

# Mehr Licht in die Devisen-Blackbox

**Devisen-Management** Die Diskussion darüber, wie gut oder schlecht Pensionskassen ihre Devisen managen, ist alt. Neu hinzugekommen ist, dass die Kosten für Makler und Broker in der Betriebsrechnung ausgewiesen werden müssen. Dabei finden gewiefte Berater immer neue Ansätze, Sparpotenziale auszuschöpfen.



Aufgedeckt: Geheime Absprachen im Devisenmarkt.

Bild: Keystone

Devisenmärkte hatten einst den Ruf, günstig, sehr effizient und praktisch nicht manipulierbar zu sein. Dieser Ruf ist spätestens seit den aufgedeckten Manipulationen der UBS im Devisengeschäft auch in der Schweiz geschädigt.

Der Fall UBS zeigt: Wer Devisengeschäfte über einen einzigen Broker ausführen lässt – das kann der Global Custodian oder die Depotbank sein, begibt sich in eine einseitige Abhängigkeit (Principal-Agent-Problematik). Und die ist (fast) immer gefährlich. Der Devisenmarkt ist eine Blackbox. Selbst professionelle Anleger schauen zu wenig genau hin, wenn es zum Beispiel um die Absicherung von Fremdwährungen geht.

## UBS handelte gegen Kundeninteressen

Die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (Finma) stellte im November 2014 fest, dass Mitarbeitende der Grossbank wiederholt und über eine längere Zeitperiode Devisenreferenzwerte manipuliert hatten. «Mitarbeitende verhielten sich entgegen den Interessen eigener Kunden», sagt Tobias Lux, Mediensprecher der Finma. Damit versties die UBS in schwerwiegender Weise gegen die Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit.

«Jeder Stiftungsrat und Geschäftsführer einer Vorsorgeeinrichtung müsste sich spätestens jetzt die Frage nach der Best Execution im Wertschriftenhandel stellen», sagt Cengiz Temel, Währungsexperte bei der Beraterfirma Quaesta Capital. Für Temel ist klar: Devisengeschäfte sollten nach dem Prinzip Unabhängigkeit und Transparenz ausgeführt werden.

Damit aber Best Execution im Devisenhandel möglich ist, braucht es Wettbewerb und Unabhängigkeit. Das heisst: Die

Preis-anfrage muss an mehrere mögliche Gegenparteien gehen, und die preis-anfragende Partei muss von den möglichen Gegenparteien unabhängig sein. «Die Unabhängigkeit wird bei den marktüblichen FX-Management-Dienstleistungen der Depotbanken verletzt, weil auch die hauseigene Investment Bank als Gegenpartei zugelassen ist», sagt Ueli Mettler, Partner des Consultingunternehmens c-alm. Das heisst, der Kunde muss darauf vertrauen, dass in diesem Innenverhältnis wirklich faire Konditionen resultieren. Die Beteuerungen der Depotbank, dass mehrere Gegenparteien angefragt werden und die hauseigene Investment Bank den best-offerierten Preis unterbieten muss, um den Zuschlag zu erhalten, hält Mettler nur für schwer überprüfbar und damit nicht stichhaltig.

Im Fall UBS hat sich das «blinde» Vertrauen für einige Kunden jedenfalls nicht auszahlt. Ihre Devisentransaktionen haben mehr Kosten verursacht als nötig. Welche Pensionskassen zu den geprellten UBS-Kunden zählen, ist offiziell nicht bekannt. Klar ist: «Die Stiftungsräte der beruflichen Vorsorge müssen aus den Ereignissen der Vergangenheit endlich die Konsequenzen ziehen», sagt Temel und fordert konkret auch Berater auf, mehr Verantwortung zu übernehmen.

## An Professionalität mangelt es nicht generell

Berater Stephan Skaanes, Partner der Consultingfirma PPCmetrics, relativiert: «Viele Pensionskassen verfügen seit etlichen Jahren über einen unabhängigen FX-Overlay-Manager, der mit unterschiedlichen Gegenparteien handelt. Hier gibt es viele bekannte internationale und lokale Anbieter mit einer hervor-

genden Reputation.» Laut Skaanes delegieren auch viele Pensionskassen grosse Teile ihrer Devisentermingeschäfte an Vermögensverwalter, die oft unabhängig von der Depotbank sind. Zwischen der Pensionskasse und dem Vermögensverwalter besteht perfekte Interessensgleichschaltung, weil die Vermögensverwalter gegen einen Hedged-Benchmark gemessen werden und hohe Kosten sofort zu Performance-Abweichungen führen würden.

Dennoch kommen verschiedene Währungsspezialisten zum Schluss, dass der UBS-Skandal kein Einzelfall ist: Vergleicht man die bei der Abrechnung der Währungstransaktionen verwendeten Wechselkurse mit solchen, die sich zur selben Zeit im Markt idealerweise hätten realisieren lassen, ergibt sich eine einseitig schiefe Verteilung zu Lasten der Auftraggeber (siehe Grafik unten). Und wenn die Devisengeschäfte zu relativ günstigen Kursen abgerechnet wurden, so zu meist ungünstigen Konditionen. Die Höhe der Spreads (Geld-/Briefkurs) und der Marge sind oft nicht klar.

**Aufruf an kleine und mittlere PKs**

Das liegt in der Natur des FX-Geschäftes: Der faire Marktpreis zum Zeitpunkt der Ausführung ist nie bekannt. Auch das Monitoring von Forex-Kursen ist wegen fehlender oder ungenügender Information auf den Handelsbestätigungen erschwert. Sicher ist: Die Transaktionsanalysen einzelner Währungsspezialisten zeigen bei kleinen und mittleren Pensionskassen Einsparungspotenziale (siehe Ausgabe 14/2013).

Die Ergebnisse sollten sich Pensionskassen zu Gemüte führen, da sie seit 2013 die

Vermögensverwaltungsaufwendungen gemäss Art. 48a BVV2 aufzeigen müssen. Das heisst, in der Betriebsrechnung müssen die Kosten für die Makler- und Brokertätigkeit ausgewiesen werden, weil sie die Anlage-Performance beeinflussen. Mit anderen Worten, wenn Potenzial für Kostenersparnis vorliegt, muss es wahrgenommen werden.

Wenn also FX Best Execution, das heisst der Abschluss zum besten Marktpreis, mit dem Global Custodian oder der Depotbank nicht der Normalfall ist, dann muss nach Alternativen gesucht werden. Bankunabhängige FX Manager gibt es im Markt schon länger (beispielsweise Record Currency Management). «Einer Pensionskasse mit eigener Anlageverwaltung steht es zudem auch frei, das FX Management selbst beziehungsweise in direkter Zusammenarbeit mit einem Prime Broker abzuwickeln», sagt Berater Mettler von c-alm.

**Volumenunabhängiges Devisen-Prime-Brokerage**

Seit Oktober 2014 sieht das Angebot «FXBE | FX Best Execution» zur Verfügung, eine Kombination aus dem Best Execution der Quaesta Capital AG und dem FX Prime Brokerage der Zürcher Kantonalbank. «Normalerweise ist das FX Prime Brokerage Geschäft volumenabhängig» sagt Cengiz Temel von Quaesta Capital. Das heisst, dass ein FX Prime Brokerage erst dann umgesetzt werden kann, wenn das Handelsvolumen eine bestimmte Grösse hat. Dies sei bisher nur den grossen institutionellen Kunden vorbehalten gewesen. Mettler kommentiert: «Das Paket Quaesta

Capital als unabhängiger FX Overlay Manager (=Auftraggeber) und die ZKB als Abwicklungspartner (Prime Broker) erfüllen grundsätzlich die beiden Bedingungen (Unabhängigkeit, Wettbewerb), die für Best Execution notwendig sind.»

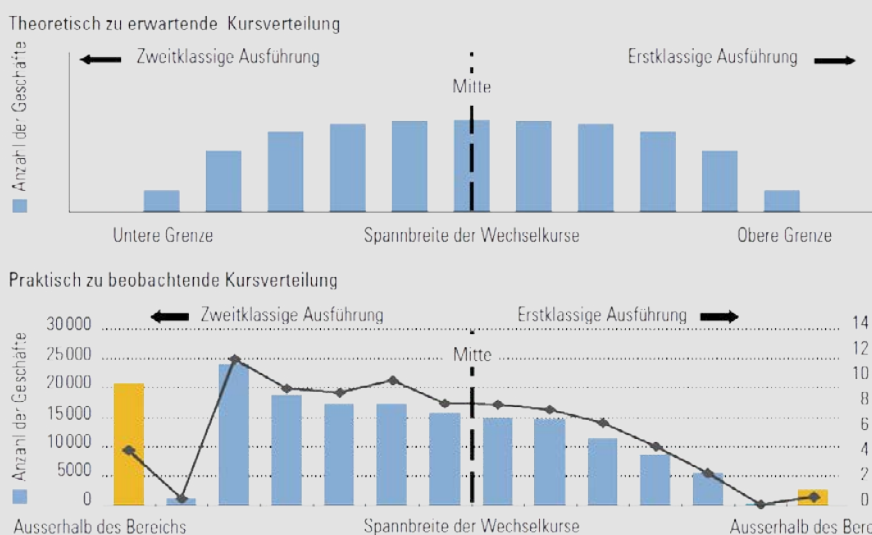
**Operative Herausforderungen**

Für Stephan Skaanes, Partner PPCmetrics, sind zusätzlich operative Aspekte zu beachten: Wie fliessen beispielsweise Devisentermingeschäfte in das laufende Reporting des Kunden? Ein separates Reporting eines Anbieters nütze dem Kunden oft wenig, wenn er diese Daten mit Aufwand und Kosten dann daneben noch ins globale Reporting verbuchen/übernehmen muss, gibt Skaanes zu bedenken. Auch gelte es operationelle Risiken beispielsweise bei der Schnittstelle in die Wertschriftenbuchhaltung zu beachten.

«Wir raten unseren Kunden nicht pauschal zu einer Lösung, sondern wir analysieren im Einzelfall, was für den Kunden am besten ist», so Skaanes. Wichtig sei vor allem, dass beim Kunden allfällige hohe FX-Kosten erkennbar sind. Schlechte FX-Ausführungen sind durch «richtiges Setzen von Benchmarks» und durch Stichprobenkontrollen ersichtlich. Gemäss seiner Erfahrungen verhält sich die überwiegende Mehrheit der Pensionskassen diesbezüglich sehr professionell: «Aussagen, dass hier flächendeckend hunderttausende von Franken gespart werden können, stehen wir deshalb mit einer gewissen Portion Skepsis gegenüber.» ♦

Susanne Kapfinger

**Studie zeigt: FX Best Execution ist nicht der Normalfall**



Die theoretisch zu erwartende Kursverteilung müsste eine symmetrische Abweichung vom Mittelwert ergeben (obere Grafik). Der Vermögensverwalter Russell Investments hat 40000 Transaktionen von institutionellen Investoren auf die Ausführungseffizienz untersucht. Die Messung zeigt eine asymmetrische Abweichung vom Mittelwert (siehe unten). Dies beweist die systematisch unvorteilhafte Ausführung von FX-Kundenaufträgen.

Quelle: Russell Investments