

**Top-Performance hat  
ihren Preis:  
Wo die Kosten der  
Vermögensverwaltung  
bei Pensionskassen  
wirklich anfallen –  
und weshalb sich der  
Aufwand für die  
Versicherten trotzdem  
lohnt.**

**Dezember 2023 | Ausgabe Schweiz**



**Swisscanto**

by Zürcher Kantonalbank

Die Schweizer Pensionskassenstudie basiert auf einer repräsentativen, jährlich durchgeführten Umfrage, an der sich jeweils Schweizer Vorsorgeeinrichtungen beteiligen, die rund 70 Prozent der Versicherten in der beruflichen Vorsorge verwalten. Im Jahr 2023 wurde die Studie zum 23. Mal durchgeführt.

Die vorliegende Analyse stützt sich auf 780 Erhebungen über einen Zeitraum von fünf Jahren (2018 bis 2022). Verwendet werden ausschliesslich Daten von jenen Instituten, die in dieser Periode jedes Jahr an der Schweizer Pensionskassenstudie teilgenommen haben (156 Beobachtungen pro Jahr und davon 16 Top-Performer und 16 Bottom-Performer). Dadurch können Variationen in den untersuchten Grössen aufgrund von Änderungen des Teilnehmerpools zwischen den Umfragejahren eliminiert werden.

### Umfassende Betrachtungsweise

Die im Vergleich zur erwerbstätigen Bevölkerung kontinuierlich steigende Zahl an Rentnerinnen und Rentnern setzt dem Schweizer Vorsorgesystem zu. Berechnungen des Bundes zufolge dürfte diese Entwicklung das Rentensystem, trotz der beschlossenen Anhebung des Rentenalters der Frauen, bereits in wenigen Jahren wieder in Schieflage bringen – vorausgesetzt, es werden keine gegenteiligen Massnahmen beschlossen. In der anhaltenden Diskussion um mögliche Anpassungen der Altersvorsorge stehen auch die Kosten für das Asset Management der Pensionskassen regelmässig im Fokus.

Diese fragmentarische Betrachtungsweise führt hin und wieder zur Ansicht, dass ein wesentlicher Teil der Vorsorgegelder im System der Vermögensverwalter versickert. Bei einer erhöhten Kostendisziplin der Beteiligten respektive einer von Grund auf neu gestalteten beruflichen Vorsorge – so die These der Kritikerinnen und Kritiker – würden die Versicherten mehr profitieren.

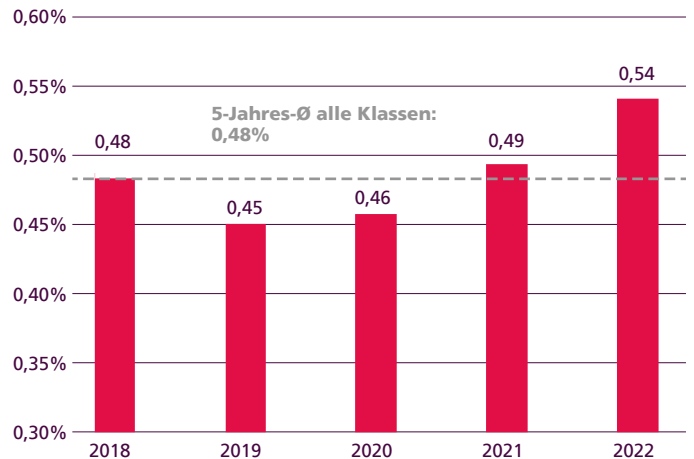
Diese Meinung stützt sich allerdings auf unvollständige Grundlagen, da sie nur die Kostenseite unter die Lupe nimmt und dadurch die gesamte an den Finanzmärkten erzielte Rendite ausser Acht lässt. Ein Bereich wohlgemerkt, der gemeinhin als «der dritte Beitragszahler» bezeichnet wird, da dieser – zusammen mit den Beiträgen von Arbeitgebenden und Arbeitnehmenden – eine wichtige Einnahmequelle der beruflichen Vorsorge bildet. Laut einer aktuellen Studie der Branchenorganisation der Schweizer Asset Management Industrie AMAS stammen vom durchschnittlichen Pensionskassenvermögen von CHF 113'000 pro Einwohner in der Schweiz – über die vergangenen fünf Jahre gerechnet – rund 28 Prozent vom dritten Beitragszahler.

Im aktuellen Fokus zur Pensionskassenstudie 2023 präsentieren wir deshalb das Gesamtbild. Mit dieser Übersicht können sich sowohl die Versicherten in den Vorsorgeeinrichtungen als auch die Arbeitgebenden und die Politik eine umfassende Meinung zum Thema bilden.

### Zusätzliche Kosten zahlen sich aus

Vorweg: Im Untersuchungszeitraum von 2018 bis 2022 sind die durchschnittlichen Vermögensverwaltungskosten tatsächlich gestiegen, nachdem sie in den ersten beiden Jahren noch leicht gesunken waren (Abbildung 1). Die prozentualen Kosten bewegen sich dabei in einer Bandbreite zwischen 0,45 Prozent im Jahr 2019 und 0,54 Prozent im Jahr 2022.

**Abbildung 1: Zunahme der Vermögensverwaltungskosten**  
Durchschnittliche Vermögensverwaltungskosten in % der kostentransparenten Anlagen (Mittelwert)



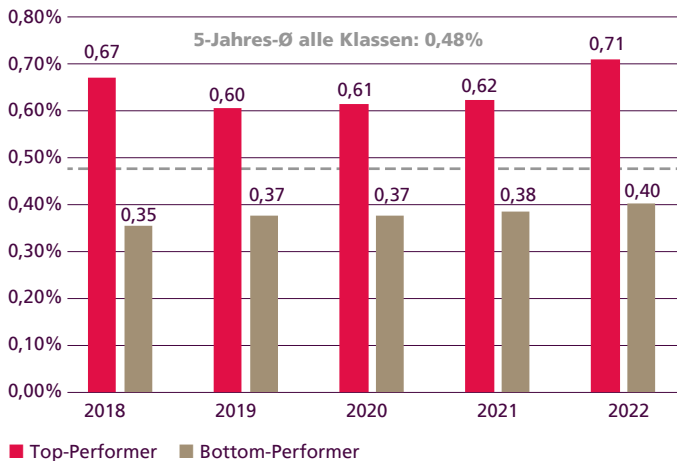
Entscheidend für die Kostensteigerung ist dabei die von den Stiftungsräten der Vorsorgeeinrichtungen festgelegte Anlagestrategie. Dabei wird deutlich, dass ein etwas aufwendigerer Investment-Ansatz für die Pensionskassen am Ende auch eine höhere Rendite generiert – und zwar nach Abzug der Vermögensverwaltungskosten. In der ganzheitlichen Betrachtungsweise zeigt sich somit, dass sich die zusätzlichen Ausgaben für die Versicherten durchaus lohnen können. Der alleinige Kostenfokus ergibt entsprechend ein unvollständiges Bild.

### Mehr Rendite für die Versicherten

Ein Blick auf die Vermögensverwaltungskosten jener Vorsorgeeinrichtungen, die in den vergangenen fünf Jahren die beste Netto Rendite erzielt hatten, und jenen Institutionen, die am Ende der Rangliste liegen, zeigt, dass der Vorsprung für die Top-Kassen nicht gratis zu haben war. Ihre Aufwendungen liegen über fünf Jahre durchschnittlich um 26 Basispunkte höher als bei der Vergleichsgruppe.

## Abbildung 2: Top-Performance kostet

Durchschnittliche Vermögensverwaltungskosten in % der kostentransparenten Anlagen

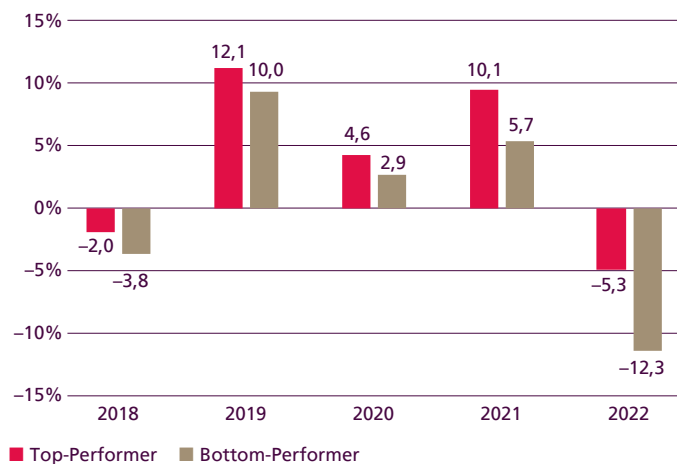


Bei den Top- respektive Bottom-Performern handelt es sich um jene zehn Prozent der Vorsorgeeinrichtungen, die in den vergangenen fünf Jahren die höchste beziehungsweise tiefste Rendite pro Jahr erzielten.

Noch augenfälliger wird der Unterschied, wenn man die Nettoerrenditen, also die Renditen nach Abzug der Kosten für die Vermögensverwaltung, der Spitzenreiter mit jenen der schwächeren Performer vergleicht (Abbildung 3).

## Abbildung 3: Deutliche Rendite-Unterschiede

Durchschnittliche Nettoerrenditen in % (nach Abzug der Kosten)



Seit 2018 haben die Vorsorgeeinrichtungen mit der besten Performance eine stattliche Nettoerrendite von durchschnittlich 3,7 Prozent pro Jahr erwirtschaftet. Dagegen mussten sich die Kassen am anderen Ende der Skala mit einer mageren jährlichen Nettoerrendite von durchschnittlich 0,2 Prozent zufriedengeben. Die tieferen Kosten haben hier also keinen Vorteil gebracht. Vielmehr kann festgehalten werden, dass die höheren Aufwendungen unter Berücksichtigung der erzielten Nettoerrendite gerechtfertigt sind.

## Unterschiedlich aufwendige Anlagen

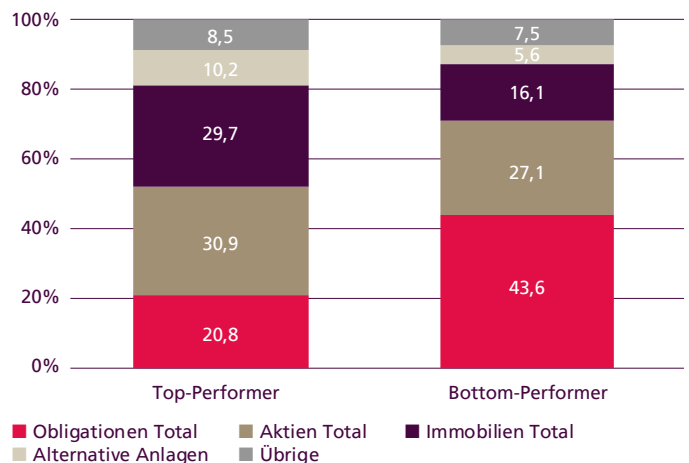
Doch wo entstehen eigentlich die zusätzlichen Kosten in der Vermögensverwaltung? Die vom Stiftungsrat der Vorsorgeeinrichtung festgelegte Anlagestrategie hat einen wesentlichen Einfluss auf die Rendite der Vermögensanlagen der Pensionskassen – und damit auch auf deren Kosten. Denn je nach Anlagekategorie und -klasse fallen unterschiedlich hohe Managementaufwände sowie Gebühren an.

Eine Reduktion von einzelnen, teureren Anlageklassen innerhalb der Asset Allokation könnte zwar die Vermögensverwaltungskosten senken. Dies ginge jedoch zu Lasten der Diversifikation und potenziell der Gesamtpendance und hätte damit sogar einen negativen Einfluss auf das Ergebnis der Vorsorgeeinrichtung. Denn nicht der Teilaspekt, die Minimierung der Vermögensverwaltungskosten, bringt den Versicherten den gewünschten Nutzen, sondern vielmehr das Erzielen einer möglichst hohen Nettoerrendite.

Gleichzeitig lassen sich die Kosten in zahlreichen Anlageklassen nicht beliebig weit reduzieren. So benötigen beispielsweise direkte Immobilien-Investments oder alternative Anlagen wie Private-Equity-Investitionen eine deutlich höhere Management-Aufmerksamkeit als der Kauf eines standardisierten, weltweit investierten Index-Fonds. Die besseren Nettoerrenditen der Top-Performer sprechen letzten Endes jedoch für eine breite Diversifizierung der Pensionskassengelder. Ein grösseres Gewicht in alternativen Anlagen, die zwar risikoreicher und auch teurer sind, hat sich in der Berichtsperiode bezahlt gemacht, wie die Ergebnisse der führenden Kassen zeigen (Abbildung 4).

## Abbildung 4: Mehr teurere Anlagen bei Top-Kassen

Asset Allokation in %



Im Analysezeitraum von 2018 bis 2022 zeigt sich, dass die Top-Performer ein signifikantes Übergewicht in für das Management deutlich zeitintensiveren, aufwendigeren und damit auch teureren alternativen Anlagen sowie Immobilien angegeben haben. Konkret investierten die renditestärksten Pensionskassen 10,2 Prozent ihres Vermögens in alternative Anlagen und 29,7 Prozent in Immobilien, während die

Vorsorgeeinrichtungen am Ende der Rangliste 5,6 Prozent alternative Anlagen und 16,1 Prozent Immobilieninvestments hielten. Im Gegenzug lag deren Anteil an Obligationen bei 43,6 Prozent (Top-Performer: 20,8 Prozent).

### Passiv ist günstiger – aber eingeschränkt

Ein Argument, welches im Zuge der Kostendiskussion bei der beruflichen Vorsorge immer wieder aufgenommen wird, ist jenes der unnötig teuren aktiven Anlagelösungen. Gefordert werden stattdessen passive, standardisierte und damit kostengünstigere Investments. Ein Blick auf die einzelnen Anlageklassen zeigt aber schnell, dass dieser Einwand zu kurz greift:

Zum einen setzen nahezu sämtliche Vorsorgeinstitute bereits heute in hohem Masse passive Anlagen (ca. 30 Prozent der Aktien- und Obligationen-Investments) ein, allerdings nur dort, wo es sinnvoll ist und es die Anlageklasse überhaupt zulässt. Tatsächlich stehen aber bei alternativen Anlagen oder direkten Immobilieninvestments entsprechende Instrumente gar nicht zur Verfügung. Wer von den erhöhten Renditechancen dieser Investments profitieren möchte, muss entsprechend zusätzliche Kosten auf sich nehmen. Dies liegt in der Natur der Sache.

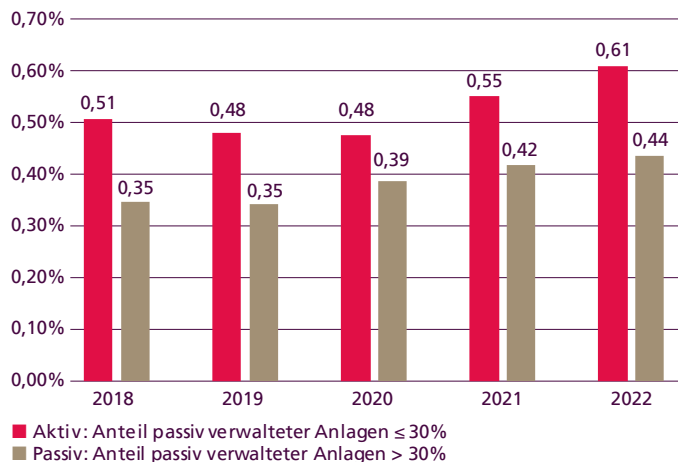
Doch selbst in der hoch liquiden Klasse der kotierten Aktienanlagen sind dem klassischen, passiven Ansatz Grenzen gesetzt. Orientiert sich ein Produkt in der Schweiz beispielsweise an den grossen Börsenindizes SMI und SPI, so dominieren derzeit die beiden Pharma-Schwergewichte Roche und Novartis sowie der Nahrungsmittelhersteller Nestlé. Der Diversifikation dürfte damit nur ungenügend Rechnung getragen werden. Selbst bei einer passiven Strategie wäre daher ein entsprechend aufwendiges Auswahlverfahren erforderlich.

Weiter unternehmen viele Vorsorgeeinrichtungen im Auftrag ihrer Versicherten zusätzliche Anstrengungen, um Nachhaltigkeitsaspekte wie Umwelt-, Sozial- und Governance-Kriterien (ESG) zu berücksichtigen. Eine umfassende Integration von Nachhaltigkeit zieht jedoch viele aktive Entscheidungen nach sich, die sich bislang nur schwer in ein passives Instrument integrieren lassen. Denn die Einflussmöglichkeiten auf die Unternehmen respektive den Index sind beschränkt. Wer folglich einen nachhaltigen Investmentansatz verfolgt, dürfte um eine aktive Vermögensverwaltung nicht umhinkommen.

Zu guter Letzt: Die Kostenunterschiede zwischen aktiv und passiv verwalteten Vermögen liegen deutlich tiefer als in der breiten Öffentlichkeit bekannt (Abbildung 5). So haben sich bis 2020 die Kosten der beiden Anlagestrategien auf unter

zehn Basispunkte angenähert. Mittlerweile liegen sie wieder etwas weiter auseinander.

**Abbildung 5: Geringe Kostenunterschiede**  
Durchschnittliche Vermögensverwaltungskosten in % der kostentransparenten Anlagen



### Fazit

Der unausgewogene Fokus auf die Kostenseite in der Vermögensverwaltung der Pensionskassen sorgt zwar für Schlagzeilen, ist aber in der Sache wenig zielführend. Denn für die Versicherten sind nicht die Kosten entscheidend, sondern eine möglichst hohe Nettorendite, also der Ertrag nach Abzug sämtlicher Aufwendungen. Schliesslich ist es die Nettorendite, die als «dritter Beitragszahler» für einen wesentlichen Teil des Vorsorgevermögens der Bürgerinnen und Bürger verantwortlich ist.

Die Gegenüberstellung der besten und schwächsten Kassen im Vergleichszeitraum zeigt, dass sich eine möglichst breite Diversifikation über alle Anlageklassen gelohnt hat. Dies schliesst auch Anlageklassen mit höheren Managementgebühren ein, deren Kosten wiederum von der Art ihrer Tätigkeit abhängig sind. Würden die Vorsorgeeinrichtungen ihr Augenmerk nur auf möglichst günstige Anlageklassen legen und dafür auf Investitionen in Immobilien oder alternative Anlagen verzichten, hätten sie einen substanziellen Teil der Rendite für ihre Versicherten verpasst. Der vorliegende Vergleich der Pensionskassen mit den über fünf Jahre besten Nettorenditen (nach Abzug der Kosten) gegenüber den Schlusslichtern belegt, dass sich im Berichtszeitraum die höheren Kosten durchaus bezahlt gemacht haben.

### Grafiken

Schweizer Pensionskassenstudie, Swisscanto

### Rechtliche Hinweise

Die Zürcher Kantonalbank hat sich bei der Erstellung dieser Publikation an den Anlagebedürfnissen und -spezifikationen schweizerischer Vorsorgeeinrichtungen orientiert; sie dient ausschliesslich Informations- und Werbezwecken und richtet sich ausdrücklich nicht an Personen ausländischer Inkorporation/Nationalität oder mit Sitz/Wohnsitz im Ausland. Die Publikation wurde von der Zürcher Kantonalbank mit geschäftsüblicher Sorgfalt erstellt. Die Zürcher Kantonalbank bietet jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der darin enthaltenen Informationen und Meinungen (insbesondere von Prognosen) und lehnt jede Haftung für Schäden ab, die sich aus der Verwendung der Publikation ergeben. Wertentwicklungen und Renditen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Diese Publikation enthält allgemeine Informationen und berücksichtigt weder persönliche Anlageziele noch die finanzielle Situation oder besonderen Bedürfnisse eines spezifischen Empfängers. Dem Empfänger wird empfohlen, die Informationen allenfalls unter Beizug eines Beraters in Bezug auf ihre Vereinbarkeit mit seinen persönlichen Verhältnissen auf rechtliche, regulatorische, steuerliche und andere Auswirkungen zu prüfen. © 11.2023 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.