

Verdeckte Geldflüsse im Anlagebereich

Transparenz schaffen

Verdeckte Geldflüsse treten in verschiedenen Formen auf. Pensionskassen müssen dafür sorgen, dass alle Geldzahlungen, auf die sie Anrecht haben, tatsächlich in ihrer Kasse landen.

Pensionskassen sind in vielen Bereichen Auftraggeber. Beispielsweise beauftragen sie eine Bank, ihre Wertschriften in einem Depot zu verwahren oder einen Berater, sie bei der Auswahl eines Vermögensverwalters zu unterstützen. In beiden Fällen erhält der Auftragnehmer von der Pensionskasse eine Entschädigung. Im Beispiel der Bank erfolgt die Entschädigung in Form einer Depotgebühr. Im Falle des Beraters erhält dieser ein Honorar.

Entschädigungen von Dritten gehören dem Auftraggeber

Bekommt nun der Auftragnehmer (im Beispiel die Bank oder der Berater) von einer dritten Stelle zusätzliche Entschädigungen, so können daraus Anreizprobleme entstehen und die Transparenz leidet. Beispielsweise könnte der Berater denjenigen Vermögensverwalter empfehlen, von dem er die höchsten Zuwendungen bekommt und nicht jenen, den er als den für den Kunden besten Vermögensverwalter identifiziert hat.

Als Auftraggeber will man bestimmen können, wie hoch die Honorierung eines Auftragnehmers sein soll – verdeckte Zahlungen Dritter verunmöglichen dies. Zudem ist es schwer zu verstehen, weshalb ein Auftragnehmer für Leistungen, die er für einen Kunden erbracht hat, von dritter Stelle eine zusätzliche Entschädigung erhalten soll und wieso diese Zusatzentschädigung nicht dem Kunden (Auftraggeber) gehören soll.

Diese Entschädigungen von Dritten werden als verdeckte Geldflüsse bezeichnet, da sie in der Vergangenheit für den Auftraggeber (die Pensionskasse) nicht sichtbar waren. Aus Sicht des Anlegers und damit der Pensionskasse ist es eine Minimalanforderung, dass er weiss, von wem der Auftragnehmer wie hohe Zusatzentschädigungen erhält.

Das Bundesgericht hat in einer Reihe von wegweisenden Urteilen bestätigt, dass solche Entschädigungen dem Auftraggeber gehören und man nur auf sie verzichten kann, wenn man weiss, auf wie viel man verzichtet.

Retrozessionen/Kickbacks

Typische Erscheinungsformen sind so genannte Retrozessionen/Kickbacks. Diese können unter vielen Bezeichnungen auftreten:

- Eine Finder's Fee ist eine Entschädigung, die entsteht, wenn jemand von einem Produktanbieter für die Vermittlung eines Kunden eine Entschädigung erhält. Typische Empfänger von Finder's Fees sind Berater, die einen Kunden an einen Vermögensverwalter vermitteln. Sie geben gegenüber dem Kunden manchmal vor, «gratis» zu arbeiten, da der Kunde direkt kein Honorar zahlt. Die deutsche Bezeichnung für eine Finder's Fee lautet «Beibringungskommission».
- Eine Platzierungskommission (auch Guichet-Kommission genannt) ist eine Entschädigung, für die bei einer Emission beziehungsweise Platzierung von Wertschriften mitwirkenden Banken. Man könnte sie daher als eine Form einer Vertriebsentschädigung bezeichnen. Bei der Platzierungskommission ist aus Sicht des Kunden kritisch, dass die Bank sowohl vom Kunden (über die Vermögensverwaltungsgebühren) wie auch indirekt vom Emittenten bezahlt wird. Dadurch können Interessenkonflikte entstehen.
- Im Zusammenhang mit der Vermittlung von Versicherungsleistungen (beispielsweise bei der Vermittlung von Rückversicherungsverträgen) ist es üblich, dass Provisionen bezahlt werden. Auch hier ist die Gefahr von

Interessenkonflikten besonders ausgeprägt: Hat der Vermittler die Lösung mit dem besten Preis-/Leistungsverhältnis empfohlen oder diejenige, die ihm die höchsten Provisionen einbringt? Das Beispiel macht es offensichtlich: Es ist zwingend, dass Provisionen dem Kunden vor dem Entscheid offengelegt werden müssen.

- Ausgabeaufschläge beim Erwerb von Fondsanteilen stellen eine Form von Transaktionskosten dar und können im Vergleich zu normalen Börsencourtage

In Kürze

- > Bekommt der Auftragnehmer von einer dritten Stelle zusätzliche Entschädigungen, so entstehen Anreizprobleme und die Transparenz leidet
- > Die Quantifizierung der verdeckten Geldflüsse ist schwierig

hoch sein. Aus Sicht des Kunden kann durch Ausgabeaufschläge eine Doppelbelastung entstehen, wenn sie zusätzlich zu den Vermögensverwaltungsgebühren erhoben werden. Es kann ein Interessenkonflikt des Vermögensverwalters entstehen, da er unter Umständen einen Anreiz hat, möglichst hohe Ausgabeaufschläge zu erhalten.

Rabatte

Neben solchen Retrozessionen können verdeckte Mittelflüsse auch in Form

Autor

Hansruedi Scherer
Dr. rer. pol., Partner,
PPCmetrics AG



von Rabatten entstehen, die an den Investor nicht weitergegeben werden:

- Viele unabhängige Vermögensverwalter haben in der Vergangenheit mit einzelnen Banken einen Rabatt auf Courtagen oder Depotgebühren ausgehandelt. Diese Rabatte, die teilweise Mengenrabatte waren, behielten viele Vermögensverwalter für sich und gaben sie nicht an den Kunden weiter. Da der Vermögensverwalter diese Rabatte nur wegen seiner Tätigkeit im Namen seiner Kunden bekommt und dafür keine eigenständige Leistung zu Gunsten der Bank erbringt, gehören diese Rabatte eindeutig den Kunden. Weniger klar ist die Beurteilung, wem der Rabatt gehört, wenn der Vermögensverwalter selbst auch von den tieferen Courtagen für seine eigenen Geschäfte profitiert.
- In der Vergangenheit traten ähnliche Rabattregelungen auch bei Ausgabe- und Rücknahmegebühren und weiteren Dienstleistungsvereinbarungen auf.
- Diese Problematik, wie die ganze Frage der verdeckten Geldflüsse, beschränkt sich nicht auf den Wertschriftenmarkt. Im Privatleben haben beispielsweise einige Eigenheimbesitzer das Problem in einem anderen Zusammenhang kennengelernt: Zumindest in der Vergangenheit wurden Fälle bekannt, in denen der Architekt die Rabatte, die er von Zulieferern erhielt, nicht vollständig an den Bauherren weitergeleitet hat. Neben dem Architektenhonorar, das der Bauherr bezahlte, erhielten diese Architekten noch versteckte Zusatzentschädigungen von den Lieferanten.

Rabatte, die nicht dem Kunden überwiesen werden, sind eine besonders kritische Form von Geldflüssen, da sie zu einem für den Kunden suboptimalen Verhalten des Beauftragten führen können: Je mehr Aufträge er beispielsweise platziert, desto mehr verdient er aufgrund des Rabatts. Es besteht daher ein Anreiz, unnötige Transaktionen abzuwickeln.

Bestandespflegekommissionen

Der versteckte Geldfluss, der die Pensionskassenwelt momentan am stärksten beschäftigt und bei vielen Pensionskassen auch substantielle Geldbeträge betrifft, sind die so genannten Bestandespflegekommissionen. Diese erhalten Depotbanken von Fondsanbietern dafür, dass sie

Fonds der Anbieter in den Depots betreuen.

Da die Depotbank aber genau für diese Arbeit bereits vom Anleger mit einer Depotgebühr entschädigt wird, liegt eine Form von versteckter Doppelvergütung vor. Unter Umständen hat die Depotbank in der Vergangenheit bei der Kalkulation der Depotgebühr die Bestandespflegekommission bereits einberechnet und die Gebühr entsprechend tiefer angesetzt. Dies wurde dem Kunden jedoch nie transparent kommuniziert und ist daher für den Kunden nicht nachvollziehbar.

Softdollar-Abkommen

Eine Entschädigungsform, die sehr schwierig in den Griff zu bekommen ist, stellen Softdollar-Abkommen dar. Hier erhält beispielsweise ein Vermögensverwalter von einem Broker kostenlos Studien, andere Formen von Informationen, die einen Wert darstellen, oder vergünstigte Soft- oder Hardware. Ebenfalls verbreitet sind Einladungen zu gesponserten Seminaren oder Konferenzen. Die Gegenleistung besteht darin, dass ein Teil der Handelsaufträge über diesen Broker abgewickelt wird. Die Softdollar-Leistung stellt daher eine versteckte Form eines Rabatts dar. Es ist oft schwierig zu definieren, was eine abgabepflichtige Softdollar-Leistung darstellt und was ein normales Bagatellgeschenk ist.

Problematik ernst nehmen, aber nicht überschätzen

Nicht alle diese verdeckten Geldflüsse sind bei Pensionskassen gleich verbreitet. In einem Depot ohne Kollektivanlagen sind beispielsweise Bestandespflegekommissionen und Ausgabekommissionen in der Regel kein Thema. Dafür gilt es beim Handel mit Einzeltiteln sicherzustellen, dass die Courtagen marktgerecht sind und allfällige damit verbundene Rabatte auch der Pensionskasse überwiesen werden.

Die Quantifizierung dieser Geldflüsse ist ausserordentlich schwierig. Ausser in Ausnahmefällen handelt es sich in Relation zum Gesamtvermögen der Pensionskasse aber um relativ geringe Beträge. Sie stellen nicht die zentrale Kostenquelle dar. Es sollten deshalb nicht alle Ressourcen des Kostenmanagements für das Beseitigen von verdeckten Geldflüssen eingesetzt werden. Es besteht die Gefahr, dass deren quantitative Bedeutung überschätzt wird

und dadurch zentralere Probleme der 2. Säule in der Öffentlichkeit zu wenig Aufmerksamkeit erhalten.

Trotzdem ist es die Pflicht aller Pensionskassen, dafür zu sorgen, dass alle Formen von Geldzahlungen, auf die sie Anrecht haben, auch tatsächlich in ihrer Kasse landen und die erforderliche Transparenz hergestellt wird.

Transparentere Welt

In der 2. Säule kommen verdeckte Geldflüsse vermutlich auch heute noch vor. Allerdings ist ihr Ausmass mit hoher Wahrscheinlichkeit in den letzten Jahren stark zurückgegangen. Gemäss einer Umfrage von Ernst & Young aus dem Jahr 2013 geht eine Mehrheit der Banken davon aus, dass Vertriebsentschädigungen (zu denen im weiteren Sinn auch die Bestandespflegekommissionen gezählt werden können) langfristig verschwinden.

Eine Welt ohne verdeckte Zahlungsflüsse muss für Pensionskassen nicht eine Welt mit tieferen Kosten sein, aber es ist eine transparentere Welt. ■