

SIGLO Timeout, Nr. 8 Sparen! Sparen! Sparen?

Einführung

Die Vermögensverwaltungsgebühren sind eine von vielen wichtigen Steuergrössen einer erfolgreichen Bewirtschaftung von Anlagen. Als fixer Kostenfaktor in Prozent des Vermögens ist es nicht überraschend, dass im aktuellen Tiefzinsumfeld die Diskussion um eine adäquate Entschädigung des Services „Vermögensverwaltung“ erneut entbrannt ist. Als Diskussionsgrundlage wird aktuell insbesondere die Studie des BSV zum Thema „Verwaltungskosten in der 2. Säule“ herangezogen. Darin wird unter anderem festgehalten, dass die Steigerung der Nettoerträge durch die Senkung der Kosten eine wichtige Handlungsoption darstellt. Wir denken, dass die Diskussion differenzierter geführt werden sollte. Ein paar Gedanken dazu.

56 Basispunkte

Die Resultate der Studie wurden von vielen Marktteilnehmern mit Spannung erwartet. Nun ist es amtlich: im Schnitt werden die Vermögen mit 0.56% p.a. belastet; inklusive Transaktionskosten, Stempel und Vermögensverwaltungskosten. Im Vorwort der Studie wird zu Recht die Frage aufgeworfen, wie dies einzuordnen sei.

Die Antwort auf diese Frage ist subjektiv. Wenn eine Privatbank auf ihren Vermögen im Schnitt 56 Basispunkte verdienen würde, wäre wohl ihr Überleben in Frage gestellt. Bei vielen Anlagen für Privatanleger sind Total Expense Ratio (TER) von 1.75% keine Seltenheit und werden kaum in Frage gestellt. Auf der anderen Seite wird moniert, dass die Kosten bei Pensionskassen im Durchschnitt immer noch dreimal höher sind als bei derjenigen Kasse, welche ihre Vermögen in der Stichprobe des BSV mit 15 Basispunkten am billigsten umgesetzt hat. Schliesslich entsprechen 56 Basispunkte ja auch rund einem Drittel der aktuellen Rendite auf den 10-jährigen Staatsanleihen!

Also was stimmt jetzt? Handelt es sich nun bei den geschätzten Kosten von CHF 3'900 Mio. um einen gerechtfertigten Aufwand für die Verwaltung staatlich verordneter Volksvermögen oder um Verschwendung?

Zu eindimensional

In unserer globalisierten Welt, wo Elektronikkonzerne mit Werbeslogans wie

„Geiz ist geil!“ erfolgreich ihre Produkte bewerben, ist der Preis stets eine wichtige Entscheidungskomponente. Es würde uns aber trotzdem beim Kauf eines Fernsehers nicht in den Sinn kommen, ein Gerät nur anhand des Preisschildes auszusuchen, ohne die Leistungen des Geräts auf die eigenen Bedürfnisse abzustimmen.

Eine differenzierte Sichtweise ist deshalb auch bei der aktuellen Diskussion um die Vermögensverwaltungskosten angebracht, in welcher Opportunitätskosten z.B. für potentielle Diversifikationseffekte zu berücksichtigen sind. Es gilt, zwischen den einzelnen Anlagekategorien einerseits und der jeweiligen Bewirtschaftungsart (aktiv vs. passiv) andererseits zu unterscheiden.

Passive Umsetzung

Viele Pensionskassen entschieden sich, einzelne Anlagesegmente kostengünstig entsprechend einem festgelegten Index passiv zu implementieren. Ziel ist es, Risikoprämien kostengünstig abzuschöpfen. Grundsätzlich gilt: umso komplexer die Replikation, umso höher die Kosten. So ist die Abbildung eines globalen Index auf Unternehmensanleihen mit verschiedenen Währungen und Zeitzonen aufwendiger als die Replikation des SMI.

Bei traditionellen Anlagekategorien wie z.B. Aktien Welt spielt der globale Wettbewerb. Wenn man mit Anbietern von indexierten Anlagelösungen spricht, wird bestätigt, dass bei prestigeträchtigen Ausschreibungen

teilweise unter den Grenzkosten offeriert wird. Dies ist ein Indiz, dass die Pensionskassen in der Schweiz ihre Verhandlungsposition oft geschickt ausnutzen und effizient arbeiten.

Passives Investieren hat seine Grenzen

Es ist unbestritten, dass die direkten Vermögensverwaltungskosten der passiven Implementierung günstiger sind als die aktive Bewirtschaftung. Ob es sich dabei um eine effiziente Bewirtschaftung der Vermögen handelt, hängt vor allem auch mit dem zu replizierenden Index zusammen. Nur weil ein Index berechnet wird, heisst das nicht, dass dieser a) sinnvoll ist und b) auch entsprechend nachgebildet werden kann.

Ein vielgenanntes Beispiel zu Punkt a) ist die Anlage in Rohstoffe mittels Derivaten. Es gibt eine Vielzahl von unterschiedlichen Regelwerken, welche zur Berechnung von Rohstoffindizes herangezogen und repliziert werden können. Viele Marktteilnehmer teilen jedoch unsere Meinung, dass diese Indizes keine optimalen Regelwerke darstellen, während mit aktiven Modifikationen ein substanzieller Mehrwert geschaffen werden kann, welcher die höheren Gebühren mehr als nur rechtfertigt. Trotz höherer Gebühren würden in diesem Fall die Nettoerträge in der Tendenz auch höher ausfallen. Bei anderen Segmenten wird ein Index berechnet, der aus operationellen Gründen nicht nachgebildet werden kann. Ein klassisches Beispiel für diesen Punkt b) ist die Anlage in Anleihen von Schwellenländern. Auf Grund von lokalen Handelsbeschränkungen, und der eingeschränkten Liquidität und Tiefe dieser Märkte ist die Nachbildung des Index, wenn überhaupt, nur mit erhöhten Kosten verbunden.

Wir möchten hier nicht diskutieren, ob die Anlage in Rohstoffe oder Anleihen von Schwellenländern sinnvoll ist oder nicht. Diesbezüglich verweisen wir auf unsere Ouverture „Pizzen, Pizzerien und Portfolios, Pregol!“. Wenn sich aber eine Kasse in diesen oder ähnlichen Segmenten engagieren will, macht es durchaus Sinn, eine aktive Bewirtschaftung zu wählen. Auch wenn diese teurer ist.

Stein des Anstoßes: Alternative Anlagen

Eine Thematik wird in der Kostendiskussion besonders hervorgehoben: Alternative Anlagen. Die mediale Reaktion und die entsprechenden Kommentare auf das Sonderkapitel der Studie waren deutlich. Alternative Anlagen sind teuer und bringen nichts! Das trifft insbesondere auf Hedge Funds zu. Ein Verbot, so gefordert in gewissen Interviews, sei im Interesse aller.

Wir beabsichtigen nicht, eine Industrie als Ganzes zu verteidigen, welche teilweise ihre Hausaufgaben nicht gemacht hat. Es ist uns jedoch wichtig, alle Indizien und Argumente zu prüfen, bevor wir den „Angeklagten“ im Schnellverfahren zum Schafott führen.

Preisgestaltung

Die Berechnung eines TER für alternative Anlagen, insbesondere Hedge Funds, ist auf Grund der Performance Fee Komponente nicht trivial. In der Studie wird für die oft eingesetzten Fund of Hedge Funds von der Formel „2/20 mit 1/10“ ausgegangen: 2% Management Fee plus 20% Performance Fee für die unterliegenden Single Hedge Funds, 1% Management Fee plus 10% Performance Fee für den FoHF Manager. Mit diesen Annahmen kumuliert sich die Gesamtkostenbelastung auf insgesamt 5%.

Für institutionelle Kunden wie Pensionskassen ist dieser Wert zu hoch. Grössere Kassen bezahlen auf dem Fee Layer „FoHF“ geringere Managementgebühren und oft wird die Erfolgsbeteiligung gestrichen. Auch auf der Ebene Single Hedge Funds liegt der Schnitt unter 2/20. 5% Kosten werden aus unserer Sicht nur dann erreicht, wenn auch die absolute Rendite hoch ausgefallen ist.

Preistransparenz: same same but NOT different!

Gehen wir trotzdem davon aus, dass die Pensionskassen tatsächlich 5% für ein FoHF Investment bezahlen. Nehmen wir nun zusätzlich an, dass es sich bei obigem FoHF um ein Produkt handelt, das hauptsächlich in Long / Short Equity Manager investiert. Diese versuchen, durch aktives Management innerhalb der globalen Aktienmärkte einen Mehrwert zu generieren.

Wir fragen uns, ob wir die Kosten eines traditionellen, aktiven Aktienmandates mit den Kosten der obigen, alternativen Lösung vergleichen können. Ist aktives Management durch ein alternatives Gefäss so viel teurer als ein traditionelles, aktives Mandat?

Um dieser Frage auf den Grund zu gehen, haben wir der Studie die durchschnittlichen Preise für ein aktives Aktien - Welt Mandat entnommen. Diese liegen für eine Mandatsgrösse von CHF 100.0 Mio. in etwa bei 60 Basispunkten. Viele dieser Mandate haben das Ziel, eine Outperformance von einem Prozent pro Jahr mit einem Tracking Error von 1.5% - 2.5% p.a. zu erzielen.

Um das Portfolio entsprechend dieser Vorgabe nahe genug an der Benchmark zu halten, müssen in etwa 90% aller Positionen entlang dem Index angelegt werden. Rein hypothetisch kann ein solches Mandat durch die Kombination von 90% einer passiven Anlage in einen Aktienindex und einer Anlage in einen aktiven Long / Short Equity FoHF nachgebildet werden. Wenn wir nun die Kosten für ein solches synthetisches, aktives Aktienmandat berechnen, stellen wir fest, dass die Kombination nicht teurer ist als das traditionelle Long Only Mandat (vgl. hierzu die folgende Tabelle).

Gebührenvergleich	Kosten für ein 100 Mio. Mandat
90% Passives Aktien Welt Mandat	0.09% oder 90'000
+ 10% Aktiver Long / Short Equity FoHF	0.5% oder 500'000
Synthetisches aktives Aktien Welt Mandat	0.59% oder 590'000
-100% Aktives Aktien Welt Mandat	0.60% oder 600'000
Differenz	0.01% oder 10'000

Wie aus obigem Beispiel hervorgeht, gibt es eine konsistente Preisfunktion für aktives Management. Dieses Argument geht in der aktuellen Diskussion leider verloren.

Ein Verbot ist nicht zielgerichtet

Auf Seite 23 der Studie sind teilnehmende Vorsorgeneinrichtungen aufgelistet, die sich mit ihrer Nennung explizit einverstanden erklärt haben. Basierend auf unseren Erfahrungen und Kontakten sind auch Kassen dabei, welche seit vielen Jahren erfolgreich in Hedge Funds investieren. Es geht uns hier nicht darum, basierend auf positiven „Ausreissern“ insbesondere das

schlechte Anlagejahr 2008 zu beschönigen. Wir möchten hier lediglich zu Bedenken geben, dass durch ein allfälliges Verbot diese Kassen gezwungen würden, eine erfolgreiche Anlage per se und auch im Gesamtportfoliokontext zu streichen. Ein Verbot ist auch deshalb nicht angebracht, weil sich viele Gremien professionell mit der Frage „mit oder ohne Alternative“ auseinander gesetzt haben. Ein verordneter Verzicht kommt hier einer unnötigen Bevormundung der einzelnen Kassen gleich.

Beratungsindustrie

Insgesamt werden 1.4% der CHF 3'900 Mio. für Beratungsdienstleistungen (Controlling, ALM, Recht) ausgegeben. Dies entspricht bei einem Gesamtvermögen aller Pensionskassen von CHF 700 Mia. gerade mal 0.06%! Ein Wert, welcher uns überrascht. Denn: Gemessen am möglichen Wirkungsgrad (Einfluss auf Anlagestrategie und Umsetzung), welche Berater am Gesamtergebnis einer Pensionskasse haben, erscheinen die Kosten bescheiden.

Dass gerade bei der Beratungsindustrie immer wieder Sparpotential geortet wird, stimmt uns nachdenklich. In der industriellen Produktion werden Teile, die so wenig an den Gesamtkosten verursachen, nur dann diskutiert, wenn sie wirklich nicht gebraucht werden. Um dem entgegen zu halten, müssen Berater deshalb einen nachvollziehbaren Mehrwert generieren, welche ihre Kosten rechtfertigen. Das muss diesbezüglich auch der Benchmark sein, wobei diese Hürde zu meistern scheint.

Fazit

Der französische Philosoph Luc de Clapiers Marquis de Vauvenargues hat gesagt, dass allzu grosse Sparsamkeit mehr Narren macht als Verschwendung. Wir möchten nicht so weit gehen, kostenbewusstes Verhalten negativ zu qualifizieren. Wir wünschen uns jedoch, dass die Diskussion um die Kosten alle unterschiedlichen Elemente der Vermögensanlage einbezieht. Die eindimensionale Fokussierung auf Kosten beziehungsweise einzelne Kostenstellen führt aus unserer Sicht nicht zum optimalen Ergebnis.