

## Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule

Die im Mai vom Bundesamt für Sozialversicherungen (BSV) publizierte Studie zu den Vermögensverwaltungskosten<sup>1</sup> bestätigt, dass die Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen nur unzureichend Aufschluss über die tatsächliche Kostensituation in der 2. Säule geben. Die Studie beziffert die messbaren tatsächlichen Kosten der 2. Säule auf 5,67 Mrd. Franken und damit auf ein Vielfaches des in der Pensionskassenstatistik ausgewiesenen Wertes von insgesamt 1,65 Mrd. Franken. Beschränkt man den Kostenvergleich ausschliesslich auf die Vermögensverwaltungskosten, so stehen den in den Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen ausgewiesenen Kosten von 795 Mio. Franken effektive Vermögensverwaltungskosten von rund 3,9 Mrd. Franken gegenüber. Die Studienautoren gehen nachfolgend dieser Differenz auf den Grund, würdigen die Höhe der gemessenen Kosten und diskutieren Handlungsoptionen zur Optimierung der Kostensituation. Dabei lassen sie auch die im Dialog mit Branchen- und Medienvertretern gewonnenen Erkenntnisse einfließen.



**Ueli Mettler**  
c-alm AG, St.Gallen



**Alvin Schwendener**  
c-alm AG, St.Gallen

Die Kostendarstellung in der 2. Säule wird durch Art. 48a BVV2 geregelt: In der Betriebsrechnung einer Vorsorgeeinrichtung mussten bisher gemäss Art. 48a BVV2 die drei Teilaggregate Administrative Verwaltungskosten, Marketing- und Werbekosten sowie Vermögensverwaltungskosten unterschieden werden.

Gemäss der vom Bundesamt für Statistik erstellten Pensionskassenstatistik betragen die konsolidierten, in den Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen ausgewiesenen Aufwendungen für diese drei Kostenaggregate im Jahr 2009 792 Mio. Franken (administrative Verwaltungskosten), 63 Mio. Franken (Marketing- und Werbekosten) und 795 Mio. Franken (Vermögensverwaltungskosten).

### Nicht ausgewiesene Kosten in der 2. Säule

Es ist ein offenes Geheimnis, dass die Rechnungslegung der Vorsorgeeinrichtungen nicht alle tatsächlich anfallenden Kosten verarbeiten kann. Es gibt im Wesentlichen drei verdeckte Kostenbereiche, die dazu führen, dass die Kostendarstellung in der 2. Säule unvollständig ist:

1. **Nicht enthaltene Vermögensverwaltungskosten:** Bei den nicht in den Betriebsrechnungen enthaltenen Vermögensverwaltungskosten handelt es sich in erster Linie um Gebühren und Transaktionskosten, die innerhalb von kollektiven Anlagegefässen anfallen. Diese werden der Vorsorgeeinrichtung nicht in Rechnung gestellt, sondern innerhalb des Kollektivvermögens direkt mit der Wertentwicklung des Gefässes verrechnet. Dadurch erscheinen die Kosten nicht in der Betriebsrechnung der Vorsorgeeinrichtung. Zusätzlich umfassen die nicht enthaltenen Vermögensverwaltungskosten die in strukturierten Produkten eingepreisten Gebühren, implizite Transaktionskosten (wie sie beispielsweise im Obligationenhandel üblich sind) und nicht rückforderbare, ausländische Quellensteuern.
2. **Verbuchung von Kostenprämien aus Versicherungsverträgen als Versicherungsaufwand:** Die Prämien für Risiko- oder Vollversicherungen, die von Vorsorgeeinrichtungen abgeschlossen werden, enthalten implizit Verwaltungs-, Vertriebs- und Vermögensverwaltungsaufwendungen der Versicherungsgesellschaft. Da die Vorsorgeeinrichtungen die (Gesamt-)Prämien als Versicherungsaufwand abbuchen, erscheinen diese in den Prämien enthaltenen Kostenbestandteile

<sup>1</sup> c-alm AG (2011), «Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule», BSV-Forschungsbericht Nr. 3/11 [www.bsv.admin.ch/praxis/forschung/publikationen/index.html?Inr=03/11#pubdb](http://www.bsv.admin.ch/praxis/forschung/publikationen/index.html?Inr=03/11#pubdb)

**Kosten in den Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen**

**G1 Nicht ausgewiesene Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule**



Quelle: BFS Pensionskassenstatistik 2009

ebenfalls nicht als solche in den Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen.

**3. Freiwillige Kostenübernahmen der Arbeitgeberfirmen:** In der Betriebsrechnung einer Vorsorgeeinrichtung können zudem auch Personal- und Infrastrukturkosten nicht oder nur unvollständig ausgewiesen sein, sofern diese nämlich auf freiwilliger Basis vom Arbeitgeber übernommen beziehungsweise den Vorsorgeeinrichtungen nicht weiterverrechnet werden. Diese dritte Kostenart, die nicht aus den Betriebsrechnun-

gen hervorgeht, wird aber weder in der BSV-Studie, noch im Rahmen dieses Artikels weiterverfolgt, da sie eben auf Freiwilligkeit beruht und der 2. Säule nur nützt. Eine diesbezüglich zu rigorose Transparenzforderung würde den gemeinhin geltenden Grundsatz «Einem geschenkten Gaul schaut man nicht ins Maul» verletzen.

Der Schwerpunkt der Studie und damit auch dieses Artikels liegt nun aber auf der Analyse und Beurteilung Vermögensverwaltungskosten.

Für die Messung der Vermögensverwaltungskosten wurde im Rahmen dieser Studie eine grundlegend neue Kostendefinition entwickelt. Diese erfasst neben den fakturierten Aufwendungen auch die nicht fakturierten Vermögensverwaltungskosten. Die Kostendefinition unterscheidet die drei Kostenaggregate Total Expense Ratio (TER), Transaktionskosten & Steuern (Transaction and Tax Cost TTC) sowie übrige Kostenbestandteile (Supplementary Cost SC). Dieses dreiteilige Kostenkonzept wird so weit als möglich in allen Anlagesegmenten beziehungsweise Durchführungswegen der Vermögensanlage verwendet.

Auf Basis dieser Kostendefinition wurde bei 73 Vorsorgeeinrichtungen mit einer kumulierten Bilanzsumme von 230 Mrd. Franken eine Kostenerhebung durchgeführt. Die mit der Kostendefinition in der Stichprobe erhobenen Vermögensverwaltungskosten liegen in einem Bereich zwischen 0,15 Prozent und 1,86 Prozent des Vorsorgevermögens. Der volumengewichtete Durchschnittswert beträgt 0,45 Prozent. Die Streuung der effektiv gemessenen Vermögensverwaltungskosten beziehungsweise die in den Betriebsrechnungen ausgewiesenen Kosten sind in der Grafik G2 dargestellt.

**Kosten ausserhalb der Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen**

**G2**



Quelle: BFS-Statistik (2011) für die Geschäftsperiode 2009

Quelle: FINMA (2010) Berufliche Vorsorge bei Lebensversicherungen: Offenlegung der Betriebsrechnung 2009

**Kosten-Rendite-Zusammenhang in der Stichprobe**

Werden die in der Stichprobe gemessenen Kosten den mit den Vermögensanlagen über den Zeitraum 2005 bis 2009 erzielten Nettoerträgen gegenübergestellt, so zeigt sich ein hochsignifikanter Zusammenhang zwischen den gemessenen Vermögensverwaltungskosten und der über die Jahre 2005 bis 2009 realisierten Nettoerträge: je höher die Kosten, desto tiefer die realisierte Nettoerträge. Natürlich ist der Beobachtungszeitraum von 5 Jahren zu kurz, um zu

Quelle: BFS Pensionskassenstatistik 2009, Konsolidierte Betriebsrechnung der Lebensversicherer 2009, c-alm Erhebung Vermögensverwaltungskosten 2009

einer abschliessenden Beurteilung des Kosten-Rendite-Zusammenhangs zu gelangen. In jedem Fall lässt sich einwandfrei festhalten, dass im Allgemeinen eine teure Anlageorganisation für die untersuchten Vorsorgeeinrichtungen in den letzten Jahren 2005 bis 2009 zu tieferen Nettorenditen geführt hat. Da die Erhebung und Pflege der Kostendaten durch die c-alm AG weitergeführt wird, wird dieser Zusammenhang in Zukunft weiter analysiert.

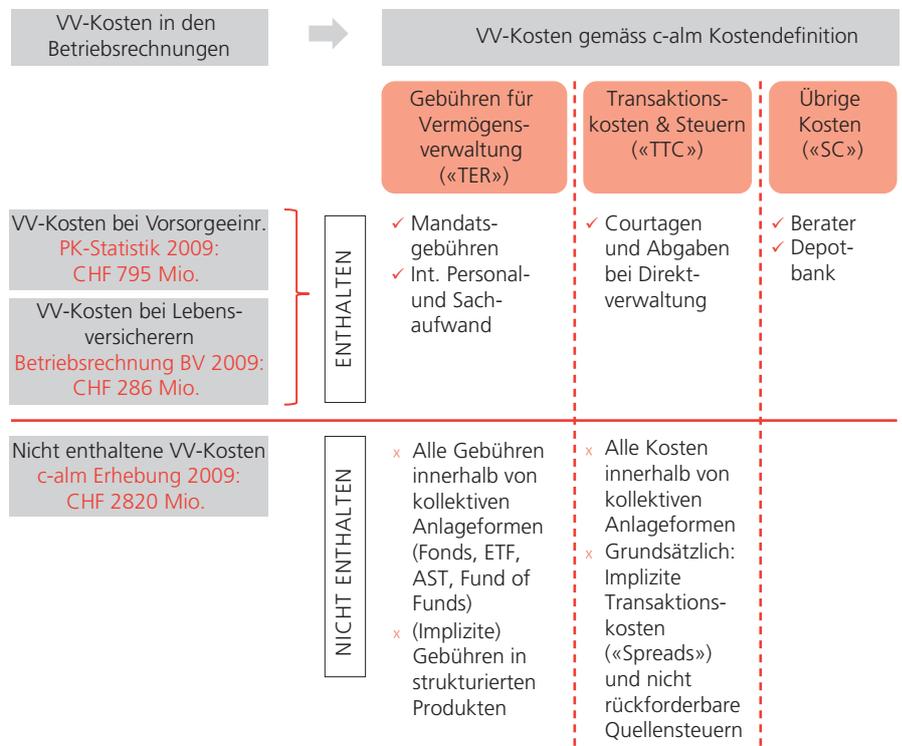
### Kostenzusammensetzung in der Stichprobe

Das Kostenaggregat «TER» trägt 73,4 Prozent zur Gesamtkostenbelastung der Vermögensverwaltung bei. Am stärksten fallen dabei die alternativen Anlagen mit einem Kostenanteil von 33,2 Prozent ins Gewicht, dies trotz ihres geringen Anteils von durchschnittlich 6,4 Prozent an den gesamten Vermögensanlagen gemäss Studie. Die Gebühren im Immobilien-, Aktien- und Obligationensegment generieren 17,1 Prozent, 12,4 Prozent respektive 9,7 Prozent der gesamten Vermögensverwaltungskosten. Die Transaktionskosten und Steuern (TTC) beinhalten die im Wertschriftenhandel anfallenden Gebühren sowie inländische und ausländische Steueransprüche; die so entstehende Kostenlast beträgt total 22,2 Prozent. Die Vermögensverwaltungskosten im weiteren Sinn («SC») beinhalten interne und externe Aufwendungen für Fachberatung (Asset and Liability Management ALM, Asset Allocation, Manager Search), Rechtsberatung, Global Custody, Controlling & Compliance. Sie fallen mit insgesamt 4,4 Prozent nur unwesentlich ins Gewicht.

### Schätzung der Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule

Bei der Ermittlung der Vermögensverwaltungskosten für die gesamte 2. Säule ist zu beachten, dass die Stich-

## c-alm Konzept zur Messung der effektiven Vermögensverwaltungskosten G3



Quellen: BFS Pensionskassenstatistik 2009, Konsolidierte Betriebsrechnung der Lebensversicherer 2009

probe im Vergleich zur Gesamtheit aller Vorsorgeeinrichtungen bezüglich kostenrelevanter Charakteristika strukturelle Unterschiede aufweist. Bei der Hochrechnung wurde insbesondere der Tatsache Rechnung getragen, dass die Stichprobe eine Konzentration in den grossen Bilanzvermögen aufweist. Mit der Bereinigung dieses Grösseneffekts resultieren auf Stufe der 2. Säule Vermögensverwaltungskosten von 0,56 Prozent des verwalteten Vermögens. Bei der Hochrechnung wurde mit 698 Mrd. Franken die gesamte Bilanzsumme der 2. Säule berücksichtigt – also die Summe der Anlagevermögen bei den Vorsorgeeinrichtungen (599 Mrd.) sowie der Aktiven aus Versicherungsverträgen (99 Mrd.). Damit resultiert für die gesamten Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule ein Betrag von 3900 Mio. Franken. Nach Abzug der bereits in den Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen (795 Mio.)

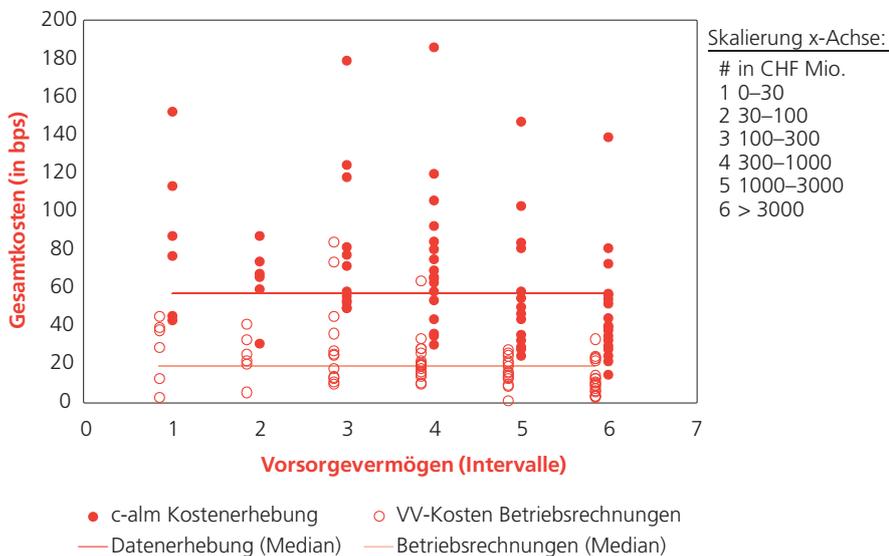
beziehungsweise in den Betriebsrechnungen der Lebensversicherer (F 286 Mio.) enthaltenen Vermögensverwaltungskosten verbleiben bislang nicht ausgewiesene Vermögensverwaltungskosten von 2828 Mio. Franken.

### Autonome versus kollektivversicherte Vorsorgeeinrichtungen

Da im Rahmen der Primärdatenerhebung nur die Anlagevermögen von autonom versicherten Vorsorgeeinrichtungen bezüglich Kostenstruktur analysiert wurden, entsteht bei dieser Hochrechnung insbesondere dann ein Schätzfehler, wenn die effektiven Vermögensverwaltungskosten der autonomen Vorsorgeeinrichtungen von den effektiven Vermögensverwaltungskosten der kollektivversicherten Vorsorgeeinrichtungen mit gleicher Bilanzsumme abweichen. Vorausset-

Vermögensverwaltungskosten der einzelnen Vorsorgeeinrichtungen

G4



Quellen: Betriebsrechnungen 2009 der teilnehmenden Vorsorgeeinrichtungen, c-alm Primärdatenerhebung Vorsorgeeinrichtungen

zung für einen aussagekräftigen Kostenvergleich bildet die Analyse der effektiven Vermögensverwaltungskosten bei den Lebensversicherungsgesellschaften, die ja schliesslich die angesparten Vermögen der kollektivversicherten Vorsorgeeinrichtungen verwalten und bewirtschaften. Mit der Analyse und Messung der effektiven Vermögensverwaltungskosten bei den Lebensversicherungsgesellschaften würde sich der Kreis bezüglich der Analyse der Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule schliessen.

**Würdigung der ermittelten Vermögensverwaltungskosten**

Den Vermögensverwaltungskosten von insgesamt 3900 Mio. Franken steht aber auch eine sehr konkrete und nicht zu vernachlässigende Leistung gegenüber: Für (durchschnittlich) 0,56 Prozent des Anlagevermögens erhält eine in der Schweiz domizilierte Vorsorgeeinrichtung Zugang zu einer Kapitalmarktinfrastuktur, die es ihr erlaubt, sich global an der

Wertentwicklung von kotierten und nicht kotierten Eigen- und Fremdkapitalformen, Versicherungspapieren, Rohstoffen, Liegenschaften, Infrastrukturanlagen etc. zu beteiligen. Diese Leistung hat einen Preis. Wie in dieser Studie aufgezeigt wird, ist der Vermögensverwaltungsmarkt in der 2. Säule sowohl im internationalen Vergleich als auch gegenüber anderen Investorengruppen ausgesprochen kompetitiv und preiseffizient ausgestaltet. Gesondert diskutiert wird die Rolle der alternativen Anlagen, die bei überdurchschnittlich hohen Kosten über den Erhebungs-Zeitraum von 2005 bis 2009 für die analysierten Vorsorgeeinrichtungen im Mittel keinen nachhaltigen Mehrwert stiften konnten.

**Massnahmen – die Frage nach dem Adressat**

Wie lässt sich nun die festgestellte Kostensituation zukünftig noch verbessern? Zu unterscheiden sind allgemeinverbindliche Massnahmen zur Steigerung der Kostentransparenz

und konkrete, kostensenkende Eingriffe in die Anlageorganisationen der einzelnen Vorsorgeeinrichtungen. Während die Erhöhung der Kostentransparenz in erster Linie die zuständigen Regulierungsbehörden respektive Dachorganisationen adressiert, richten sich die Empfehlungen zur Realisierung von Kosteneinsparungen an die verantwortlichen Organe der Vorsorgeeinrichtungen selbst. Dabei sind die Entscheidungsträger gefordert, die durch eine Massnahme herbeigeführten Kosteneinsparungen gegen deren situations- und kassenspezifischen Opportunitätskosten abzuwägen. Wir sind der Ansicht, dass diese Güterabwägung eigenverantwortlich durch die Vorsorgeeinrichtungen selbst vorgenommen werden sollte. Die im internationalen Vergleich positiv hervorzuhebende Wettbewerbsintensität im Vermögensverwaltungsmarkt für Vorsorgeeinrichtungen der 2. Säule nehmen wir als starkes Indiz dafür, dass das Konzept der eigenverantwortlichen Führung der Vorsorgeeinrichtungen funktioniert und damit im Systeminteresse liegt.

**Massnahmen – Erhöhung der Kostentransparenz<sup>2</sup>**

Intransparente Anlageorganisationen sind nur in den seltensten Fällen auch preiseffizient. Tatsächlich ist die Gebührentransparenz von Anlageprodukten eine notwendige Bedingung, um Informationsasymmetrien zwischen Anbieter und Investor zu beseitigen und damit die Grundlage für einen preiseffizienten Wettbewerb zu schaffen. Wir erachten die Steigerung der Kostentransparenz als den wichtigsten Schlüssel überhaupt zur Erhöhung der Kosteneffizienz in der 2. Säule. Der Gesetzgeber hat im Rahmen der Strukturreform mit Art. 48a, Abs. 3 BVV2, eine wichtige Weiche zur Erhöhung der Kostentransparenz

<sup>2</sup> Dieser Teil des Artikels enthält komplementäre und weitergehende Überlegungen zur bereits publizierten Studie der «Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule».

gelegt. Obwohl diese Regelung, die (im Anhang zur Jahresrechnung) eine Darlegung der durch den Einsatz von Kollektivanlagen induzierten Kosten verlangt, von den Vorsorgeeinrichtungen einen Zusatzaufwand erfordert, liegt sie zweifellos in deren Interesse: der Artikel erhöht nämlich den Druck auf diejenigen Anbieter, die bis anhin für ihre Kollektivanlagen keinen transparenten Kostennachweis anbieten. Aus diesem Grund erachten wir Art. 48a, Abs. 3 BVV2 als wichtigen Schritt hin zum Idealzustand: «An jedem Anlageprodukt hängt ein transparentes Preisschild.»

### Massnahmen – Erzielung von Kosteneinsparungen

Für die Pensionskassenverantwortlichen bieten sich zahlreiche Möglichkeiten, die Vermögensverwaltungskosten zu optimieren. Wir erachten die Unterteilung in allokatonsneutrale beziehungsweise 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 lassen eine Anlageorganisation bezüglich ihrer Allokationseigenschaften unberührt – deren Implementierung ist deshalb unbedingt zu empfehlen. Im Rahmen der im Auftrag von Vorsorgeeinrichtungen durchgeführten Kostenoptimierungen haben wir unter anderem die nachfolgend aufgeführten, allokatonsneutralen Massnahmen identifiziert und implementiert:

- 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, können diese Ansprüche je nach Land rückwirkend bis zu 5 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:

- Konsolidierung der Anlageorganisation zum I. – Vermeidung von «Horse Race»-Anlageorganisationen: Zusammenführung zweier bisher identischer Vermögensverwaltungsmandate, um im Verhandlungsprozess von Skaleneffekten zu profitieren.
- Konsolidierung der Anlageorganisation zum II. – Vermeidung von zwei Gebührenebenen in den traditionellen Anlageklassen: Reduktion / Eliminierung von Drittfondseinsatz bei internen oder externen Vermögensverwaltungsmandaten
- Konsolidierung der Anlageorganisation zum III. – Debundling der Fund-of-Fund Strukturen in den alternativen Anlagesegmenten: Direkte Single Fund Investitionen

setzen jedoch dezidiertes Know-how und umfangreiche Ressourcen voraus.

- Konsolidierung der Anlageorganisation zum IV. – 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 Güterabwägung zwischen unmittelbarem Kostenvorteil und schwieriger abschätzbarer Opportunitätskosten erfordern, lässt auch keine vollständige Delegation der Kostenoptimierung an Dritte zu.

Wird ein Kostenoptimierungsprojekt durchgeführt, so erachten wir es als zielführend, beide Massnahmen, allokatonsneutrale und allokatonsverändernde, in die Diskussion einzubeziehen und bei letzteren die möglichen Opportunitätskosten zu diskutieren. Die Aufteilung in eine Analysephase, in der Handlungsoptionen entwickelt und qualitativ 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.

---

Ueli Mettler, Dr., Partner c-alm AG,  
St.Gallen.  
E-Mail: ueli.mettler@c-alm.ch

---

Alvin Schwendener, Dr., Consultant  
c-alm AG, St.Gallen.  
E-Mail: alvin.schwendener@c-alm.ch