nur für professionelle Kunden bestimmt.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung der DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, [simuliert oder tatsächlich realisiert], sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt.

Xtrackers® ist eine eingetragene Marke der DWS Group.

DWS International GmbH. 08.02.2024

CRC: 099686 (Februar 2024)