

Vermögensver- waltungskosten in der Schweize- rischen beruf- lichen Vorsorge*

Die im September 2010 von der zuständigen Aufsichtsbehörde bei der c-alm AG in Auftrag gegebene und im Mai 2011 publizierte Studie zu den Vermögensverwaltungskosten¹ kommt zum Schluss, dass die Gewinn- und Verlustrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen nur unzureichend Aufschluss über die effektiv verursachten Vermögensverwaltungskosten geben. Während in den Gewinn- und Verlustrechnungen insgesamt rund CHF 1 Mrd. explizit ausgewiesen ist, ermitteln wir im Rahmen der Studie auf der Basis der durchgeführten Primärdatenerhebung effektive Vermögensverwaltungskosten von CHF 4 Mrd. Eine ebenfalls dieses Jahr in Holland zum selben Thema erschienene Studie kommt zu einem ähnlichen Befund. Dies lässt die Vermutung zu, dass die Problematik der unvollständigen Kostendarstellung in den Gewinn- und Verlustrechnungen ein internationales Phänomen darstellt, das auch die betriebliche Vorsorge in Deutschland betrifft.

Die Subprime-Krise im Jahr 2008 auf der einen Seite und die kontinuierlich ansteigende Lebenserwartung auf der anderen Seite haben das langfristige Finanzierungsgleichgewicht vieler Schweizerischer Pensionskassen in eine gefährliche Schieflage gebracht. Zur Linderung der angespannten Finanzierungssituation hat der Schweizerische Bundesrat daraufhin beschlossen, die gesetzlich vorgeschriebene Mindestaltersrente – gemeinhin als „Umwandlungssatz“ bezeichnet – schrittweise von 6,8% auf 6,4% der angesparten Kapitalien zu senken. Die politische Linke ergriff gegen diesen Entscheid das Referendum und es kam zur Volksabstimmung. Im Abstimmungsvorfeld führte die politische Linke mit der Parole „Rentenklaus“ eine aggressive Kampagne gegen die Bank- und Finanzindustrie. Die Vorlage zur Senkung des Umwandlungssatzes von 6,8% auf 6,4% wurde schließlich am 7. März 2010 mit dem rekordverdächtigen Ergebnis von 72,7% abgelehnt. Dieses Resultat wurde vom Bundesrat zu Recht als starkes Misstrauensvotum gegenüber der betrieblichen Altersvorsorge gewertet. Als eine der Maßnahmen zur Wiederherstellung dieses Vertrauens wurde die in diesem Artikel thematisierte Vermögensverwaltungskostenstudie bei der c-alm AG in Auftrag gegeben.

1. Vermögensverwaltungskosten! Welche Vermögensverwaltungskosten?

Eine der im Abstimmungsvorfeld am heftigsten debattierten Fragen war diejenige bezüglich der effektiv in der 2. Säule anfallenden Vermögensverwaltungskosten. Während von

* Vortrag gehalten auf der aba-Herbsttagung am 27.10.2011 in Köln.
1 c-alm AG (2011), «Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule», BSV-Forschungsbericht Nr. 3/11, <http://www.bsv.admin.ch/praxis/forschung/publikationen/index.html?lnr=03/11#pubdb>.

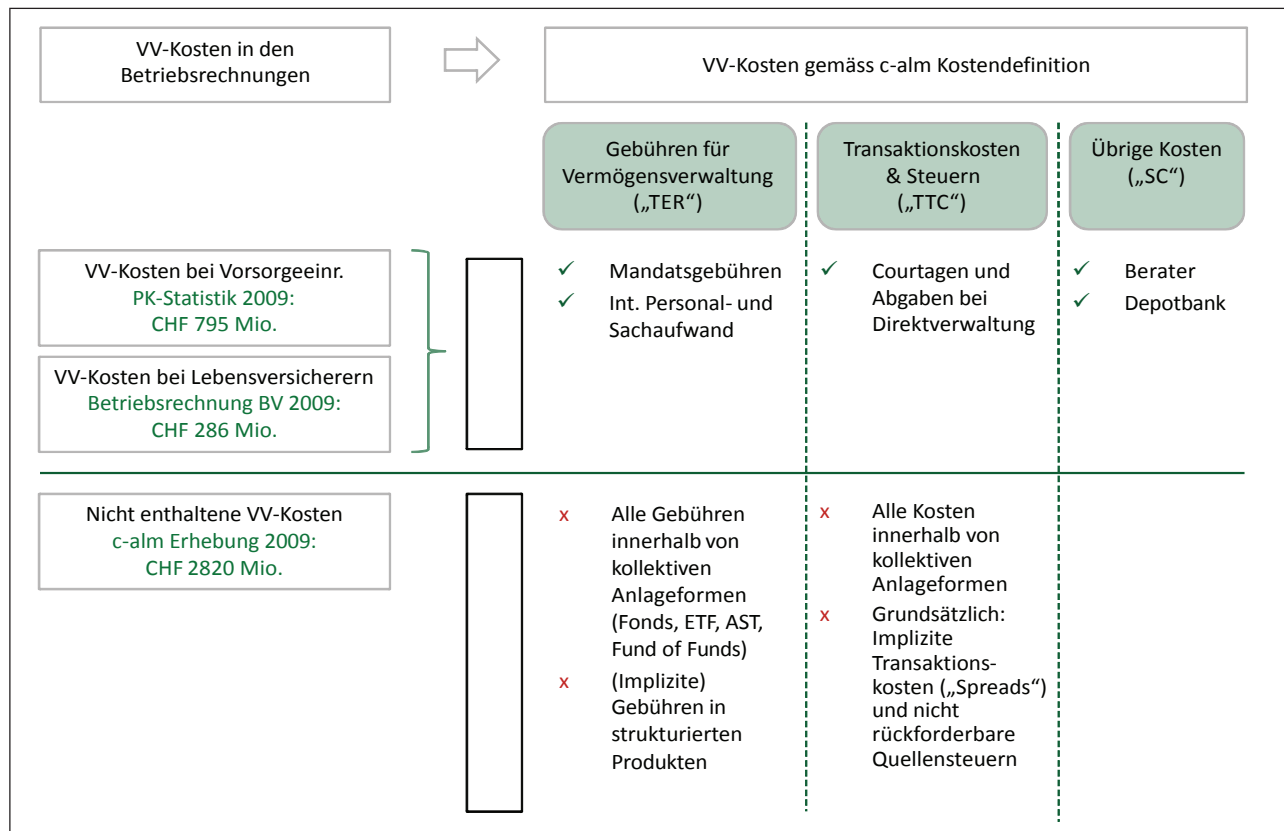
links bis rechts ein Konsens darüber herrschte, dass die in den Gewinn- und Verlustrechnungen dargestellten Kosten nicht die ganze Kostenwahrheit wiedergeben, klappten die Meinungen bezüglich des Ausmaßes freilich weit auseinander. Leider wurde kaum darüber gesprochen, was unter dem Begriff der Vermögensverwaltungskosten überhaupt zu verstehen sei. Die nachfolgend kurz dargelegte Begriffsdefinition der Vermögensverwaltungskosten war denn auch der Schlüssel für eine breite Akzeptanz der Ergebnisse in der Öffentlichkeit und in der Presse.

Die Kostendefinition unterscheidet die drei Kostenaggregate

– **Bestandesabhängige Gebühren (Abkürzung „TER“):** Gebühren, die periodisch in Abhängigkeit des Vermögensbestands belastet werden; namentlich Managementgebühren, Fondsleitungsgebühren, Depotgebühren, Administrationsgebühren, Performancegebühren;

– **Transaktionsabhängige Gebühren und Steuern (Abkürzung „TTC“):** Gebühren, die im Wertschriftenhandel entste-

Grafik 1



Quelle: BFS Pensionskassenstatistik 2009, Konsolidierte Gewinn- und Verlustrechnung der Lebensversicherer 2009.

Grafik 2

Ausgewiesene Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule	in CHF Mrd.	1'081
Autonome Vorsorgeeinrichtungen	in CHF Mrd.	795
Kollektivversicherte Vorsorgeeinrichtungen	in CHF Mrd.	286
Effektive Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule	in CHF Mrd.	3'900
Vermögensverwaltungsgebühren ("TER")	in CHF Mrd.	2'863
Transaktionskosten und Steuern ("TTC")	in CHF Mrd.	866
Vermögensverwaltungskosten im weiteren Sinn ("SC")	in CHF Mrd.	172
Statistische Zusammenhänge gemäss c-alm Stichprobe		
zwischen effektiven Kosten und Nettorendite 2005-2009		negativ
zwischen effektiven Kosten und Bilanzsumme		positiv
Gebühreenniveau in der 2. Säule		
im Vergleich zu institutionellen Staffeltarifen im Ausland		leicht tiefer
im Vergleich zu institutionellen Staffeltarifen in der 2. Säule im Jahr 2003		ähnlich
im Vergleich zu Gebühren im Privatkundensegment		wesentlich tiefer

Quelle: Pensionskassenstatistik 2009, Konsolidierte Gewinn- und Verlustrechnung BV der Lebensversicherer 2009, Primärdatenerhebung c-alm; Kostenstudien von MERCER (2010), ECOFIN(2003) und LIPPER(2008).

hen und Steuerbelastungen; namentlich explizite Transaktionskosten wie Handelskommissionen und Börsenplatzgebühren, implizite Transaktionskosten wie Geld-Brief-Spannen und „Market Impact“, länderspezifisch anwendbare Transaktionssteuern, in- und ausländische Steuern auf Kapitalerträge;

– **Kosten auf übergeordneter Stufe (Abkürzung „SC“):** Kosten, die nicht der Bewirtschaftung der einzelnen Vermögensteile zugeordnet werden können, namentlich Kosten für Asset & Liability Management, Risikomanagement & Investment Controlling, Strategie- und Organisationsberatung, Mandatsselektionen, Rechtsberatungen.

Dieses dreiteilige Kostenkonzept wird so weit wie möglich in allen Anlagesegmenten und über alle Durchführungswege bzw. Bewirtschaftungsebenen der Vermögensanlage verwendet. Insbesondere werden bei der Analyse dieser Kostenbestandteile neben den fakturierten und damit in den Gewinn- und Verlustrechnungen ausgewiesenen Aufwendungen auch die nicht fakturierten Vermögensverwaltungskosten erfasst. Die nachfolgende Darstellung fasst das c-alm Konzept zur Erhebung der Vermögensverwaltungskosten zusammen (s. Grafik 1 S. 703):

2. Die wichtigsten Ergebnisse

(Siehe Grafik 2 S. 703).

Kosten höher als ausgewiesen

Die mit der neuen Kostendefinition in der Stichprobe erhobenen Vermögensverwaltungskosten liegen in einem Bereich zwischen 0,15% und 1,86% des Vorsorgevermögens. Der

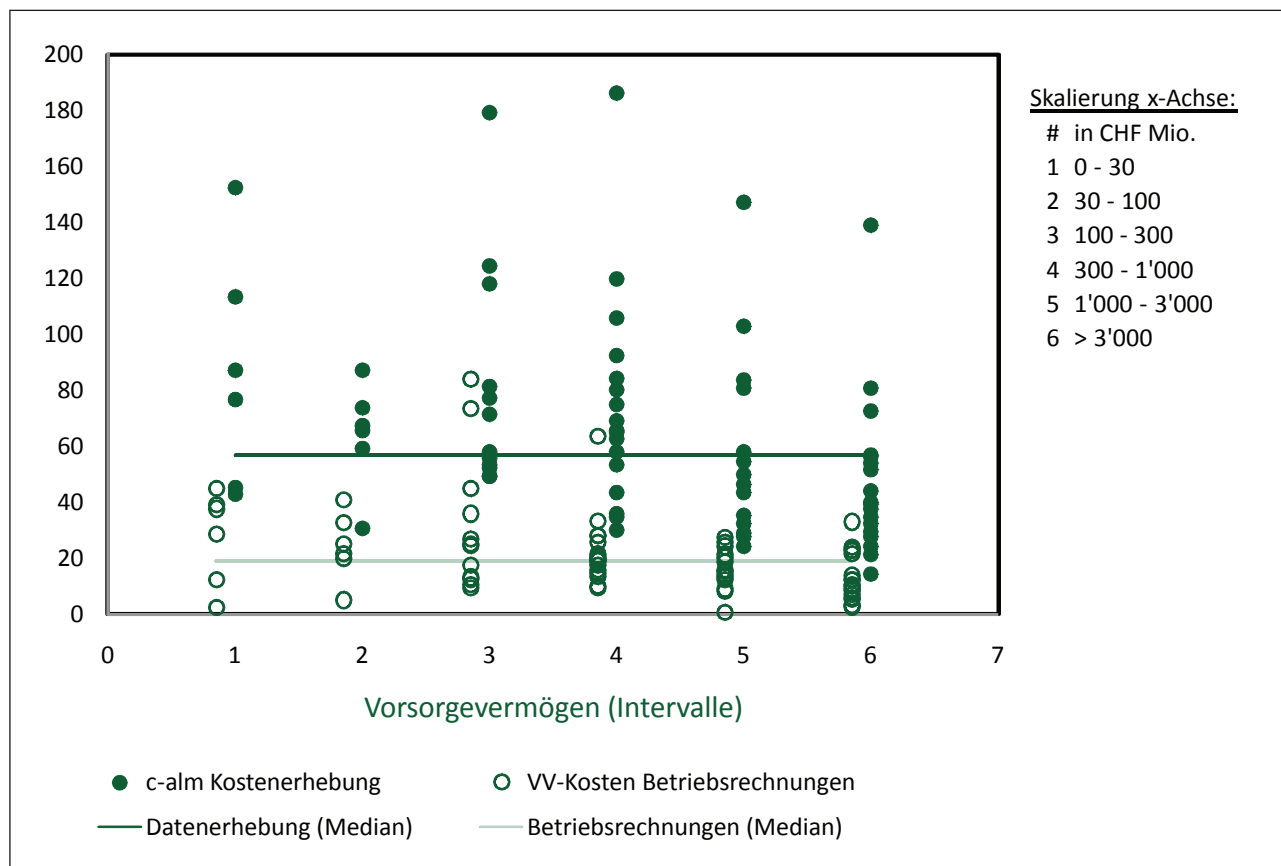
volumengewichtete Durchschnittswert beträgt 0,45%. Der aus den Gewinn- und Verlustrechnungen der Stichprobe hervorgehende Wert für die Vermögensverwaltungskosten beträgt demgegenüber lediglich 0,14% (s. Grafik 3).

Die in der Gewinn- und Verlustrechnung dargestellten Kosten sagen also nichts über die effektive Kostensituation einer Vorsorgeeinrichtung aus. Im Gegenteil: Durch gezielte Kollektivierung der Anlageorganisation können die in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesenen Kosten auf Null oder sogar – falls die eingesetzten Kollektivanlagen einen Teil der Gebühren als Direktzahlung rückvergüten – in den negativen Bereich gesenkt werden. Ein verantwortliches Organ, das nur die Gewinn- und Verlustrechnung beachtet, unterliegt einer Kostenillusion und übersieht möglicherweise wesentlich umfangreichere, nicht ausgewiesene Kostenpositionen, die sich aus Sicht des Versicherten in genau gleicher Weise leistungsschmälernd auswirken.

Kosteneffizientere Kassen mit besserer Rendite

Werden die in der Stichprobe gemessenen Kosten den mit den Vermögensanlagen über den Zeitraum 2005-2009 erzielten Nettoerträgen gegenübergestellt, so zeigt sich ein hochsignifikanter Zusammenhang zwischen den gemessenen Vermögensverwaltungskosten und der über die Jahre 2005 bis 2009 realisierten Nettoerträge: Es lässt sich über diesen Zeitraum statistisch einwandfrei festhalten, dass eine teure Anlageorganisation für die untersuchten Vorsorgeeinrichtungen in den letzten Jahren 2005-2009 im Allgemeinen zu tieferen Nettoerträgen geführt hat. Da die Erhebung und Pflege der Kostendaten durch die c-alm AG weitergeführt wird, wird dieser Zusammenhang in Zukunft weiter analysiert (s. Grafik 4 S. 705).

Grafik 3



Quelle: Gewinn- und Verlustrechnungen 2009 der teilnehmenden Vorsorgeeinrichtungen, c-alm Primärdatenerhebung Vorsorgeeinrichtungen.

Analyse der Vermögensverwaltungskosten

Basierend auf den der c-alm AG vorliegenden Rendite-, Allokations- und Kostendaten von 73 Vorsorgeeinrichtungen lassen sich verschiedene Zusammenhänge statistisch untersuchen. So erklären die beiden Größen Bilanzsumme und Anteil der alternativen Anlagen die für das Jahr 2009 ermittelten Kostenunterschiede zwischen den 73 Vorsorgeeinrichtungen am besten. Die beiden Faktoren erklären 60% der beobachteten Kostenunterschiede.

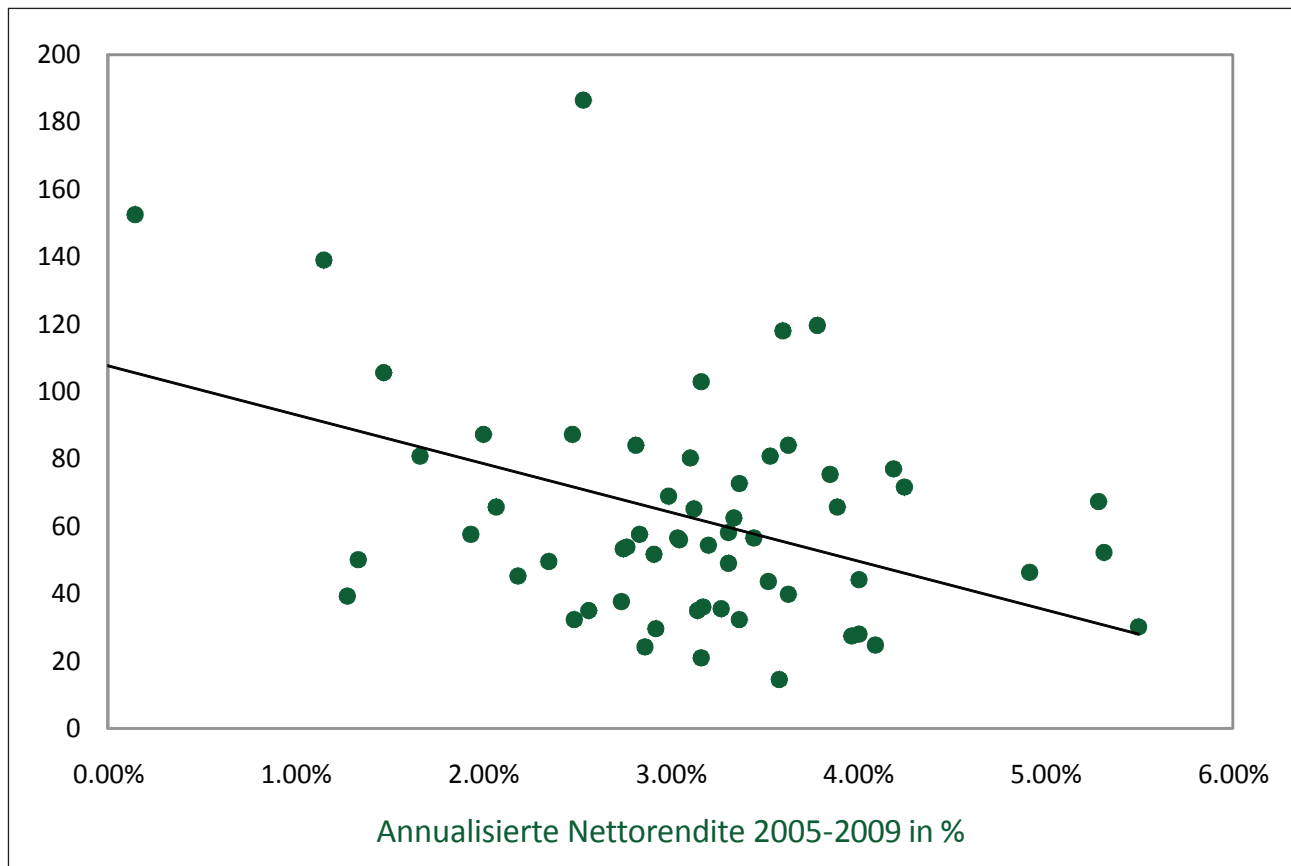
Anbieterwettbewerb spielt

Den Vorsorgeeinrichtungen der Schweizerischen 2. Säule steht im internationalen Vergleich und insbesondere gegenüber dem Privatkundensegment ein kompetitives Angebot an Vermögensverwaltungsdienstleistungen zur Verfügung. Die in der 2. Säule offerierten Gebühren liegen leicht unter den internationalen, im institutionellen Segment anwendbaren Durchschnittswerten. Die im Privatkundensegment bezahlten Gebühren liegen gar um ein Vielfaches über diesen institutionellen Tarifen. Die obigen Aussagen beziehen sich nur auf die traditionellen Anlagesegmente Aktien und Nominalwerte. Im Segment der alternativen Anlagen lassen sich infolge der nicht vollständig transparenten Kostendarstellung keine Preisvergleiche anstellen und damit auch keine Schlussfolgerungen bezüglich des Anbieterwettbewerbs ziehen.

3. Effektive Vermögensverwaltungskosten in Deutschland?

Im Vergleich zu Holland und der Schweiz steht in Deutschland eine umfassende Studie zu den effektiven Vermögensverwaltungskosten in der betrieblichen Vorsorge noch aus. Zwar sind bei der c-alm AG erste Anfragen von deutschen Pensionskassen und Pensionsfonds für Kostenanalysen und Kostenvergleiche gemäß dem oben gestellten Ansatz eingegangen, die Ergebnisse sind aber noch nicht hinreichend repräsentativ, um daraus allgemeingültige Erkenntnisse auf der Ebene der gesamten, betrieblichen Vorsorge in Deutschland abzuleiten. Eine Gegenüberstellung der in Deutschland beziehungsweise in der Schweiz üblichen Anlageorganisation legt aber den Schluss nahe, dass der Anteil der nicht in den Gewinn- und Verlustrechnungen enthaltenen Vermögensverwaltungskosten in Deutschland mindestens so hoch ist wie in der Schweiz: Während nämlich das Verwaltungshonorar des in der Schweiz dominierenden Durchführungswegs in der Vermögensanlage – des segregierten Vermögensverwaltungsmandats – erfolgswirksam ist und damit in der Gewinn- und Verlustrechnung der Pensionskasse zum Ausdruck kommt, fallen bei der in Deutschland typischen Master-KAG-Struktur die Aufwendungen für die Kapitalanlagen innerhalb der Fondsstruktur an und sind folglich in der Gewinn- und Verlustrechnung der Pensionskasse bzw. des Pensionsfonds nicht ersichtlich.

Grafik 4



Quelle: Jährliche Nettorenditen 2005 bis 2009 der teilnehmenden Vorsorgeeinrichtungen, c-alm Primärdatenerhebung Vorsorgeeinrichtungen.

4. Instrumente für das Kostenmanagement

Für die Pensionskassenverantwortlichen bieten sich zahlreiche Möglichkeiten, die Vermögensverwaltungskosten zu optimieren. Wir erachten die Unterteilung in allokatonsneutrale bzw. allokatonsverändernde Maßnahmen von großer Wichtigkeit. Allokationsverändernde Maßnahmen verändern auch die Rendite-Risiko-Eigenschaften einer Anlageorganisation und sind damit immer mit Opportunitätskosten verbunden. Eine sorgfältige Güterabwägung, die nur durch die Kassenverantwortlichen vorgenommen werden kann, ist bei allokatonsverändernden Maßnahmen angebracht. Die allokatonsneutralen Maßnahmen hingegen lassen eine Anlageorganisation bezüglich ihrer Allokationseigenschaften unberührt – deren Implementierung ist deshalb unbedingt zu empfehlen. Eine Auswahl von allokatonsneutralen Maßnahmen zur Senkung der Kostenstruktur ist nachfolgend aufgeführt:

- Neuverhandlung der bestehenden Vermögensverwaltungsverträge;
- Neuverhandlung der bestehenden Depotbankverträge;
- Verhandlung von Rückvergütungen bei Kollektivanlagen;
- Produktsubstitutionen, falls mehrere Tranchen für dasselbe Produkt verfügbar sind (im Falle eines externen Vermögensverwaltungsmandates lassen sich in einem solchen Fall auch rückwirkend noch Ansprüche geltend machen);
- Einforderung von ausländischen Quellensteuern (falls dies bislang unterlassen wurde, können diese Ansprüche je nach Land rückwirkend bis zu fünf Jahren geltend gemacht werden);
- Einbringung der Wertschriften in eine kollektive Anlageform zur Vermeidung der Umsatzabgabe;
- Reduktion der von externen Vermögensverwaltern bezahlten Kommissionen / Courtagen („Soft Commissions“);
- Senkung der Kosten im Wertschriftenhandel durch Einführung verbesserter Kontrollen und Sicherstellung einer umfassenden Handelsdokumentation.

Auf der anderen Seite implizieren die allokatonsverändernden Maßnahmen zur Reduktion der Vermögensverwaltungskosten immer auch einen wesentlichen Eingriff in die ökonomischen Rendite-Risiko-Eigenschaften einer Anlageorganisation. Allokationsverändernde Maßnahmen sind beispielsweise:

- Horizontale Konsolidierung der Anlageorganisation – Vermeidung der Versplitterung der Anlageorganisation: Zusammenführung ähnlicher Vermögensverwaltungsmandate, um im Verhandlungsprozess von Skaleneffekten zu profitieren;
- Vertikale Konsolidierung der Anlageorganisation zum Ersten – Vermeidung von zwei Gebührenebenen in den traditionellen Anlageklassen: Reduktion / Eliminierung von Drittfondseinsatz bei internen oder externen Vermögensverwaltungsmandaten;
- Vertikale Konsolidierung der Anlageorganisation zum Zweiten – Entflechtung der Fund-of-Fund Strukturen in den alternativen Anlagesegmenten: Direkte Single Fund Investitionen setzen jedoch dezidierte Fähigkeiten und Ressourcen voraus;
- Konsolidierung der Wertschriften – Aufbewahrung und Administration aller Wertschriften bei einer Depotbank („Global Custodian“);
- Reduktion der alternativen Anlagequote;
- Reduktion der mittels aktivem Bewirtschaftungsstil verwalteten Anlagequote.

Die Tatsache, dass allokatonsverändernde Maßnahmen eine im Interesse der Destinatäre vorzunehmende Güterabwä-

gung zwischen unmittelbarem Kostenvorteil und schwieriger abschätzbarer Opportunitätskosten erfordern, lässt auch keine vollständige Delegation der Kostenoptimierung an Dritte zu. Wird ein Kostenoptimierungsprojekt durchgeführt, so ist es zielführend, beide Maßnahmen, allokatonsneutrale und allokatonsverändernde, in die Diskussion einzubeziehen und bei letzterer die möglichen Opportunitätskosten zu diskutieren. Die Aufteilung in eine Analysephase, in der Handlungsoptionen entwickelt und qualitativ und quantitativ beurteilt werden, in eine Entscheidungsphase und in eine Implementierungsphase ist zweckmäßig. Während die Analysephase und die Implementierungsphase delegiert werden können, sind in der Entscheidungsphase – namentlich bezüglich der allokatonsverändernden Maßnahmen – in erster Linie die Kassenverantwortlichen gefragt.