

BEITRÄGE ZUR SOZIALEN SICHERHEIT

*Vermögensverwaltungskosten
in der 2. Säule*

Forschungsbericht Nr. 3/11



Schweizerische Eidgenossenschaft
Confédération suisse
Confederazione Svizzera
Confederaziun svizra

Eidgenössisches Departement des Innern EDI
Département fédéral de l'intérieur DFI
Bundesamt für Sozialversicherungen BSV
Office fédérale des assurances sociales OFAS

Das Bundesamt für Sozialversicherungen veröffentlicht in seiner Reihe "Beiträge zur Sozialen Sicherheit" konzeptionelle Arbeiten sowie Forschungs- und Evaluationsergebnisse zu aktuellen Themen im Bereich der Sozialen Sicherheit, die damit einem breiteren Publikum zugänglich gemacht und zur Diskussion gestellt werden sollen. Die präsentierten Folgerungen und Empfehlungen geben nicht notwendigerweise die Meinung des Bundesamtes für Sozialversicherungen wieder.

Autoren: Ueli Mettler, Alvin Schwendener
c-alm AG
Zwinglistrasse 6
CH – 9000 St.Gallen
Tel. +41 (0) 71 227 35 35
E-mail: info@c-alm.ch
Internet: <http://www.c-alm.ch>

Auskünfte: Jacqueline Kucera, Robert Wirz
Alters- und Hinterlassenenvorsorge
Bundesamt für Sozialversicherungen
Effingerstrasse 20
3003 Bern
Tel. +41 (0) 31 322 28 01 / +41 (0) 31 323 01 94
E-mail: jacqueline.kucera@bsv.admin.ch
E-mail: robert.wirz@bsv.admin.ch

ISSN: 1663-4659

Copyright: Bundesamt für Sozialversicherungen, CH-3003 Bern
Auszugsweiser Abdruck – ausser für kommerzielle Nutzung –
unter Quellenangabe und Zustellung eines Belegexemplares
an das Bundesamt für Sozialversicherungen gestattet.

Vertrieb: BBL, Vertrieb Publikationen, CH - 3003 Bern
<http://www.bundespublikationen.admin.ch>

Bestellnummer: 318.010.3/11d

Studie „Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule“

Auftraggeber: Bundesamt für Sozialversicherungen

Auftragnehmer: c-alm AG, St. Gallen

Ansprechperson: Ueli Mettler

Datum: 30. Mai 2011

c-alm AG

Zwinglistrasse 6
CH 9000 St. Gallen

T +41 71 227 35 35

F +41 71 227 35 30

info@c-alm.ch

www.c-alm.ch

Vorwort des Bundesamtes für Sozialversicherungen

Im Rahmen des Abstimmungskampfs zum Umwandlungssatz vom 7. März 2010 entbrannte eine Kontroverse um die Kosten der 2. Säule. Im Fokus standen insbesondere die Vermögensverwaltungskosten. Fachkreise waren sich längst bewusst: Die Vermögensverwaltungskosten, die in der Betriebsrechnung der Vorsorgeeinrichtungen ausgewiesen sind, zeigen kein vollständiges Bild. Die vorliegende Studie erlaubt erstmals eine verlässliche Aussage zur tatsächlichen Höhe der Vermögensverwaltungskosten der 2. Säule. Sie zeigt zudem Perspektiven auf, wie der Ausweis transparenter gestaltet werden kann und welche Optimierungsmöglichkeiten sich den Vorsorgeeinrichtungen bieten.

Das Interesse und die Bereitschaft der Vorsorgeeinrichtungen, sich an der Studie zu beteiligen, waren ausgesprochen erfreulich. Die anfängliche Skepsis, aufgrund des grossen zu leistenden Aufwands könnte es schwierig werden, die erforderliche Stichprobengrösse zu erreichen, war absolut unbegründet. Fast die Hälfte mehr Einrichtungen als erforderlich – nämlich deren 73 mit einer Bilanzsumme von 230 Milliarden Franken – nahmen den Aufwand auf sich. Entsprechend repräsentativ sind die Ergebnisse.

Aufgabe dieser Studie war es, die gesamten Vermögensverwaltungskosten zu ermitteln. Diese beinhalten die nicht fakturierten Vermögensverwaltungskosten, wie 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 Anlagegefässes verrechnet.

Die international für Kollektivanlagen anerkannte Kostendefinition «Total Expense Ratio» (TER) bildet als Basis den Schlüssel zu einer vollständigen Messung der Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule. Ein wichtiger Beitrag der Studie besteht darin, diese Kostendefinition adäquat auf die Vermögensanlage in der 2. Säule zu übertragen.

Die offizielle Pensionskassenstatistik weist lediglich aus, was in den Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen tatsächlich abgebildet ist: 795 Millionen Franken für 2009. Die Rechnungen der Lebensversicherer weisen zudem 286 Millionen Franken aus. Gesamthaft ergibt dies Kosten von rund 0.15 Prozent des gesamten Vorsorgevermögens. Die Studie ermittelt hingegen Vermögensverwaltungskosten von durchschnittlich 0,56 Prozent. Umgerechnet auf die gesamte Bilanzsumme der 2. Säule (Stand Ende 2009, inklusive Aktiven aus den Rückversicherungsverträgen) ergeben sich Vermögensverwaltungskosten von 3,9 Milliarden Franken.

Wie lassen sich die Ergebnisse einordnen?

Die Vorsorgeeinrichtungen haben es selber schon in der Hand, einen Teil der heute nicht sichtbaren Kosten zu erfassen und zum Vorschein zu bringen – und beispielsweise im Anhang des Geschäftsberichts zu publizieren.

Zudem zeigt die Studie den Führungsorganen der Vorsorgeeinrichtungen attraktive Optimierungsmöglichkeiten auf. Der Vergleich der in der 2. Säule in den traditionellen Anlagesegmenten offerierten Vermögensverwaltungstarife stellt dem hiesigen Banken- und Vermögensverwaltungssektor ein gutes Zeugnis aus. Der Wettbewerb spielt. Diese Chance müssen die Führungsorgane der Pensionskassen künftig noch besser nutzen. Die konkret erhobenen Vermögensverwaltungskosten variieren bei den 73 untersuchten Vorsorgeeinrichtungen zwischen 0,15 Prozent und 1,86 Prozent des Vorsorgevermögens. Viele Kassen dürften somit noch ein Optimierungspotenzial haben. Dies ist umso mehr von Bedeutung, als die Studie einen unmittelbaren Zusammenhang zwischen den gemessenen Vermögensverwaltungskosten und der zwischen 2005 und 2009 realisierten Nettorendite nachweist: je höher die Kosten, desto tiefer die realisierte Nettorendite. Kostendisziplin der Vorsorgeeinrichtung nützt also unmittelbar ihren Versicherten.

Zusätzliche gesetzliche Vorschriften sind nicht notwendig, die Anpassungen im Rahmen der Strukturreform reichen aus. Bei Bedarf könnte allenfalls die neue Oberaufsichtskommission mit methodischen Vorgaben zur Verbesserung der Transparenz beitragen.

Die alternativen Anlagen haben im Untersuchungszeitraum die Renditeversprechen nicht einlösen können: zwischen dem Anteil alternativen Anlagen und der über den Zeitraum 2005-2009 erzielten Nettorendite besteht bei den analysierten Vorsorgeeinrichtungen ein negativer Zusammenhang. Die Vorsorgeeinrichtungen nehmen ihre Eigenverantwortung wahr, der Anteil der alternativen Anlagen am gesamten Portfolio liegt gemäss Studie insgesamt bei lediglich 6,4 Prozent und damit deutlich unter gemäss den Anlagerichtlinien grundsätzlich zulässigen 15 Prozent. Ob sich trotzdem eine Anpassung der Anlagerichtlinien aufdrängt, wird im Rahmen des Berichts des Bundesrates zur Zukunft der 2. Säule zu diskutieren sein.

Die Autoren zeigen einen weiteren Entwicklungspfad auf für eine umfassendere Darstellung der Kosten des Betriebs der 2. Säule. Zwar weisen die Lebensversicherungsgesellschaften in ihren Rechnungen die Verwaltungs- und Vertriebskosten der Rückversicherung aus; diese werden heute jedoch nicht in den Jahresrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen als Verwaltungskosten gespiegelt. Durch eine Anpassung von FER 26 könnte dies geändert werden.

Fazit: Es besteht Handlungsbedarf. Die Studie zeigt klare Perspektiven im Interesse der Versicherten auf.

Martin Kaiser-Ferrari
Stellvertretender Direktor
Leiter Geschäftsfeld Alters- und Hinterlassenenvorsorge

Avant-propos de l'Office fédéral des assurances sociales

Les frais supportés par le 2^e pilier ont fait l'objet d'une vive controverse lors de la votation du 7 mars 2010 sur le taux de conversion. Le débat s'est focalisé sur les frais de gestion de la fortune. Les professionnels le savaient depuis longtemps : les montants figurant dans les comptes d'exploitation des institutions de prévoyance ne donnent pas une idée complète des frais. Le mérite de la présente étude est d'abord de permettre d'avancer pour la première fois un chiffre fiable concernant ces frais. Elle donne également des pistes pour accroître la transparence dans ce domaine et montre quelles voies s'offrent aux institutions de prévoyance pour optimiser leur pratique.

Celles-ci ont accueilli l'étude très favorablement et ont été disposées à y participer activement. Si, au début, on n'était pas sûr de pouvoir constituer l'échantillon requis en raison de l'ampleur des tâches à accomplir, la crainte s'est avérée totalement infondée. 73 institutions au total (somme totale des bilans : 230 milliards de francs), soit une fois et demie le nombre d'institutions nécessaire, ont apporté leur concours, d'où la grande représentativité des résultats.

La présente étude avait pour but de calculer la totalité des frais de gestion de la fortune, y compris les frais de gestion non facturés, des commissions et des frais de transaction afférents aux véhicules de placement collectifs. Ceux-ci ne sont pas imputés à l'institution de prévoyance, mais déduits directement de l'évolution de la valeur du capital investi.

Pour mesurer l'ensemble des frais du 2^e pilier, on s'est basé sur la définition des frais dans les placements collectifs usuelle à l'échelle internationale, le « total expense ratio » (TER). L'étude a ainsi apporté cette contribution importante : elle a transposé adéquatement cette définition des frais à l'ensemble des placements de la fortune dans le 2^e pilier.

La statistique officielle des caisses de pensions n'indique comme frais de gestion de la fortune que ce qui figure dans les comptes d'exploitation des institutions de prévoyance, soit un montant de 795 millions de francs pour 2009. Une somme de 286 millions figure en plus dans les comptes des assureurs-vie. Au total, les frais susmentionnés correspondent à 0,15 % de l'ensemble de la fortune de prévoyance. L'étude montre quant à elle que les frais de gestion de la fortune représentent en moyenne à 0,56 % des placements, soit, appliqué à la somme totale du bilan du 2^e pilier (fin 2009, y compris les actifs liés aux contrats de réassurance), un montant de 3,9 milliards de francs.

Quelles conclusions tirer de ces résultats pour la prévoyance professionnelle?

Les institutions de prévoyance sont déjà en mesure d'identifier, de saisir et de faire apparaître elles-mêmes une partie des frais « invisibles »; elles peuvent par exemple les publier dans l'annexe aux comptes annuels.

L'étude propose de plus aux organes de gestion des institutions de prévoyance des pistes intéressantes pour optimiser leurs pratiques. La comparaison au plan international des tarifs de gestion de fortune pratiqués dans les catégories de placement traditionnelles du 2^e pilier permet d'attribuer une bonne note aux banques et aux gérants de fortune suisses. La concurrence fonctionne. Il faut que les dirigeants des caisses de pension utilisent encore mieux cette opportunité. Dans les 73 institutions de prévoyance étudiées, les frais de gestion de la fortune supportés vont de 0,15 % à 1,86 % de la fortune de prévoyance. Beaucoup de caisses devraient donc disposer encore d'un potentiel d'optimisation. Cela est d'autant plus important que l'étude montre qu'il existe une corrélation directe entre les frais de gestion de la fortune et les rendements nets réalisés entre 2005 et 2009 : plus les frais sont élevés, plus le rendement net obtenu est bas. Lorsque les institutions de prévoyance accordent une grande attention aux frais, les assurés en tirent donc un bénéfice immédiat.

Il n'est pas nécessaire de créer des règles légales supplémentaires, car les adaptations de la réforme structurelle sont suffisantes. La nouvelle Commission de haute surveillance pourrait, le cas échéant, favoriser un accroissement de la transparence en formulant des instructions sur la méthode à adopter.

Quant aux placements alternatifs, ils n'ont pas tenu leurs promesses de rendement dans la période considérée : entre 2005 et 2009, le rendement réalisé par les institutions de prévoyance analysées est inversement proportionnel à la part des placements alternatifs. Les institutions de prévoyance assument leurs responsabilités ; selon l'étude, la part moyenne des placements alternatifs dans les portefeuilles n'est que de 6,4 %, soit beaucoup moins que les 15 % autorisés dans les directives de placement. La question de la nécessité d'adapter ces directives pourra être abordée dans le cadre du rapport du Conseil fédéral sur l'avenir du 2^e pilier.

Les auteurs tracent une autre piste pour que les frais du 2^e pilier apparaissent plus complètement. Si les frais d'administration et de distribution de la réassurance apparaissent bien dans les comptes des compagnies d'assurance-vie, ils ne figurent en revanche pas en tant que tels dans les comptes annuels des institutions de prévoyance. Une modification des recommandations RPC 26 permettrait de changer les choses.

Il apparaît en conclusion qu'il est nécessaire d'agir. Dans cette perspective, l'étude dessine des pistes claires dans l'intérêt des assurés.

Martin Kaiser-Ferrari
Directeur suppléant
Chef du domaine Vieillesse et survivants

Premessa dell'Ufficio federale delle assicurazioni sociali

Nel corso della campagna per la votazione del 7 marzo 2010 sull'aliquota di conversione è esplosa una controversia sui costi del secondo pilastro. Al centro della polemica, le spese di amministrazione del patrimonio. Gli ambienti specializzati erano da tempo consapevoli che le spese di amministrazione del patrimonio dichiarate nei conti d'esercizio degli istituti di previdenza non offrono che un quadro parziale della realtà. Il presente studio dà per la prima volta un quadro attendibile della loro reale entità e formula proposte per migliorare la trasparenza della loro dichiarazione schizzando al contempo le possibilità di ottimizzazione a disposizione degli istituti di previdenza.

Gli istituti di previdenza hanno partecipato allo studio con grande interesse e disponibilità. Lo scetticismo iniziale – si temeva che, a causa degli oneri comportati dalla partecipazione, sarebbe stato difficile raggiungere il quorum necessario – si è rivelato del tutto infondato. Il numero degli istituti che hanno partecipato allo studio ha superato di quasi la metà il minimo richiesto (cioè 73 istituti con una somma di bilancio di 230 miliardi di franchi). I risultati dello studio sono quindi assai rappresentativi.

Scopo dello studio era di identificare le spese complessive, cioè anche quelle non fatturate, dell'amministrazione del patrimonio, vale a dire gli emolumenti e le spese di transazione generati dagli investimenti collettivi. Queste spese infatti non sono fatturate agli istituti di previdenza, ma vengono detratte direttamente dall'evoluzione del valore del capitale investito.

La definizione delle spese internazionalmente riconosciuta per gli investimenti collettivi – la Total Expense Ratio (TER) – costituisce la base per un computo completo delle spese di gestione del patrimonio del secondo pilastro. Un contributo importante del presente studio è l'adeguata applicazione della TER agli investimenti del secondo pilastro.

La statistica ufficiale delle casse pensioni rileva unicamente le spese dichiarate nei conti d'esercizio degli istituti di previdenza, cioè, per il 2009, 795 milioni di franchi. Altri 286 milioni di franchi risultano dai conti delle compagnie di assicurazione sulla vita. Le spese d'amministrazione del patrimonio dichiarate ammontano dunque complessivamente allo 0,15 per cento circa del capitale previdenziale. Secondo i calcoli dello studio, invece, per lo stesso anno le spese di amministrazione del patrimonio corrispondono in media allo 0,56 per cento del capitale investito. Applicando questa percentuale alla somma di bilancio complessiva del secondo pilastro (aggiornata alla fine del 2009, inclusi gli attivi dei contratti di riassicurazione), le spese di amministrazione del patrimonio ammontano in totale a 3,9 miliardi di franchi.

Come vanno valutati i risultati?

Gli istituti di previdenza hanno già ora la possibilità di rilevare e portare alla luce una parte delle spese sommerse – per esempio pubblicandole nell'allegato al rapporto di gestione.

Inoltre, lo studio propone agli organi dirigenti degli istituti di previdenza interessanti possibilità di ottimizzazione. Il confronto tra le tariffe praticate per il secondo pilastro per gli investimenti tradizionali assegna buoni voti alle banche e al settore della gestione patrimoniale indigeni. Dato che la concorrenza funziona, in futuro gli organi dirigenti delle casse pensioni dovranno sfruttare ancora meglio questa possibilità. Le spese di amministrazione del patrimonio rilevate per i 73 istituti di previdenza analizzati variano dallo 0,15 all'1,86 per cento del capitale previdenziale. Molte casse dovrebbero quindi avere ancora un certo potenziale di ottimizzazione. A maggior ragione, se si considera che lo studio dimostra l'esistenza di un rapporto diretto tra le spese di amministrazione del patrimonio e il rendimento netto conseguito tra il 2005 e il 2009: più alte sono le spese, più basso è il rendimento. Il contenimento dei costi da parte degli istituti di previdenza va dunque a vantaggio degli assicurati.

Non sono necessarie nuove prescrizioni legali: le modifiche previste dalla riforma strutturale sono sufficienti. Qualora ve ne fosse necessità, la costituenda Commissione di alta vigilanza potrebbe tuttavia emanare direttive di metodo finalizzate ad una maggior trasparenza.

Nel periodo studiato, gli investimenti alternativi non hanno mantenuto le promesse: nel caso degli istituti di previdenza analizzati, tra il 2005 e il 2009 la quota degli investimenti alternativi è stata inversamente proporzionale al rendimento netto conseguito. Gli istituti di previdenza agiscono responsabilmente: gli investimenti alternativi rappresentano secondo lo studio soltanto il 6,4 per cento del portafoglio complessivo, cioè una quota nettamente inferiore al 15 per cento consentito dalle pertinenti prescrizioni. Un'eventuale ulteriore modifica delle prescrizioni d'investimento sarà tuttavia oggetto di discussione nel quadro del rapporto del Consiglio federale sul futuro del secondo pilastro.

Gli autori segnalano anche un'altra possibile via per una più completa rilevazione dei costi d'esercizio del secondo pilastro. Attualmente, le spese di amministrazione e distribuzione della riassicurazione sono registrate nei conti delle compagnie di assicurazione sulla vita, ma non compaiono quali spese di amministrazione nei conti annuali degli istituti di previdenza. Questa situazione potrebbe essere modificata adeguando le norme RPC 26.

Conclusione: appurata la necessità di intervenire, lo studio propone chiare linee di azione nell'interesse degli assicurati.

Martin Kaiser-Ferrari
Direttore supplente
Capo dell'Ambito Vecchiaia e superstiti

Foreword of the Federal Social Insurance Office

As part of the campaign for the referendum on 7 March 2010 to amend the pension conversion rate, controversy flared up surrounding 2nd pillar costs. The focus of this controversy was on asset management costs. Experts have long been aware that the asset management costs reported in pension funds' operating statements do not show the complete picture. This study makes it possible for the first time to reliably state the actual extent of 2nd pillar asset management costs. It also outlines ways in which these costs can be stated more transparently as well as the opportunities open to pension funds for optimization.

The interest and readiness of pension funds to take part in the study were extremely pleasing. Initial scepticism that the significant amount of effort needed might make it difficult to achieve the required sample size was quite unfounded. Almost fifty percent more pensions funds than expected – i.e. 73 pension funds with assets totalling CHF 230 billion – made the effort to take part. The findings are commensurately representative.

The aim of the study was to identify total asset management costs. These include non-invoiced asset management costs, such as fees and transaction costs that are incurred within collective investment vehicles. These costs are not invoiced to the pension fund; instead, they are allocated directly with the performance within the collective assets.

The internationally recognized method of defining costs for collective investments, the total expense ratio (TER), is the fundamental key to measuring 2nd pillar asset management costs fully. One of the study's main contributions is to apply this cost definition to 2nd pillar investments in an appropriate manner.

Official pension fund statistics only include what is actually shown in the funds' operating statements – CHF 795 million in 2009. An additional CHF 286 million is stated in the life insurers' accounts. All in all, this equates to costs amounting to about 0.15 percent of total pension fund assets. The study, however, calculates asset management costs averaging 0.56 percent. If this figure is applied to the total assets of the 2nd pillar (as at end-2009, including assets from reinsurance contracts), the asset management costs amount to CHF 3.9 billion.

How can the findings be interpreted?

The pension funds have the means at their disposal to calculate and disclose part of the costs that are currently not visible – and, for instance, to publish these figures in the notes to their annual report.

Moreover, the study presents pension fund management bodies with attractive opportunities for optimization. A comparison of the asset management rates offered in traditional investment segments within 2nd pillar gives the local banking and asset management sector a good rating. Competition is fulfilling its role. In future, pension fund management bodies must make even better use of this oppor-

tunity. The asset management costs actually charged vary from 0.15 percent to 1.86 percent of pension fund assets across the 73 pension funds investigated. Many funds must therefore still have potential for optimization. This is all the more significant since the study shows a direct correlation between the asset management costs measured and the net yields between 2005 and 2009 – the higher the costs, the lower the net yield. Cost discipline in pension funds therefore has a direct benefit for the insured.

Additional legal provisions are not required: amendments as part of the structural reform process are sufficient. Where necessary, the new supervisory committee could provide methodological specifications to improve transparency.

In the period surveyed, alternative investments did not yield the returns that had been promised: at the pension funds analysed, there was a negative correlation between the proportion of assets allocated to alternative investments and the net return achieved in the period 2005 - 2009. Pension funds are aware of their own responsibilities: according to the study, alternative investments made up only 6.4 percent of the overall portfolio – significantly less than the 15 percent permitted in investment guidelines. Whether there is still a need to adapt investment guidelines will be discussed in the Federal Council's report on the future of the 2nd pillar.

The authors highlight a further line of development for a more comprehensive way of reporting 2nd pillar operating costs. Although life insurance companies report the administrative and sales costs of reinsurance in their accounts, these costs are not currently stated as administrative costs in pension funds' annual financial statements. Amending FER 26 could change this situation.

In conclusion, there is a need for action. The study outlines some clear perspectives in the interests of the insured.

Martin Kaiser-Ferrari
Deputy Director
Head of Old-Age and Survivors' Insurance

Inhaltsverzeichnis

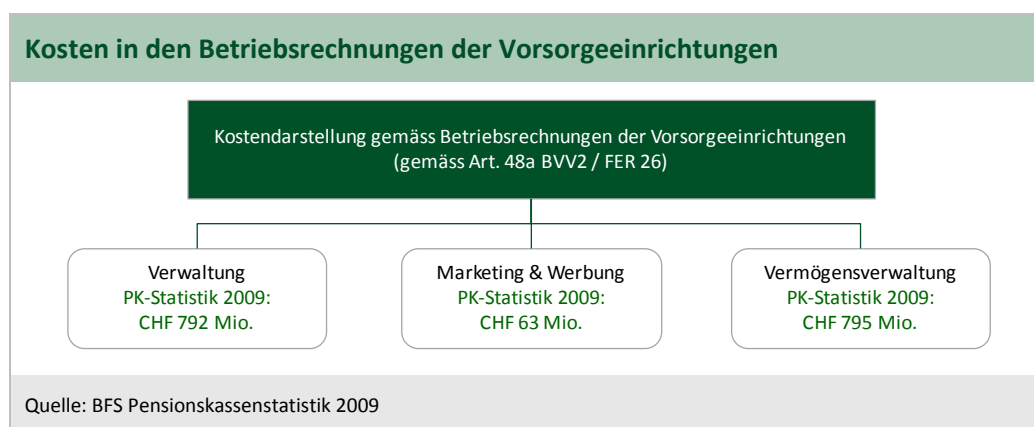
Zusammenfassung.....	iii
Résumé.....	ix
Riassunto.....	xv
Summary.....	xxi
1. Struktur der Studie.....	1
2. Definition der Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule.....	3
2.1. Allgemeine Kostendefinition.....	3
2.2. Verhältnis zu bisherigen Kostenerhebungen.....	5
2.3. Segmentspezifische Anpassungen der TER-Definition.....	7
2.3.1. Interne Vermögensbewirtschaftung.....	8
2.3.2. Immobilien.....	8
2.3.3. Fund-of-Fund Strukturen.....	10
2.3.4. Fund-of-Fund Strukturen: Spezialfall Hedge Funds.....	11
2.3.5. Fund-of-Fund Strukturen: Spezialfall Private Equity.....	14
2.3.6. Strukturierte Produkte.....	16
2.4. Limiten der Kostendefinition.....	17
2.5. Beschreibung des gewählten Vorgehens.....	20
2.5.1. Definition der Vermögensverwaltungskosten.....	21
2.5.2. Schätzung von Kostenparametern.....	21
2.5.3. Durchführung der Primärdatenerhebung.....	22
2.5.4. Verifikation, Plausibilisierung und Vervollständigung der Daten.....	24
2.5.5. Datenkonsolidierung und –interpretation.....	24
3. Quantifizierung der erhobenen Vermögensverwaltungskosten.....	27
3.1. Konsolidierte Analyse der Vermögensverwaltungskosten.....	27
3.1.1. Gesamtkosten pro Vorsorgeeinrichtung.....	27
3.1.2. Zusammensetzung der Gesamtkosten.....	28
3.1.3. Gesamtkosten nach Art der Vorsorgeeinrichtung.....	30
3.1.4. Zwei Kostenhypothesen im Elchtest.....	31
3.2. Synthese aus den kategorienspezifischen TER-Analysen.....	34
3.3. Synthese aus den kategorienspezifischen TTC-Analysen.....	36
4. Gegenüberstellung der erhobenen Vermögensverwaltungskosten.....	39
4.1. Beurteilung der Vermögensverwaltungsgebühren.....	39
4.1.1. Vergleich mit institutionellen Gebührenpublikationen.....	39

4.1.2.	Vergleich mit Gebührenpublikationen im Privatkundensegment	45
4.1.3.	Beurteilung der Wettbewerbssituation	45
4.2.	Beurteilung der Transaktionskosten.....	47
4.3.	Beurteilung der Vermögensverwaltungskosten im weiteren Sinn.....	49
5.	Schätzung der Vermögensverwaltungskosten für die 2. Säule	51
6.	Handlungsoptionen zur Optimierung der Vermögensverwaltungskosten	53
6.1.	Erhöhung der Kostentransparenz.....	53
6.2.	Konsolidierung der Anlageorganisation.....	55
6.3.	Erhöhung der Steuereffizienz	59
6.4.	Reduktion der alternativen Anlagequote	62
6.5.	Passivierung der Vermögensanlagen.....	64
6.6.	Realisierung von Skalenvorteilen.....	65
6.7.	Beurteilung der Handlungsoptionen	67
7.	Die Kosten in der Rückversicherung.....	69
7.1.	Institutionelle Rahmenbedingungen	70
7.2.	Darstellung der Kosten aus Rückversicherungsverträgen	71
7.3.	Offenlegung des Rückversicherungsgeschäfts in der 2. Säule.....	73
7.4.	Herstellung von Kostentransparenz	75
7.5.	Handlungsoptionen	76
8.	Schlussfolgerungen und Ausblick	79
Anhang 1: Quellenverzeichnis		81
Anhang 2: Kategorienspezifische TER-Analysen.....		83
Anhang 3: Kategorienspezifische TTC-Analysen.....		95
Anhang 4: Kosteneffekt der „Legal Quote“		99

Zusammenfassung

Die Kostendarstellung in der 2. Säule wird durch Art. 48a BVV2 geregelt: In der Betriebsrechnung einer Vorsorgeeinrichtung müssen gemäss Art. 48a BVV2 die drei Teilaggregate Administrative Verwaltungskosten, Marketing- und Werbekosten sowie Vermögensverwaltungskosten unterschieden werden. Gemäss Pensionskassenstatistik 2009¹ betragen die konsolidierten Aufwendungen für diese drei Kostenaggregate CHF 792 Mio. (Administrative Verwaltungskosten), CHF 63 Mio. (Marketing- und Werbekosten) und CHF 795 Mio. (Vermögensverwaltungskosten).

**Kosten-
situation der 2.
Säule: Status
Quo**



Nun ist es ein offenes Geheimnis, dass die Rechnungslegung der Vorsorgeeinrichtung nicht alle tatsächlichen anfallenden Kosten verarbeiten kann. Die unvollständige Kostendarstellung in der 2. Säule ist im Wesentlichen auf zwei Gründe zurückzuführen:

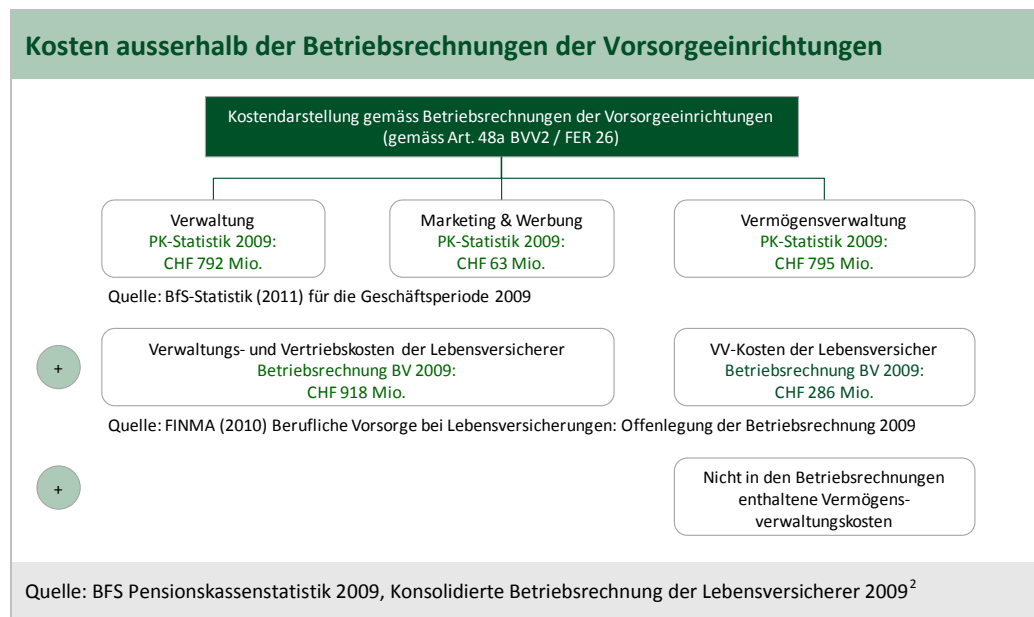
**„Unsichtbare
Kosten“ der 2.
Säule**

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-,

¹ siehe BFS (2011)

Vertriebs- und Vermögensverwaltungsaufwendungen der Versicherungsgesellschaft. Da die Vorsorgeeinrichtungen die (Gesamt-) Prämien als Versicherungsaufwand abbuchen, erscheinen diese in den Prämien enthaltenen Kostenbestandteile ebenfalls nicht als solche in den Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen.

Der Vollständigkeit halber sei erwähnt: 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.



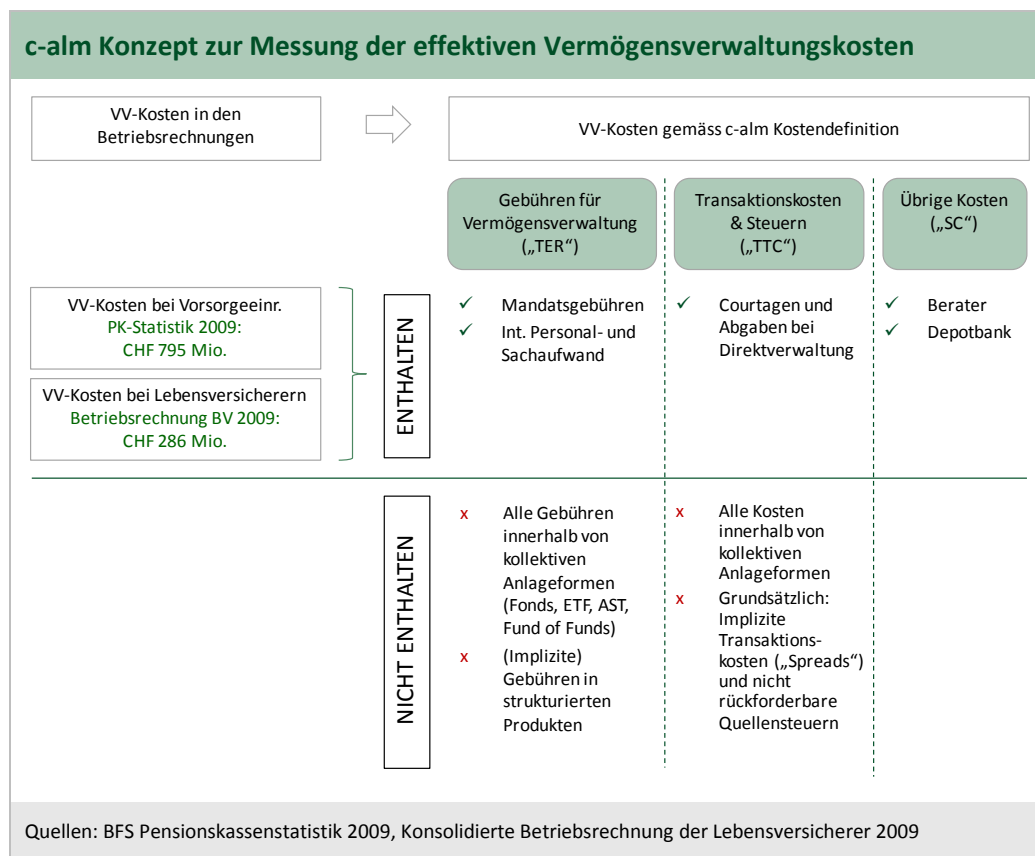
Die vorliegende Studie widmet sich nun explizit der Quantifizierung und Beurteilung der nicht durch die Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen erfassten Kostenbestandteile. Der Schwerpunkt liegt dabei auf der Messung der Vermögensverwaltungskosten.

Gegenstand der Studie

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.

Konzept zur Messung der Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule

² siehe FINMA (2010)



Auf Basis dieser Kostendefinition wurde bei 73 Vorsorgeeinrichtungen mit einer kumulierten Bilanzsumme von CHF 230 Mrd. eine Kostenerhebung durchgeführt. Die mit der Kostendefinition in der Stichprobe erhobenen Vermögensverwaltungskosten liegen in einem Bereich zwischen 0.15% und 1.86% des Vorsorgevermögens. Der volumengewichtete Durchschnittswert beträgt 0.45%.

Primärdaten-
erhebung
durch c-alm

Werden die in der Stichprobe gemessenen Kosten den mit den Vermögensanlagen über den Zeitraum 2005-2009 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. Es zahlt sich also aus, in der Vermögensanlage Kostendisziplin walten zu lassen.

Performance
versus Kosten

Das Kostenaggregat „TER“ trägt über 70% (73,4%) zur Gesamtkostenbelastung der Vermögensverwaltung bei. Am stärksten fallen dabei die alternativen Anlagen mit einem Kostenanteil von 33,2% ins Gewicht, dies trotz ihres geringen Anteils von durchschnittlich 6.4% an den gesamten Vermögensanlagen gemäss Studie. Die Gebühren im Immobilien-, Aktien- und Obligationensegment generieren 17.1%, 12.4% respektive 9.7% der gesamten Vermögensverwaltungskosten. Die Transaktionskosten und Steuern (TTC) beinhalten die im Wertschriftenhandel anfallenden Gebühren sowie inländische und ausländische Steueransprüche; die so entstehende Kostenlast

Zusammen-
setzung der
Kosten

beträgt total 22.2%. 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% nur unwesentlich ins Gewicht.

Bei der Ermittlung der Vermögensverwaltungskosten für die gesamte 2. Säule ist zu beachten, dass die Stichprobe 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% des verwalteten Vermögens. Bei der Hochrechnung wurde mit CHF 698 Mrd. die gesamte Bilanzsumme der 2. Säule berücksichtigt – also die Summe der Anlagevermögen bei den Vorsorgeeinrichtungen (599 Mrd.) sowie der Aktiven aus Versicherungsverträgen (99Mrd.)

Hochrechnung der Vermögensverwaltungskosten auf die gesamte 2. Säule

Damit resultiert für die gesamten Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule ein Betrag von CHF 3'900 Mio.

VV-Kosten CHF 3'900 Mio.

Den Vermögensverwaltungskosten von insgesamt CHF 3'900 Mio. steht aber auch eine sehr konkrete und nicht zu vernachlässigende Leistung gegenüber: Für (durchschnittlich) 0.56% des Anlagevermögens erhält eine in der Schweiz domizilierte Vorsorgeeinrichtung Zugang zu einer Kapitalmarktinфраstruktur, 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.

Beurteilung der gemessenen Vermögensverwaltungskosten

Für die Pensionskassenverantwortlichen bieten sich verschiedene Möglichkeiten, die Vermögensverwaltungskosten zu optimieren. Zum einen reizen nicht alle Vorsorgeeinrichtungen den grundsätzlich verfügbaren Anbieterwettbewerb aus. Eine periodische Neuverhandlung beziehungsweise Neuausschreibung der Mandatsbeziehungen ist deshalb sinnvoll. Zum anderen können verschiedene Pensionskassen die Steuerlast (ausländische Quellensteuern, inländische Transaktionssteuern) der eigenen Anlageorganisation durch den Einsatz steuereffizienter Anlageformen reduzieren. Andere kostenreduzierende Massnahmen – wie beispielsweise die Reduktion der

Handlungsoptionen: Realisierung von Einsparungspotenzialen

alternativen Anlagequote, die Substitution eines aktiven Bewirtschaftungsstils durch einen kostengünstigeren, passiven Bewirtschaftungsstil oder die Entbündelung mehrstufiger Dachfonds-Strukturen – implizieren jedoch immer auch das Risiko entgangener Gewinne (Opportunitätskosten), was vom Stiftungsrat als verantwortliches Organ sorgfältig abzuwägen ist.

Für die Analyse der im Rückversicherungsprozess entstehenden Verwaltungs- und Vertriebskosten wird auf die konsolidierte Betriebsrechnung der Lebensversicherer, die das mit Vorsorgeeinrichtungen der 2. Säule abgeschlossene Rückversicherungsgeschäft zusammenfasst, abgestellt. Gemäss den von der FINMA erlassenen Gliederungsvorschriften muss das Betriebsergebnis in einen Sparprozess, einen Risikoprozess und einen Kostenprozess aufgeteilt werden. Aus dem Kostenprozess resultieren für das Kollektivgeschäft in der 2. Säule ein konsolidierter Kostenaufwand von CHF 918 Mio. (Aufwandseite der Lebensversicherer) respektive Einnahmen aus Kostenprämien von CHF 722 Mio. (Ertragsseite der Lebensversicherer und gleichzeitig Aufwandseite der Vorsorgeeinrichtungen) und damit für die Lebensversicherer ein Kostendefizit von CHF 196 Mio. Da aber dieses Kostendefizit mit Überschussbeteiligungsansprüchen der Vorsorgeeinrichtungen verrechnet wird, repräsentiert der konsolidierte Kostenaufwand von CHF 918 Mio. aus der Sicht der Vorsorgeeinrichtungen die tatsächlich zu tragenden Verwaltungs- und Vertriebskostenbelastung.

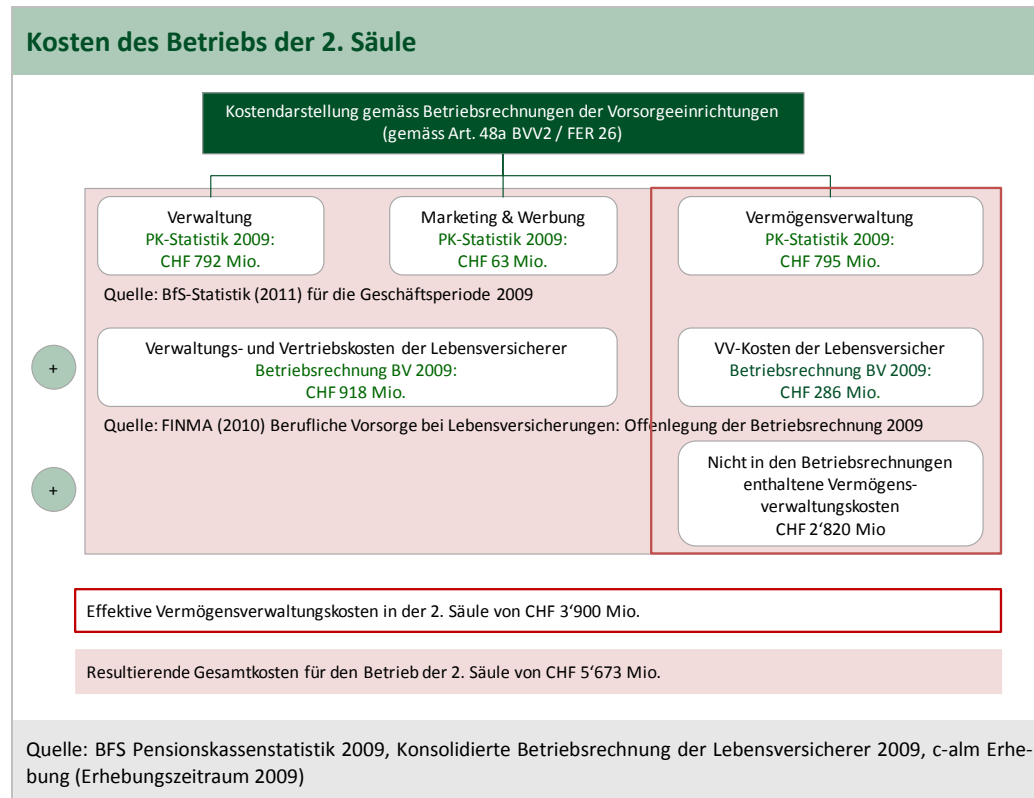
Eine Transparentmachung dieser Kosten in den Jahresrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen wäre einfach zu erreichen: Denn jede Vorsorgeeinrichtung, die eine Rückversicherung (Vollversicherung oder auch nur Risikoversicherung) abgeschlossen hat, erhält vom Rückversicherer in der jährlichen Abschlussrechnung eine exakte Aufteilung der bezahlten Prämie in einen Spar-, Risiko- und Kostenteil geliefert. Anstatt nun gemäss heutiger Usanz die gesamte Prämie als Versicherungsaufwand zu buchen, wäre der Kostenteil buchhalterisch abzugrenzen und als Verwaltungskosten zu erfassen. Damit würden neu die gesamten Kostenprämien transparent und verursachergerecht in den Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen verarbeitet.

Unter Berücksichtigung der im Rahmen der Primärdatenerhebung ermittelten Vermögensverwaltungskosten und der bei den Lebensversicherern entstehenden Kosten resultiert für die 2. Säule die folgende konsolidierte Kostensituation:

Kosten aus Rückversicherungsprozess

Handlungsoption: transparenter Ausweis der Rückversicherungskosten bei den Vorsorgeeinrichtungen

Kosten des Betriebs der 2. Säule



Das auf diese Weise ermittelte Kostentotal in der 2. Säule beläuft sich auf CHF 5'673 Mio. und setzt sich wie folgt zusammen:

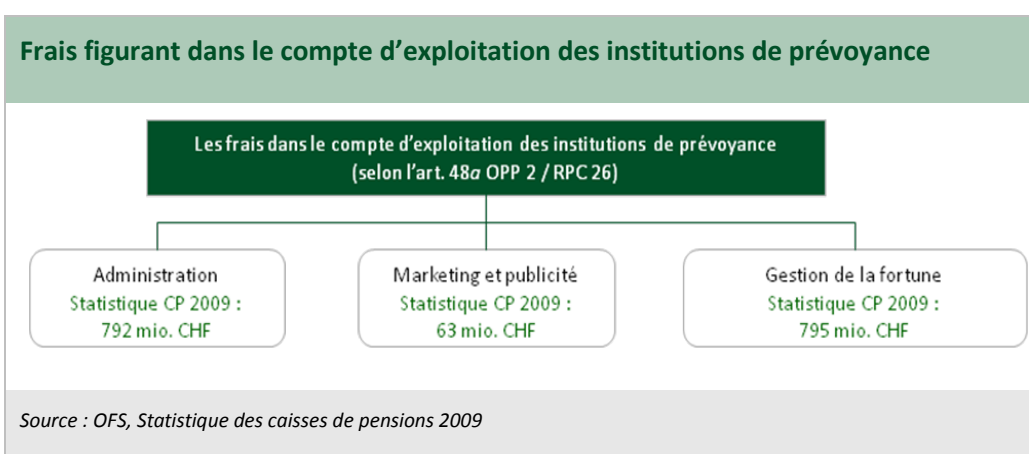
**Zusammen-
setzung der
Kosten**

- Verwaltungskosten CHF 792 Mio. (gemäss BfS Statistik)
- Marketing- und Werbekosten CHF 63 Mio. (gemäss BfS Statistik)
- Kostenaufwendungen der 2. Säule aus Rückversicherung CHF 918 Mio. (gemäss konsolidierter Betriebsrechnung Berufliche Vorsorge der Lebensversicherungsgesellschaften)
- Vermögensverwaltungskosten CHF 3'900 Mio. (gemäss c-alm Erhebung)

Résumé

L'art. 48a OPP 2 régleme la présentation des frais du 2^e pilier. Il prévoit que le compte d'exploitation des institutions de prévoyance distingue trois sous-catégories de frais : les frais de l'administration générale, les frais de gestion de la fortune et les frais de marketing et de publicité. Les charges consolidées de ces trois sous-catégories s'élevaient à 792 millions de francs (administration), 63 millions de francs (marketing et publicité) et 795 millions de francs (gestion de la fortune), selon la Statistique des caisses de pensions 2009³.

Les frais du
2^e pilier :
statu quo



Chacun sait cependant que tous les frais n'apparaissent pas dans la comptabilité des institutions de prévoyance. Les lacunes existantes s'expliquent surtout par les deux raisons suivantes :

Les frais
« invisibles »
du 2^e pilier

Certains frais de gestion de la fortune ne figurent pas dans les comptes d'exploitation : Les principaux frais concernés sont des commissions et des frais de transaction liés aux véhicules collectifs. Ils ne sont pas imputés à l'institution de prévoyance, mais déduits directement de l'évolution de la valeur du véhicule, dans la fortune collective. Ils n'apparaissent donc pas dans les comptes d'exploitation des institutions de prévoyance. N'apparaissent pas non plus dans les comptes d'exploitation les frais inclus dans le prix des produits structurés, les frais de transaction implicites (courants sur le marché des obligations) et les impôts à la source étrangers dont le remboursement ne peut pas être demandé.

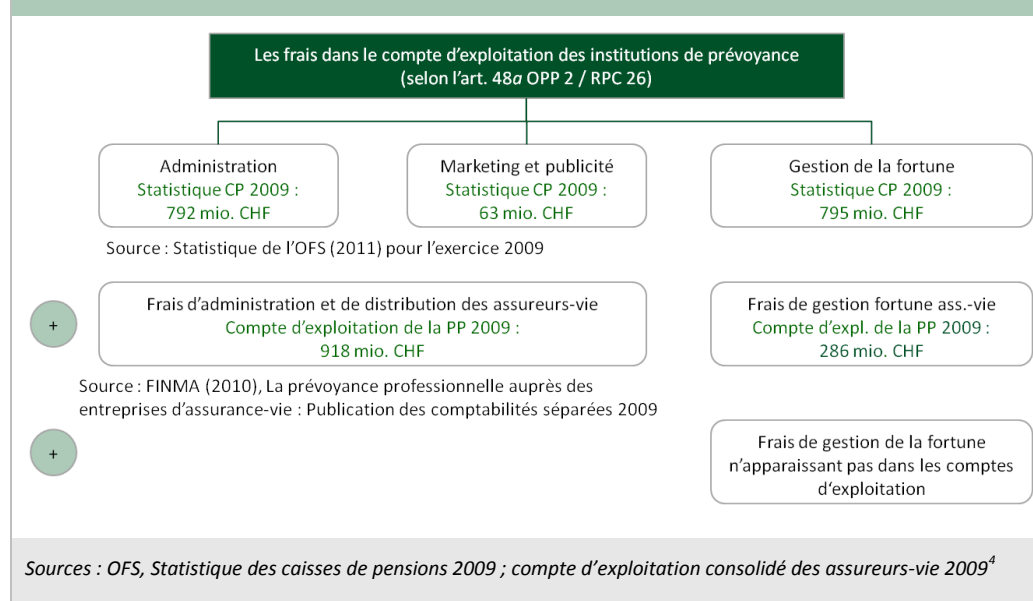
Les primes de frais des contrats d'assurance sont comptabilisées en tant que charges d'assurance : Les primes de risque ou d'assurance intégrale versées par les institutions de prévoyance comprennent implicitement des frais d'administration, de distribution et de gestion de la fortune supportés

³ Cf. OFS (2011).

par la société d'assurance. Comme les institutions de prévoyance comptabilisent l'ensemble des primes dans les charges d'assurance, ces frais n'apparaissent pas en tant que tels dans les comptes d'exploitation des institutions de prévoyance.

Enfin, il faut aussi préciser que les frais de personnel et d'infrastructure supportés volontairement par l'employeur ou qui ne sont pas imputés à l'institution de prévoyance peuvent être totalement ou partiellement absents de ce compte.

Frais n'apparaissant pas dans le compte d'exploitation des institutions de prévoyance



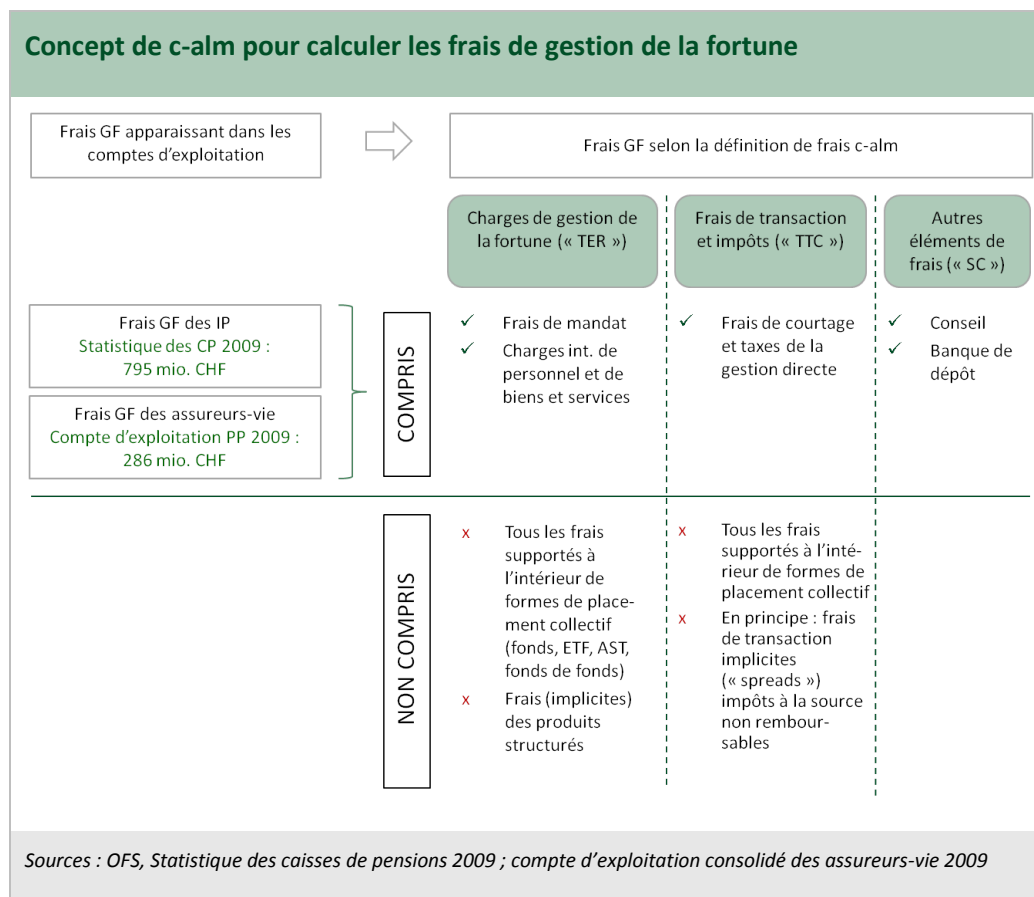
La présente étude quantifie les éléments des frais qui n'apparaissent pas dans le compte d'exploitation des institutions de prévoyance et livre une appréciation des chiffres obtenus. Elle met l'accent sur le calcul des frais de gestion de la fortune.

Objet de l'étude

Dans ce but, elle propose une définition fondamentalement nouvelle des frais. Ceux-ci comprennent non seulement les charges facturées, mais encore les frais de gestion de la fortune non facturés. La définition distingue trois catégories de frais : le total expense ratio (**TER**), les frais de transaction et impôts (transaction and tax cost [**TTC**]) et les autres éléments de frais (supplementary cost [**SC**]). Cette approche est étendue autant que possible à tous les segments de placement et types de gestion.

Méthode de calcul des frais de gestion de la fortune dans le 2^e pilier

⁴ Cf. FINMA (2010)



Sur la base de cette définition, un relevé des frais a été effectué auprès de 73 institutions de prévoyance ayant un bilan cumulé de 230 milliards de francs. Dans l'échantillon, les frais de gestion de la fortune vont de 0,15 % à 1,86 % de la fortune de prévoyance. La valeur moyenne pondérée en fonction du volume est de 0,45 %.

Collecte des données primaires par c-alm

Si on met en relation les frais calculés dans l'échantillon et les rendements nets des placements de 2005 à 2009, on voit qu'il existe une corrélation significative entre les deux : plus les frais sont élevés, plus le rendement net obtenu est bas. Porter une attention particulière aux frais dans le placement de la fortune peut dès lors s'avérer rentable.

Corrélation entre la performance et les frais

La catégorie du TER contribue pour plus de 70 % (73,4 %) à la charge globale des frais de gestion de la fortune. La charge la plus lourde est imputable aux placements alternatifs, dont la part dans les frais s'élève à 33,2 %, alors qu'ils ne constituent que 6,4 % en moyenne du total des placements selon l'étude. Dans les segments de l'immobilier, des actions et des obligations, les frais représentent respectivement 17,1 %, 12,4 % et 9,7 % des frais totaux de gestion de la fortune. Les frais de transaction et impôts (TTC) comprennent les frais liés au négoce des titres ainsi que les impôts suisses ou étrangers, et constituent au total 22,2 % des frais. Les autres élé-

Composition des frais

ments de frais (SC) comprennent des charges internes et externes de conseil spécialisé (asset and liability management [ALM], asset allocation, manager search), d'assistance juridique, de global custody et de controlling et compliance. Ne représentant que 4,4 % des frais, ils jouent un rôle secondaire.

Les institutions de prévoyance de l'échantillon présentent des particularités structurales en matière de frais, dont il faut tenir compte pour calculer les frais de l'ensemble du 2^e pilier. L'échantillon comprend en effet beaucoup d'institutions ayant un bilan important. Après rectification de cet effet, les frais du 2^e pilier s'élèvent à 0,56 % de la fortune gérée. Pour le calcul des coûts en francs, on se base sur la somme du bilan de l'ensemble du 2^e pilier, soit 698 milliards de francs (somme de la fortune de placement des institutions de prévoyance [599 milliards] et des actifs liés à des contrats d'assurance [99 milliards]).

Calculés de la sorte, les frais de gestion de la fortune dans le 2^e pilier s'élèvent au total à 3900 millions de francs.

Ce montant de 3900 millions a toutefois pour pendant une prestation très concrète à ne pas négliger : en déboursant (en moyenne) 0,56 % de sa fortune, une institution de prévoyance domiciliée en Suisse a accès à l'infrastructure d'un marché des capitaux qui lui permet de participer à l'évolution de la valeur de différentes formes de capitaux propres et de tiers cotés et non cotés, de titres d'assurances, de matières premières, de biens immobiliers, d'infrastructures, etc. Cette prestation a un prix. La présente étude montre que le marché de la gestion de la fortune du 2^e pilier est compétitif et efficient en termes de prix, tant en comparaison internationale que par rapport aux autres catégories d'investisseurs. Les placements alternatifs font l'objet d'une analyse séparée. Durant la période du relevé (de 2005 à 2009), ils n'ont pas procuré aux institutions de prévoyance étudiées de plus-value durable, en occasionnant pourtant des frais supérieurs à la moyenne.

Les responsables des caisses de pensions peuvent optimiser les frais de gestion de la fortune de différentes manières. En premier lieu, toutes les institutions de prévoyance ne font pas jouer pleinement la concurrence entre offreurs de produits financiers. Elles ont pourtant la possibilité de renégocier périodiquement leurs contrats ou de faire de nouveaux appels d'offres. En second lieu, différentes institutions peuvent réduire leur charge fiscale (impôts à la source étrangers, impôts suisses sur les transactions) en optant pour des formes de placement fiscalement plus efficaces. D'autres mesures permettent d'abaisser les frais, comme une réduction de la part des placements alternatifs, le passage d'un mode de gestion actif à un mode passif, moins onéreux, ou la sortie des structures complexes de fonds de fonds à plusieurs niveaux de gestion. Mais on court alors le risque de ne pas réaliser certains gains (coûts d'opportunité), ce que le conseil de fondation doit prendre soigneusement en

**Calcul
des frais de
gestion de la
fortune pour
l'ensemble du
2^e pilier**

**3900 millions
de francs**

**Jugement sur
le montant des
frais de ges-
tion de la
fortune**

**Mesure envi-
sageable :
utiliser le
potentiel
d'économie**

compte en tant qu'organe responsable.

Le compte d'exploitation consolidé des assureurs-vie, qui fait une synthèse des affaires de réassurance conclues avec des institutions de prévoyance du 2^e pilier, permet d'étudier les frais d'administration et de distribution liés au processus de réassurance. La FINMA prescrit que le résultat d'exploitation doit être réparti entre un processus d'épargne, un processus de risque et un processus de frais. Pour les affaires collectives du 2^e pilier, les charges consolidées s'élèvent à 918 millions de francs (charges des assureurs-vie) et les recettes de primes de frais à 722 millions (revenus des assureurs-vie et, inversement, charges des institutions de prévoyance), d'où un solde négatif de 196 millions de francs pour les assureurs-vie. Mais comme ce déficit est intégré dans le calcul des droits des institutions de prévoyance à participer aux excédents, la charge de frais consolidée de 918 millions de francs constitue en définitive pour celles-ci la charge de frais d'administration et de frais de distribution à supporter.

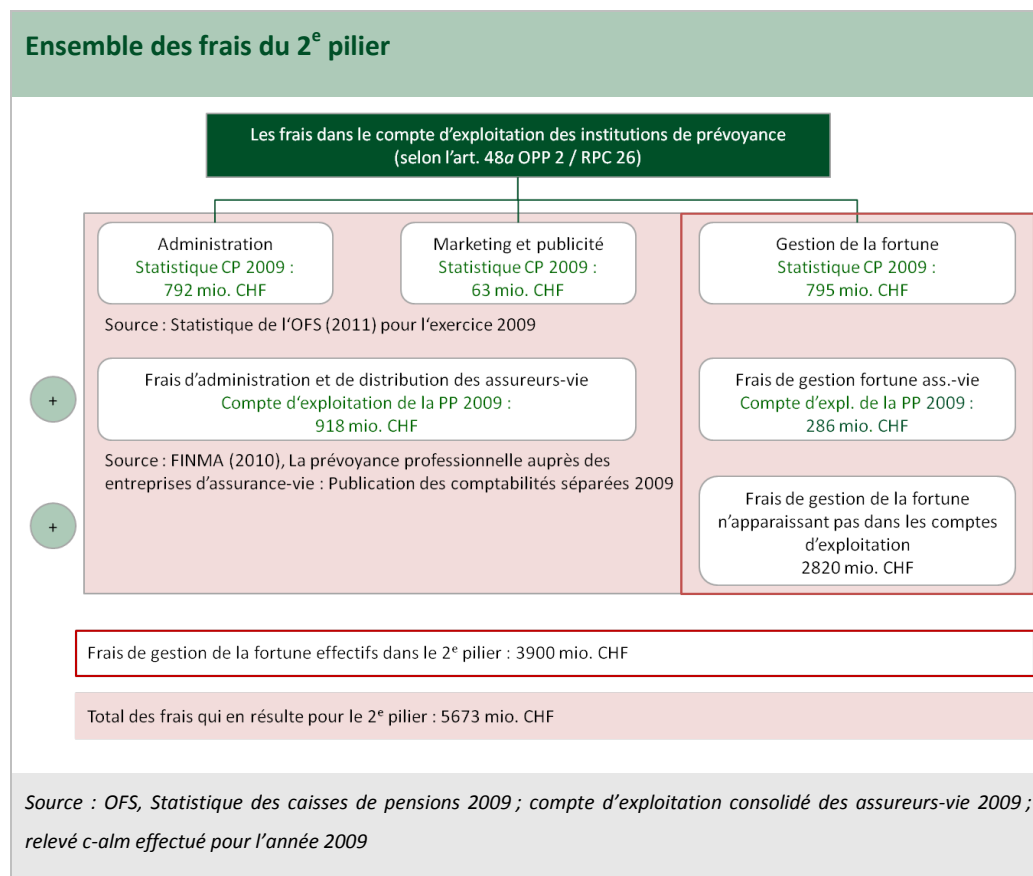
Il serait facile de faire apparaître ces frais en toute transparence dans les comptes annuels des institutions de prévoyance. En effet, les institutions de prévoyance qui ont contracté une réassurance (assurance intégrale ou assurance risque) reçoivent de leur réassureur, dans le compte de clôture annuel, un récapitulatif exact des primes payées, avec les parts de l'épargne, du risque et des frais. Au lieu d'inscrire, comme aujourd'hui, la totalité de la prime dans les charges d'assurance, on pourrait séparer dans la comptabilité la part relative aux frais et l'inscrire dans les frais de gestion. Ainsi, dans le compte d'exploitation des institutions de prévoyance, toutes les primes de frais seraient traitées de manière transparente, en fonction de leur nature précise.

Si l'on tient compte des frais de gestion de la fortune calculés à la suite de la collecte des données primaires et des frais supportés par les assureurs-vie, la situation se présente de la manière suivante :

Frais du processus de réassurance

Mesure envisageable : indiquer clairement les frais de réassurance dans les comptes des institutions de prévoyance

Les frais du 2^e pilier



Les frais du 2^e pilier calculés sur cette base s'élèvent à un total global de 5673 millions de francs et comprennent les éléments suivants :

- frais de gestion : 792 millions de francs (selon la statistique de l'OFS)
- frais de marketing et de publicité : 63 millions de francs (selon la statistique de l'OFS)
- charges de frais du 2e pilier liés à la réassurance : 918 millions de francs (selon le compte d'exploitation consolidé de la prévoyance professionnelle des assureurs-vie)
- frais de gestion de la fortune : 3900 millions de francs (selon le relevé c-alm).

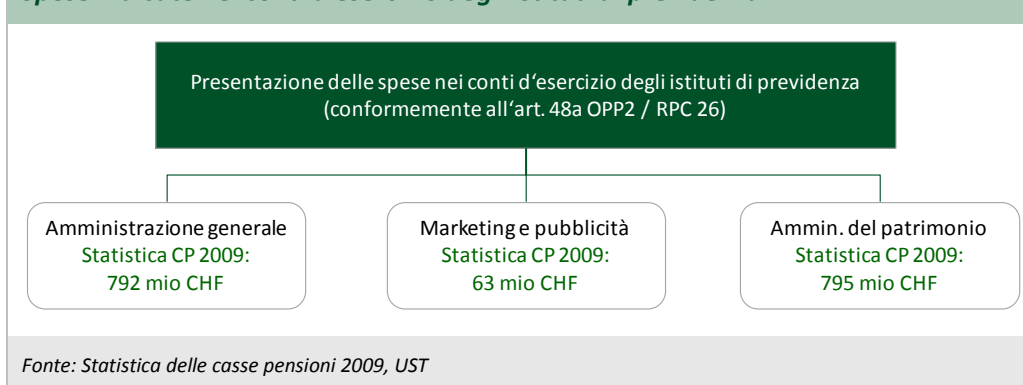
**Composition
des frais**

Riassunto

La presentazione delle spese di amministrazione del secondo pilastro è disciplinata dall'art. 48a OPP 2, secondo il quale nel conto d'esercizio degli istituti di previdenza vanno distinti tre gruppi di spese: le spese dell'amministrazione generale, le spese di amministrazione del patrimonio e le spese di marketing e pubblicitarie. Secondo la statistica delle casse pensioni 2009⁵, gli importi consolidati di questi tre gruppi di spese ammontano a 792 milioni di franchi (spese dell'amministrazione generale), 63 milioni di franchi (spese di marketing e pubblicitarie) e 795 milioni (spese di amministrazione del patrimonio).

Spese di
amministrazione
nel secondo
pilastro:
situazione
odierna

Spese indicate nei conti d'esercizio degli istituti di previdenza



Tuttavia, non è un segreto che la presentazione dei conti degli istituti di previdenza non mette in evidenza tutte le spese effettive. L'incompletezza della presentazione delle spese del secondo pilastro è dovuta sostanzialmente a due motivi:

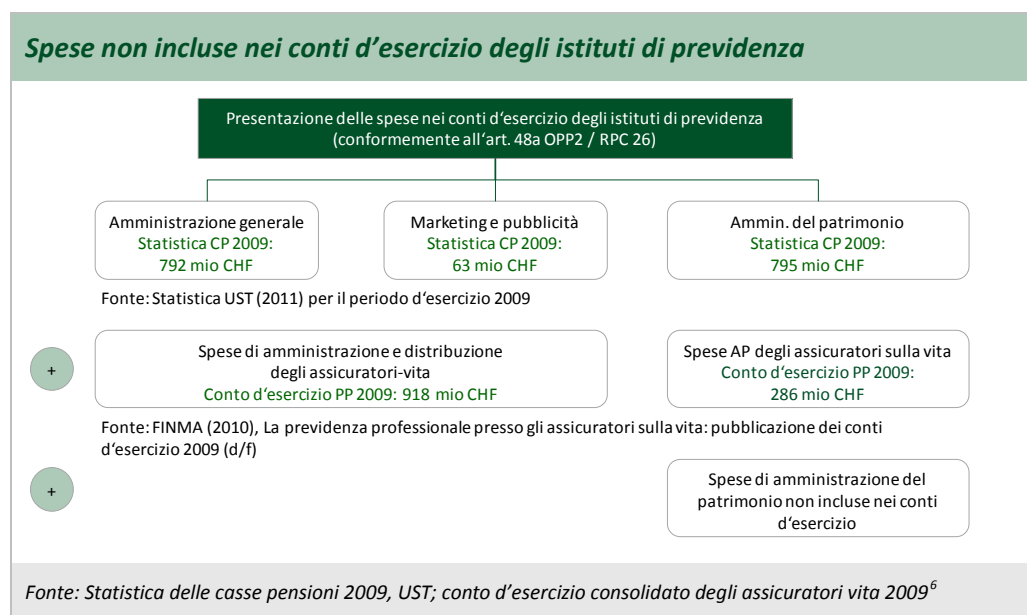
Spese "invisibili"
del secondo
pilastro

3. **Determinate spese di amministrazione del patrimonio non sono incluse nei conti d'esercizio:** si tratta principalmente di emolumenti e spese di transazione sorti nell'ambito degli investimenti collettivi, che non vengono fatturati alle casse pensioni ma direttamente integrati nell'evoluzione del valore di questi investimenti, ragion per cui non figurano nel conto d'esercizio degli istituti di previdenza. Le spese non incluse nei conti d'esercizio comprendono inoltre gli emolumenti integrati nel prezzo dei prodotti strutturati, le spese di transazione implicite (per esempio quelle usuali sui mercati obbligazionari) e le imposte alla fonte straniere non rimborsabili.
4. **Nell'ambito dei contratti assicurativi, i premi per le spese sono contabilizzati quali spese assicurative:** il premio per le assicurazioni di rischio e le assicurazioni complete stipulate dagli istituti di previdenza

⁵ Cfr. UST (2011).

include implicitamente un premio per le spese di amministrazione generale, di distribuzione e di amministrazione del patrimonio delle società assicurative. Visto che gli istituti di previdenza contabilizzano i premi complessivi quali spese assicurative, i premi per le spese non sono indicati in quanto tali nel conto d'esercizio degli istituti di previdenza.

Per essere precisi, occorre anche ricordare che i conti d'esercizio degli istituti di previdenza possono non indicare o indicare solo parzialmente anche le spese per il personale e le infrastrutture sostenute volontariamente dal datore di lavoro e non ripercosse sugli istituti di previdenza.



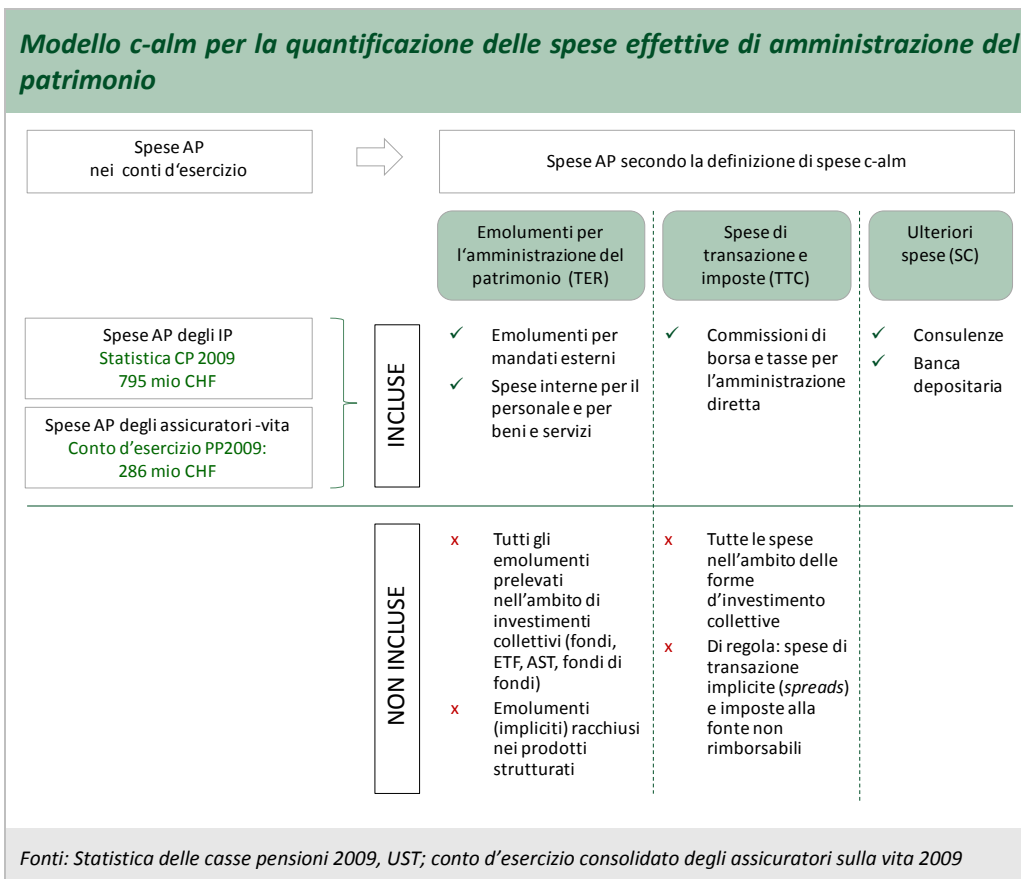
Il presente studio ha lo scopo dichiarato di quantificare e valutare gli elementi di spesa non inclusi nei conti d'esercizio degli istituti di previdenza, con particolare attenzione alle spese di amministrazione del patrimonio.

Oggetto dello studio

Per quantificare le spese di amministrazione del patrimonio, gli autori dello studio ne hanno sviluppato una definizione del tutto nuova, che oltre alle spese fatturate include anche quelle non fatturate. La definizione distingue tre gruppi di spese: "total expense ratio" (TER), "spese di transazione e imposte" (TTC, transaction and tax cost) e "ulteriori spese" (SC, supplementary cost). Questo modello tripartito è applicato, nella misura del possibile, a tutte le categorie d'investimento e a tutte le modalità d'investimento del patrimonio.

Modello per la quantificazione delle spese di amministrazione del patrimonio nel 2° pilastro

⁶ Cfr. FINMA (2010).



Questa definizione è stata utilizzata per una rilevazione delle spese presso un campione di 73 istituti di previdenza con una somma di bilancio complessiva di 230 miliardi di franchi. Le spese di amministrazione del patrimonio così rilevate si situano in una fascia compresa tra lo 0,15 e l'1,86 per cento del patrimonio di previdenza. La media ponderata in funzione del volume ammonta allo 0,45 per cento.

Rilevazione dei dati primari da parte di c-alm

Se si confrontano le spese rilevate e i rendimenti netti dei patrimoni investiti nel periodo 2005-2009, si constata una relazione alquanto significativa tra le due variabili, vale a dire che più la prima è elevata, più la seconda diminuisce. Se ne deduce che il rigore sul fronte delle spese è pagante.

Le spese vanno a scapito del rendimento

Il gruppo "TER" rappresenta oltre il 70 per cento (73,4%) delle spese di amministrazione del patrimonio complessive. Particolarmente costosi risultano essere gli investimenti alternativi, che, nonostante la loro esigua quota sul totale degli investimenti (in media il 6,4%), generano il 33,2 per cento delle spese di amministrazione del patrimonio complessive. Le corrispondenti quote degli emolumenti per le categorie d'investimento degli immobili, delle azioni e delle obbligazioni ammontano, rispettivamente, al 17,1, al 12,4 e al 9,7 per cento. Le spese di transazione e le imposte (TTC), che ammontano al 22,2 per cento del totale, includono le tasse prelevate nell'ambito della negoziazione di titoli e le imposte

Ripartizione dei costi

nazionali ed estere. Le spese di amministrazione del patrimonio in senso lato (SC) comprendono le spese interne ed esterne per consulenze tecniche (*asset and liability management ALM, asset allocation, manager search*) e giuridiche e per gli ambiti *global custody, controlling e compliance*. Esse hanno un'importanza marginale, con una quota complessiva del 4,4 per cento.

Per la determinazione delle spese di amministrazione del patrimonio dell'intero secondo pilastro si è dovuto considerare che il campione presentava alcune differenze strutturali rispetto alla totalità degli istituti di previdenza per quanto concerne alcune caratteristiche rilevanti sotto il profilo dei costi. Per la proiezione si è tenuto conto in particolare del fatto che il campione presenta un'elevata concentrazione di grandi patrimoni a bilancio. Correggendo questo effetto, si ottiene una quota delle spese di amministrazione del patrimonio del secondo pilastro pari allo 0,56 per cento dei patrimoni gestiti. Per la proiezione ci si è basati sulla somma di bilancio complessiva del secondo pilastro (698 mia), vale a dire la somma dei patrimoni investiti dagli istituti di previdenza (599 mia) più gli attivi dei contratti d'assicurazione (99 mia).

Proiezione delle spese di amministrazione del patrimonio su tutto il secondo pilastro

In base a questi dati è risultato un importo complessivo delle spese di amministrazione del patrimonio del secondo pilastro pari a 3'900 milioni di franchi.

Spese AP pari a 3'900 mio CHF

A queste spese corrispondono tuttavia prestazioni concrete e non indifferenti: in cambio dello 0,56 per cento (in media) del patrimonio investito, un istituto di previdenza domiciliato in Svizzera ha la possibilità di accedere all'infrastruttura di un mercato dei capitali che gli permette di partecipare a livello globale all'evoluzione del valore di forme di capitale proprio e di terzi quotate e non quotate, di titoli assicurativi, di materie prime, di immobili, di infrastrutture ecc. Queste prestazioni hanno il loro prezzo. Come dimostra lo studio, il mercato della gestione patrimoniale del secondo pilastro è molto competitivo ed efficiente sotto il profilo dei costi, sia in confronto all'estero sia rispetto ad altri gruppi d'investitori. Un discorso a parte vale per gli investimenti alternativi, che, a fronte di spese elevate durante tutto il periodo di osservazione (2005-2009), non sono stati in grado, mediamente, di apportare stabilmente un plusvalore agli istituti di previdenza oggetto dello studio.

Valutazione delle spese di amministrazione del patrimonio rilevate

I responsabili delle casse pensioni hanno diverse possibilità per ottimizzare le spese di amministrazione del patrimonio. La prima è quella di sfruttare appieno la concorrenza tra gli operatori, cosa che non tutti gli istituti fanno attualmente. Sarebbe quindi ragionevole che i mandati fossero rinegoziati o rimessi a concorso periodicamente. La seconda è quella di ridurre l'onere fiscale (imposte alla fonte estere, imposte nazionali sulle transazioni) gravante sul proprio portafoglio d'investimenti attraverso l'impiego di forme d'investimento più efficienti sotto questo profilo. Altre misure di contenimento delle spese – ad esempio la riduzione

Opzioni d'intervento: sfruttamento del potenziale di risparmio

della quota degli investimenti alternativi, il passaggio da uno stile di gestione attivo a uno passivo (meno caro) oppure la rinuncia a investire in strutture complesse quali i fondi di fondi – comportano invece sempre il rischio di perdere utili (costi opportunità), ragion per cui il consiglio di fondazione in quanto organo responsabile deve sempre valutare accuratamente se adottarle.

Per l'analisi delle spese di amministrazione e distribuzione nel processo di riassicurazione ci si è basati sul conto d'esercizio consolidato degli assicuratori sulla vita, in cui è riassunta l'attività di riassicurazione nell'ambito del secondo pilastro. Conformemente alle prescrizioni della FINMA sulla struttura della contabilità, il risultato d'esercizio va indicato separatamente per il processo di risparmio, il processo di rischio e il processo delle spese. In quest'ultimo, l'attività di assicurazione collettiva relativa al secondo pilastro attesta spese consolidate per 918 milioni di franchi (uscite degli assicuratori sulla vita) e entrate derivanti dai premi per le spese pari a 722 milioni (entrate degli assicuratori sulla vita = uscite degli istituti di previdenza). Ne risulta un deficit di 196 milioni di franchi. Dato però che questo deficit è compensato con le partecipazioni alle eccedenze degli istituti di previdenza, le spese di amministrazione e distribuzione effettivamente sostenute da questi ultimi corrispondono alle spese consolidate, vale a dire 918 milioni di franchi.

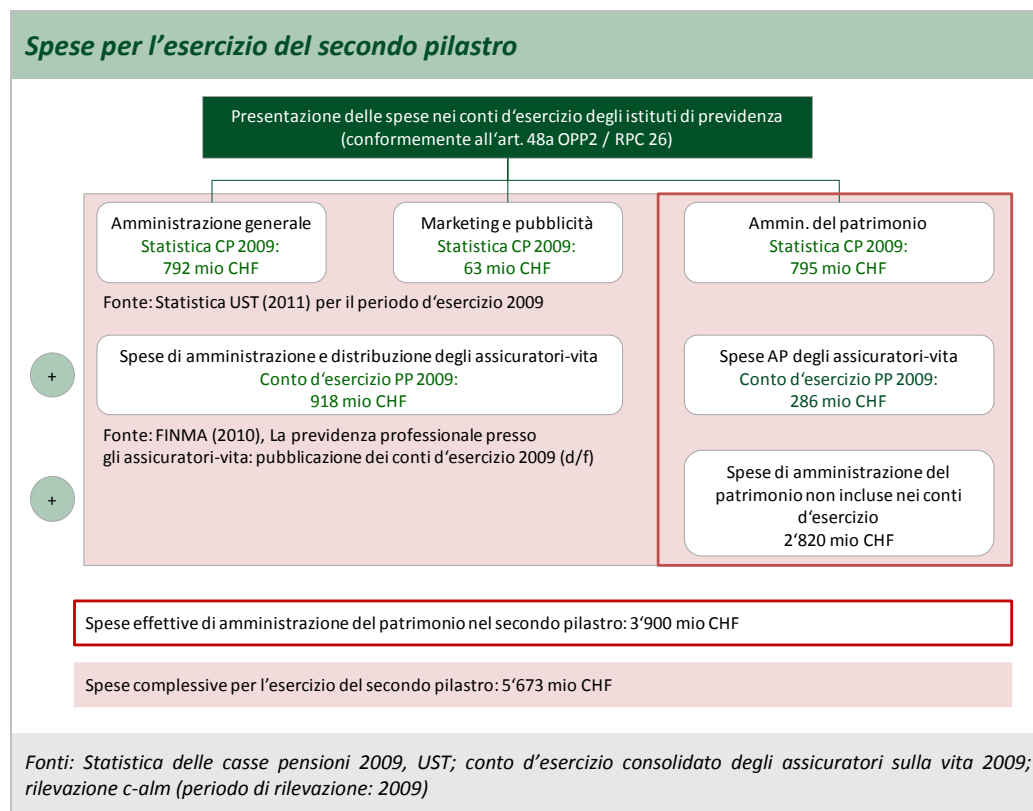
Queste spese potrebbero essere facilmente indicate nei conti annuali delle casse pensioni, poiché tutti gli istituti che hanno stipulato un contratto di riassicurazione (assicurazione completa, ma anche soltanto assicurazione di rischio) ricevono dai loro riassicuratori un conteggio finale annuale in cui è indicata esattamente la ripartizione del premio pagato in una parte destinata al risparmio, una parte per la copertura dei rischi e una parte per la copertura delle spese. Invece di contabilizzare l'intero premio quale spesa assicurativa, secondo l'uso attuale, la parte destinata alla copertura delle spese dovrebbe essere contabilizzata separatamente tra le spese di amministrazione. Così facendo, in futuro i conti d'esercizio degli istituti di previdenza indicherebbero il totale dei premi per le spese in modo trasparente e conforme al principio di causalità.

Se si considerano le spese di amministrazione del patrimonio constatate nella rilevazione dei dati primari e le spese degli assicuratori sulla vita, la situazione consolidata del secondo pilastro è la seguente:

**Spese
nell'ambito del
processo di
riassicurazione**

**Opzione
d'intervento:
indicazione
trasparente
delle spese di
riassicurazione
degli istituti di
previdenza**

**Spese per
l'esercizio del
secondo pilastro**



Le spese complessive così ottenute per il secondo pilastro, pari a 5'673 milioni, sono suddivise come segue:

Suddivisione delle spese

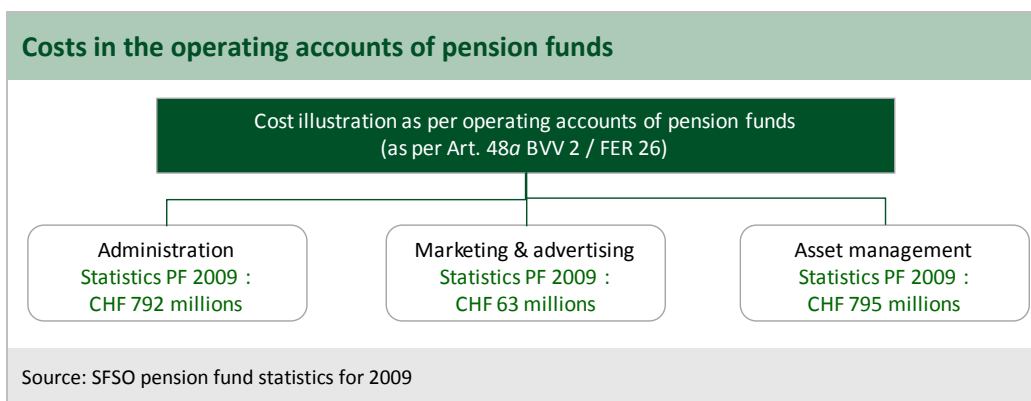
- Spese dell'amministrazione generale: 792 milioni di franchi (secondo statistica UST)
- Spese di marketing e pubblicitarie: 63 milioni di franchi (secondo statistica UST)
- Spese del secondo pilastro nell'ambito dei contratti di riassicurazione: 918 milioni di franchi (secondo il conto d'esercizio consolidato degli assicuratori sulla vita per il settore della previdenza professionale)
- Spese di amministrazione del patrimonio: 3'900 milioni di franchi (secondo la rilevazione c-alm).

Summary

The way costs should be reported for 2nd pillar is governed by Article 48a, BVV2 (Ordinance on Occupational Retirement, Survivors' and Disability Pension Plans). This states that a distinction should be made in the operating accounts of pension funds between the three subtotals of administrative costs, marketing and advertising costs, and asset management costs. According to pension fund statistics taken from 2009⁷, the consolidated expenditure for these three subtotals amounted to CHF 792 million (administrative costs), CHF 63 million (marketing and advertising costs) and CHF 795 million (asset management costs).

Cost situation
of 2nd pillar:
status quo

Costs in the operating accounts of pension funds



However, it is an open secret that pension fund accounts do not factor in all the costs that are actually incurred. The incomplete cost breakdown of 2nd pillar savings is essentially attributable to two factors:

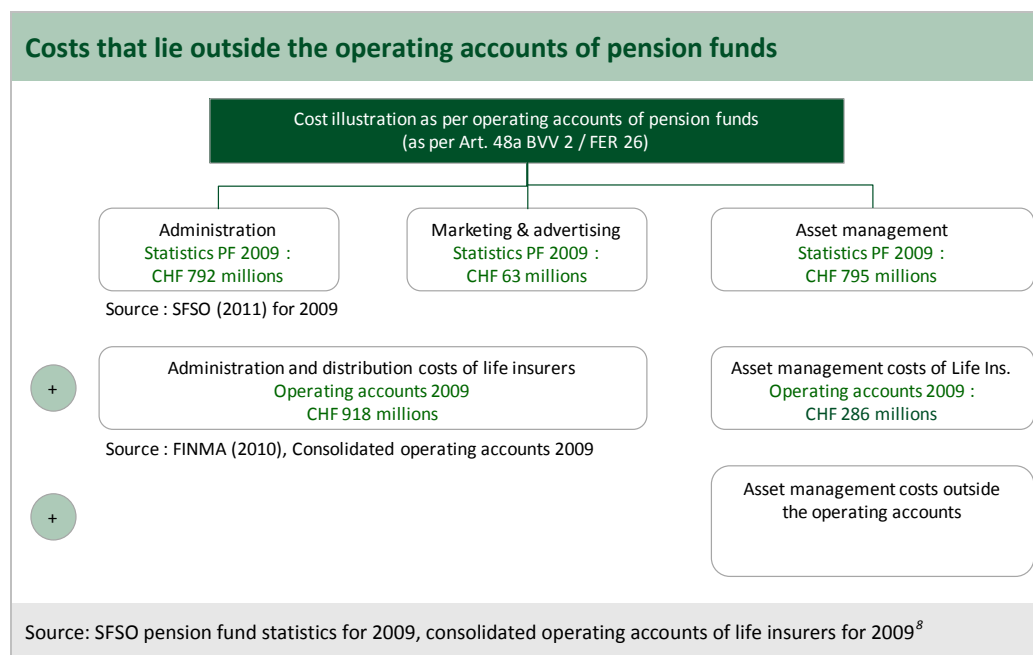
The "invisible
costs" of
2nd pillar

5. **Non comprised asset management costs:** Non comprised asset management costs primarily include the fees and transaction costs incurred within collective investment vehicles. These are not directly billed to a pension fund, but are directly allocated with the performance of the vehicle within the collective assets. As a result, the costs do not appear in the operating accounts of pension funds. In addition, non comprised asset management costs also encompass the fees contained in structured products, implicit transaction costs (as typically apply to bond trades) and non-reclaimable foreign withholding taxes.
6. **Booking of cost premiums for insurance contracts as insurance expenditure:** The premiums that apply to risk cover or comprehensive cover taken out by pension funds contain the implicit administration, distribution and asset management costs of the insurance company. As the pension funds only debit the (total) premiums as an insurance expense, these cost components contained in the premiums do not appear as costs in the operating accounts

⁷ See SFSO (2011)

of pension funds.

For completeness' sake, it should be mentioned that staff and infrastructure costs may also not be reported – or may only be partly reported – in the operating accounts of pension funds, insofar as these have been taken over on a voluntary basis by the employer and are not passed on to pension funds.



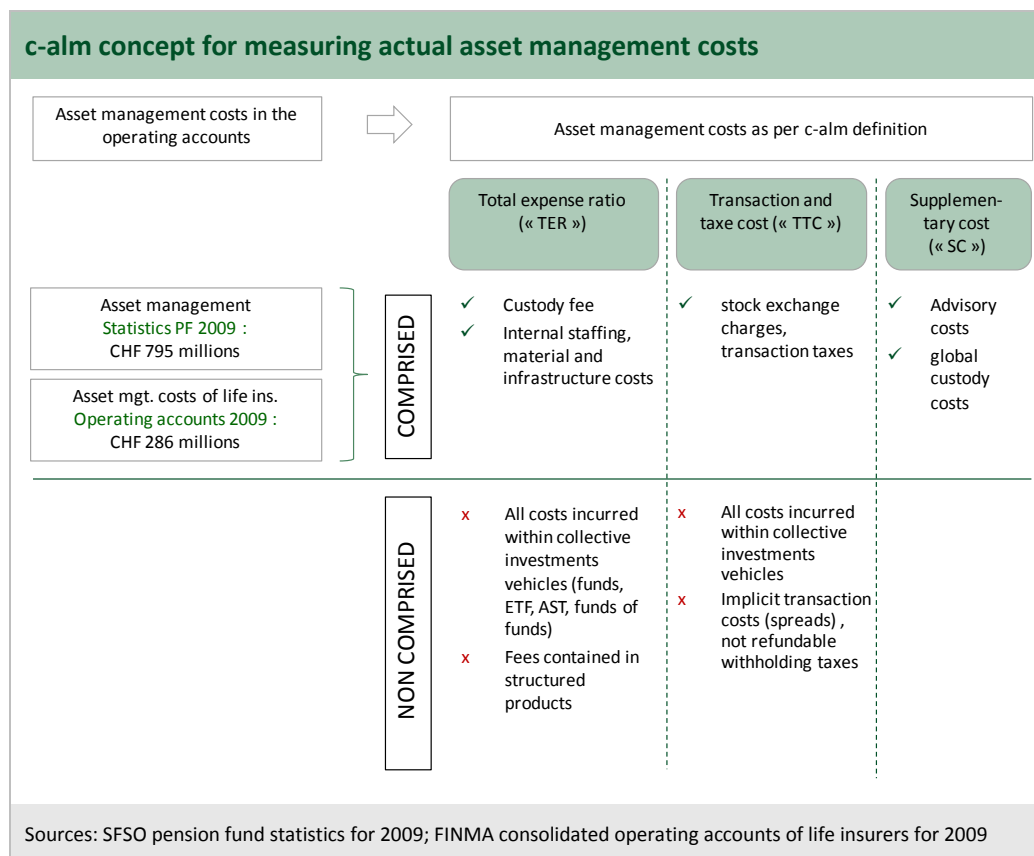
This study is devoted explicitly to quantifying and assessing the cost components not comprised in the operating accounts of pension funds. The principal focus is on the measurement of asset management costs.

Object of the study

In order to measure the asset management costs, a fundamentally new definition of costs has been developed as part of this study. This includes not only the expenses billed but also the unbilled asset management costs. This definition of costs distinguishes between the following three cost aggregates: the total expense ratio (**TER**), the transaction and tax cost (**TTC**), and the supplementary cost (**SC**). This three-part cost concept is applied (to the greatest extent possible) to all investment segments and channels.

Concept for measuring 2nd pillar asset management costs

⁸ See FINMA (2010)



On the basis of this cost definition, a cost survey was conducted involving 73 pension funds with an aggregate balance sheet total of CHF 230 billion. The asset management costs ascertained in this random sample on the basis of the above-mentioned cost definition account for between 0.15% and 1.86% percent of fund assets relating to occupational benefits. The volume-weighted average value amounts to 0.45%.

Primary data survey by c-alm

When the costs measured in the random sample are compared with the net returns generated on the assets over the period 2005-2009, a highly significant correlation emerges between the measured asset management costs and the net returns realized over the same period: the higher the costs, the lower the realized net returns. It therefore pays to exercise cost discipline when it comes to the management of assets.

Performance versus costs

The "TER" cost aggregate accounts for more than 70% (73.4%) of the total cost burden of asset management. What is particularly striking here are the alternative investments with their cost share of more than 33.2%, this despite their low average proportion of just 6.4% of total asset investments according to the study. Fees in the real estate, equity, and bond segments account for 17.1%, 12.4%, and 9.7% of total asset management costs respectively. The transaction and tax cost (TTC) includes any fees incurred through securities trading as well as domestic and foreign tax claims; the resulting cost burden amounts to 22.2% in total. The asset management costs in

Breakdown of costs

the wider sense (supplementary cost or "SC") include the external and internal costs of specialist advice (asset and liability management or ALM, asset allocation, manager search), legal advice, global custody, controlling and compliance. At just 4.4%, these do not constitute a significant proportion.

When establishing asset management costs for all 2nd pillar assets, it should be borne in mind that the random sample has a number of structural differences compared to the totality of pension funds as regards its cost-relevant characteristics. When undertaking the extrapolation, particular account was taken of the fact that the random sample contains a concentration of pension funds with high balance sheet assets. When adjustment is made for this size effect, the resulting asset management costs at 2nd pillar amount to 0.56% of assets under management. For extrapolation, the entire balance sheet total of 2nd pillar assets – in other words, the sum of assets held with pension funds (599 billion) as well as the assets arising from insurance contracts (99 billion) – was taken into account.

This produces a figure of CHF 3,900 million for total asset management costs within the 2nd pillar.

However, these asset management costs of CHF 3,900 million need to be set against a very specific and not inconsiderable benefit: For an average 0.56% of investment assets, a pension fund domiciled in Switzerland receives access to a capital market infrastructure that allows it to participate globally in the performance of listed and unlisted equity and debt securities, insurance investments, commodities, real estate, infrastructure investments, etc. This benefit has its price. As the study shows, the 2nd pillar asset management market is structured in an extremely competitive and price-efficient way, both in an international comparison and when compared to other investor groups. The role of alternative investments – which despite their above-average costs over the survey period of 2005 to 2009 brought no sustainable added value on average for the pension funds analysed – are treated separately.

For pension fund managers, there are a number of different ways in which asset management costs can be optimized. For one thing, not all pension funds exploit the competitive supply situation that essentially exists. Renegotiating mandate relationships or putting them back out to tender on a regular basis is therefore only reasonable. Secondly, a number of pension funds can reduce the tax burden (foreign withholding taxes, domestic transaction taxes) faced by their own investment organizations through the use of tax-efficient forms of investment. However, other cost-cutting measures – such as reducing the alternative investment weighting, substituting an active management style with a more cost-effective passive management style, and unbundling multi-level umbrella fund structures – would also entail the risk of lost profits (opportunity costs), and these clearly need to be carefully evaluated by

Extrapolation of asset management costs for all 2nd pillar assets

Costs of CHF 3,900 million

Evaluation of the measured asset management costs

Potential courses of action: Realization of savings potential

the Board of Trustees as the responsible body.

The analysis of the management and distribution costs arising through the reinsurance process relies on the consolidated operating accounts of life insurers that summarize their reinsurance business involving 2nd pillar pension funds. According to the classification guidelines issued by FINMA, the operating results must be broken down into a savings process, a risk process, and the cost process. For the 2nd pillar group business, the cost process results in consolidated expenditure of CHF 918 million (expense side of life insurers) and revenues from cost premiums of CHF 722 million (income side of life insurers and expense side of pension funds), therefore resulting in a cost deficit for life insurers of CHF 196 million. However, as this cost deficit is offset against the surplus participation claims of pension funds, the consolidated expenditure of CHF 918 million represents the actual management and distribution cost burden from the perspective of the pension funds.

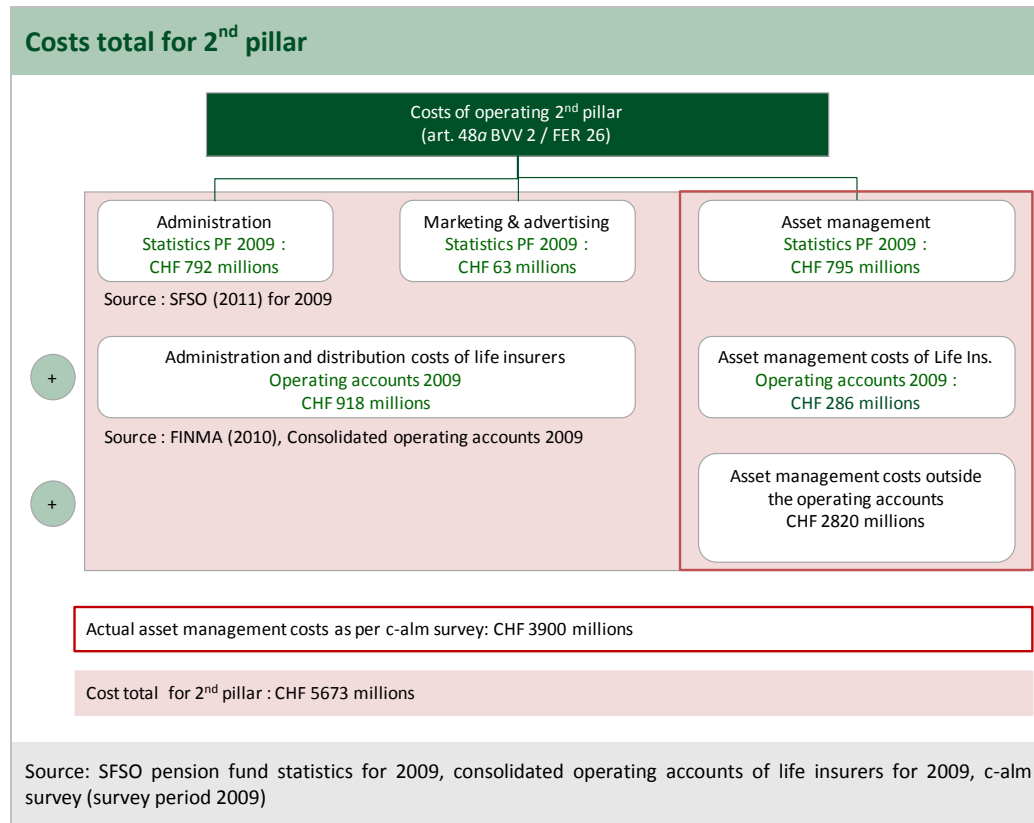
Costs of reinsurance process

Making these costs more transparent in the operating accounts of pension funds would be easy to achieve: Every pension fund that has taken out reinsurance (full cover or even just risk cover) receives from the reinsurer precise details of the premium paid in their annual closing statement, broken down by savings component, risk component and cost component. Instead of the widespread existing practice of booking the entire premium as an insurance expense, the cost component could be booked separately and reported as management costs. This would ensure that all cost premiums were transparently reflected in the operating accounts of pension funds, in keeping with the origin of the costs in question.

Potential courses of action: Transparent reporting of reinsurance costs by pension funds

Taking into account the asset management costs derived from the primary data survey and the costs incurred by life insurers results in the following consolidated cost situation for 2nd pillar assets:

Cost of operating 2nd pillar



On this basis, the cost total ascertained for 2nd pillar amounted to CHF 5,673 million, which breaks down as follows:

Breakdown of costs

- Administration costs of CHF 792 million (as per SFSO statistics)
- Marketing and advertising costs of CHF 63 million (as per SFSO statistics)
- 2nd pillar expenditure from reinsurance of CHF 918 million (as per life insurance companies' consolidated operating accounts for occupational benefits)
- Asset management costs of CHF 3,900 million (as per c-alm survey)

1. Struktur der Studie

Der Hauptbeitrag dieser Studie liegt in der umfassenden Erhebung und Analyse der Vermögensverwaltungskosten. So sind die Kapitel 2 bis 5 der Definition, der Messung und der Gegenüberstellung der Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule gewidmet. Darauf basierend werden in Kapitel 6 Handlungsoptionen zur Optimierung der Vermögensverwaltungskosten diskutiert. Kapitel 7 widmet sich der Analyse der in der Rückversicherung anfallenden Kosten.

Schwerpunkt

Im nachfolgenden Kapitel wird die im Rahmen dieser Studie verwendete Definition der Vermögensverwaltungskosten im Detail erläutert. Diese Kostendefinition wird sodann dem Kostenbegriff vergangener Kostenerhebungen in der 2. Säule (BFS Statistik und FINMA-Bericht) gegenübergestellt.

**Kapitel 2:
Definition VV-
Kosten**

In Kapitel 3 werden die gemäss Kostendefinition unterschiedenen Kostenaggregate quantifiziert. Zu diesem Zweck führte die c-alm bei 73 Vorsorgeeinrichtungen mit einem kumulierten Vorsorgevermögen von CHF 230 Mrd. sowie bei den im Schweizerischen, institutionellen Vermögensverwaltungssegment Schweiz führenden 28 Vermögensverwaltern Primärdatenerhebungen durch. Die Details zur Primärdatenerhebung finden Sie in Anhang 1.

**Kapitel 3:
Messung VV-
Kosten**

Gegenstand von Kapitel 4 ist die Gegenüberstellung der ermittelten Vermögensverwaltungskosten mit bisherigen Studien und Veröffentlichungen aus dem In- und Ausland, die auch unterschiedliche Investorensegmente adressieren. Das Hauptaugenmerk liegt dabei auf der Klärung der Frage, ob für Vermögensverwaltungsdienstleistungen in der 2. Säule ein hinreichender Wettbewerb existiert.

**Kapitel 4:
Vergleich VV-
Kosten**

In Kapitel 5 werden die ermittelten Kostendaten „bottom-up“ aggregiert und darauf basierend eine Schätzung zu den gesamten Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule abgeleitet. Das resultierende Kostentotal wird dabei mit den Werten der Pensionskassenstatistik verglichen.

**Kapitel 5:
Skalierung VV-
Kosten**

In Kapitel 6 werden mögliche Stossrichtungen zur Optimierung der Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule aufgezeigt. Wir werden zu den einzelnen Handlungsoptionen eine Grobschätzung bezüglich des möglichen Kostensenkungspotenzials abgeben, dabei aber gleichzeitig auch auf mögliche Opportunitätskosten hinweisen.

**Kapitel 6:
Handlungs-
optionen**

Kapitel 7 befasst sich schliesslich mit der Darstellung von Kostenprämien in der Rückversicherung und den daraus resultierenden Folgen für die Kostensituation in der 2. Säule. Der Schwerpunkt dieses Kapitels liegt dabei in einer quantitativen und qualitativen Gegenüberstellung der Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen und den Betriebsrechnungen der Lebensversicherer. Da die 11 FINMA-regulierten Lebensversicherungsgesellschaften das ganze Rückversicherungsgeschäft, das mit Vorsorgeeinrichtungen der 2. Säule abgeschlossen wird, in einer separaten Betriebsrechnung

**Kapitel 7:
Nettoprinzip in
der Rück-
versicherung**

nach sehr strikten Kriterien ausweisen müssen, lässt dieser Vergleich sehr aufschlussreiche Rückschlüsse zu.

Das Schlusskapitel fasst die wichtigsten Erkenntnisse der Studie zusammen. Dabei werden noch einmal die zentralen Stellschrauben diskutiert, anhand derer in einem ersten Schritt die Kostentransparenz in der 2. Säule erhöht und als Folge davon die tatsächliche Kostenbelastung reduziert werden kann.

Kapitel 8:

Konklusion

2. Definition der Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule

Die bisherigen Kostenstudien in der 2. Säule basieren auf der Betriebsrechnung der Vorsorgeeinrichtungen. Da aber nur diejenigen Kostenpositionen Aufnahme in die Betriebsrechnung finden, die der Vorsorgeeinrichtung explizit belastet oder in Rechnung gestellt werden, ist diese Sichtweise unvollständig. Namentlich werden mit diesem Vorgehen diejenigen Gebühren, die innerhalb von Kollektivanlagen anfallen und die dort direkt mit der Wertentwicklung der Vermögensanlagen saldiert werden, ausgeblendet. Diese Studie hat demgegenüber den Anspruch, möglichst alle performancemindernden Kosten- und Gebührenkomponenten zu erfassen.

Motivation für eine „neue“ Definition des Kostenbegriffs

2.1. Allgemeine Kostendefinition

Die Kostendefinition soll möglichst **alle Kostenkomponenten** beinhalten, die sich im Rahmen der laufenden Vermögensbewirtschaftung ertragsmindernd auswirken. Wie nachfolgend dargestellt, unterscheiden wir in unserer Kostendefinition die drei Aggregate Total Expense Ratio (**TER**), Transaktionskosten und Steuern (Transaction and Tax Cost **TTC**) sowie zusätzliche, nicht direkt der Vermögensverwaltung zurechenbare Aufwendungen (Supplementary Cost **SC**), die aber auch dem Unterhalt und dem Betrieb der Anlageorganisation zuzuordnen sind.

Vollkostenanalyse

Allgemeine Definition der Vermögensverwaltungskosten



Unterscheidung von drei Kostenaggregaten

Darstellung 1: Vermögensverwaltungskosten als Summe der Total Expense Ratio (TER), der Transaktionskosten und Steuern (TTC) und der für den Betrieb der Anlageorganisation zusätzlich anfallenden Kosten (SC)

Die Total Expense Ratio (TER) ist die international in der Vermögensverwaltung anerkannteste und am weitesten verbreitete Kostendefinition. Es ist deshalb sinnvoll, dass der Kostendefinition für die Vermögensverwaltung in der 2. Säule das etablierte TER-Konzept zugrunde gelegt wird. Die TER beinhaltet Management-Gebühren, Performancegebühren, Depotgebühren, Fondsleitungs- und Administrationsgebühren, Service-Gebühren, sowie weitere Gebührenkomponenten, die vom *bezeichneten Fondsanbieter respektive Vermögensverwalter* erhoben werden. Diese Definition orientiert sich unmittelbar an der massgebenden Richtlinie der Swiss Fund Associati-

TER

on (SFA)⁹. Schliesslich integrieren wir – wo anwendbar – auch die Eidgenössische Mehrwertsteuer in die TER-Definition:

$$TER = (1 + VT) \times (MF + CF + AF + SF + PF + DF)$$

Formel TER

- **MF:** Vermögensverwaltungsgebühr, auch Flat Fee oder Management Fee genannt
- **CF:** Gebühr für Aufbewahrung und Abwicklung der Wertschriften
- **AF:** Administrationsgebühren, bei Kollektivanlagen für Fondsleitung
- **SF:** Dienstleistungs- und Servicegebühr, inkl. Dokumentation und Berichterstattung
- **PF:** Performancegebühr
- **DF:** Depotbankgebühr¹⁰
- **VT:** Anwendbarer Mehrwertsteuersatz¹¹

Bei der SFA-basierten TER-Definition handelt es sich um eine Vorgabe bezüglich der jährlichen Berichterstattung. Die darin ausgewiesene Total Expense Ratio ist folglich eine ex-post Grösse. Damit dieselbe TER-Definition zur ex-ante Kostenevaluation verwendet werden kann, müssen für die einzelnen Komponenten Erwartungswerte eingesetzt werden. Besonders anspruchsvoll – wie noch genauer erläutert werden wird – ist dies im Falle der Performancegebühr. Im Rahmen dieser Studie wird bei der Messung der TER wo immer möglich auf revidierte Geschäftsberichte und damit auf die auf ex-post Basis ermittelte TER abgestellt.

Exkurs: Ex-post
TER versus Ex-
ante TER

Auch in Deutschland ist die massgebende TER-Definition Teil der vom Dachverband Bundesverband Investment und Asset Management (BVI) erlassenen Selbstregulierungsvorschriften. Inhaltlich stimmt die vom BVI verwendete TER-Definition weitgehend mit der SFA-Definition überein. Der einzige Unterschied liegt in der separaten Darstellung der performanceabhängigen Gebühren.¹²

Internationaler
Vergleich

Das Kostenaggregat Transaktionskosten und Steuern (TTC) beinhaltet demgegenüber Kosten-, Gebühren- und Steuerkomponenten, die von Dritten erhoben werden. Dabei handelt es sich namentlich um explizite und implizite Handelsgebühren, Börsenabgaben sowie von in- und ausländischen Steuerbehörden erhobene Transaktions- und

(Laufende)
Transaktions-
kosten

⁹ siehe SFA (2008)

¹⁰ Bei den Depotgebühren ist zwischen dem Kostenaufwand für zentrale Depotbankdienstleistungen („Global Custody“) und den innerhalb von Kollektivanlagen anfallenden Depotgebühren zu unterscheiden. Die erstgenannten Depotgebühren fliessen in dieser Studie in die „Vermögensverwaltungskosten im weiteren Sinn (SC)“ ein, die zweitgenannten Depotgebühren bilden einen integralen Bestandteil der Total Expense Ratio (TER) der betroffenen Kollektivanlage.

¹¹ Bei Einzel-Mandatslösungen 7.6%; bei kollektiven Anlagen 0%; bei Mandaten, die eine All-in Fee inklusive der eigenen Handelskommissionen offerieren, kommt ein reduzierter Mehrwertsteuersatz zur Anwendung.

¹² vgl. dazu BVI (2010)

Ertragssteuern.¹³

$$TTC = TO \times (TC_{impl} + TC_{expl} + TT) + IT$$

Formel TTC

- **TO**: 2-seitiger Portfolioumsatz über ein Jahr
- **TC_{impl}**: Impliziter Transaktionskostenparameter (Spreads, Market Impact)
- **TC_{expl}**: Expliziter Transaktionskostenparameter (Kommissionen, Abgaben)
- **TT**: Transaktionssteuer (CH Stempelabgabe, UK stamp tax, Brasilianische Umsatzsteuer)
- **IT**: Ausländische Quellensteuern

Zusätzlich entstehen einer Pensionskasse interne und externe Kosten für den Betrieb ihrer Anlageorganisation, die nicht in direktem Zusammenhang mit der Vermögensverwaltung stehen. Darunter subsumieren wir – ohne Anspruch auf Vollständigkeit – interne und externe Aufwendungen für Fachberatung (ALM, Asset Allocation, Manager Search), Rechtsberatung, Global Custody, Controlling & Compliance, Honorare für die Teilnahme an Anlagekommissionssitzungen sowie nicht direkt der Vermögensverwaltung zuordenbarer anlageorganisatorischer Personal- und Sachaufwand.

SC

$$SC = INTERN^{Admin} + (1 + VT) \times (IC + LC + GC + CO)$$

Formel SC

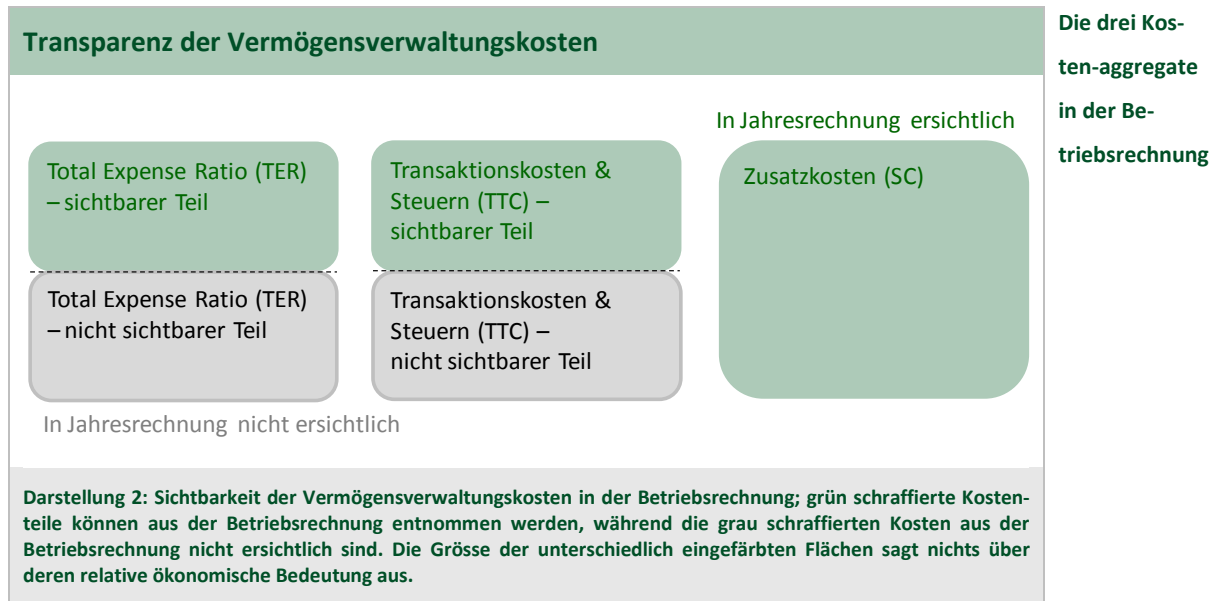
- **INTERN^{Admin}**: Interner Sach- und Personalaufwand (ohne Vermögensverwaltung)
- **IC**: Investment Consulting – Beratungshonorare
- **LC**: Legal Consulting Gebühren – Anwaltshonorare
- **GC**: Global Custody Gebühren
- **CO**: Gebühren für Strategie- und Investment Controlling
- **VT**: Mehrwertsteuer von 7.6%

2.2. Verhältnis zu bisherigen Kostenerhebungen

Bei den bisherigen Kostenerhebungen in der 2. Säule referenzieren wir auf die vom BFS und der FINMA erstellten Studien (siehe dazu Anhang 1). Diese Kostenerhebungen basieren auf den Betriebsrechnungen der Pensionskassen. Leider werden mit dieser Erhebungsmethode nur diejenigen Kostenkomponenten erfasst, die der Vorsorgeeinrichtung explizit in Rechnung gestellt werden. Alle Kostenkomponenten, die direkt mit der Wertentwicklung der Vermögensanlagen saldiert werden – namentlich die innerhalb von kollektiven Anlagegefässen verrechneten Gebühren – werden demgegenüber nicht erfasst. Das Verhältnis der bisherigen Kostenerhebungsmethode und unserer Kostendefinition geht aus der nachfolgenden Darstellung hervor.

3 Kosten-
aggregate

¹³ Einzelne Anbieter offerieren für ihre Produkte All-in Fees, die auch die bankeigenen Handelskommissionen beinhalten. Wo immer möglich versuchen wir jedoch, die Handelskommissionen separat zu erfassen und dem Kostenaggregat TTC zuzuordnen.



Bei den aus der Betriebsrechnung nicht ersichtlichen Kostenkomponenten handelt es sich um diejenigen Teile der TER und der TTC, die innerhalb von kollektiven Anlagegefässen anfallen und dort direkt mit der Wertentwicklung der Vermögensanlagen saldiert werden. Der in der Betriebsrechnung sichtbare Anteil der Total Expense Ratio, der Transaktionskosten und der anfallenden Steuern variiert je nach Anlagekategorie und gewähltem Anlagevehikel: Während für ein mittels Direktanlagen bewirtschaftetes Aktienmandat TER und TTC fast vollständig in der Betriebsrechnung erfasst sind, werden die Gebühren in den alternativen Anlageklassen grösstenteils mit der Wertentwicklung der Produkte saldiert und erscheinen damit nicht als Aufwand in der Erfolgsrechnung der Vorsorgeeinrichtung.

Sichtbare versus nicht sichtbare Kostenkomponenten

Ganz zentral erscheint uns an dieser Stelle auch der Hinweis, dass der Anteil der sichtbaren Kosten durch eine entsprechende Strukturierung der Vermögensanlagen von der Vorsorgeeinrichtung selbst gesteuert werden kann. Diese Aussage wollen wir anhand der Betrachtung des institutionellen Fondsangebots eines Schweizerischen Vermögensverwalters verdeutlichen: Dem Investor stehen bei diesem Anbieter für dieselbe Anlagekategorie respektive denselben Benchmarkindex die verschiedenen Fondstranchen A, B oder X zur Auswahl. Die Fondstranchen unterscheiden sich im Wesentlichen dadurch, dass die Gebühren respektive Teile davon **nicht erfolgswirksam innerhalb des Kollektivgefässes** verrechnet werden oder aber im Rahmen der umhüllenden Mandatsvereinbarung der Vorsorgeeinrichtung **erfolgswirksam in Rechnung gestellt** werden. Je nach Wahl der Fondstranche präsentieren sich nun die in der Betriebsrechnung sichtbaren Kosten dieser Investition sehr unterschiedlich:

Steuerbarkeit des erfolgswirksamen Kostenanteils

Kosteneffekte der Produktauswahl				
	Administration & Custody Fee	Service Fee	Management Fee	Anteil sichtbarer Kosten
<i>Prozentuale Anteile der Gebührenkomponenten*</i>	15%	20%	65%	
Fondstranche A1	✗	✗	✗	0%
Fondstranche A2	✗	✓	✗	20%
Fondstranche B	✗	✓	✓	85%
Fondstranche X	✓	✓	✓	100%

✓ Kosten, die der VE in Rechnung gestellt werden und damit erfolgswirksam sind

✗ Innerhalb des Fonds verrechnete und damit nicht erfolgswirksame Kosten.

Darstellung 3: Transparenz der Vermögensverwaltungskosten in der Betriebsrechnung in Abhängigkeit der Produktauswahl am Beispiel der indexorientierten Fondspalette einer Schweizerischen Universalbank.

Quelle: Schätzungen c-alm

Sichtbarer Kostenteil abhängig von der Produktauswahl

Mit diesem Zahlenbeispiel wollen wir keineswegs die Strukturierung des Fondsangebots des analysierten Anbieters in Frage stellen – im Gegenteil: es gibt gute Gründe dafür, den Investoren diese Flexibilität zu ermöglichen. Vielmehr wollen wir verdeutlichen, dass eine nur auf den Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen basierende Kostenerhebung zu arbiträren Ergebnissen führt. Diese arbiträre Kostendarstellung lässt sich nur überwinden, wenn auch der (nicht erfolgswirksame) Kostenbeitrag der kollektiven Anlagegefäße konsistent ausgewertet wird.

Steuerbarkeit des erfolgswirksamen Kostenanteils

2.3. Segmentspezifische Anpassungen der TER-Definition

Ein zentraler Beitrag dieser Kostenstudie liegt darin, dass für **alle** in der 2. Säule anzutreffenden Anlagesegmente und Umsetzungsformen der TER-Begriff verbindlich definiert und darauf basierend eine Messung der heutigen Kosten vorgenommen wird. Das nachfolgende Kapitel diskutiert die Etablierung einer TER-Definition in denjenigen Segmenten, in denen keine (operationalisierbare) Legaldefinition verfügbar ist.

TER im Fokus

Die Messung der TER ist der Schlüssel zu einer transparenteren und vollständigeren Darstellung der Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule. Leider ist der TER-Ansatz in verschiedenen Anlagesegmenten und Umsetzungsformen nicht unmittelbar anwendbar. Folglich definieren wir in denjenigen Anlage-Segmenten, in denen keine TER-Legaldefinition verfügbar ist, einen segmentsspezifischen TER-Begriff, der sich

Bereitstellung einer TER-Definition in spezifischen Anlage-

erstens inhaltlich soweit wie möglich an der allgemeinen Legaldefinition gemäss Swiss Fund Association (SFA) anlehnt, und der zweitens messbar ist. **segmenten**

Da sich die Vermögensverwaltungsgebühren im institutionellen Asset Management meist im Nachkomma-Prozentbereich befinden, werden die Gebühren üblicherweise in Basispunkten (Kurzform: „bps“) und nicht in Prozenten ausgedrückt. Dabei entspricht ein 1% 100 Basispunkten. Diese Konvention wird für die ganze Studie übernommen. **1% = 100 Basispunkte**

2.3.1. Interne Vermögensbewirtschaftung

Werden Teile oder das gesamte Anlagevermögen intern verwaltet, so entfällt die einem Dritten auszurichtende Vermögensverwaltungsgebühr respektive Total Expense Ratio. Auf der anderen Seite steigt der interne Sach- und Personalaufwand sowie die Auslagen, die im Rahmen des Anlageprozesses (Informations- und Risikomanagementsysteme, Einkauf externes Research, Aufbau Handels- und Abwicklungsinfrastruktur, spezifisch im Falle von Immobilienanlagen: Vergütung an die Liegenschaftsverwaltungsgesellschaften, Schätzungs- und Revisionsaufwand, etc.) zu tätigen sind. Im Idealfall lassen sich aus der Betriebsrechnung je intern bewirtschaftetem Teilsegment all diejenigen Aufwandpositionen zusammenfassen, die inhaltlich als Äquivalent der externen Total Expense Ratio betrachtet werden können. **Zielsetzung: Eine mit TER-Konzept konsistente Kostendefinition**

Das Kostenaggregat TER^{intern} ergibt sich aus den in der Betriebsrechnung ersichtlichen Aufwandpositionen, die sich der Vermögensverwaltung zuordnen lassen, dividiert durch das intern bewirtschaftete Anlagevolumen: **Kostendefinition TER^{intern}**

$$TER^{int} = \frac{Intern^{VV}}{Anlagevolumen^{int}}$$

Formel TER^{int}

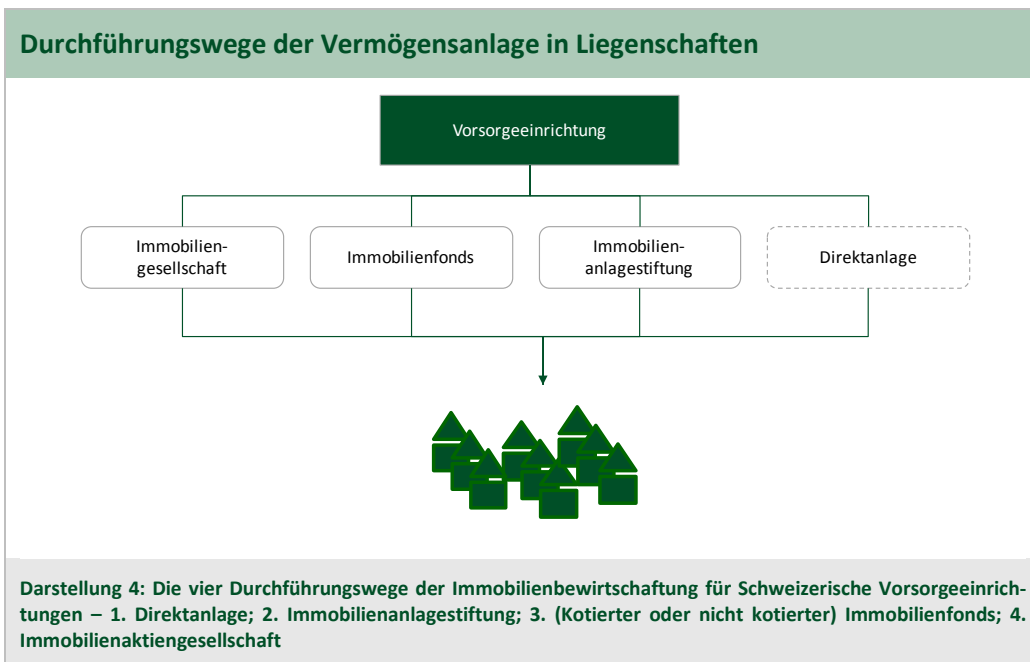
- **$Intern^{VV}$** : Interner Sach- und Personalaufwand für Vermögensverwaltung
- **$Anlagevolumen^{int}$** : Intern verwaltetes Vermögen

Möglicherweise ergeben sich gewisse Abgrenzungsprobleme zwischen den Kostenaggregaten TER^{int} und SC, da sich die in der Betriebsrechnung enthaltenen Aufwendungen unter Umständen nicht eindeutig der Vermögensverwaltung ($Intern^{VV}$) respektive der allgemeinen Anlageadministration ($Intern^{Admin}$) zuordnen lassen. **Abgrenzung mit SC**

2.3.2. Immobilien

Immobilienanlagen bilden einen wichtigen Baustein in der Vermögensanlage der 2. Säule. Folglich ist es für diese Kostenstudie auch ein zentrales Anliegen, die in diesem Segment anzutreffenden Durchführungswege bezüglich ihrer Kostenstruktur möglichst vollständig zu erfassen und auszuwerten. Eine besondere Zielsetzung **Die verschiedenen Durchführungswege**

besteht dabei darin, dass die Kostenermittlung über die verschiedenen Durchführungswege hinweg konsistent erfolgt.



Die Definition der Total Expense Ratio im Immobiliensegment muss aufgrund von besonderen Bewirtschaftungscharakteristika gegenüber der allgemeinen Total Expense Ratio Definition leicht angepasst werden. Es ist zweckmässig, sich bei der TER-Definition im Immobiliensegment auf die verfügbaren Definitionen des KGAST¹⁴ respektive der Swiss Fund Association (SFA)¹⁵ abzustützen, zumal die Definition des KGAST inhaltlich auf den Standard der SFA abgestimmt ist. Der SFA-Standard und die KGAST Fachinformation haben den Charakter von Selbstregulierungsnormen, richten sich an Fondsleitungen der Immobilienfonds respektive an die Immobilienanlagestiftungen und machen konkrete Vorgaben, wie die Verwaltungs- und Administrationsaufwendungen im Jahresbericht zu einer (ex-post) TER-Kennzahl zu verdichten sind. Aus den TER-Definitionen des KGAST und der SFA leitet sich die folgende Formel für die TER im Immobiliensegment ab:

**TER-
Definitionen
für Immo-
li-
anlagestiftun-
gen und Im-
mobilien-fonds**

$$TER^{RE} = PF + AF + MF + VF$$

Formel TER^{RE}

- **PF:** Managementgebühren für Bewirtschaftung des Liegenschaftsportfolios
- **AF:** Gebühr für Fondsleitung, Depotführung und Administration
- **MF:** Kosten für Liegenschaftsverwaltung
- **VF:** Kosten im Zusammenhang mit der Schätzung und Revision der Liegenschaften

¹⁴ siehe KGAST (2010)

¹⁵ siehe SFA (2010)

Gegenüber der allgemeinen TER-Definition sind spezifische Aufwandpositionen zu beachten. Namentlich handelt es sich dabei um die Kosten der Liegenschaftsverwaltung und die Aufwendungen im Zusammenhang mit den regelmässigen Bewertungen des Liegenschaftsbestandes.

Unterschiede zu allgemeiner TER-Definition

Um auch im Falle von intern bewirtschafteten Liegenschaftsportfolios Kohärenz gegenüber der obigen Kostendefinition sicherzustellen, ist darauf zu achten, dass sowohl die Aufwendungen für das Portfoliomanagement als auch der interne oder allenfalls ausgelagerte Liegenschaftsverwaltungsaufwand in die Kostenmessung einfließen. Zur Berechnung der TER werden diese Kostenaufwendungen ins Verhältnis zum gesamten Verkehrswert des Liegenschaftsportfolios gesetzt. In Übereinstimmung mit der TER-Definition der SFA respektive des KGAST wird demgegenüber der direkte Liegenschaftsaufwand (Sanierungen, Renovationen, Unterhaltskosten) nicht in die TER-Berechnung miteinbezogen.

TER bei Direktanlagen

Die Immobilienaktiengesellschaften verfügen über keine allgemeinverbindliche TER-Definition. Natürlich wäre es nun möglich – ausgerüstet mit der obigen TER-Definition – die jährlichen Erfolgsrechnungen der Immobiliengesellschaften zu durchforsten und mit diesem Vorgehen eine TER zu ermitteln, die inhaltlich mehr oder weniger auf die TER's der drei anderen Durchführungswege in der Immobilienbewirtschaftung abgestimmt wäre. Tatsächlich würden wir mit diesem Schritt aber die Büchse der Pandora öffnen, da – wenn schon die Erfolgsrechnung von Immobilienaktiengesellschaften nach Kostenaufwendungen durchsucht werden – konsequenterweise auch die Erfolgsrechnungen aller anderen Aktiengesellschaften nach Kostenaufwendungen gefiltert werden müssten. Man würde sich mit Fragen der Art konfrontiert sehen, inwieweit beispielsweise die Bonuszahlungen der Geschäftsleitungsmitglieder von kotierten Aktiengesellschaften aus Sicht der Schweizerischen Vorsorgeeinrichtungen als Vermögensverwaltungskosten zu taxieren wären. Aus diesem Grund werden die Kosten, die innerhalb von Beteiligungsgesellschaften anfallen, im Rahmen dieser Kostenerhebung nicht berücksichtigt.¹⁶

Abgrenzungsproblem bei Immobiliengesellschaften

2.3.3. Fund-of-Fund Strukturen

Als Fund-of-Fund Strukturen bezeichnen wir allgemein Verwaltungsaufträge, bei denen auf mehreren Stufen von den (verschiedenen) involvierten Anbietern Vermögensverwaltungsgebühren erhoben werden. Solche Mandatskonstellationen sind sowohl in den traditionellen als auch in den alternativen Anlageklassen anzutreffen. Typische Beispiele sind:

Beispiele für Teilvermögen mit doppelter Gebührenbelastung

- Extern oder intern bewirtschaftetes Gemischtmandat mit Drittfondseinsatz

¹⁶ Die einzige Ausnahme von dieser Regel bilden die im Segment Private Equity von Limited Partnerships vereinnahmten Gebühren (Details dazu weiter unten in Abschnitt 2.3.5)

- Fund of Hedge Funds
- Dachfonds von Private Equity Beteiligungen (LPEs)

Die Swiss Fund Association (SFA) hat mit der „zusammengesetzten oder synthetischen TER“¹⁷ eine hervorragende Kennzahl geschaffen, um die Gesamtkosten solcher Anlagelösungen mit mehreren Bewirtschaftungsstufen vollständig und transparent darzustellen. Die synthetische TER ist wie folgt definiert:

Kostendefinition Fund-of-Fund Strukturen

$$TER^{FoF} = TER^{DF} + \sum_{i=1}^n w_{ZF,i} \times [TER^{ZF,i} - RF^{ZF,i} + Kom^{ZF,i}]$$

Formel TER^{FoF}

- **TER^{DF}**: Total Expense Ratio des Dachfonds respektive der 1. Bewirtschaftungsebene
- **w_{ZF,i}**: Anteil des Zielfonds i im Dachfonds
- **TER^{ZF,i}**: Total Expense Ratio des Zielfonds i respektive der 2. Bewirtschaftungsebene
- **RF^{ZF,i}**: Rückvergütung (Rebates, Retrozessionen) des Zielfonds i an den Dachfonds
- **Kom^{ZF,i}**: Ausgabe- und Rücknahmekommissionen des Zielfonds i

Das Konzept der synthetischen TER verwenden wir denn auch als konzeptionelle Grundlage zur Kostenmessung von mehrstufig bewirtschafteten Portfolios. Tatsächlich spielt die synthetische TER im Rahmen dieser Kostenstudie eine zentrale Rolle, da alle (intern oder extern bewirtschafteten) Mandate, die gebührenpflichtige Kollektivanlagen oder strukturierte Produkte einsetzen, gemäss dieser Kostendefinition ausgewertet werden.

2.3.4. Fund-of-Fund Strukturen: Spezialfall Hedge Funds

Tatsächlich wäre die synthetische TER auch das probate Instrument, um die in Fund of Hedge Funds anfallenden Kosten auf ex-post Basis im Jahresbericht vollumfänglich und transparent auszuweisen. Nun kann aber ein Dachfonds auf die Publikation der synthetischen TER verzichten, wenn er per Stichtag nicht über alle für die Berechnungen notwendigen Daten der auf der zweiten Bewirtschaftungsstufe eingesetzten Zielfonds verfügt. Im Resultat führt diese Ausnahmeregelung dazu, dass Fund of Hedge Funds auf die Publikation einer synthetischen TER verzichten und die Vorsorgeeinrichtungen darum auch keine Einsicht in die tatsächlich bezahlten Gebühren erhalten.

Spezialfall Fund of Hedge Funds

Folglich bleibt uns für die Kostenmessung nichts anderes übrig als (möglichst qualifizierte) Annahmen zu unterstellen: Auf der Stufe der Zielfonds verwenden wir als Kostenannahmen die industrieübliche 2/20-Struktur (2% Management Gebühr,

2/20 + 1/10

¹⁷ Siehe SFA (2008), Abschnitt B.6

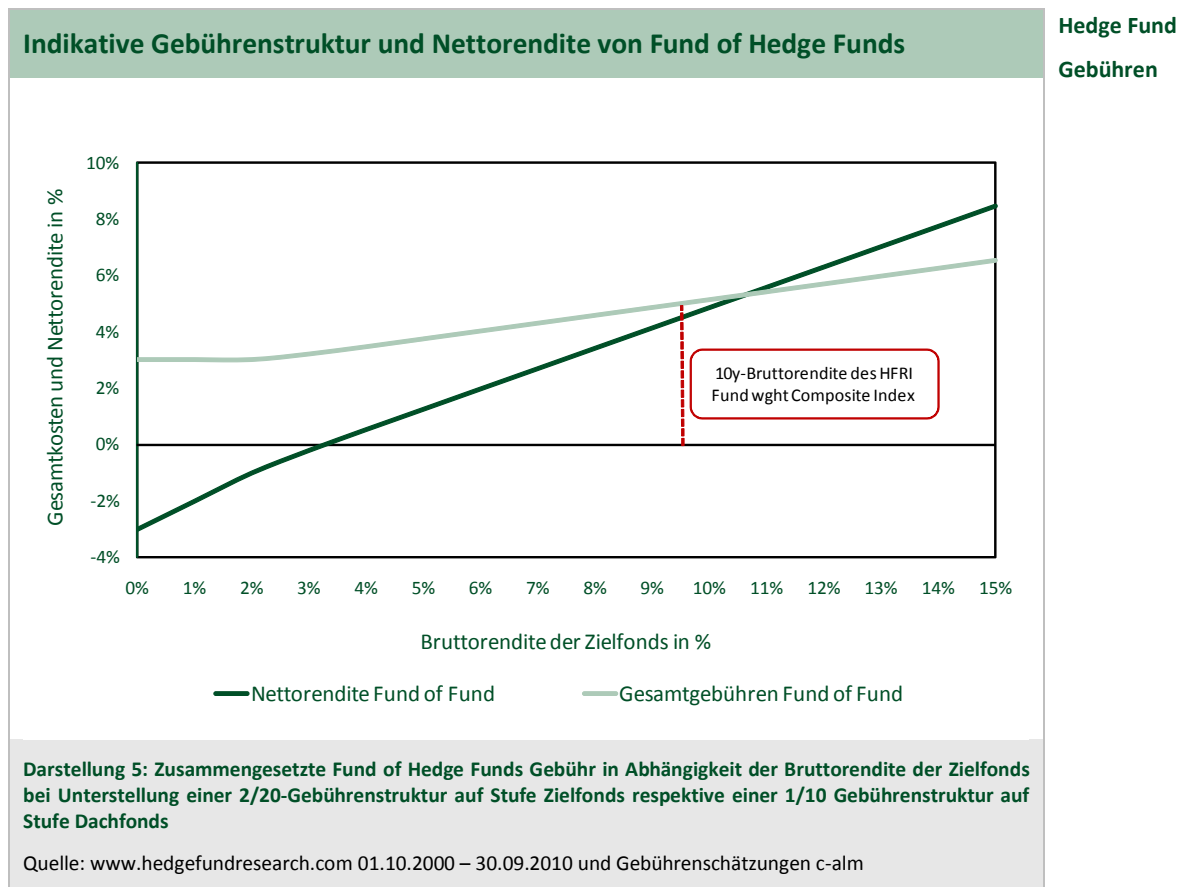
20% Performancebeteiligung), auf Stufe der Dachfonds wird eine 1/10-Gebührenstruktur (1% Management Gebühr, 10% Performancebeteiligung) als Basisannahme unterstellt. Verfügen Vorsorgeeinrichtungen über spezifischere Gebührenangaben, so wurden im Rahmen der Primärdatenerhebung diese Basisannahmen entsprechend angepasst.

Um zu einer synthetischen TER zu gelangen, muss nun noch eine Renditeannahme auf der Stufe der Zielfonds getroffen werden: die Rendite *aller* Zielfonds wird der aus den letzten 10 Jahren ermittelten, annualisierten Bruttorendite des HFRI Fund Weighted Composite Index gleichgesetzt. Diese Indexrendite beträgt 6.03%, enthält aber bereits den Gebührenabzug der Zielfonds. Wird diese anhand der oben diskutierten 2/20 Regel der Indexrendite hinzugefügt, so resultiert eine Bruttorendite für die Zielfonds von 9.54%.

10y-
Bruttorendite
HFRI Index

Mit diesen Annahmen resultiert für den Fund of Hedge Fund eine synthetische TER-Annahme von 5.01% pro Jahr, die sich aus einer Managementgebühr von 3% und einer Performancebeteiligung von 2.01% zusammensetzt. Die nachfolgende Darstellung zeigt auf, wie sich die Gesamtkostenbelastung und daraus abgeleitet die für den Investor resultierende Nettorendite aus dem Fund of Hedge Fund Engagement in Abhängigkeit der auf Stufe der Zielfonds erwirtschafteten Bruttorendite entwickelt.

TER von 5%



Natürlich bietet diese Herangehensweise nur einen groben, aber nichtsdestotrotz praktikablen Messansatz für die Quantifizierung der in einer Fund of Hedge Fund Struktur insgesamt belasteten Gebühren. Wenn diese im Einzelfall präzise erfasst und ausgewertet werden sollen, sind zusätzlich die folgenden kostenrelevanten Faktoren zu berücksichtigen:

Zusätzliche Einflussfaktoren

- Verschiedene der im Rahmen dieser Studie untersuchten Dachfonds weisen eine sogenannte „Hurdle Rate“ auf. Dabei handelt es sich um eine Performance-Schwelle, die erreicht werden muss, bevor ein Anspruch auf eine Performancebeteiligung entsteht. Die Existenz einer „Hurdle Rate“ reduziert die erwarteten Performancegebühren von 2.01%
- Sowohl auf Stufe der Zielfonds wie auch auf Stufe der Dachfonds sind sogenannte „High Water Marks“ die Regel und nicht die Ausnahme. Bei einer „High Water Mark“ muss ein einmal erwirtschafteter Verlust erst wieder aufgeholt werden, bevor wieder ein Anspruch auf eine Performancebeteiligung entsteht. Die Existenz einer „High Water Mark“ reduziert die erwarteten Performancegebühren von 2.01%. Gemäss Branchenexperten¹⁸ tendieren jedoch Zielfonds und Dachfonds, die substantiell unterhalb von ihrer „High Water Mark“ liegen, dazu, ihre Gefässe vorzeitig zu schliessen. Entsprechend ist der ökonomische Einfluss der „High Water Mark“ wohl nicht substantiell.
- Der zur Ermittlung der Bruttorendite zu Grunde gelegte „HFRI Fund weighted Composite“ ist bezüglich Repräsentativität¹⁹ führend und wird im Vertrieb deshalb oft als Referenzgrösse bezüglich der zu erwartenden Kategorienrendite verwendet. Da die Fondsanbieter selbst und auf freiwilliger Basis die zur Berechnung der Indexrendite benötigten Daten bereitstellen, gibt es jedoch plausible Gründe²⁰, warum die tatsächliche Zielfondsrendite tiefer als die unterstellten 9.54% ausfällt. Dadurch reduzieren sich zwar die erwarteten Performancegebühren von 2.01%, gleichzeitig schmälert sich dadurch aber auch die resultierende Nettorendite.
- Wird berücksichtigt, dass die Zielfonds-Renditen streuen, so nimmt die Performancebeteiligung zu – auch wenn die durchschnittliche Bruttorendite der Zielfonds gleich bleibt. Diese Tatsache ist auf die asymmetrische Struktur

Hurdle Rate

High Water Mark

**Rendite-
erwartung der
Zielfonds**

**Renditestreu-
ung der Ziel-
fonds**

¹⁸ Quelle: Interview mit Dr. Georg Wessling, CIO Harcourt Investment Consulting

¹⁹ Der HFRI Index Fund Weighted Composite bildet die gleichgewichtete Rendite von über 2'000 Zielfonds ab.

²⁰ Als wichtigster Grund, warum die HFRI Indexrendite die tatsächlich zu erwartende Zielfondsrendite überschätzt, gilt der „Survivor Ship Bias“. Der „Survivor Ship Bias“ ergibt sich aufgrund der Tatsache, dass bei Liquidation eines Zielfonds dessen Renditezeitreihe aus dem Indexuniversum entfernt wird. Da typischerweise eher die schlechten Fonds liquidiert werden, überschätzt der Index die Rendite der Grundgesamtheit. Lhabitant (2006) konsolidiert verschiedene empirische Untersuchungen zum Thema „Survivor Ship Bias“ und kommt zum Schluss, dass dieser Effekt jährlich 2.22% Rendite ausmacht – womit sich die unterstellte Bruttorendite von 9.54% auf 7.32% reduziert.

der Performancebeteiligung zurückzuführen und wird anhand des nachfolgenden Zahlenbeispiels intuitiv erläutert: ein Viertel der Zielfonds erzielt negative Renditen (-5%) und erhält damit keine Performancegebühr; drei Viertel der Zielfonds erzielen positive Renditen (15%) und erhalten eine Performancebeteiligung von 20%. Die Gebührenbelastung beträgt folglich 2.25% (= $20\% \times 15\% \times 3/4 + 0\% \times -5\% \times 1/4$). Wird die Performancegebühr in Abhängigkeit der durchschnittlichen Bruttorendite von 10% berechnet, resultiert demgegenüber lediglich eine Performancegebühr von 2%. Die durch die Renditestreuung implizierte Zusatzbelastung fällt umso höher aus, je grösser die Anzahl Zielfonds, je höher die Volatilität der Zielfonds und je tiefer deren Korrelation untereinander.

2.3.5. Fund-of-Fund Strukturen: Spezialfall Private Equity

Die Anlagekategorie "Private Equity" umfasst Beteiligungsinvestitionen an nicht börsenkotierten Unternehmen.

Begriff

Viele der im Segment Fund of Hedge Funds gewonnen Erkenntnisse gelten auch für das Segment Private Equity. Einerseits sind die Anlageprodukte im Private Equity Segment meist zweistufig ausgestaltet – via Dachfonds-Struktur wird in nicht kotierte Investment-Gesellschaften (sogenannte „Limited Partnerships“) investiert, die ihrerseits verschiedene Beteiligungen an Jungunternehmen oder aus „Management Buy-Outs“²¹ entstandenen Firmen halten. Andererseits werden auf beiden Bewirtschaftungsebenen typischerweise eine performanceunabhängige Managementgebühr sowie eine Performancegebühr erhoben.

Ähnlichkeiten zu Hedge Funds

Der für das Anlagesegment „Private Equity“ typische Investitionszyklus erschwert jedoch die Gebührenanalyse im Vergleich zum Segment „Hedge Funds“ zusätzlich. Dieser Zyklus vollzieht sich üblicherweise über einen Zeitraum von 10 bis 15 Jahren: die Dachfonds sichern sich bei den Investoren zuerst die notwendigen Kapitalzusagen, suchen anschliessend nach Beteiligungen in Investment-Gesellschaften, die ihrerseits ihre Engagements in den Zielunternehmen vertraglich absichern. Mit der Investitionsphase beginnt auch der Abruf des zugesagten Kapitals. Die Investitionstätigkeit erreicht nach ca. 6-8 Jahren ihren Höhepunkt. Ab diesem Zeitpunkt werden die ersten Beteiligungen wieder verkauft und die resultierenden Erlöse an den Dachfonds respektive an den Endinvestor zurückbezahlt. Nach Liquidation aller Beteiligung wird auch der Dachfonds wieder geschlossen. Die Zyklichkeit dieses Anlagesegments impliziert sowohl für die Ermittlung der durchschnittlichen Managementgebühr als auch für eine zuverlässige Schätzung der jährlichen Performancegebühr (fast) unüberwindbare Schwierigkeiten:

Unterschied zu Hedge Funds: Investitionszyklus von Private Equity Anlagen

²¹ Als „Management Buyout“ wird die Übernahme eines Unternehmens respektive eines Teils davon durch das in dem erworbenen Unternehmen tätige Management bezeichnet.

- Die Hauptschwierigkeit bei der Bemessung der (performance-unabhängigen) Managementgebühren liegt darin, dass die Bemessungsgrundlage für die Gebührenberechnung der verschiedenen Anbieter variiert. Je nach Ausgestaltung des Dachfondsvertrages respektive der Verträge mit den einzelnen Investment-Gesellschaften wird die prozentuale Managementgebühr auf das zugesagte, das abgerufene oder aber das investierte Kapital berechnet. Die Wahl der Berechnungsbasis kann sich zudem während der Investitionsphase und der Devestitionsphase unterscheiden. **Probleme bei Berechnung der Management-gebühr**
- Auch bei der Performancebeteiligung ist weniger deren Höhe – diese beträgt durchschnittlich 20% ab einer Performance-Schwelle von üblicherweise 8% – als vielmehr deren Berechnungsbasis das Problem. Salopp ausgedrückt stellt sich die Frage „20% wovon“? Das Hauptproblem für die Schätzung einer jährlichen Performancegebühr liegt in der Tatsache, dass die Performance und damit auch die Performancebeteiligung über den gesamten Investitionszyklus und nicht auf annualisierter Basis berechnet wird. Kommt hinzu, dass die einen Fonds die Performancebeteiligung gesondert für jede einzelne Beteiligung ermitteln, während die anderen die Performancebeteiligung über das im gesamten Fonds erzielte Ergebnis bemessen.²² Weitere Vertragsparameter wie „Clawback“²³ und „Catch-up“²⁴ Klauseln erschweren die Bestimmung der Performancegebühr zusätzlich und machen eine Schätzung einer jährlichen Performancegebühr ohne eine sehr detaillierte Analyse aller involvierten Verträge zur reinen Spekulation. **Probleme bei Berechnung der Performance-gebühr**

Vor dem Hintergrund dieser Messprobleme beschränken wir uns im Private Equity Segment auf die Quantifizierung der Managementgebühren. Ohne diesbezügliche Informationen von den Vorsorgeeinrichtungen unterstellen wir auf Stufe der Investmentgesellschaften eine Managementgebühr von 1.6% und auf Stufe des Dachfonds 1.15% des *investierten* Anlagevolumens. Damit resultiert als zweistufige TER ein Wert von 2.75% per annum. Falls spezifische Daten der **TER von 2.75%**

²² Gemäss SCM (2009) dominiert bei US-domizilierten Private Equity Managern die Performancebeteiligung je Investition, während bei europäischen Managern sich die Performancegebühr auf die im Kollektivgefäss erzielte Gesamtpformance bezieht.

²³ Eine „Clawback“-Klausel berechtigt den Investor bei Eintreten bestimmter, vorher definierter Ergebniskonstellationen einen Teil der bereits vom Manager vereinnahmten Performancegebühren wieder zurückzufordern.

²⁴ Eine „Catch-up“-Klausel regelt die Ausschüttung der Performancebeteiligung an den Manager bei Überschreiten der Hurdle Rate: Beim sogenannten „full catch up“ erhält der Manager nach Überschreiten der Hurdle Rate so lange die gesamte zusätzliche Rendite, bis er seinen Performanceanteil von insgesamt 20% erreicht hat; danach wird die Rendite 80/20 zwischen Investor und Manager aufgeteilt. Beim prozentualen catch up (üblicherweise 80/20) erhält der Manager solange 80% der Zusatzrendite, bis er seinen Performanceanteil erhalten hat; danach wird die Rendite wie beim full catch up 80/20 zwischen Investor und Manager aufgeteilt. No catch up bedeutet, dass die Rendite nach Erreichen der Hurdle Rate wie vereinbart 80/20 aufgeteilt wird; der Manager erhält somit im Endeffekt lediglich 20% der Gesamrendite nach Abzug der Hurdle Rate.

Vorsorgeeinrichtungen zur Gebührenstruktur der Private Equity Anlagen verfügbar sind, werden diese Standardannahmen entsprechend angepasst.

Die für Private Equity Anlagen verwendete Kostendefinition kommt gleichermaßen für die Segmente Private Debt, (ausländisches) Private Real Estate und (nicht kotierte) Infrastrukturanlagen zum Einsatz.

Ver-
allgemeine-
rung

2.3.6. Strukturierte Produkte

Strukturierte Produkte sind Schuldverschreibungen, deren Rückzahlung sich an der Wertentwicklung einer beliebigen Referenzgrösse ausrichten. Unterscheiden lassen sich die beiden Hauptgruppen der linearen und der nichtlinearen strukturierten Produkte. Die erstgenannte Produktfamilie wird auch als Delta 1-Zertifikate bezeichnet. Ein typisches Charakteristikum von Delta 1-Zertifikaten ist die Publikation einer periodischen Managementgebühr im Produkte-Termsheet. Die nichtlinearen strukturierten Produkte enthalten demgegenüber eine Optionskomponente. Die Gebühr der nichtlinearen strukturierten Produkte wird bei Emission implizit durch eine entsprechende Festsetzung von Emissionspreis und Rückzahlungswert festgelegt.

2 Archetypen
von strukturierten
Produkten

Gebühren von linearen versus nicht-linearen strukturierten Produkten

The diagram illustrates the classification of structured products and certificates ('Struktis') into two main categories: Linear 'Struktis' and Non-linear 'Struktis'. Both categories serve as the 'Grundlage für TER-Bestimmung' (basis for TER determination). For Linear 'Struktis', the basis is the 'Termsheet', which includes details such as Management fees (e.g., 40 basis points per rebalancing), and termination rights for both the issuer and the investor. For Non-linear 'Struktis', the basis is 'Fachliteratur' (specialized literature), with a specific reference to Gilgen/Dichter (2009).

Darstellung 6: Kostenkonzept für strukturierte Produkte mit linearer respektive nicht linearer Auszahlungsstruktur

Kostenstruktu-
ren von ver-
schiedenen
strukturierten
Produkttypen

Grundlage für die TER-Definition im Falle der linearen Delta 1 – oder auch „Tracker“-Zertifikate genannten Produkte ist die im Termsheet publizierte Vermögensverwaltungsgebühr. Falls die bei der Definition des Rückzahlungswertes

TER für lineare
„Struktis“

verwendete Referenzgrösse nicht einen „Total Return“ – Index repräsentiert²⁵, ist zusätzlich die entsprechende Differenz zur TER zu addieren. Als dritte Gebührenkomponente ist der Credit Spread zu berücksichtigen, den der Emittent bei gleicher Laufzeit bei Emission einer normalen Schuldverschreibung bezahlen müsste.

Im Falle des impliziten Pricings von nichtlinearen strukturierten Produkten verfügen wir in der Schweiz über eine umfassende empirische Literatur. Die aktuellste und breiteste Übersicht liefert eine an der Universität Bern verfasste Master-Arbeit²⁶: in dieser Arbeit werden die impliziten Gebühren nicht linearer, strukturierter Produkte in Kontext zur Komplexität, der Laufzeit, der Gegenparteiqualität und der aktuellen Position im Produktlebenszyklus gestellt. Die Kostendefinition für nicht-lineare strukturierte Produkte lässt sich nun im Umkehrschluss aus genau diesen Charakteristika des betrachteten Produktes abschätzen. Für diese Studie unterschieden wir zwischen einfachen und komplexen strukturierten Produkten mit nicht-linearer Auszahlungsstruktur. Für die erstgenannte Gruppe ermittelt sich die jährliche TER als {1.5%/Laufzeit in Jahren}, für die Produkt mit komplexerer Struktur lautet die Bestimmungsformel für die TER {2.5%/Laufzeit in Jahren}.

TER für nicht lineare „Struktis“

2.4. Limiten der Kostendefinition

Im Rahmen dieser Kostenerhebung ist es ein erklärtes Ziel, bezüglich der verwendeten Kostendaten neben einer möglichst vollständigen Erfassung auch eine bestmögliche Qualität sicherzustellen. Deshalb stützt sich die Erhebung wo immer möglich auf revidierte Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen (für Kostenaufwendungen der Vorsorgeeinrichtungen), auf revidierte Betriebsrechnungen der Kollektivanlagen (für TER und Turnover-Angaben derselben), auf rechtsgültige Mandatsverträge (für TER von externen Mandaten) sowie Termsheets von strukturierten Produkten (für TER bei strukturierten Produkten). Diese Kostendaten werden mit den bei Vorsorgeeinrichtungen mittels Fragebogen erhobenen Daten ergänzt und abgeglichen. Schliesslich treffen wir in bestimmten Anlagesegments wie oben dargestellt für die Hedge Funds, die Private Equity Anlagen oder die strukturierten Produkte qualifizierte Kostenannahmen, die mit ausgewiesenen Fachspezialisten abgesichert wurden. Sind allerdings für bestimmte Kostenkomponenten weder Jahresberichte oder Vertragsunterlagen verfügbar noch qualifizierte Annahmen möglich, so wird die Kostenschätzung zur reinen Spekulation. Davon betroffen sind die folgenden Kostenarten:

Datenqualität im Fokus

- **Performancegebühren:** Bei den Kollektivanlagen fliessen aufgrund der **Teilweise**

²⁵ Beliebt ist die Emission von Tracker-Zertifikaten auf Price- oder Net Return Indices (anstatt Total Return Indices): Die auf dem Replikationsportfolio erwirtschafteten Kapitalerträge fallen dann nämlich zusätzlich zur publizierten Verwaltungsgebühr dem Emittenten zu. Um eine Vollkostensicht zu ermöglichen, muss deshalb die Differenz zwischen Total Return Index und der im Produkt verwendeten Referenzgrösse quantifiziert werden.

²⁶ siehe Gilgen / Dichter (2009)

Verwendung der im Jahresbericht deklarierten ex-post TER die in der Berichtsperiode belasteten Performancegebühren vollumfänglich in die Kostenanalyse ein. Gemäss den obigen Ausführungen werden die (erwarteten) Performancegebühren auch bei den Hedge Funds in die Gebührenerhebung einbezogen, während bei den Private Equity Anlagen auf die Quantifizierung der Performancegebühren verzichtet wird. Da der Private Equity Anteil nur 1.4% der gesamten Vermögensanlagen²⁷ ausmacht, ist der konsolidierte Effekt dieses Verzichts gering. Schliesslich fehlen auch die Performancegebühren, die aus aktiven Vermögensverwaltungsmandaten geschuldet sind. Da Vermögensverwaltungsverträge mit Performancebeteiligung aber die Ausnahme und nicht die Regel darstellen und die Performancebeteiligung erst bei Übertreffen der Benchmarkrendite geschuldet ist, bleibt der konsolidierte Gebühreneffekt auf die 2. Säule vernachlässigbar.

fehlende Performancegebühren

- **Transaktionskosten:** Die in dieser Studie in den liquiden Anlagekategorien (kotierte Aktien, kotierte Obligationen, kotierte Immobiliengesellschaften und –fonds) vorgenommene Quantifizierung der Transaktionskosten stellt ein Novum dar. Die Schwierigkeit der Transaktionskostenmessung liegt in der Beschaffung zuverlässiger Turnoverdaten²⁸ und Kommissionsansätze. Bereits in den liquiden Anlagekategorien waren zur Berechnung der Transaktionskosten verschiedene qualifizierte Annahmen^{29,30} nötig, um der in diesem Bereich vorherrschenden Datenarmut Herr zu werden. Nur schon die zusätzliche Quantifizierung der Transaktionskosten im Bereich der alternativen Anlagen und der direkten Liegenschaftsportfolios ist je ein Studienprojekt für sich und sprengt den Rahmen dieser Arbeit. Ökonomisch dürfte der Verzicht auf die Erfassung der Transaktionskosten bei den alternativen Anlagen und den Direktliegenschaften, die zusammen rund 19% der Vermögensanlagen³¹ ausmachen, stärker ins Gewicht fallen als die Vernachlässigung der oben beschriebenen Performancegebühren.
- **Steuern:** Im Rahmen dieser Studie werden die Eidgenössische Mehrwertsteuer, die Eidgenössische Umsatzabgabe (Stempel), die Eidgenössische Verrechnungssteuer, ausländische Quellensteuern sowie

Teilweise fehlende Transaktionskosten

Teilweise fehlende

²⁷ gemäss Primärdatenerhebung c-alm

²⁸ Definition Turnover: (Wert der Wertschriftenkäufe + Wert der Wertschriftenverkäufe) / durchschnittlicher Portfoliowert

²⁹ **Turnover-Annahmen:** Kann eine Vorsorgeeinrichtung keine zuverlässigen Turnover-Angaben liefern, so wird mit folgenden Annahmen gearbeitet: Für aktiv bewirtschaftete Mandate 50% Turnover, für semiaktive Aktienmandate 25% Turnover, für passive Aktienmandate 10% Turnover, für semiaktive und passive Obligationenmandate 30% Turnover.

³⁰ **Transaktionskosten-Annahmen:** Während eine (hinreichend aufgegliederte) Betriebsrechnung die konkret bezahlten Handelskommissionen im Falle von Direktmandaten im Aktienbereich enthält, müssen die Transaktionskosten in allen anderen Fällen geschätzt werden. Die für Aktienanlagen unterstellten Handelskommissionen beziehungsweise die für Obligationen anwendbaren Geld-Brief-Spannen werden in 4.2 diskutiert.

³¹ ebenfalls gemäss Primärdatenerhebung c-alm

ausländische Transaktionssteuern (UK stamp tax, Brasilianische Umsatzsteuer) abgegrenzt und im Einzelnen quantifiziert. Von der Kostenerhebung nicht erfasst wird die Eidgenössische Emissionsabgabe, die in erster Linie von Schweizerischen Emittenten ausgegebenen Obligationen betrifft. Obwohl der Anteil der in der 2. Säule betroffenen Obligationenpositionen ziemlich genau abgeschätzt werden und die kumulierte Emissionsabgabe damit auch präzise beziffert werden kann, wird im Rahmen der Primärdatenerhebung auf deren Berücksichtigung verzichtet, da nicht die Vorsorgeeinrichtungen selbst, sondern der Emittent das Steuersubjekt der Emissionsabgabe darstellt. Nichtsdestotrotz impliziert die Emissionsabgabe eine Renditeminderung und ist darum als indirekte Kostenbelastung zu betrachten. Aus diesem Grund wird in Kapitel 6.3 die aus der Emissionsabgabe resultierende, konsolidierte Kostenbelastung für die 2. Säule separat diskutiert. Des weiteren werden die bei Liegenschaftsüberträgen anwendbare, kantonale festgelegten Handänderungssteuern nicht berücksichtigt.

Steuern

- **Kosten bei Reorganisation der Anlagen:** Wird die Organisation der Anlagen umgestellt, so ergeben sich zusätzlich zu den Bewirtschaftungskosten Aufwendungen im Zusammenhang mit der Überführung der Anlageorganisation. Diese Studie beschränkt sich jedoch auf die Evaluation der laufenden Bewirtschaftungskosten. Zu diesem Zweck werden alle wiederkehrenden Kostenaufwendungen der per Stichtag 31.12.2009 angetroffenen Anlageorganisationen analysiert und aggregiert. Portfolioüberführungskosten (auch als „Transition“-Kosten bezeichnet) werden demgegenüber in der Kostenanalyse vernachlässigt.

Fehlende
Transition
Kosten

Die nachfolgende Tabelle fasst im Sinne einer Synthese die Kostenkomponenten zusammen, die durch die vorliegende Studie abgedeckt werden. Dabei wird gleichzeitig die Frage beantwortet, ob die entsprechenden Kostenkomponenten in den Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen ersichtlich sind.

Sichtbare
versus nicht
sichtbare
Kostenkompo-
nenten

Kostendarstellung in der BSV Studie und den Betriebsrechnungen der VE		
	BSV Studie	Betriebsrechnungen VE
Total Expense Ratio (TER)		
TER Kollektivanlagen (traditionelle Anlageklassen)	✓	✗
TER Kollektivanlagen (alternative Anlageklassen)	(✓)	✗
TER Strukturierte Produkte	(✓)	✗
TER indirekt bewirtschaftete Mandate	✓	nur 1. Stufe
TER direkt bewirtschaftete Mandate	✓	✓
Private Equity Managementgebühren	(✓)	✗
Private Equity Performancegebühren	✗	✗
Transaktionskosten und Steuern (TTC)		
Transaktionskosten (Börsenkotierte Anlagen)	(✓)	nur bei Mandaten
Transaktionssteuern (Börsenkotierte Anlagen)	(✓)	nur bei Mandaten
Ausländische Quellensteuern (Börsenkotierte Anlagen)	✓	✗
Transaktionskosten & Steuern bei nicht börsenkotierten Anlagen	✗	✗
Übrige Kosten (SC)		
Global Custody	✓	✓
Beratung & ALM & Controlling	✓	✓
Interne Aufwendungen (von der VE übernommen)	✓	✓
Rechtsberatung	✓	✓
Mehrwertsteuer (7.6% auf externe Dienstleistungen)	✓	✓
<p>Darstellung 7: Evaluierte Kostenbestandteile in dieser Studie im Vergleich zur Kostendarstellung der Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen, die grundsätzlich nur erfolgswirksame Kostenbestandteile verarbeiten können. Ist der Haken in Klammern gesetzt, so stützt sich die Quantifizierung der entsprechenden Kostenbestandteile zumindest teilweise auf Schätzwerte ab, die von der c-alm sorgfältig und nach Rücksprache mit verschiedenen Experten beziffert wurden.</p>		

Gegenstand der Kostenstudie

Das erklärte Ziel dieser Studie liegt in einer im Vergleich zu den Betriebsrechnungen wesentlich umfassenderen Auswertung der Vermögensverwaltungskosten. Dieses Ziel wird mit Verweis auf Darstellung 7 auch erreicht. Allerdings sind in verschiedenen Bereichen – namentlich bei der TER-Ermittlung in den alternativen Anlagekategorien und bei der Auswertung der Transaktionskosten infolge fehlender oder unvollständiger Datenangaben Schätzungen notwendig. Die in dieser Studie verwendeten TER-Schätzungen für die Anlagesegmente Fund of Hedge Funds, Private Equity sowie für strukturierte Produkte wurden in den Kapiteln 2.3.4 bis 2.3.6 im Detail erläutert. Fehlen für die Berechnung der Transaktionskosten die dazu notwendigen Angaben zum Turnover, so werden abhängig von der Anlageklasse und dem Anlagestil industrieübliche Referenzwerte unterstellt.

Studie adressiert auch nicht erfolgswirksame Kostenkomponenten

2.5. Beschreibung des gewählten Vorgehens

In diesem Abschnitt werden die wichtigsten Schritte dieses Projektauftrages dargestellt und dokumentiert. Im Rahmen dieser Projektrückblende wird ein besonderes

Übersicht über Projekttablauf

Augenmerk auf die jeweils verfügbaren Referenzen und Hilfsmittel gelegt.

Darstellung der Forschungsmethode	
Projektablauf:	Hilfsmittel und Grundlagen:
Definition der Vermögensverwaltungskosten (Kapitel 2.5.1)	Expertenroundtable 1 & 2 Interviews mit Fachexperten
Schätzung von Kostenparametern (Kapitel 2.5.2)	Expertenroundtable 1 & 2 Interviews mit Fachexperten
Durchführung der Primärdatenerhebung (Kapitel 2.5.3)	Expertenroundtable 1 & 2 Questionnaire für Vorsorgeeinrichtungen Questionnaire für Vermögensverwalter
Verifikation, Plausibilisierung, Vervollständigung der Daten (Kapitel 2.5.4)	Direktkontakt mit Vorsorgeeinrichtungen Depotauszüge, Mandatsverträge, Fondsverträge, Jahresberichte der Fonds
Datenkonsolidierung und –interpretation (Kapitel 2.5.5)	c-alm Kostendatenbank Sekundärliteratur

Darstellung 8: Übersicht über das zur Datengewinnung und Qualitätssicherung gewählte Vorgehen

2.5.1. Definition der Vermögensverwaltungskosten

Der Definition des Kostenbegriffs kommt für diese Kostenerhebung eine zweifellos zentrale Bedeutung zu. Die obigen Abschnitte 2.1 bis 2.4 sind Zeugen von den Abgrenzungsproblemen, die sich bei der Etablierung einer praktikablen Begriffsdefinition ergeben. Der vorliegende Kostenbegriff wurde im Rahmen von zwei Experten-roundtables³² sowie in verschiedenen bilateralen Interviews mit Fachspezialisten³³ debattiert und konzeptionell abgesichert.

Praktikabilität der Kostendefinition ist entscheidend.

2.5.2. Schätzung von Kostenparametern

Für verschiedene Kostenkomponenten liessen sich im Rahmen der Primärdatenerhebung keine oder nur unvollständige Kostendaten ermitteln. Zwar wurde auch bezüglich dieser kritischen Kostenkomponenten wo immer möglich direkt auf Kostenangaben der Vorsorgeeinrichtungen abgestützt. Für den Fall, dass diese nicht erhoben werden konnten, wurden minutiös recherchierte und ebenfalls mit den Experten

Qualifizierte Kostenannahmen als Lückenfüller

³² Bruno Christen (Ernst & Young), David Gerber (SIF Staatssekretariat für internationale Finanzfragen), Dominique Ammann (ppc metrics), Hanspeter Konrad (ASIP), Kurt Brändle (KGAST), Manfred Hüsler (FINMA), Marco Bagutti (Auffangeinrichtung), Rudolf Deubelbeiss (UBS), Martin Kaiser (BSV Bundesamt für Sozialversicherungen), Projekt-Begleitgruppe (BSV Bundesamt für Sozialversicherungen)

³³ Vera Kupper (Pensionskasse Stadt Zürich), Markus Hübscher (Pensionskasse SBB), Richard Hunziker (Pensimo Management), Stephan Hepp (Strategic Capital Management SCM), Anders Malmström (AXA Winterthur Versicherungen)

abgesprochene Schätzwerte eingesetzt. Solche Schätzwerte kommen namentlich bei der Kostenevaluation von Fund of Hedge Funds, Private Equity Anlagen, strukturierteren Produkten und allgemein bei der Quantifizierung der Transaktionskosten zum Einsatz.

2.5.3. Durchführung der Primärdatenerhebung

Zur Messung der Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule wurde eine Primärdatenerhebung bei 73 Vorsorgeeinrichtungen mit einem Bilanzvermögen von insgesamt CHF 230 Mrd. durchgeführt. Bezüglich Anlagevolumen deckt diese Studie damit rund einen Drittel des kumulierten Vorsorgevermögens in der 2. Säule ab.³⁴ Bei der Zusammenstellung der Einladungen wurde insbesondere bezüglich der drei Kriterien Grösse {genügend Beobachtungen in den Intervallen I: CHF 0-30 Mio. / II: CHF 30-100 Mio. / III: CHF 100-300 Mio. / IV: CHF 300-1'000 Mio. / V: CHF 1'000-3'000 Mio. / VI: >CHF 3'000 Mio.}, Pensionskassentyp {öffentlichrechtliche VE, privatrechtliche VE, Sammelstiftung} und Domizil {Deutschschweiz, Romandie} auf eine repräsentative Zusammenstellung des Teilnehmerkreises geachtet.

Stichprobe
Vorsorge-
einrichtungen

Zur Beurteilung der Frage, inwieweit die Vorsorgeeinrichtungen in der Produktauswahl den verfügbaren Wettbewerb spielen lassen, wurden zusätzlich die Staffeltarife der in diesem Segment marktführenden Produkthanbieter in allen relevanten Anlagekategorien respektive Umsetzungsarten erhoben. 28 Vermögensverwalter haben an der Kostenerhebung teilgenommen.

Stichprobe
Vermögens-
verwalter

Die Liste der teilnehmenden Vorsorgeeinrichtungen und Vermögensverwalter ist Gegenstand der nachfolgenden Darstellung. Aus Gründen der Vertraulichkeit werden dabei nur diejenigen Teilnehmer aufgeführt, die eine Nennung explizit bewilligt haben.

³⁴ siehe BFS (2011)

Teilnehmende Vorsorgeeinrichtungen und Vermögensverwalter im Einzelnen	
Vorsorgeeinrichtung	Vermögensverwalter
ASGA Pensionskasse	Anlagestiftung Winterthur AWi
Basellandschaftliche Pensionskasse	Banque Cantonale de Genève (BCGE)
Clariant-Pensionsstiftung	BNP Paribas Investment Partners
CPV/CAP Pensionskasse Coop	Credit Suisse AG
Caisse de prévoyance du personnel de l'Etat CPPEF	Deutsche Asset Management Schweiz
Fondation de Prévoyance Richemont	Fidelity International
Caisse de prévoyance St. Paul S.A.	Harcourt Investment Consulting AG
Luzerner Pensionskasse	Man Investments AG
Migros-Pensionskasse	OLZ & Partners Asset and Liability Management AG
Nest Sammelstiftung	State Street Global Advisors
PVK der Ortsbürgergemeinde SG	Swisscanto Asset Management AG
Pensionskasse Basel-Stadt	UBS Global Asset Management
Pensionskasse der Belimed Sauter AG	Bank Vontobel
Pensionskasse Uri	Wegelin & Co. Privatbankiers
Pensionskasse der Stadt Rapperswil-Jona	Wellington Management International Ltd
Pensionskasse der Stadt Zug	Zürcher Kantonalbank
Pensionskasse der Stadt Zürich	
Pensionskasse der UBS	
Pensionskasse der Weidmann Unternehmen	
Pensionskasse Georg Fischer	
Pensionskasse Post	
Pensionskasse SBB	
Pensionskasse Thurgau	
Pensionskasse für das Personal der AXA Gesellschaften	
Pensionskasse Swiss Re	
PKG Pensionskasse	
Pensionskasse des Bundes PUBLICA	
PK der Römisch-Katholischen Landeskirche des Kantons Aargau	
Caisse de prévoyance Skycare	
Spida Personalvorsorge	
Stiftung "Fonds de Pension Nestlé"	
Stiftung Auffangeinrichtung BVG	
Swisscanto Sammelstiftung	
Versicherungskasse der Stadt St.Gallen	
Vorsorge RUAG	
Vorsorgestiftung der Basler Versicherung AG	

Darstellung 9: An der Datenerhebung teilnehmende Vorsorgeeinrichtungen und Vermögensverwalter, die sich mit einer Nennung explizit einverstanden erklärt haben.

Erhebung von Primärdaten bei Vorsorgeeinrichtungen und Produktanbietern

Zur Erhebung der Kostendaten wurde für die Vorsorgeeinrichtungen respektive die Vermögensverwalter je ein eigens für diese Studie konzipierter VBA/EXCEL-Fragebogen inklusive eines detaillierten User Manuals angefertigt. Sowohl für die Vorsorgeeinrichtungen {f/d} als auch für die Vermögensverwalter {e/d} wurde die Erhebung zweisprachig konzipiert.

Konzeption der Datenerhebung

Für die Erfassung der anbieterseitigen Staffeltarife wurden im Fragebogen 62 Anlage-segmente, 3 Aktivitätsgrade {aktiv, semiaktiv, passiv}, 2 Umsetzungsformen {kollektiv, segregiert} und schliesslich 24 Volumenklassen zwischen CHF 1 Mio und CHF 5 Mrd. unterschieden. Die Fragebogen-basierte Erhebung der Staffeltarife der 28 Vermögensverwalter ist reibungslos über die Bühne gegangen.

Erfahrungen auf der „Sell Side“

Im Vergleich dazu gestaltete sich die Kostenerhebung bei den Vorsorgeeinrichtungen für alle Beteiligten wesentlich komplexer und aufwändiger. Um möglichst vielen Vorsorgeeinrichtungen die Teilnahme zu ermöglichen, wurde den Vorsorgeeinrichtungen neben dem Ausfüllen des Questionnaires auch die Möglichkeit angeboten, alle notwendigen Dokumente – namentlich die Betriebsrechnung 2009, den Vermö-

Erfahrungen auf der „Buy Side“

gensauszug per 31.12.2009, sowie alle Mandatsverträge und Fondsprospekte – einzusenden, so dass die Aufbereitung der Kostendaten von der c-alm übernommen werden konnte. Als dritte Option hatten die Vorsorgeeinrichtungen die Möglichkeit, dass die Erfassung der Kostendaten direkt vor Ort durch einen c-alm Mitarbeiter vorgenommen wurde. Die verschiedenen Durchführungsoptionen wurden von den Vorsorgeeinrichtungen ungefähr gleich häufig in Anspruch genommen. Im besten Fall wurden neben einem gewissenhaft ausgefüllten Fragebogen gleich auch die obgenannten Dokumente vollständig eingereicht; in diesen Fällen gestaltete sich die Datenverifikation und -plausibilisierung auf Seiten der c-alm nämlich sehr einfach. Infolge unvollständiger oder bezüglich Datenqualität unzureichender Kostendaten mussten vier Vorsorgeeinrichtungen zurückgewiesen werden.

2.5.4. Verifikation, Plausibilisierung und Vervollständigung der Daten

Der im Rahmen der Datenerhebung arbeitsintensivste Schritt bildete die Verifikation und Plausibilisierung der von den Vorsorgeeinrichtungen eingereichten Kostendaten. Pro Vorsorgeeinrichtung hat die c-alm dafür einen Aufwand von durchschnittlich zwei Tagen geleistet. Die Plausibilisierung erfolgte meist über einen mehrstufigen Email-Wechsel zwischen Vorsorgeeinrichtung und c-alm AG.

Plausibilisierung und Verifikation

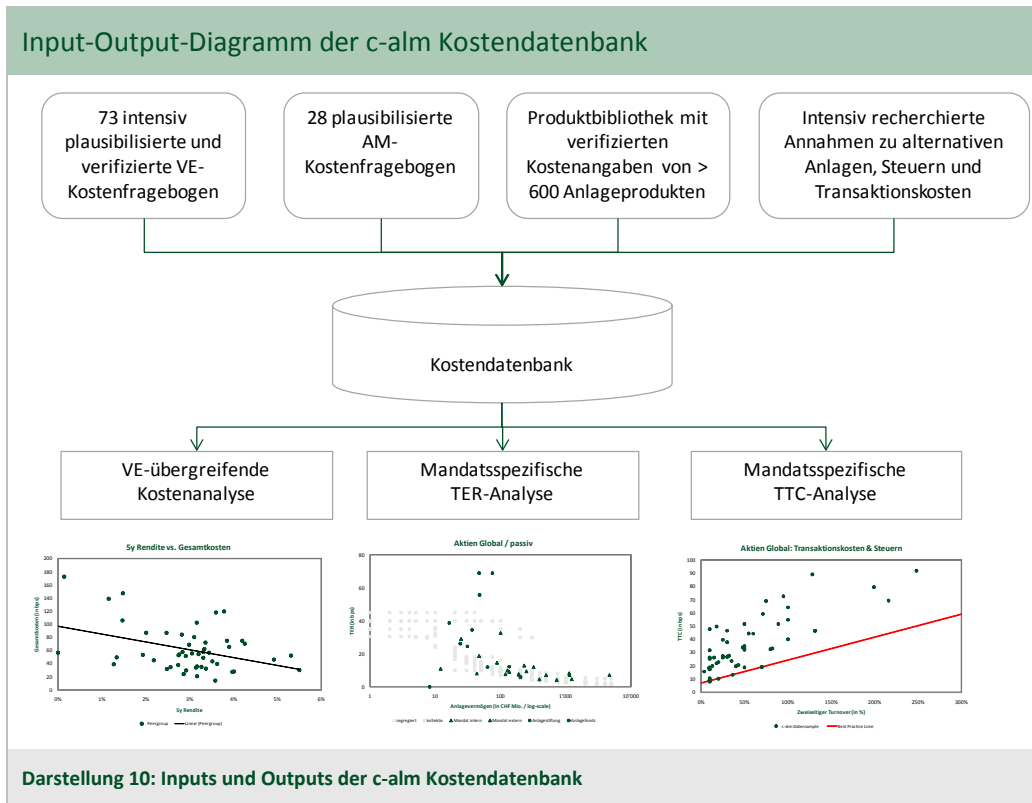
Zwecks konsistenter Auswertung der Gebühreneffekte der zweiten Bewirtschaftungsebene hat die c-alm AG eine Produktbibliothek mit über 600 Kollektivanlagen angelegt. Die Liste dieser Kollektivanlagen leitet sich aus den Depotauszügen der teilnehmenden Vorsorgeeinrichtungen per 31.12.2009 ab. Die wichtigste Quelle für die TER-Zuordnung bildeten die Jahresberichte 2009 der Kollektivanlagen. Falls möglich wurden die in der Produktbibliothek gesammelten TER-Angaben bei den zuständigen Instanzen verifiziert: so wurden beispielsweise die Gebührenangaben aller rund 120 ausgewerteten Anlagestiftungen dem Dachverband der Schweizerischen Anlagestiftungen (KGAST) zur Überprüfung vorgelegt.

Vervollständigung

2.5.5. Datenkonsolidierung und -interpretation

Die verschiedenen Datengrundlagen wurden in einer eigens für dieses Forschungsprojekt konzipierten Datenbank zusammengeführt. Die Input-Output-Logik der Kostendatenbank ist nachfolgend dargestellt.

Datenbank



Neben den Primärdaten der Vorsorgeeinrichtungen und Vermögensverwalter fließen die Kostendaten von über 600 Kollektivanlagen sowie diverse sorgfältig recherchierte Annahmen zu Gebühren bei alternativen Anlagen, Transaktionskosten und -steuern sowie ausländischen Quellensteuern in die Datenbank ein.

Inputs

Auf der Outputseite erlaubt die Kostendatenbank die flexible Erstellung und Auswertung von Kostenanalysen sowohl auf Stufe einzelner Anlagesegmente (TER-Analyse, TTC-Analyse) als auch auf konsolidierter Stufe der Vorsorgeeinrichtungen (VE-übergreifende Kostenanalyse). Die Darstellung der konkreten Ergebnisse ist nun Gegenstand der nachfolgenden Kapitel.

Outputs

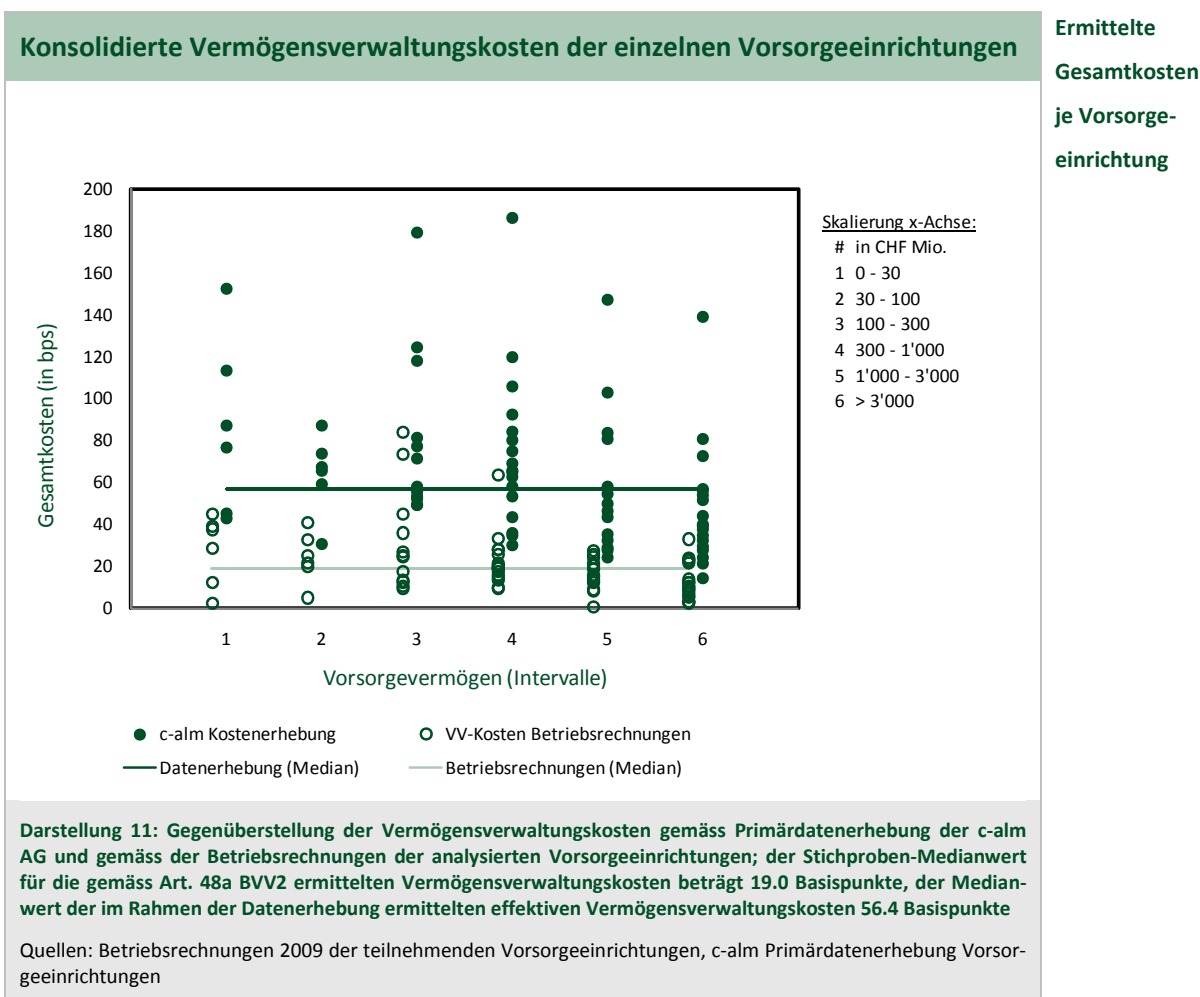
3. Quantifizierung der erhobenen Vermögensverwaltungskosten

In diesem Kapitel werden die bei Vorsorgeeinrichtungen und Vermögensverwaltern erhobenen Kostendaten illustriert und interpretiert. Dabei werden in einem ersten Schritt die auf der konsolidierten Stufe der Vorsorgeeinrichtungen resultierenden Vermögensverwaltungskosten thematisiert. Anschliessend wird eine kategorien-spezifische TER-Analyse für die in der 2. Säule wichtigsten Anlagesegmente durchgeführt. Dabei werden die bei Vorsorgeeinrichtungen ermittelten Vermögensverwaltungskosten den erhobenen Staffeltarifen der 28 Vermögensverwalter gegenübergestellt. Schliesslich werden – wiederum spezifisch für die wichtigsten Anlagesegmente – die ermittelten Transaktionskosten & Steuern analysiert.

Deskriptive
Kostenanalyse

3.1. Konsolidierte Analyse der Vermögensverwaltungskosten

3.1.1. Gesamtkosten pro Vorsorgeeinrichtung



Die Abbildung enthält für die 73 erhobenen Vorsorgeeinrichtungen einerseits die

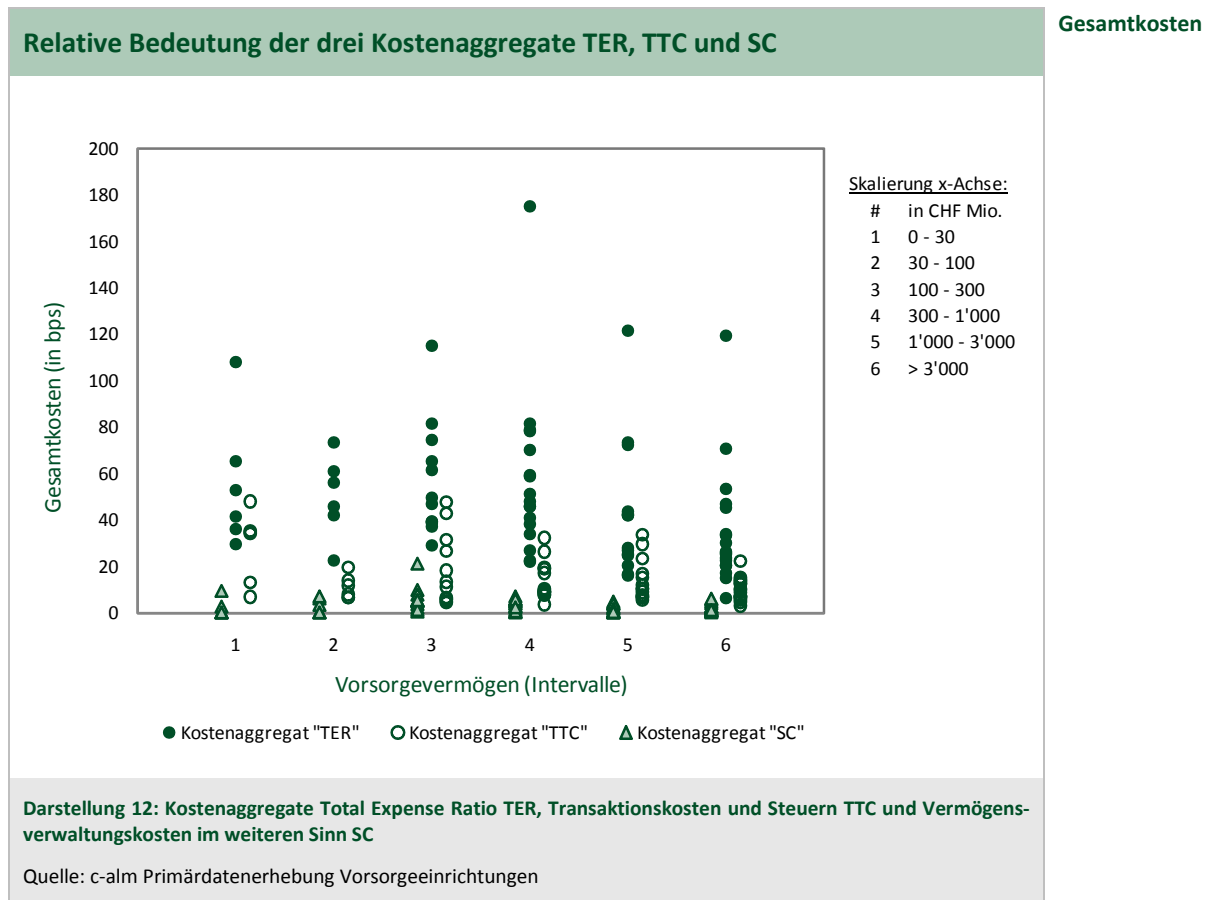
gemäss unserem Ansatz ermittelten Gesamt-Vermögensverwaltungskosten und andererseits die Vermögensverwaltungskosten gemäss Betriebsrechnung – jeweils geordnet nach der Bilanzsumme. Dabei werden die Vorsorgeeinrichtungen bewusst zu ähnlich grossen Kassen gruppiert, um so eine Rückschlussmöglichkeit auf einzelne Vorsorgeeinrichtungen auszuschliessen.

Die eingangs formulierte Vermutung, dass die aus den konsolidierten Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen abgeleiteten Vermögensverwaltungskosten die tatsächlichen Kosten unterschätzen, wird mit Blick auf die obige Darstellung bestätigt. Während basierend auf den Betriebsrechnungen 2009 für die Stichprobe ein volumengewichteter Durchschnittskostensatz von 13.9 bps beziehungsweise ein Mediankostensatz von 19.0 bps resultiert, liegen die erhobenen Gesamtkosten in einem Bereich zwischen 14.5 bps und 186.4 bps. Die volumengewichteten Durchschnittskosten betragen in der Stichprobe 45.0 bps, das einfache Mittel liegt bei 65.8 bps und der Median bei 56.4bps.

**Unterschätzte
Kosten**

3.1.2. Zusammensetzung der Gesamtkosten

Die Gesamtkosten verteilen sich auf die im vorangegangenen Kapitel definierten Kostenaggregate Vermögensverwaltungsgebühren (TER), Transaktionskosten & Steuern (TER) und Vermögensverwaltungskosten im weiteren Sinn (SC).



Der dominierende Kostenbestandteil der Vermögensverwaltungskosten sind die im TER Aggregat zusammengefassten Gebühren. Gerade bei kleineren Vorsorgeeinrichtungen trägt aber auch das Kostenaggregat Transaktionskosten und Steuern (TTC) substantiell zur Gesamtbelastung bei. Der geringste Kostenbeitrag kommt aus den Vermögensverwaltungskosten im weiteren Sinn (SC). Die nachfolgende Tabelle enthält eine detaillierte Zusammenstellung der ermittelten Vermögensverwaltungskosten.

Aufgliederung der erhobenen Vermögensverwaltungskosten			
	Volumenanteil	Vermögensverwaltungskosten	
	<i>in %</i>	in bp	in %
Total Expense Ratio (TER)		33.0	73.4%
Aktien	25.7%	5.6	12.4%
Nominalwerte	52.5%	4.4	9.7%
Immobilien	15.4%	7.7	17.1%
Alternative Anlagen	6.4%	14.9	33.2%
Mehrwertsteuer (7.6% auf externe Mandate)		0.5	1.1%
Transaktionskosten und Steuern (TTC)		10.0	22.2%
implizite Transaktionskosten		3.6	8.0%
explizite Transaktionskosten		0.5	1.2%
Transaktionssteuern		2.0	4.5%
Ausländische Quellensteuern		3.8	8.5%
Vermögensverwaltungskosten i.w.S. (SC)		2.0	4.4%
Global Custody		1.0	2.3%
Beratung & ALM		0.2	0.4%
Controlling		0.4	0.9%
Rechtsberatung		0.1	0.1%
interner Aufwand		0.2	0.4%
Mehrwertsteuer (7.6% auf externe Dienstleistungen)		0.1	0.3%
Volumengewichtete Gesamtgebühr in bp		45.0	100.0%

Darstellung 13: Zusammensetzung der analysierten, volumengewichteten Vermögensverwaltungskosten
 Quelle: c-alm Primärdatenerhebung Vorsorgeeinrichtungen

Volumen-
gewichtete
Zusammen-
setzung der
VV-Kosten

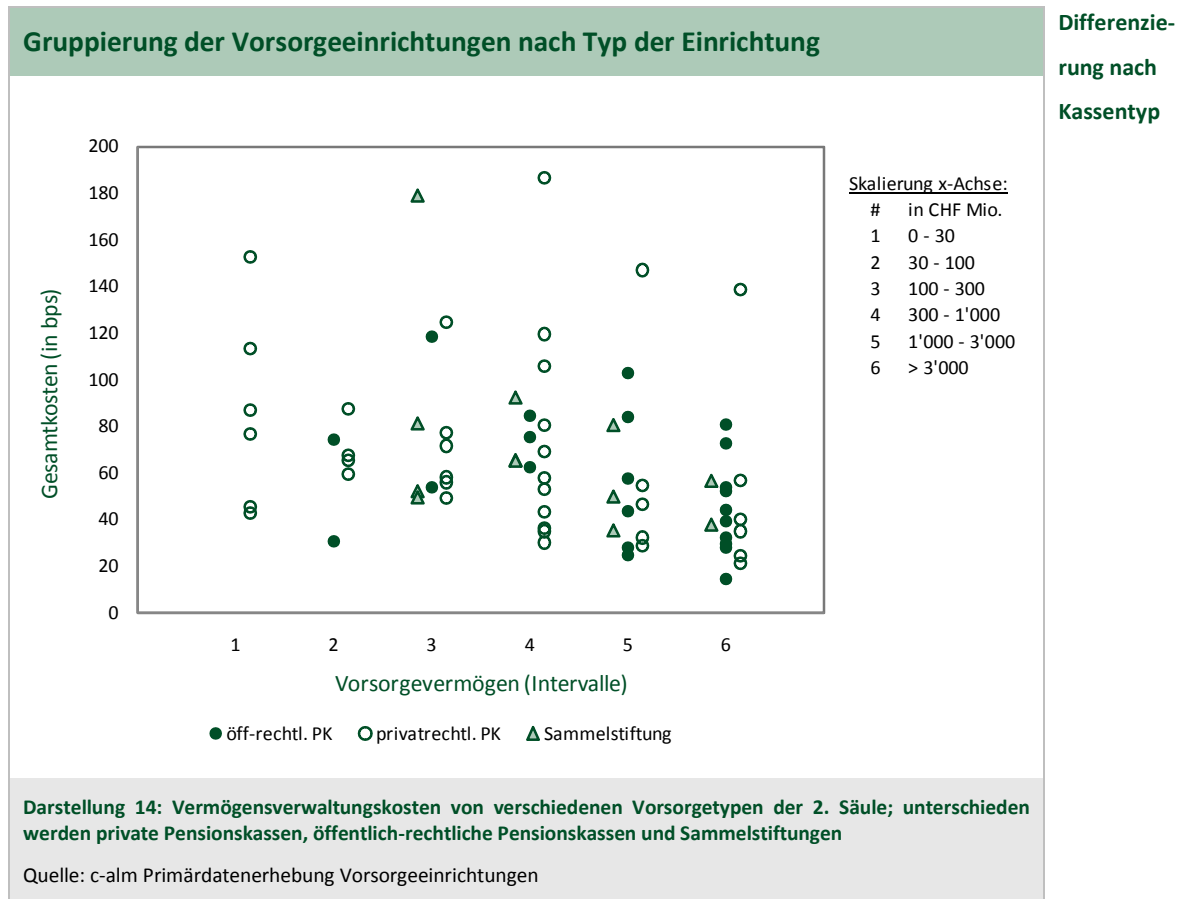
Das Kostenaggregat TER trägt über 70% zur Gesamtkostenbelastung bei. Am stärksten fallen dabei die alternativen Anlagen mit einem Kostenanteil von über 33% ins Gewicht, dies trotz ihres geringen Stichproben-Anteils von durchschnittlich 6.4% an den gesamten Vermögensanlagen. Die Vermögensverwaltungsgebühren im Immobilien-, im Aktien- und im Obligationensegment sind mit 17.1%, 12.4% respektive 9.7% ebenfalls signifikante Kostenelemente der gesamten Vermögensverwaltungskosten.

Zusammen-
setzung

Die durch inländische und ausländische Steueransprüche entstehende Kostenlast beträgt in der Summe 22.2%. Die Vermögensverwaltungskosten im weiteren Sinn (SC) fallen mit insgesamt 4.4% nur unwesentlich ins Gewicht.

3.1.3. Gesamtkosten nach Art der Vorsorgeeinrichtung

In einem nächsten Schritt wird untersucht, ob bestimmte Charakteristika – beispielsweise die rechtliche Ausgestaltung der Vorsorgeeinrichtung oder die Sprachregion – einen Einfluss auf die resultierende Kostenstruktur haben.



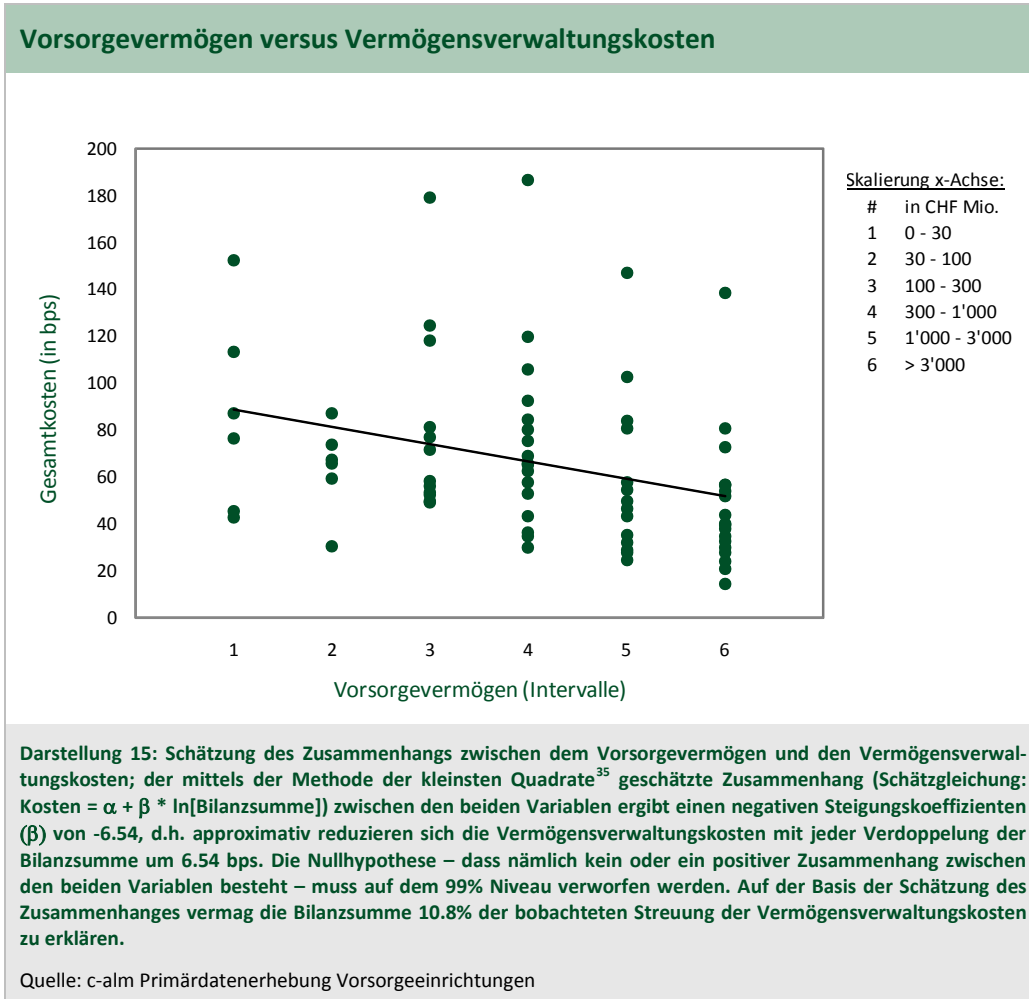
Die volumengewichteten Vermögensverwaltungskosten in den drei Teilgruppen weisen nur geringfügige Unterschiede auf: die Gruppe der öffentlich-rechtlichen Vorsorgeeinrichtungen weisen eine durchschnittliche Belastung von 43.1 Basispunkte, die privat-rechtlichen Vorsorgeeinrichtungen 46.2 Basispunkte und die Sammelstiftungen schliesslich 50.4 Basispunkte auf.

Geringe Kostenunterschiede der Vorsorgetypen

3.1.4. Zwei Kostenhypothesen im Elchtest

Oft wird argumentiert, dass sich durch die Zusammenlegung kleiner und mittlerer Vorsorgeeinrichtungen Skalenvorteile realisieren lassen. Diese These wird nachfolgend anhand unseres Datensamples untersucht:

Hypothese 1:
„Kleine VE haben hohe Kosten“



Die Grösse des Vorsorgevermögens ist zweifellos ein wichtiger Kostentreiber für die Höhe der Vermögensverwaltungskosten. Dieser Befund ist nicht nur bei der optischen Begutachtung der analysierten Vorsorgeeinrichtungen offensichtlich, sondern er ist auch statistisch signifikant. Die Hypothese, dass kleine Vorsorgeeinrichtungen tendenziell höhere Kosten aufweisen, wird auf der Basis der Auswertung unserer Stichprobe bestätigt.

Hypothese 1
wird bestätigt!

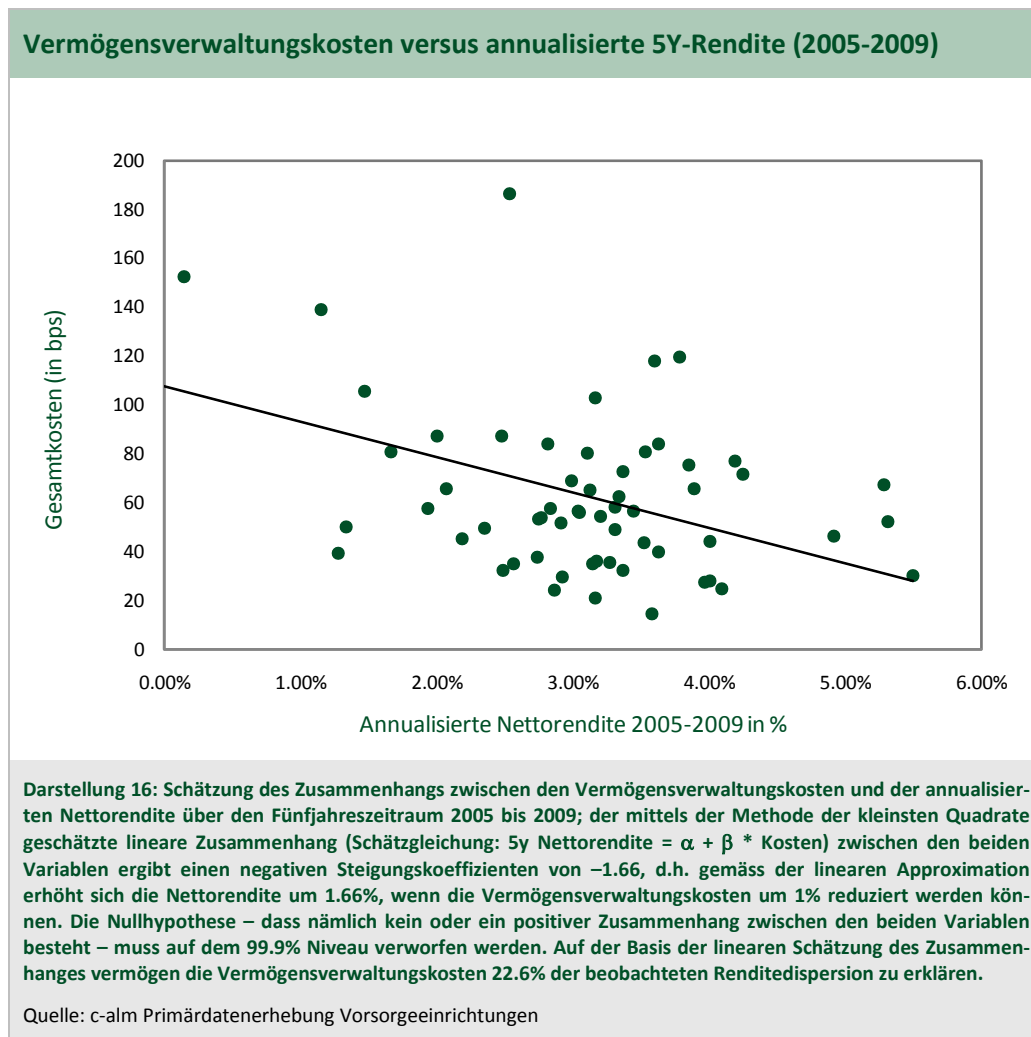
Die Frage, ob ein rigoroses Kostenmanagement die Nettoerendite der Vermögensanlagen steigert, ist heftig umstritten. Eine empirische Antwort auf diese Frage erhalten wir mittels der Gegenüberstellung der erhobenen Vermögensverwaltungskosten und

Hypothese 2:
„Performance und Kosten“

³⁵ Bei der Methode der kleinsten Quadrate wird eine Gerade derart durch die Punktwolke gelegt, dass die quadrierten Abstände der einzelnen Punkte zur Gerade in der Summe minimal werden.

den über den Zeitraum 2005 bis 2009 berechneten, annualisierten Nettorenditen der Vorsorgeeinrichtungen.

haben keinen Zusammenhang“



Die Hypothese, dass die Kosten und die erzielte Nettorendite keinen Zusammenhang aufweisen, muss auf der Basis der Auswertung unserer Stichprobe verworfen werden. Der in unserer Primärdatenerhebung festgestellte, negative Rendite-Kosten-Zusammenhang ist in der resultierenden Deutlichkeit erstaunlich. Der in der Stichprobe ermittelte lineare Zusammenhang von -1.656 legt nahe, dass Kosteneinsparungen sogar überproportional in Mehrertrag umgesetzt werden konnten. Der Einfluss der Kosten auf die erzielten Nettorenditen ist gemäss unserer Stichprobe hochsignifikant. Die beobachteten Kostendifferenzen erklären zudem über 20% der über den Fünfjahreszeitraum 2005-2009 festgestellten Streuung der Nettorenditen.

Hypothese 2 wird verworfen!

Die obige Aussage bildet ein zentrales Ergebnis dieser Studie: es lohnt sich deshalb, den festgestellten Zusammenhang einer Robustheitsprüfung zu unterziehen. Es wäre möglich, dass der Zusammenhang hauptsächlich durch die extremen Punkte zustande gekommen ist (Ausreisser). Zur Überprüfung wurde die Stichprobe von ursprünglich

Robustheits-tests

60 Beobachtungen, für die eine Nettorendite für den Zeitraum 2005-2009 verfügbar ist, schrittweise um die Beobachtungen mit extrem hohen und tiefen Vermögensverwaltungskosten bereinigt und daraufhin der statistische Zusammenhang aufs Neue geschätzt.

Robustheit des Rendite-Kosten-Zusammenhangs gegenüber Ausreißern				
	Stichprobengrösse	β -Koeffizient	Signifikanz	R ² korrigiert
Ganze Stichprobe	60	-1.66	99.99%	22.60%
Ohne höchste & tiefste Kosten	58	-2.00	99.99%	25.79%
Ohne 2 höchste & tiefste Kosten	56	-1.25	99.04%	10.15%

Darstellung 17: Variation der Stichprobengrösse zur Untersuchung der Robustheit des Rendite-Kosten-Zusammenhangs (Schätzgleichung: 5y Nettorendite = α + β * Kosten) gegenüber Ausreißern. Ausgehend von 60 Beobachtungen, die einerseits Teil der c-alm Kostenerhebung bilden und für die andererseits Renditeangaben für den gesamten Zeitraum 2005 bis 2009 vorliegen, wurde der Stichprobenumfang sukzessive – jeweils um die beiden Beobachtungen mit den höchsten und den tiefsten Kosten – reduziert und gleichzeitig der lineare Zusammenhang neu geschätzt. Dieser Reduktionsschritt wird zweimal wiederholt. Als Regressionsresultate werden der β -Koeffizient (linearer Zusammenhang zwischen der x-Variable Kosten in % und der y-Variable ann. Rendite für den Zeitraum 2005-2009 in %), die Signifikanz (das Wahrscheinlichkeitsniveau, auf welchem die Hypothese „Kein oder ein positiver Zusammenhang“ verworfen werden kann), das R² korrigiert (dieses Bestimmtheitsmass gibt an, welcher Teil der beobachteten Streuung in den 5-Jahresrenditen durch die beobachteten Kostenunterschiede erklärt wird).

Quelle: c-alm Primärdatenerhebung Vorsorgeeinrichtungen

Während der Zusammenhang nach Entfernen der teuersten und günstigsten Vorsorgeeinrichtung sogar noch etwas akzentuierter ausfällt als bei Berücksichtigung der gesamten Stichprobe, schwächt sich die statistische Relevanz des Zusammenhangs nach der zweiten Stichprobenreduktion spürbar ab. Aber auch nach Entfernung der vier bezüglich Kostenstruktur ausgeprägtesten Vorsorgeeinrichtungen bleibt der Zusammenhang noch auf 99%-Niveau statistisch signifikant und der Koeffizient ist mit -1.25 nach wie vor sehr ausgeprägt. Der negative Zusammenhang zwischen Vermögensverwaltungskosten und Nettorenditen ist folglich als hinreichend robust zu beurteilen.

Kosten-Rendite-Zusammenhang ist robust

Schlussendlich impliziert eine tiefere Kostenstruktur damit höhere Leistungen an die Destinatäre: Gemäss einer entsprechenden Modellrechnung der holländischen Pensionskassenaufsicht³⁶ führt ein Kostenvorteil von jährlich 0.25% bei einem Sparprozess über 40 Jahre zu einer um 7.5% höheren Altersrente.

Tiefere Kosten führen zu höheren Renten

³⁶ Vgl. AFM (2011)

3.2. Synthese aus den kategorienspezifischen TER-Analysen

Das Kostenaggregat Total Expense Ratio (TER) macht mit 33 Basispunkten und damit rund 73% den Löwenanteil der ermittelten Vermögensverwaltungskosten aus.

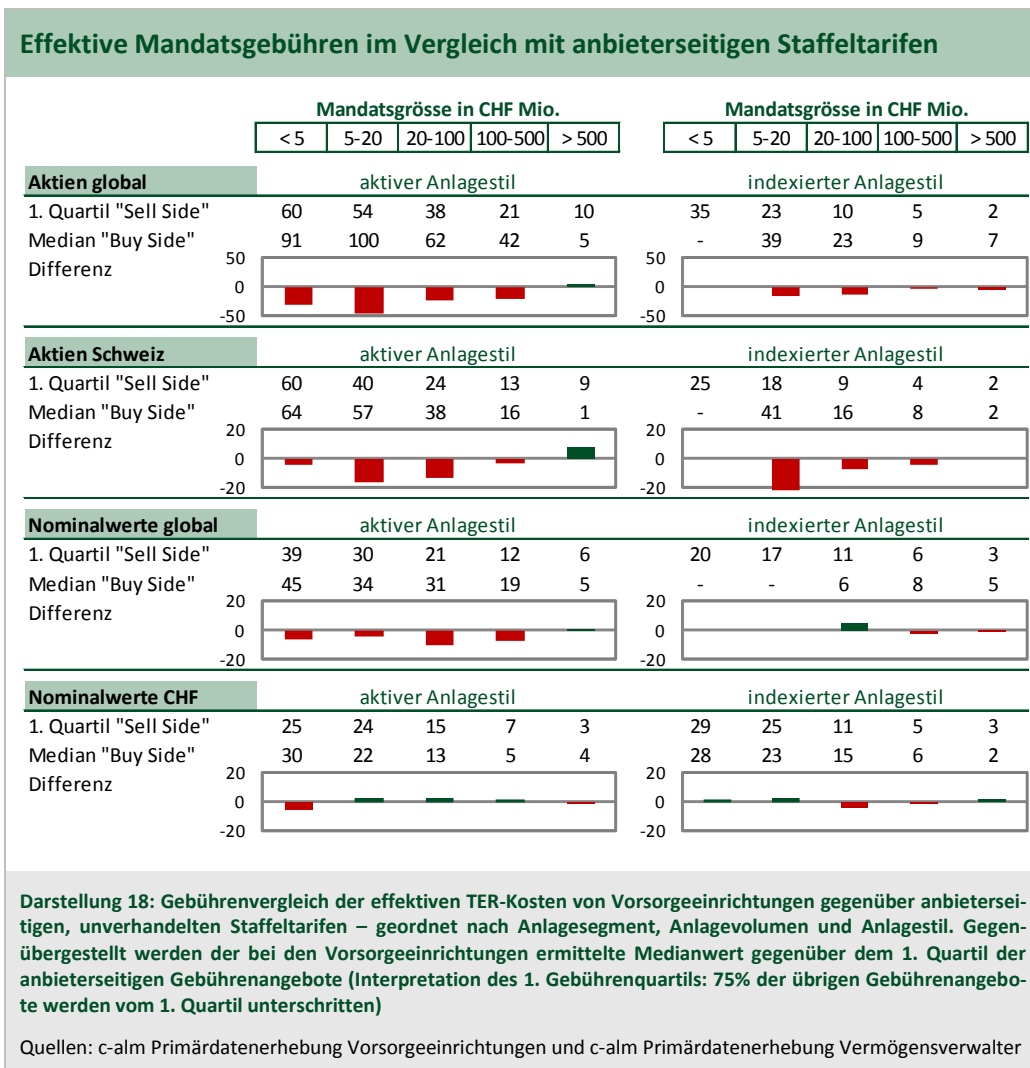
**Relevanz des
TER-Aggregats**

Während die für die TER benötigten Kostenbestandteile im Falle von internen und externen Mandaten zuverlässig aus der Betriebsrechnung der Vorsorgeeinrichtung entnommen werden konnten, basieren die TER Werte der Kollektivanlagen grösstenteils direkt auf den Jahresberichten der Kollektivanlagen. Die Datenqualität ist in beiden Fällen sehr gut und die ermittelten TER's damit entsprechend präzise. Bei den Hedge Funds, den Private Equity Anlagen und den strukturierten Produkten sind die ermittelten TER-Werte stark getrieben durch die in den Abschnitten 2.3.4, 2.3.5 und 2.3.6 erörterten Annahmen. Bei den Dachfondsstrukturen konnten uns die Vorsorgeeinrichtungen teilweise explizite Gebührenangaben für die Ebene des Dachfonds, nicht aber für die zweite Bewirtschaftungsstufe der Zielfonds liefern.

**Benötigte
Annahmen**

Im Anhang 2 werden für die wichtigsten Anlagesegmente der 2. Säule die bei den Vorsorgeeinrichtungen ermittelten TER's den offerierten Staffeltarifen der Vermögensverwalter gegenübergestellt. Bei dieser Gegenüberstellung geht es noch nicht um ein Urteil bezüglich der Wettbewerbsintensität des institutionellen Vermögensverwaltungsmarktes in der Schweiz im Vergleich zu anderen Investorensegmenten – dieser Aspekt wird später im Abschnitt 4.1.3 behandelt – sondern lediglich um die Frage, ob die Vorsorgeeinrichtungen den verfügbaren Wettbewerb bei den Gebührenverhandlungen spielen lassen. Die wichtigsten Ergebnisse der kategorienspezifischen und in Anhang 2 im Detail erörterten TER-Vergleiche sind in Darstellung 17 zusammengefasst.

**Kategorien-
spezifische
TER-Vergleiche**



Gebührenvergleich „Buy-Side“ versus „Sell-Side“

Auf der Basis der für die wichtigsten Anlagekategorien vorgenommenen und im Anhang 2 in detaillierter Form diskutierten TER-Analysen lassen sich die folgenden Schlüsse ziehen:

- **Optimierungspotenzial vorhanden:** Die anbieterseitigen Staffeltarife – gemessen durch das erste Quartil – liegen unter dem effektiven, von den Vorsorgeeinrichtungen bezahlten TER-Medianwert. Dieser Befund legt die Vermutung nahe, dass Optimierungspotenzial besteht.
- **Geringfügiger Verhandlungsspielraum:** Die Tatsache, dass in allen kotierten Anlagesegmenten ein Grossteil der externen Mandate leicht über den günstigsten, nicht verhandelten Kostenofferten der Anbieter liegt, deutet auf geringfügige, durch Neuausschreibung / Neuverhandlung realisierbare Kostenpotenziale hin.
- **Gebührenkomponenten auf mehreren Bewirtschaftungsstufen:** Den Hauptgrund für den Befund, dass die anbieterseitigen Staffeltarife unter den effek-

Die wichtigsten Erkenntnisse

Anbieterseitige Staffeltarife < Effektive TER's

Grund 1: Verhandlungsspielraum

Grund 2: Verschachtelte

tiven TER's liegen, sehen wir aber in der Tatsache, dass die effektiven TER's in vielen Fällen Gebührenbestandteile von zwei Bewirtschaftungsstufen beziehungsweise von zwei oder mehreren Anbietern enthalten. Demgegenüber beziehen sich die anbieterseitigen Gebühreofferten auf aus einer Hand angebotenen Vermögensverwaltungsdienstleistungen. Ein typisches Beispiel einer Umsetzung mit Gebührenbestandteilen auf mehreren Bewirtschaftungsstufen respektive von mehreren Anbietern ist ein intern oder extern bewirtschaftetes, globales Aktienmandat, das zumindest teilweise Drittfonds einsetzt.

Bewirtschaftung

- **Schweiz versus Ausland:** Die effektiven TER's liegen im Inland näher bei den anbieterseitigen Staffeltarifen als bei den ausländischen Teilvermögen. Wir führen diese Beobachtung auf die Tatsache zurück, dass in der Schweiz im Gegensatz zum Ausland vorwiegend Direktanlagen eingesetzt werden und damit Gebührenbestandteile auf mehreren Bewirtschaftungsebenen vermieden werden. Mit Abstand am ausgeprägtesten sind die festgestellten Gebührendifferenzen bei den aktiv bewirtschafteten, globalen Aktienmandaten.
- **Mandatsgrösse:** Die Gebührendifferenzen zwischen den effektiven TER's und den anbieterseitigen Staffeltarifen sind für Mandate ab einem Volumen von CHF 100 Mio. wesentlich tiefer als für kleinere Mandate. Dieser Befund ist wohl auf den Sachverhalt zurückzuführen, dass kleinere Vorsorgeeinrichtungen vergleichsweise über weniger Ressourcen verfügen, um den grundsätzlich verfügbaren Anbieterwettbewerb auszureizen.

Unterschiede bezüglich Region

Unterschiede bezüglich Mandatsgrösse

Die aus diesem Abschnitt resultierenden, wichtigsten Optimierungs- beziehungsweise Sparpotenziale werden in Kapitel 6 quantifiziert und darauf basierend konkrete Handlungsoptionen abgeleitet.

3.3. Synthese aus den kategorienspezifischen TTC-Analysen

Das Kostenaggregat Transaktionskosten und Steuern macht gemäss unserer Erhebung mehr als einen Fünftel der Kostenbelastung aus. Dabei sei noch einmal erwähnt, dass dieses Kostenaggregat nur für die liquiden Anlagesegmente – konkret also für börsenkotierte Aktien, Obligationen und indirekte Immobilienanlagen berechnet wird.

Relevanz des TER-Aggregats

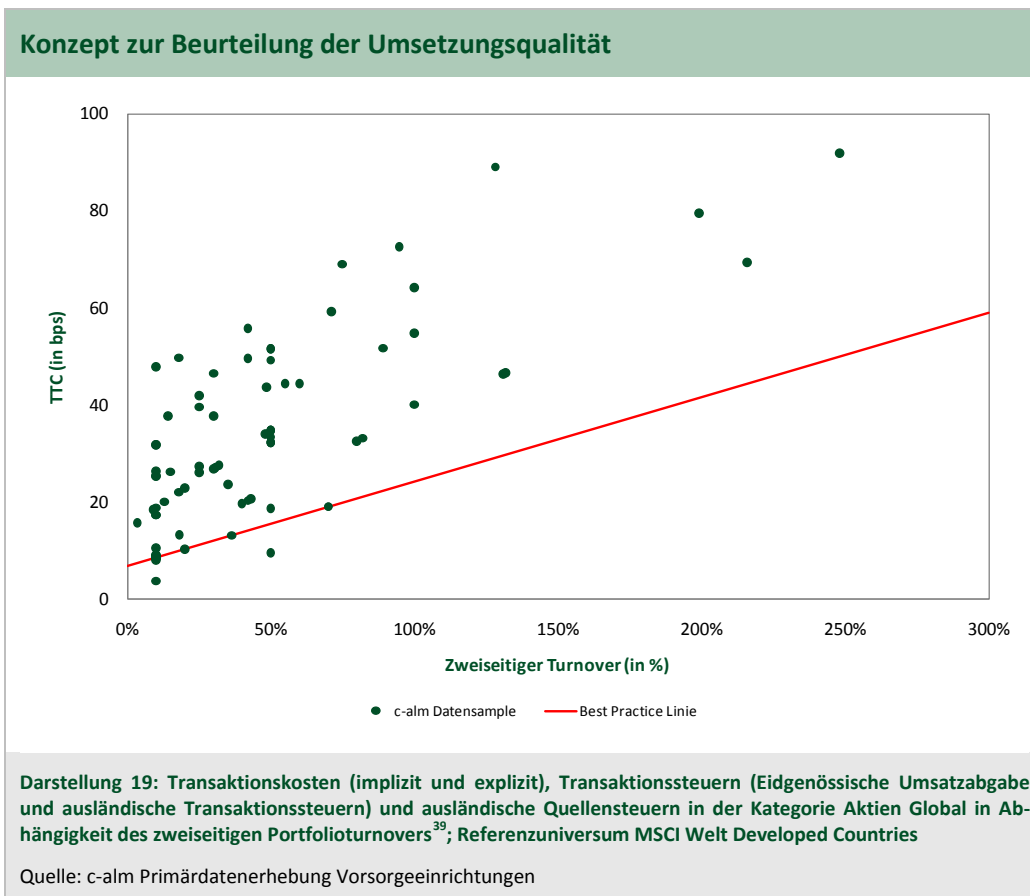
Auch bei der Erhebung und Quantifizierung der Transaktionskosten muss man im Falle fehlender Daten auf qualifizierte Annahmen zurückgreifen. Während die Steuerbelastung anhand des Produkttyps und unter Anwendung der länderspezifischen Ertrags- und Transaktionssteuersätze beziehungsweise der länderspezifischen Rückforderungsmöglichkeiten sehr genau quantifiziert werden können, ist die Berechnung der Transaktionskosten in beträchtlichem Umfang von den unterstellten Turnover-

Benötigte Annahmen

und Transaktionskostenannahmen abhängig³⁷. Da sich diese Annahmen an einer ausgesprochen kosteneffizienten Umsetzung orientieren, ist davon auszugehen, dass die effektive Transaktionskosten- und Steuerbelastung über dem gemessenen Wert von 10 Basispunkten liegt.³⁸

Bezüglich der Transaktionstätigkeit gilt generell der Grundsatz „Hin und Her macht Taschen leer“ – die Transaktionskosten steigen proportional mit dem Transaktionsvolumen! Natürlich kann eine nicht getätigte Transaktion auch Opportunitätskosten in Form von entgangenen Gewinnen respektive vermiedenen Verlusten implizieren. Entsprechend ist vom Investor eine Güterabwägung vorzunehmen. Die weitere Transaktionskosten- und Steueranalyse widmet sich nun aber nicht mehr dem Zielkonflikt zwischen effektiven Transaktionskosten und hypothetischen Opportunitätskosten, sondern der Frage, welches Transaktionsniveau bei einem spezifischen Turnover der „Best Practice“ entspricht.

Die Rolle des Turnovers



Für die Beurteilung der Umsetzungsqualität haben wir im Rahmen dieses Forschungsprojekts ein eigenes Beurteilungskonzept entwickelt. Unter Vorgabe eines „Best Practice“

³⁷ Siehe dazu Fussnote 29 und 30

³⁸ Diese Vermutung dürfte umso mehr zutreffen, wenn noch die Transaktionskosten der bei ausländischen Wertschriftenmandaten zusätzlich getätigten Devisentermingeschäfte in die „TTC-Analyse“ mit einbezogen werden würden.

³⁹ Portfolioturnover = (Käufe+Verkäufe) / durchschnittlicher Portfoliowert

spezifischen Transaktionsvolumens definieren wir „Best Practice“ als diejenige Umsetzung, die bezüglich (Transaktions- und Ertrags-) Steuerbelastung sowie bezüglich Transaktionskosten minimale Aufwendungen impliziert. Basierend auf dieser „Best Practice“-Definition lässt sich in Abhängigkeit der Anlagekategorie und des Turnovers ein konkreter Referenzwert berechnen, der als Messlatte zur Beurteilung der Umsetzungsqualität dient. Das Beurteilungskonzept ist nachfolgend am Beispiel der Kategorie „Aktien Welt“ veranschaulicht.

Die rot markierte „Best Practice“-Linie markiert nun die theoretisch bestmöglichen Konditionen, die man im Handel respektive bezüglich Steuerbehandlung als Schweizerische Pensionskasse realisieren kann. Der Achsenabschnitt repräsentiert die ausländische Quellensteuerbelastung, die auch nach Ausschöpfung aller Befreiungs- und Rückforderungsmöglichkeiten als Minimalbelastung übrig bleibt. Die Steigung der „Best Practice“-Linie ergibt sich als Summe der drei Transaktionskostenkomponenten explizite Transaktionskosten, implizite Transaktionskosten und Transaktionssteuern. Auch bezüglich dieser drei Steigungskomponenten wird für die „Best Practice“-Linie die minimal mögliche Belastung⁴⁰ unterstellt.

„Best Practice“
– Linie als
konkrete
Messlatte

Die in den Aktien- und Obligationensegmenten vorgenommenen und in Anhang 3 dargestellten TTC-Analysen fördern die folgenden Erkenntnisse zu Tage:

Die wichtig-
sten Erkennt-
nisse

- **Inland versus Ausland:** Die Transaktionskosten und Steuern fallen im Ausland mit bis zu 40 Basispunkten für Obligationen FW respektive mit bis zu 100 Basispunkten für Aktien Global im Vergleich zur Schweiz mit bis zu 20 Basispunkten wesentlich stärker ins Gewicht. Hauptgrund dafür sind die im Ausland erhobenen Quellensteuern auf Kapitalerträge.
- **Stempelabgaben:** Die Eidgenössischen Umsatzabgaben bilden die Hauptursache, warum die tatsächlichen TTC-Kosten über der rot markierten „Best-Practice“-Linie liegen. In den Kategorien Aktien Schweiz, Obligationen CHF und Obligationen FW lässt sich die Punktwolke der abgabepflichtigen Mandatslösungen fast zu einer zweiten Linie mit einer im Vergleich zur „Best-Practice“-Linie höherer Steigung verbinden.
- **Quellensteuern und „Soft Commissions“:** Im Segment Aktien Ausland führen Unterschiede in der Quellensteuerbehandlung sowie unterschiedliche Handelskommissionen zu weiteren Überschreitungen der „Best-Practice“-Linie. TTC-Belastungen von bis zu 100 Basispunkten offenbaren, dass sich gerade in diesem Segment eine Ausrichtung der Steuer- und Transaktionskostenbelastung an der geltenden „Best Practice“ lohnt.

Die aus diesem Abschnitt resultierenden, wesentlichen Einsparungspotenziale werden in Kapitel 6 quantifiziert und darauf basierend mögliche Massnahmen diskutiert.

⁴⁰ Die unterstellten Transaktionskostenparameter werden in Abschnitt 4.2 erörtert.

4. Gegenüberstellung der erhobenen Vermögensverwaltungskosten

Gemäss unserem Wissenstand handelt es sich bei dieser Studie um die erste auf der Investorenseite und im vorliegenden Detaillierungsgrad durchgeführte Gebührenerhebung im In- oder Ausland. Die bisher publizierten, uns bekannten Studien zu Vermögensverwaltungsgebühren und Transaktionskosten wurden alle basierend auf anbieterseitigen Daten erstellt. Damit existieren für die Beurteilung der bei den Vorsorgeeinrichtungen ermittelten Vermögensverwaltungskosten keine direkten Vergleichswerte.

Keine direkten
Vergleichswerte
verfügbar

Die Einschätzung der Kosteneffizienz und der Wettbewerbsintensität der Vermögensverwaltung in der 2. Säule muss daher indirekt in zwei Schritten vorgenommen werden:

Indirekter-
Vergleich in
zwei Schritten

1. Kategorienspezifische Beantwortung der Frage, ob die Vorsorgeeinrichtungen bei der Ausschreibung und Selektion der Vermögensverwaltungsdienstleistungen den Markt spielen lassen. Zu diesem Zweck wurden im vorangegangenen Kapitel 3.2 kategorienspezifisch die von Vorsorgeeinrichtungen bezahlten Gebühren über die (unverhandelten) Standardtarife der Anbieter gelegt.
2. Vergleich dieser anbieterseitigen Standardtarife mit Gebührenpublikationen aus dem In- und Ausland, die gleichzeitig verschiedene Investorengruppen adressieren. Dieser zweite Schritt ist Gegenstand der nachfolgenden Ausführungen.

4.1. Beurteilung der Vermögensverwaltungsgebühren

Die bei 28 Anbietern⁴¹ erhobenen Standardtarife werden nun einem internationalen und kundensegmentsübergreifenden Vergleich unterzogen. Gleichzeitig soll die Frage beantwortet werden, wie sich die Konkurrenzsituation in der 2. Säule über die letzte Jahre entwickelt hat.

4.1.1. Vergleich mit institutionellen Gebührenpublikationen

In diesem Abschnitt wird für die wichtigsten Bausteine der Vermögensanlage einer Schweizerischen Pensionskasse eine komparative Analyse von anbieterseitigen Standardtarifen in der institutionellen Vermögensverwaltung im In- und Ausland durchgeführt. Zu Vergleichszwecken stehen uns dabei die zwei folgenden Publikationen zur Verfügung:

⁴¹ Für Details zur durchgeführten Datenerhebung siehe Abschnitt 2.5.3

- Fee Survey Mercer 2010:⁴² Die alle zwei Jahre herausgegebene Mercer-Studie basiert auf deren hauseigener, weltweit ausgerichteter Managerdatenbank. Die Datenbank beinhaltet produktspezifische Angaben von über 3'000 Vermögensverwaltern. Der Vergleich unserer proprietär bei Vermögensverwaltern erhobenen Gebührendaten mit der Mercer-Studie erlaubt eine Beurteilung der Frage, wie sich die Wettbewerbssituation im Vermögensverwaltungssegment der 2. Säule im internationalen Vergleich präsentiert.
- Fee Survey ECOFIN 2003:⁴³ Der Vergleich unserer proprietär bei Vermögensverwaltern erhobenen Gebührendaten mit der ECOFIN-Studie erlaubt eine Beurteilung der Frage, wie sich die Wettbewerbssituation im Vermögensverwaltungssegment der 2. Säule über die letzten 8 Jahre entwickelt hat. Die ECOFIN-Studie basiert auf Gebührenangaben für das Kundensegment „Institutionelle Schweiz“. Die Angaben wurden im Rahmen einer Auftragsstudie im Jahr 2003 von der ECOFIN erhoben und ausgewertet.

ECOFIN und
MERCER Ge-
bührenstudien

Die nachfolgende Darstellung veranschaulicht den Umfang des durchgeführten Gebührenvergleichs.

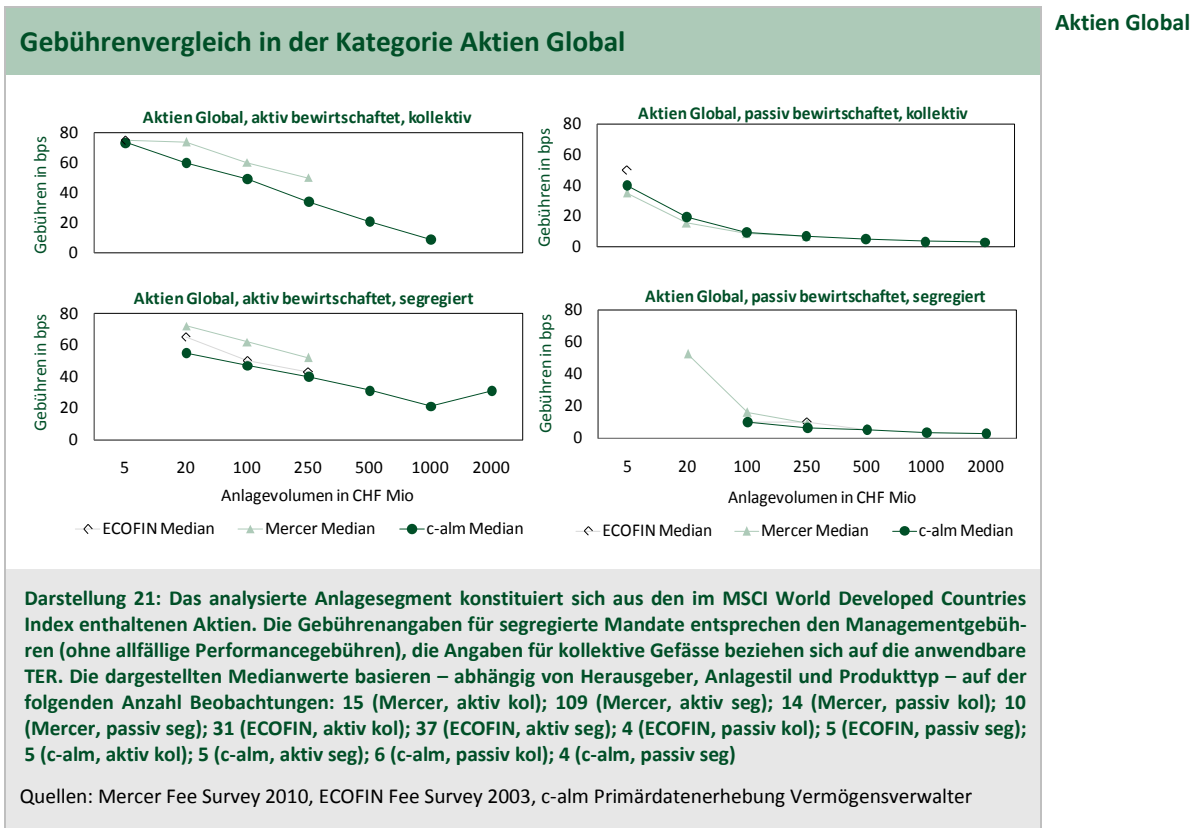
Differenzierungskriterien für Gebührenvergleich		Gegenstand des Gebühren- vergleichs
Datenerhebungen	Mercer 2010, ECOFIN 2003, c-alm 2010	
Anlageklassen	Aktien, Obligationen	
Region	Schweiz, global	
Anlagestil	aktiv, passiv	
Umsetzung	kollektiv, segregiert (Einzelmandat)	
Anlagevolumen	CHF 5, 20, 100, 250, 500, 1'000, 2'000 Mio	

Darstellung 20: Umfang des im institutionellen Segment durchgeführten Vergleich von Vermögensverwaltungsgebühren

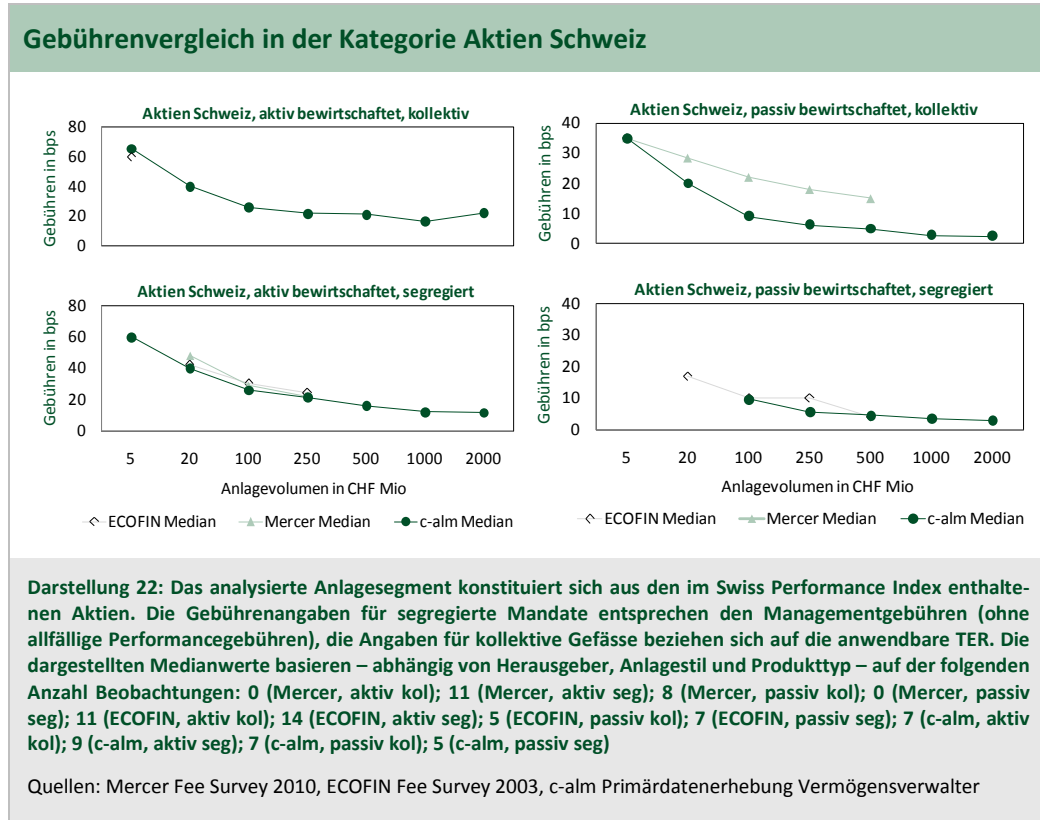
Als erstes wird nachfolgend die Gebührenstruktur in der Kategorie Aktien Welt untersucht.

⁴² siehe MERCER (2010) und MERCER-Datenbankauszug (2010)

⁴³ siehe ECOFIN (2003)



Das Schweizerische Gebührenniveau liegt für aktiv bewirtschaftete, globale Aktienportfolios deutlich unter dem internationalen Vergleichswert. Bei passiver Bewirtschaftung ist das Ergebnis differenziert zu betrachten: für kollektive Anlagelösungen mit einem Volumen von weniger als CHF 100 Mio sind die Gebühren für Schweizerische Pensionskassen leicht höher als im internationalen Vergleich. Ab diesem Volumen liegen aber die Gebührenangaben in der c-alm Erhebung wieder unter dem Durchschnitt der Mercer Erhebung. Der Vergleich mit den im Jahr 2003 von der ECOFIN für Schweizerische Pensionskassen erhobenen Gebührenangaben legt zudem den Schluss nahe, dass sich der Preiswettbewerb im Segment Aktien Welt über die letzten 8 Jahre verschärft hat.



Aktien Schweiz

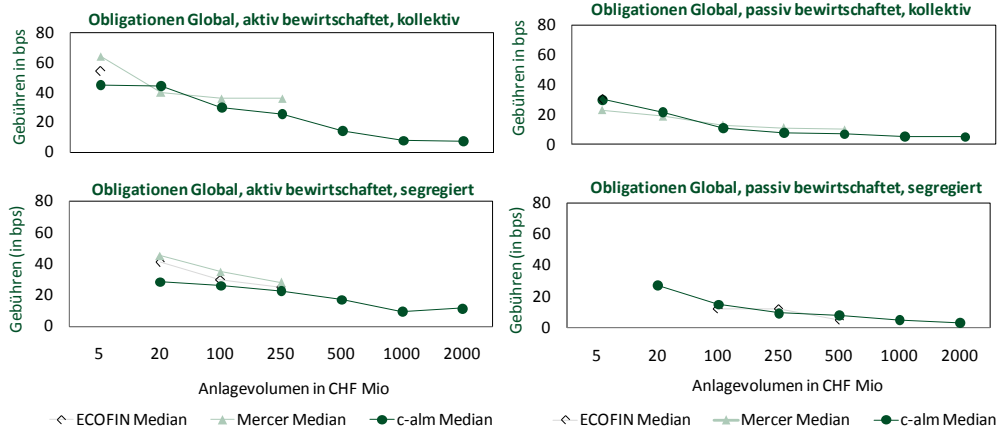
Für Schweizerische Aktienportfolios verfügen alle Erhebungen über wesentlich weniger Datenpunkte als in der Kategorie Aktien Welt. Für diejenigen Umsetzungsarten, für die ein Vergleich möglich ist, schneidet die aktuelle c-alm Erhebung bezüglich Gebühreffizienz am besten ab. Erwähnenswert scheint uns insbesondere die im internationalen Vergleich wesentlich tieferen Gebühren bei passiv bewirtschafteten Kollektivlösungen ab einem Anlagevolumen von CHF 20 Mio.

Im Segment Obligationen Fremdwährungen werden die in der Kategorie Aktien Welt festgestellten Gebührekonstellationen weitgehend bestätigt. Namentlich ist das Schweizerische Angebot im internationalen Vergleich bei den aktiven Anlagelösungen kostengünstiger, während die indexierten Kollektivlösungen bis zu einem Anlagevolumen von CHF 20 Mio. leicht hinter dem internationalen Referenzwert liegen.

Obligationen
FW

Gebührenvergleich in der Kategorie Obligationen Fremdwährungen

Obligationen
Fremd-
währungen

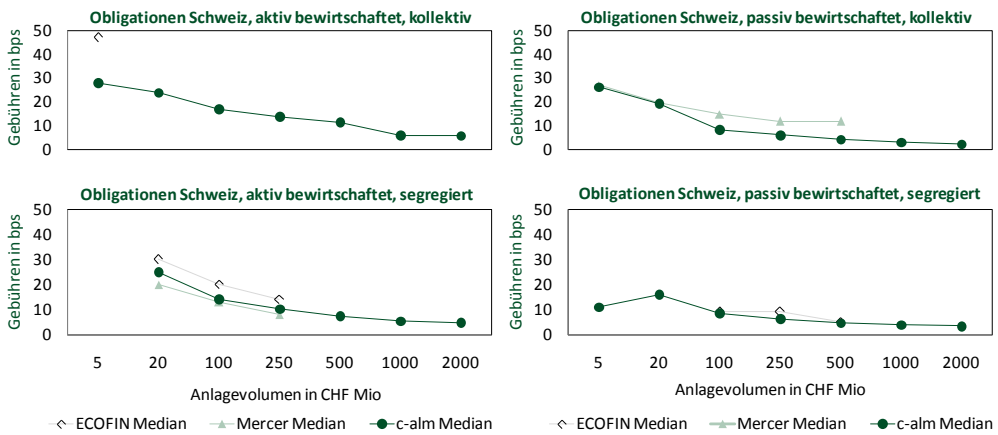


Darstellung 23: Das analysierte Anlagesegment konstituiert sich aus den im Barclays Capital Global Aggregate Index enthaltenen festverzinslichen Papiere. Die Gebührenangaben für segregierte Mandate entsprechen den Managementgebühren (ohne allfällige Performancegebühren), die Angaben für kollektive Gefässe beziehen sich auf die anwendbare TER. Die dargestellten Medianwerte basieren – abhängig von Herausgeber, Anlagestil und Produkttyp – auf der folgenden Anzahl Beobachtungen: 7 (Mercer, aktiv kol); 51 (Mercer, aktiv seg); 25 (Mercer, passiv kol); 0 (Mercer, passiv seg); 24 (ECOFIN, aktiv kol); 35 (ECOFIN, aktiv seg); 3 (ECOFIN, passiv kol); 4 (ECOFIN, passiv seg); 10 (c-alm, aktiv kol); 11 (c-alm, aktiv seg); 8 (c-alm, passiv kol); 5 (c-alm, passiv seg);

Quellen: Mercer Fee Survey 2010, ECOFIN Fee Survey 2003, c-alm Primärdatenerhebung Vermögensverwalter

Gebührenvergleich in der Kategorie Obligationen CHF

Obligationen
CHF



Darstellung 24: Das analysierte Anlagesegment konstituiert sich aus den im Swiss Bond Index, AAA-BBB Segment enthaltenen festverzinslichen Papiere. Die Gebührenangaben für segregierte Mandate entsprechen den Managementgebühren (ohne allfällige Performancegebühren), die Angaben für kollektive Gefässe beziehen sich auf die anwendbare TER. Die dargestellten Medianwerte basieren – abhängig von Herausgeber, Anlagestil und Produkttyp – auf der folgenden Anzahl Beobachtungen: 6 (Mercer, aktiv kol); 6 (Mercer, aktiv seg); 6 (Mercer, passiv kol); 6 (Mercer, passiv seg); 6 (ECOFIN, aktiv kol); 6 (ECOFIN, aktiv seg); 6 (ECOFIN, passiv kol); 6 (ECOFIN, passiv seg); 7 (c-alm, aktiv kol); 8 (c-alm, aktiv seg); 5 (c-alm, passiv kol); 6 (c-alm, passiv seg);

Quellen: Mercer Fee Survey 2010, ECOFIN Fee Survey 2003, c-alm Primärdatenerhebung Vermögensverwalter

Wie bei den Schweizerischen Aktien sind die kollektiven Indexlösungen auch bei CHF Obligationen im internationalen Vergleich kompetitiv gepreist. Die bei den segregierten Passivlösungen beobachtete Gebührenanomalie – dass nämlich für CHF 5 Mio eine tiefere Mediangebühr als für CHF 20 Mio resultiert – ist auf die Tatsache zurückzuführen, dass einige teurere Anbieter erst ab einem Volumen von CHF 20 Mio ein Angebot abgegeben haben. Die aktiven Mandatslösungen liegen preislich minim über dem internationalen Vergleichswert. Der Vergleich mit den ECOFIN lässt aber auch in dieser Kategorie den Schluss, dass sich der Preiswettbewerb über die letzten 8 Jahre kontinuierlich erhöht hat.

Im Sinne einer Zusammenfassung werden die Gebührendaten aus den drei Studien auf ein Mischportfolio appliziert, das zu je einem Viertel in die Kategorien Aktien Schweiz, Aktien Global, Obligationen CHF und Obligationen FW investiert ist. Dabei wird der Anlagestil {aktiv, passiv} und die Grösse des Mischportfolios (CHF 20 Mio, CHF 100 Mio, CHF 1 Mrd) variiert.

Gebührenvergleich in Zahlen

Gebührenvergleich für ausgewogen zusammengesetzte Gemischtmandate			
	c-alm 2010	Mercer 2010	ECOFIN 2003
Aktiv - CHF 20 Mio	37	45	45
Aktiv - CHF 100 Mio	28	34	33
Aktiv - CHF 1 Mrd.	9	nicht verfügbar	nicht verfügbar
Passiv - CHF 20 Mio	19	21	18
Passiv - CHF 100 Mio	10	15	10
Passiv - CHF 1 Mrd.	4	nicht verfügbar	nicht verfügbar

25% Aktien GL
25% Aktien CH
25% Obli FW
25% Obli CH

Darstellung 25: Anwendung der verschiedenen Gebührendaten (in Basispunkten des verwalteten Vermögens) auf ausgewogen zusammengesetzte Mischportfolios (25% Aktien Schweiz, 25% Aktien Global, 25% Obligationen CHF, 25% Obligationen FW). Die Mischportfolios werden variiert nach Anlagevolumen {CHF 20 Mio, CHF 100 Mio, CHF 1 Mrd} und Anlagestil {aktiv, passiv}. Für die Berechnung der Portfoliogeühr wurde das einfache Mittel der Gebührenangaben der vier zu Grunde liegenden Anlageselemente – bei gleichem Anlagestil und bei gleichem Anlagevolumen – gebildet. Wenn sowohl eine Gebührenangabe für eine Kollektivlösung und eine segregierte Mandatslösung verfügbar war, wurde der tiefere der beiden Werte eingesetzt.

Quellen: Mercer Fee Survey 2010, ECOFIN Fee Survey 2003, c-alm Primärdatenerhebung Vermögensverwalter

Die bei den graphischen Gebührenvergleichen angestellte Vermutung werden durch das in Darstellung 25 aufbereitete Zahlenbeispiel erhärtet: Der Preiswettbewerb für institutionelle Vermögensverwaltungsdienstleistungen wird in der Schweiz im Vergleich zum – durch die Mercer-Daten repräsentierten – internationalen Durchschnitt intensiver geführt. Die Gegenüberstellung mit der ECOFIN-Studie erlaubt zudem den Rückschluss, dass sich die Gebühren für die aktive Bewirtschaftung in der letzten Dekade reduziert haben, während die Angebote für indexierte Lösungen hierzulande ungefähr auf dem gleichen Niveau verharren sind.

Traditionelle Vermögensverwaltung mit hoher Gebühreneffizienz

4.1.2. Vergleich mit Gebührenpublikationen im Privatkundensegment

Hinsichtlich der aktuell geführten Diskussion über die freie Pensionskassenwahl und die individuelle Ausgestaltung der Vorsorgelösung bietet sich ein Vergleich mit der Gebührensituation im Privat- und Retailkundensegment an. Zu diesem Zweck vergleichen wir unsere proprietär erhobenen Daten in aggregierter Form mit der von LIPPER 2008 publizierten internationalen Erhebung zu den Gebühren im Fondssegment⁴⁴.

LIPPER Gebührenstudie

Institutionelle Kollektivanlagen versus Retailfonds				
	LIPPER		c-alm	
	TER in bps alle Stile	All-in Fee in bps alle Stile	TER (bei CHF 1 Mio) in bps aktiv passiv	
Obligationen	115	116		
Obligationen CHF			28	26
Obligationen FW			47	30
Aktien	189	199		
Aktien Schweiz			53	35
Aktien Global			60	40

Darstellung 26: Die Gebührenangaben bei der Lipper Studie basieren auf einer volumengewichteten Gebührenggregation der Retailfonds mit Domizil Luxemburg und Irland, die in mehreren europäischen Ländern zum Vertrieb zugelassen sind. Die All-in Fee enthält zusätzlich zur TER noch allfällige Performance-Gebühren. Die aus der c-alm Erhebung resultierenden Medianwerte basieren – abhängig von Anlageklasse und Anlagestil – auf der folgenden Anzahl Beobachtungen: 3 (Aktien global, aktiv); 3 (Aktien global, passiv); 6 (Aktien CH, aktiv); 5 (Aktien CH, passiv); 8 (Obli global, aktiv); 5 (Obli global, passiv); 6 (Obli CH, aktiv); 2 (Obli CH, passiv); die TER-Angaben der c-alm beziehen sich auf ein Volumen von CHF 1 Mio, was dem Mindestvolumen in der anbieterseitigen Datenerhebung entspricht.

Quellen: Lipper 2008, c-alm Primärdatenerhebung Vermögensverwalter

Gebührenvergleich
Institutionell versus Retail

Der auf aggregierter Stufe durchgeführte Preisvergleich macht schnell klar, dass sich das individuell verhandelbare Preisgefüge in der institutionellen Vermögensverwaltung nicht mit den volumenunabhängigen Standardpreisen der (Retail-) Fondsindustrie vergleichen lässt. Der institutionelle Vermögensverwaltungsmarkt nimmt gegenüber anderen Investorengruppen bezüglich Wettbewerbsintensität und Kosteneffizienz eine Vorreiterrolle ein.

4.1.3. Beurteilung der Wettbewerbssituation

Den Vorsorgeeinrichtungen der 2. Säule steht ein kompetitives Angebot an Vermögensverwaltungsdienstleistungen zur Verfügung. Diese Aussage trifft für aktiv bewirtschaftete Portfolios in besonderem Mass zu. Auch indexierte Anlagelösungen ab einem Anlagevolumen von CHF 100 Mio sind im internationalen Vergleich attraktiv gepreist – in diesem Segment tobt ein regelrechter Preiskrieg und es ist fraglich, ob die Anbieter mit den vereinnahmten Gebühren langfristig und nachhaltig ihre Kosten

Würdigung Vermögensverwaltungsgebühren

⁴⁴ siehe LIPPER (2008)

decken. Für indexierte Anlagelösungen mit einem Anlagevolumen im ein- oder zweistelligen Millionenbereich scheinen die Margen noch etwas besser zu sein – vielleicht besteht in diesem Bereich noch etwas Luft nach unten. Die Gebührendaten aus der 2003 erstellten ECOFIN-Studie erlauben überdies den Rückschluss, dass sich der hiesige Preiswettbewerb in der institutionellen Vermögensverwaltung in der letzten Dekade verschärft hat.

Die im internationalen Gebührenvergleich dokumentierten Gebührendifferenzen überraschen, da die in den verschiedenen Erhebungen teilnehmenden Anbieter teilweise identisch sind. Offensichtlich sind aber auch lokale Marktkräfte am Werk, die aus der spezifischen Perspektive einer Schweizerischen Pensionskasse für ein attraktives und wettbewerbsintensives Angebot von Vermögensverwaltungsdienstleistungen führen:

- Zum einen ist sicher die hohe Angebotsdichte im Markt im internationalen Vergleich aussergewöhnlich. Neben der Präsenz der global führenden Vermögensverwalter und den Schweizerischen Grossbanken sorgen auch verschiedene Nischenanbieter für einen ständigen Ausbau des Produktangebots und damit für eine entsprechende Verschärfung der Konkurrenzsituation. Namentlich das breite Angebot an indexierten Anlagelösungen ermöglicht es auch kleineren Pensionskassen, sich eine kosteneffiziente Anlageorganisation zusammenzustellen.
- Ein weiterer Grund für die im internationalen Vergleich hohe Wettbewerbsintensität dieses Marktsegmentes liegt in der starken Marktposition der Berater, die im Ausschreibungs- und Selektionsprozess die Konkurrenzsituation zwischen den Vermögensverwaltern grundsätzlich fördert.
- Schliesslich sind es natürlich die Vorsorgeeinrichtungen selbst, die mit ihrem Nachfrageverhalten die heute beobachtbaren Markt- und Preiskonstellationen herbeigeführt haben. Sie nehmen die im Destinatärsinteresse liegende Aufgabe, kosteneffiziente Anlagelösungen auszuhandeln, in den meisten Fällen erfolgreich wahr und fördern durch dieses Verhalten implizit auch die Herausbildung eines preistransparenten und wettbewerbsintensiven Marktsegmentes.

Die grundsätzliche Verfügbarkeit eines kompetitiven Angebots ist zwar eine notwendige, aber gleichzeitig noch nicht hinreichende Bedingung, dass die in der 2. Säule anzutreffenden Anlageorganisationen auch tatsächlich gebühreneffizient ausgestaltet sind. Gemäss den Ausführungen in Kapitel 3.2 bedienen sich nicht alle Vorsorgeeinrichtungen aus dem in diesem Abschnitt analysierten, institutionellen Produktangebot, sondern erwerben in unterschiedlichem Umfang auch Retailprodukte. Auch die Tatsache, dass teilweise eine Vielzahl unterschiedlicher Produkte erworben wird,

Treiber für Wettbewerbsintensität:

Angebotsdichte

Beraterpräsenz

Nachfrageverhalten der VE

Hin zu gebühreneffizienten Anlageorganisationen

mindert die Skalenvorteile, die gerade für den Verhandlungsprozess im Volumenbereich bis CHF 100 Mio eine ausgesprochen wichtige Rolle spielen. Im Abschnitt 6.2 werden Handlungsoptionen diskutiert, die diese Situation noch verbessern können.

4.2. Beurteilung der Transaktionskosten

Grundsätzlich sind implizite und explizite Transaktionskosten weit weniger erforscht als die im vorangegangenen Abschnitt erörterten Vermögensverwaltungsgebühren. Aus diesem Grund haben wir im Rahmen der Primärdatenerhebung auch nur von wenigen Vorsorgeeinrichtungen konkrete Transaktionskostendaten erhalten. Wir waren deswegen gezwungen, Annahmen über die Höhe der impliziten und expliziten Transaktionskosten zu treffen, die dann in einem zweiten Schritt mit den kassenspezifischen Turnover-Angaben verknüpft werden konnten. Diese unterstellten Kostenannahmen sind nachfolgend dargestellt.

„Black Box“

Transaktionskostenannahmen in den verschiedenen Anlagesegmenten		
	Transaktionskosten implizit in bps des Transaktionsvolumens	Transaktionskosten explizit in bps des Transaktionsvolumens
Aktien (inklusive Immobiliengesellschaften)		
US Large Caps	10	3.5
US Small & Mid Caps	30	5.0
Japan Large Caps	15	5.0
Europa Large Caps (EMU, UK)	10	5.0
Europa Small & Mid Caps (EMU, UK)	30	5.0
Schweiz Large Caps	10	3.5
Schweiz Small & Mid Caps	30	5.0
Schwellenländer	35	10.0
Obligationen		
Staatsanleihen (USD, EUR, JPY, GBP, CHF)	5	0
Unternehmensanleihen (USD, EUR, JPY, GBP, CHF)	20	0

Darstellung 27: Die impliziten Transaktionskosten enthalten als wichtigste Komponenten die Geld-Brief-Spannen⁴⁵ und den sogenannten „Market Impact“, also den durch das eigene Transaktionsverhalten herbeigeführten adversen Preiseffekt. Die expliziten Transaktionskosten referenzieren einzig und alleine auf die Brokerage-Kommissionen – die Börsenplatzgebühren werden damit vernachlässigt und die in- und ausländischen Transaktionssteuern werden separat ausgewertet.

Quelle: c-alm AG⁴⁶

Die Kosten im Wertschriftenhandel

Die unterstellten Transaktionskosten sind als Mindestwerte zu verstehen. Die bei den Aktien unterstellten, expliziten Transaktionskosten sind für elektronisch ausgeführte Aufträge bei einem Transaktionsvolumen von CHF 50 Mio. realistisch. Die von uns im Aktienbereich gemachten Annahmen lassen sich anhand der 2007 von EDHEC-Risk verfassten Transaktionskostenstudie⁴⁷ vergleichen. Die von EDHEC recherchierten Transaktionskosten sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst.

„Best practice“-Annahmen

⁴⁵ Die Geld-Brief-Spanne entspricht der Differenz zwischen dem offerierten Verkaufs- und Kaufpreis.

⁴⁶ Die unterstellten Transaktionskostendaten wurden in verschiedenen Gesprächen mit Handelsexperten der UBS, der Credit Suisse und der Zürcher Kantonalbank abgesichert.

⁴⁷ siehe EDHEC (2007)

Bezüglich der expliziten Transaktionskosten fällt das deutlich höhere Gebührenniveau gegenüber den im Rahmen unserer Kostenerhebung angewendeten Annahmen auf. Bei den von der EDHEC ausgewiesenen, durchschnittlichen Brokerage-Kommissionen wird das gesamte abgewickelte Wertschriftenvolumen, also auch Kleinstaufträge von Retailkunden in volumengewichteter Form ausgewertet. Für institutionelle Anleger muss es Anspruch sein, diese durchschnittlichen Handelskommissionen deutlich zu unterbieten.

Kostenver-
gleich

Transaktionskosten im Aktienhandel gemäss EDHEC-Studie			
	Transaktionskosten implizit in bps des Transaktionsvolumens		Transaktionskosten explizit in bps des Transaktionsvolumens
	B/A-Spread	Impact	Brokerage-Kommission
Börsenplätze			
Euronext	12		17
Deutsche Börse Frankfurt	13		18
Schweizer Börse SWX	17		n.v.
London Stock Exchange	32		40
US Nasdaq	7		n.v.
Umsatzanteil am Tagesvolumen			
< 0.05%		5	
zwischen 0.05% und 0.2%		4	
zwischen 0.2% und 0.4%		5	
zwischen 0.4% und 1.0%		7	
zwischen 1.0% und 5.0%		11	
< 5.0%		25	

Darstellung 28: Geld-Brief-Spannen, Market Impact und explizite Transaktionskosten gemäss EDHEC-Studie; Die expliziten Transaktionskosten sind in der EDHEC-Studie inklusive Transaktionssteuern definiert, was bei den Gebühren an der LSE aufgrund der britischen Stempelsteuer von 50 Basispunkten bei Aktienkäufen zu Verzerrungen der ausgewiesenen Transaktionskosten führt. Der Market Impact wurde auf der Basis von Transaktionsdaten aus 16 entwickelten Aktienmärkten für die Periode 1999-2000 erhoben.

Quelle: EDHEC 2007

EDHEC-Studie

Nun gibt es zwei Gründe, warum auch für institutionelle Investoren im Einzelfall die bezahlten Handelsgebühren wesentlich höher ausfallen können.

- Die Zuteilung des Handelsvolumens erfolgt nicht immer an den kostengünstigsten Broker, sondern teilweise auch an denjenigen, der die besten Zusatzdienstleistungen – beispielsweise in Form von kostenlosen Research-Dienstleistungen – bietet. Die Entschädigung dieser Zusatzdienstleistungen erfolgt dann in Form einer höheren Handelskommission, die im Fachjargon als „soft commission“ bezeichnet wird. Im Falle von intern bewirtschafteten Portfolios ist gegen diese Praxis grundsätzlich nichts einzuwenden. Problematischer werden die „soft commissions“ im Falle von extern bewirtschafteten Vermögensverwaltungsmandaten, bei denen der beauftragte Vermögensverwalter Researchdienstleistungen von Drittbanken bezieht, die entsprechenden Kosten in Form von „soft commissions“ aber an den Auftraggeber überwälzt.

„Soft commis-
sions“

- Viele kleine und mittlere Pensionskassen ohne zentrale Depotbanklösung nehmen die Wertschriftenabwicklungs- und Wertschriftenhandelsdienstleistungen gemäss den unverhandelten Courtage-Tarifen der betroffenen Banken in Anspruch. Im Vergleich zu den dargestellten „Best practice“-Kostensätzen erhöht sich die Kostenbelastung damit aber rasch um das Drei-, Vier- oder Fünffache. **Standard-Courtagen**

Transaktionskosten sind ein äusserst komplexes Thema und die Beschaffung zuverlässiger Vergleichsinformationen ein fast unmögliches Unterfangen. Nichtsdestotrotz wollen wir an dieser Stelle bezüglich der Transaktionsabwicklung zwei Faustregeln definieren, die vielleicht der einen oder anderen Vorsorgeeinrichtung als Hilfestellung dienen können: **Zwei Faustregeln**

1. Als erste Faustregel lassen sich die gesamthaft bezahlten Handelskommissionen in Relation zum gehandelten Wertschriftenvolumen setzen: ist das resultierende Kostenverhältnis grösser als 0.1%, legen wir der Vorsorgeeinrichtung eine detaillierte Transaktionskostenanalyse nahe. **Maximal 10bp Courtage**
2. Als zweite Faustregel – die vor allem für grössere Pensionskassen relevant ist – sollte beachtet werden, dass das beabsichtigte Transaktionsvolumen in einem spezifischen Titel 1% des entsprechenden Tagesumsatzes dieses Titels nicht überschreitet. Die im Rahmen der EDHEC-Studie durchgeführte Analyse des „Market Impacts“ zeigt, dass ab 1% Umsatzanteil am Tagesvolumen die adverse Beeinflussung des Preises stark zunimmt. Wenn im Einzelfall ein grösseres Transaktionsvolumen umgesetzt werden muss, so empfiehlt sich die Staffelung des Handelsauftrages über einen grösseren Zeitraum. **Maximal 1% des Tagesumsatzes**

4.3. Beurteilung der Vermögensverwaltungskosten im weiteren Sinn

Die in Kapitel 3.1.2 dokumentierten Vermögensverwaltungskosten im weiteren Sinn setzen sich hauptsächlich aus den zentralen Depotbankgebühren und den von Beratern für ALM Dienstleistungen, Anlageberatung und Controlling bezogenen Honorare zusammen. Für beide Dienstleistungssegmente liegen keine zuverlässigen, internationalen Vergleichsstudien vor. **Global Custody & Beratung**

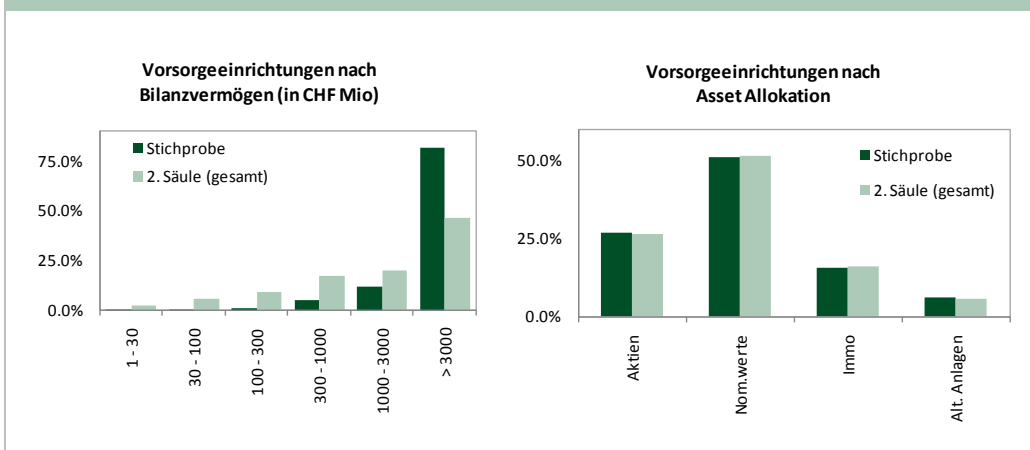
Obwohl die relative Bedeutung der Depotgebühren mit 2.3% der Vermögensverwaltungskosten respektive die Beratungshonorare für ALM und Anlageberatung mit 0.4% respektive Controlling mit 0.9% der Vermögensverwaltungskosten gering ist, wäre ein solcher Vergleich wünschenswert, zumal insbesondere die Beratungshonorare im Laufe der vergangenen Abstimmungsdebatte um den Umwandlungssatz ins Kreuzfeuer der Kritik geraten sind. **Geringe ökonomische Bedeutung**

5. Schätzung der Vermögensverwaltungskosten für die 2. Säule

Inhalt dieses Kurzkapitels ist die Herleitung einer möglichst adäquaten Schätzung der Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule. Grundlage für diese Schätzung sind die in der Stichprobe von 73 Vorsorgeeinrichtungen erhobenen Kostendaten. Bei der Skalierung der erhobenen Kostendaten stellt sich insbesondere die Frage, ob die Stichprobe im Vergleich zur Grundgesamtheit aller Vorsorgeeinrichtungen der 2. Säule strukturelle Unterschiede aufweist, die bezüglich der Höhe der Vermögensverwaltungskosten relevant sein könnten. Zu diesem Zweck vergleichen wir die Gruppe der analysierten Vorsorgeeinrichtungen mit der Grundgesamtheit bezüglich der kostenrelevanten Kriterien Bilanzvermögen und Asset Allokation:

Rückschluss vom Datensample auf die Grundgesamtheit

Grösse und Asset Allocation der Stichprobe gegenüber der Grundgesamtheit



Kostenrelevante Charakteristika: Grösse und Asset Allokation

Darstellung 29: Zusammensetzung der Stichprobe und der Grundgesamtheit bezüglich der Charakteristika Bilanzvermögen und (volumengewichteten) Asset Allokation

Quellen: BFS Pensionskassenstatistik 2009, c-alm Primärdatenerhebung Vorsorgeeinrichtungen

Während die Asset Allokation der Stichprobe und der Grundgesamtheit praktisch identisch sind, konzentriert sich die Gruppe der untersuchten Vorsorgeeinrichtungen in den grossen Vorsorgevermögen. Da die Grösse der Vorsorgeeinrichtung einen wichtigen Faktor für die Höhe der Vermögensverwaltungskosten darstellt, muss die in Darstellung 30 dokumentierte Korrektur vorgenommen werden.

Korrektur für Bilanzvermögen

Werden folglich die gemäss Primärdatenerhebung resultierenden, volumengewichteten Vermögensverwaltungskosten von 0.45% um die Tatsache bereinigt, dass die untersuchten Vorsorgeeinrichtungen eine Konzentration in den grossen Bilanzvermögen aufweisen, so resultieren auf Stufe der 2. Säule Vermögensverwaltungskosten von rund 0.56% (55.6 Basispunkte) respektive als Absolutbetrag rund CHF 3'900 Mio

0.56 Prozent als „best estimate“

(0.56% * Bilanzsumme in der 2. Säule von CHF 698 Mrd.).⁴⁸

Korrektur für Grössenkonzentration der Stichprobe							
	Stichprobe			2. Säule gesamt			
	#	Volumenanteil	gew. Gebühren	#	Volumenanteil	gew. Gebühren	
Bilanzsumme (in 1'000 Franken)							
1'000 - 30'000	6	0.1%	83.3	1'168	2.1%	83.3	
30'001 - 100'000	6	0.2%	65.8	584	5.6%	65.8	
100'001 - 300'000	12	1.0%	76.3	320	9.0%	76.3	
300'001 - 1'000'000	17	5.1%	78.6	180	17.2%	78.6	
1'000'001 - 3'000'000	14	12.0%	53.7	67	20.0%	53.7	
> 3'000'000	18	81.7%	41.2	32	46.2%	41.2	
TOTAL	73	100.0%	45.0	2'351	100.0%	55.6	

Darstellung 30: Korrektur der in der Stichprobe festgestellten Konzentration in grossen Vorsorgevermögen. Zu diesem Zweck werden aus der Stichprobe in nach Bilanzvermögen sortierten Subgruppen volumengewichtete Vermögensverwaltungskostensätze berechnet und diese anschliessend mit dem Anteil der entsprechenden Subgruppe am gesamten Vorsorgevermögen der 2. Säule aggregiert.

Quellen: BFS Pensionskassenstatistik 2009, c-alm Primärdatenerhebung Vorsorgeeinrichtungen

Abschliessend wollen wir betonen, dass ein Kostenmass immer nur so gut ist wie die der Messung zu Grunde gelegte Kostendefinition. Deshalb sei an dieser Stelle noch einmal auf das für diese Studie entwickelte und in Kapitel 2 im Detail erläuterte Kostenkonzept und im Besonderen auf die in Kapitel 2.4 dargelegten Limiten hingewiesen.

Einordnung

⁴⁸ Bei der Bereinigung des Volumeneffektes werden auch die vollversicherten Vorsorgeeinrichtungen nach Massgabe ihrer Bilanzsumme berücksichtigt. Damit wird implizit unterstellt, dass eine vollversicherte Vorsorgeeinrichtung dieselben Vermögensverwaltungskosten aufweist wie eine autonome Pensionskasse mit der gleichen Bilanzsumme. Tatsächlich müssten für das Teilsegment der vollversicherten Vorsorgeeinrichtungen die Kostenstruktur der zu Grunde liegenden Lebensversicherungsgesellschaften nach der in dieser Studie dargestellten Methode analysiert werden, um ein präzises Bild über den Kostenbeitrag der vollversicherten Vorsorgeeinrichtungen zu erhalten.

6. Handlungsoptionen zur Optimierung der Vermögensverwaltungskosten

In diesem Kapitel werden verschiedene Handlungsoptionen aufgezeigt, wie die in Kapitel 5 dokumentierten Vermögensverwaltungskosten gesenkt werden können.

Die naheliegendste Methode, um die Kosteneneffizienz der eigenen Anlageorganisation zu überprüfen und allenfalls Kostensenkungspotenziale zu realisieren, liegt in der Neuausschreibung / Neuverhandlung aller bestehenden Vermögensverwaltungsmandate. Dadurch lässt sich – wie in Kapitel 3.2 dokumentiert – in vielen Fällen sicher der eine oder andere Basispunkt herausholen. Grundsätzlich ist es auch zu befürworten, dass die Marktkonformität der eigenen Anlageorganisation regelmässig – beispielsweise alle 5 Jahre – mittels Neuausschreibung überprüft wird.

Allerheilmittel
Neu-
ausschreibung?

Aus unserer Sicht ist mit Verweis auf die in Kapitel 4 dokumentierte, hohe Wettbewerbsintensität des institutionellen, Schweizerischen Vermögensverwaltungssegments das Kostensenkungspotenzial breit angelegter Neuverhandlungsrunden aber begrenzt. Für die Reduktion der Vermögensverwaltungskosten messen wir den nachfolgend diskutierten Stellschrauben wesentlich mehr Erfolgspotenzial bei.

Treiber der
Vermögens-
verwaltungs-
kosten

6.1. Erhöhung der Kostentransparenz

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. Während sich die Gebührentransparenz in der Vermögensverwaltung – angetrieben durch die Verschärfung der für in- und ausländische Kollektivanlagen geltenden Transparenzvorschriften – in der jüngeren Vergangenheit schon wesentlich verbessert hat, orten wir in den folgenden Anlagebereichen noch Optimierungspotenzial:

Transparenz als
Schlüssel für
Preiseffizienz

Der Auslöser für die Durchführung dieser Kostenerhebung bildet die heute bezüglich Transparenz und Vollständigkeit unzureichende Darstellung der Vermögensverwaltungskosten in den Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen. Entsprechend ist der Gesetzgeber gefordert, den massgebenden Artikel Art. 48a BVV2 im Sinne einer Transparenzerhöhung zu erweitern. Die Anpassungen des Verordnungstextes haben aber auch der Umsetzbarkeit in der Praxis Rechnung zu tragen: nur fakturierte Aufwendungen können von der Vorsorgeeinrichtung auch als Kostenbestandteile in der Betriebsrechnung verbucht werden. Es wäre nicht zumutbar und auch nicht im Sinne der Transparenz, wenn die Vorsorgeeinrichtungen dazu verpflichtet würden, die aus den kollektiven Anlageprodukten gemeldeten Nettoenditen buchhalterisch in eine Bruttoendite und einen Kostenbestandteil aufzublähen. Eine wesentliche Transparenzverbesserung könnte jedoch erzielt werden, wenn die volumengewichtete TER

Kostendarstel-
lung in der
Betriebsrech-
nung

der bezüglich Kostendarstellung transparenten Anlageprodukte im Anhang der Betriebsrechnung aufgeführt werden würde. Falls aus der Jahresberichterstattung des erworbenen Anlagegefäßes resp. –produktes keine TER hervorgeht, so wäre das Produkt separat mit ISIN, Anbieter, Produktname, Bestand und Marktwert per Stichtag aufzuführen.

Die wenigsten Vorsorgeeinrichtungen, die in Fund of Hedge Funds oder Private Equity Dachfonds investiert sind, haben nach Abschluss einer Rechnungsperiode Einsicht in die Kosten, die über die Periode auf den verschiedenen Bewirtschaftungsebenen angefallen sind. Wir halten diesen Zustand für problematisch: Investoren sollen – zumindest auf ex-post Basis – erfahren dürfen, welche Gebühren in ihren Anlageprodukten belastet worden sind. Gefordert sind diesbezüglich in erster Linie die Aufsichtsbehörden dieser „Fund of Fund“ Strukturen: sie legen nämlich fest, wie die Gebühren in den Jahresberichten publiziert werden müssen. Eigentlich steht mit dem in Kapitel 2.3.3 erläuterten Konzept der synthetischen TER, die neben den Dachfondsgebühren auch die auf der zweiten Bewirtschaftungsstufe anfallenden Produktgebühren berücksichtigt, ein wirksames Instrument zur Verfügung, um die Vollkosten transparent auszuweisen. Tatsächlich können aber die Dachfondsgesellschaften auf die Publikation der synthetischen TER verzichten, wenn zum Stichtag nicht alle Gebühreninformationen der auf der zweiten Bewirtschaftungsebene eingesetzten Zielfonds vorliegen. Von dieser Ausnahmeregelung wird in der Praxis rege Gebrauch gemacht, womit dem Konzept der synthetischen TER de facto der Zahn gezogen wird. Es liegt an den zuständigen Aufsichtsbehörden, dieser Praxis zukünftig strenger zu begegnen. Im Falle von Off-Shore-Produkten mit wenigen aufsichtsrechtlichen Transparenzvorschriften ist der Investor selbst gefordert, vom Anbieter Transparenz über die belasteten Gebühren einzufordern.

Fund of Funds

Den Anlagestiftungen kommt in der 2. Säule eine Schlüsselrolle zu. Trotz der langjährigen Erfolgsgeschichte haftet dieser Produktgruppe aber der Makel an, dass sie über kein einheitliches Gebührenkonzept verfügt: unterschiedliche Anbieter berechnen die in den Anlagestiftungen belasteten Gebühren nach unterschiedlichen Methoden.⁴⁹ Es wäre deshalb wünschenswert, wenn sich der Dachverband der Anlagestiftungen zur Festlegung eines allgemeinverbindlichen Gebührenkonzeptes durchringen könnte, das überdies inhaltlich möglichst auf die bereits etablierten Gebührenkonzepte wie die in der Fondswelt breit akzeptierte und auch dieser Studie zu Grunde gelegte Total Expense Ratio (TER) abgestimmt ist.

Anlagestiftungen

Setzt ein Vermögensverwalter im Rahmen der Mandatsverwaltung Drittprodukte ein, verursacht er zusätzliche Kosten. Die Mandatsgebühren widerspiegeln im Falle einer

Mandate mit
Drittfonds-

⁴⁹ Eine nennenswerte Ausnahme bilden die Immobilienanlagestiftungen, die mit der TER_{ISA} (siehe KGAST (2010)) über eine Gebührenkennzahl verfügen, die überdies mit der für Immobilienfonds geltenden $TER_{RealEstateFunds}$ (siehe SFA (2010)) inhaltlich konsistent ist.

solchen zweistufigen Mandatsbewirtschaftung dann nur die halbe Kostenwahrheit. **einsatz**
Wir empfehlen den Vorsorgeeinrichtungen, von ihren Vermögensverwaltern zumindest jährlich einen Vollkostenausweis zu verlangen, der neben den Mandatsgebühren auch die Kosten der auf der zweiten Bewirtschaftungsstufe eingesetzten Anlageprodukte beinhaltet.

Den Anbietern strukturierter Produkte ist es freigestellt, ob und in welcher Form sie **Strukturierte Produkte**
Gebühren ausweisen. Die vertragliche Kaufurkunde – neudeutsch das „Termsheet“ – führt deshalb in den meisten Fällen keine expliziten Gebühren auf. Es ist darum auch nicht erstaunlich, dass viele Käufer von strukturierten Produkten der Frage nach den Gebühren mit der Antwort begegnen, dass die erworbenen Produkte keine Gebühren verursachen. Die Emittenten von strukturierten Produkten sind jedoch keine Non-Profit-Organisationen: Die Gebührenbelastung erfolgt meist implizit als Performanceminderung. Die exakte Ermittlung dieser impliziten Gebührenbelastung eines strukturierten Produktes ist jedoch komplex und erfordert die Verfügbarkeit von entsprechenden Bewertungsmodellen. Wir empfehlen Investoren, die nicht über das notwendige Bewertungsinstrumentarium verfügen, um sich ein klares Bild über die (implizit) bezahlten Gebühren machen zu können, strukturierte Produkte zu meiden.

Die Erhöhung der Kostentransparenz hat zwar keine unmittelbaren Implikationen auf **Quantifizierung Sparpotenzial**
die Höhe der tatsächlich bezahlten Gebühren. Indirekt werden aber durch die Beseitigung der Informationsasymmetrien zwischen Anbieter und Investor Marktkräfte in Gang gesetzt, die unweigerlich zu Kostenreduktionen führen. Mit anderen Worten erachten wir die Informationseffizienz des Vermögensverwaltungsmarktes als zentrale Voraussetzung für die Erhöhung von dessen Preiseffizienz.

6.2. Konsolidierung der Anlageorganisation

Bei der Bestimmung der optimalen Anzahl Bewirtschaftungsebenen in einer Anlageorganisation ist man als Investor dem folgenden Zielkonflikt ausgesetzt: Auf der einen Seite bringt jede zusätzliche Bewirtschaftungsebene durch die Reduktion von titel-, produkt- oder managerspezifischen Risiken einen Diversifikationsvorteil. Auf der anderen Seite impliziert jede zusätzliche Bewirtschaftungsstufe auch eine zusätzliche Kostenbelastung. Während der resultierende Diversifikationsvorteil schwierig zu quantifizieren ist, führt die zusätzliche Kostenbelastung zu einer eindeutig messbaren Renditeeinbusse. Ohne zwingend vorliegenden Diversifikationsvorteil gilt es aus unserer Sicht deshalb die Anzahl Bewirtschaftungsstufen zu minimieren. **Diversifikation versus Kosten**

Die mehrstufige Anlagebewirtschaftung ist besonders in den alternativen Anlagekategorien „Private Equity“ und „Hedge Funds“ verbreitet. Die typische Anlageorganisation umfasst zwei Bewirtschaftungsebenen: der Investor erwirbt einen Dachfonds, der seinerseits in Zielfonds (im Falle von Hedge Fonds) respektive in nicht kotierte **Alternative Anlagen**

Investment-Gesellschaften (im Falle von Private Equity) investiert. Diese erwerben schliesslich kotierte und nicht kotierte Anlageinstrumente und Beteiligungen. Die Vermögensanteile dieser zweistufig bewirtschafteten Anlageformen betragen im Falle der Fund of Hedge Funds 2.3% und im Falle der Private Equity Dachfonds 1.4%⁵⁰. Vereinzelt sind aber auch Anlageorganisationen anzutreffen, die über drei Bewirtschaftungsstufen in diese Anlagesegmente investieren. In der nachfolgenden Tabelle ist der Kosteneffekt einer Reduktion von zwei auf eine Bewirtschaftungsebene dargestellt. Die Kosten basieren dabei wiederum auf den in den Kapiteln 2.3.4 und 2.3.5 im Detail erläuterten Annahmen.

Voraussetzungen für die Realisierung der nachfolgend dargestellten Einsparungspotenziale in den alternativen Anlagesegmenten sind einerseits das Erreichen der kritischen Grösse und andererseits die Bereitschaft, im Anlageprozess mehr Eigenverantwortung zu übernehmen. Will man sich jedoch nicht entsprechend exponieren oder verfügt man nicht über die dazu benötigten Kapazitäten und Ressourcen, so sind auch Zweifel angebracht, ob die Voraussetzungen für eine Investition in dieses Anlagesegment gegeben sind.

Kostenreduktion setzt mehr Eigenverantwortung voraus

Konsolidierung der alternativen Anlagesegmente		
	Hedge Funds	Private Equity
	in % des investierten Volumens	in % des investierten Volumens
Kosten von zwei Bewirtschaftungsstufen (Dachfonds investiert in Zielfonds)	5.01%	2.75% (ohne Performancebeteiligung)
Kosten von einer Bewirtschaftungsstufe (Vorsorgeeinrichtung investiert in Zielfonds)	3.53%	1.60% (ohne Performancebeteiligung)
Einsparungspotenzial bei Reduktion von zwei auf eine Bewirtschaftungsstufe	1.48%	1.15% (ohne Performancebeteiligung)

Darstellung 31: Einsparungsmöglichkeiten durch Reduktion der Bewirtschaftungsebenen in den alternativen Anlagesegmenten Hedge Funds und Private Equity (Details zu den unterstellten Definitionen und Annahmen siehe Kapitel 2.4.4 und 2.4.5)

Quelle: Mit externen Fachspezialisten abgestimmte Schätzungen der c-alm AG

Reduktion der Kostenebenen bei alternativen Anlagen

Das Phänomen der verschachtelten Bewirtschaftungsebenen ist aber keinesfalls auf die alternativen Anlagen beschränkt. So werden auch in traditionellen Gemischt- oder Kategorienmandaten häufig eine Vielzahl von Anlagefonds oder strukturierten

Traditionelle Anlagen

⁵⁰ Volumengewichtete Allokationswerte aus Primärdatenerhebung

Produkten eingesetzt, die ihrerseits kostenpflichtig sind. Dabei handelt es sich bei diesen Drittprodukten oft um Retailprodukte, die bezüglich Kostenstruktur für institutionelle Anleger nicht optimal ausgestaltet sind. Diese Anhäufung von einer hohen Anzahl von Kleinstpositionen lässt sich auch aus Diversifikationsüberlegungen kaum rechtfertigen. Gemäss unserer Primärdatenerhebung sind 29% der Vermögensanlagen in Mandate mit mehrstufiger Gebührenstruktur investiert. Oft sind sich die Vorsorgeeinrichtungen der Kosteneffekte dieser zweiten Bewirtschaftungsebene nicht in vollem Umfang bewusst. In der nachfolgenden Tabelle sind die Gebührenimplikationen von indirekt bewirtschafteten Mandaten dargestellt. Dabei wird zusätzlich nach den Kriterien Anlagestil (aktiv/passiv) und Bewirtschaftungsorgan (intern/extern) unterschieden.

Bei den indirekt bewirtschafteten Mandaten mit aktivem Bewirtschaftungsstil beträgt die Gebührenbelastung durch die auf der zweiten Bewirtschaftungsebene eingesetzten Kollektivanlagen durchschnittlich 20 bis 30 Basispunkte. Bei den intern bewirtschafteten Mandaten entspricht dies dem Löwenanteil der Gesamtkostenbelastung, bei den extern bewirtschafteten Mandaten rund 40% davon.

Hohe Kosten auf der 2. Ebene bei aktiven Mandaten

Konsolidierung der traditionellen Anlagesegmente		
	Ebene 1	Ebene 2
	Gebühr in % des Anlagevermögens	Gebühr in % des Anlagevermögens
Intern bewirtschaftet – aktiver Anlagestil Stichproben-Anteil: CHF 28 Mrd (12%)	0.04%	0.28%
Extern bewirtschaftet – aktiver Anlagestil Stichproben-Anteil: CHF 7 Mrd (3.%)	0.30%	0.22%
Extern bewirtschaftet – passiver Anlagestil Stichproben-Anteil: CHF 33 Mrd (14%)	0.07%	0.07%

Darstellung 32: Beim Kostenvergleich werden alle auf den unterschiedlichen Gebührenebenen anfallenden Kosten – gemessen durch die Total Expense Ratio – berücksichtigt. Rückvergütungen, die insbesondere beim Erwerb von Retailprodukten an die Vorsorgeeinrichtung zurückfliessen, sind bei dieser Gebührenberechnung ebenfalls berücksichtigt.

Quelle: Primär-Datenerhebung c-alm AG Vorsorgeeinrichtungen

Reduktion der Kostenebenen bei traditionellen Anlagen

Diese Gebühren der zweiten Bewirtschaftungsebene lassen sich durch die folgenden Massnahmen substantiell reduzieren:

- **Substitution:** Je geringer der Anteil gebührenpflichtiger Kollektivanlagen im Portfolio, desto geringer fällt auch der Gebühreneffekt der zweiten Bewirt-

Massnahmen zur Kosten-

schaftungsebene aus. Aus diesem Grund ist die Substitution der Kollektivanlagen durch Direktanlagen zu begrüssen. **reduktion**

- **Konzentration:** Durch die Reduktion der Anzahl Drittprodukte im Portfolio lassen sich im Verhandlungsprozess Skalenvorteile erzielen und dadurch die Gebühren der eingesetzten Kollektivanlagen reduzieren. Dabei sollte sich der Einsatz von Drittprodukten auf institutionelle Anteilsklassen beschränken.
- **Anlagestil:** Eine zusätzliche Möglichkeit zur Erzielung von Einsparungen auf der 2. Stufe besteht im Einsatz von indexierten anstatt aktiven Produktbausteinen. Verschiedene indexierte Produkthanbieter bieten zu diesem Zweck Zugang zu einer umfassenden und flexibel einsetzbaren Produktpalette. Die Konditionen werden dabei über das Total der eingesetzten Produkte ermittelt, womit auch die Grössenvorteile eines institutionellen Anlegers bestmöglich zum Zug kommen. Zudem behält der Mandatsbeauftragte die volle Flexibilität, anhand dieser passiven Produktbausteine eine aktive Allokationssteuerung vorzunehmen.

Bei den indirekt bewirtschafteten Gemischtmandaten mit passivem Anlagestil fällt die Gebührenbelastung auf der zweiten Bewirtschaftungsstufe mit 7 Basispunkten wesentlich geringer aus. Auch wenn auf der zweiten Ebene diese Gebühr anfällt, sind diese mittels Kollektivanlagen umgesetzten Passivmandate bezüglich Kostenbelastung gegenüber direkt bewirtschafteten Passivmandaten nicht nur ebenbürtig, sondern gerade für kleinere Vorsorgeeinrichtungen sogar im Vorteil. Deshalb sehen wir bei den indirekt bewirtschafteten Mandaten mit passivem Anlagestil nur geringfügiges Einsparungspotenzial. **Kein Handlungsbedarf bei indirekten Passivmandaten**

Im Falle der indirekten Mandate mit aktivem Bewirtschaftungsstil erachten wir es als realistisch und gleichzeitig erstrebenswert, die Bewirtschaftungskosten der 2. Ebene auf 10 Basispunkte zu reduzieren. Kann dieses Vorhaben umgesetzt werden, so resultieren Einsparungen von 2.5 Basispunkten⁵¹ respektive absolut auf Stufe der 2. Säule betrachtet CHF 173 Mio. Gelingt es zusätzlich, die – arbiträr festgelegte – Hälfte der Fund-of-Fund Strukturen im Hedge Fund und Private Equity Segment in eine Anlageorganisation mit nur einer Bewirtschaftungsstufe zu überführen, so können zusätzlich noch einmal 2.5 Basispunkte⁵² respektive CHF 173 Mio eingespart werden. **Quantifizierung Sparpotenzial**

Mit der Realisierung dieser Einsparungen reduziert sich der Grad der Stil- respektive Managerdiversifikation in der Anlageorganisation. Ob die Manager- und Stildiversifikation aber tatsächlich zur Verbesserung des Rendite-Risikoverhältnisses in einem **Opportunitätskosten**

⁵¹ Bei den intern bewirtschafteten Aktivmandaten (Anteil 12%) beträgt das Einsparungspotenzial 18 Basispunkte, bei den extern bewirtschafteten Mandaten 12 Basispunkte (Anteil 3%). Das gewichtete Einsparungspotenzial beläuft sich somit auf 2.5 Basispunkte.

⁵² Bei den Hedge Funds (Anteil 2.3%) beträgt das Einsparungspotenzial 148 Basispunkte, bei den Private Equity Anlagen (Anteil 1.4%) 115 Basispunkte. Gelingt es, dieses Einsparungspotenzial zur Hälfte auszuschöpfen, so resultieren ebenfalls Einsparungen von 2.5 Basispunkten.

Portfolio beiträgt, ist umstritten. Entsprechend müssen die Verantwortlichen jeder Vorsorgeeinrichtung für sich zu einer Antwort kommen, inwieweit sie sichere Kosteneinsparungen gegen potenzielle Diversifikationsgewinne eintauschen will.

6.3. Erhöhung der Steuereffizienz

Die im Rahmen des Betriebs der Anlageorganisation entstehende Steuerbelastung ist für Schweizerische Vorsorgeeinrichtungen substantiell. Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über die Art und die Höhe der in der Anlagebewirtschaftung der 2. Säule anfallenden Steuern.

Substantielle Steuerbelastung

Steuerbelastung der Anlagetätigkeit von Schweizerischen Vorsorgeeinrichtungen			
	Mehrwertsteuer „VT“	Transaktionssteuern „TT“	Ausl. Quellensteuern „IT“
	in bps des investierten Vorsorgevermögens	in bps des investierten Vorsorgevermögens	in bps des investierten Vorsorgevermögens
Steueranteil bei „TER“	0.5		
Steueranteil bei „TTC“		2.0	3.8
Steueranteil bei „SC“	0.1		
Kumulierter Steueranteil	0.6	2.0	3.8

Darstellung 33: Belastung der Anlagetätigkeit Schweizerischer Vorsorgeeinrichtungen durch die Eidgenössische Mehrwertsteuer, in- und ausländische Transaktionssteuern sowie ausländische Ertragssteuern auf Zins- und Dividendenzahlungen

Quelle: Primär-Datenerhebung c-alm AG Vorsorgeeinrichtungen

Berechnung der konsolidierten Steuerbelastung

Basierend auf unserer Primärdatenerhebung implizieren die Eidgenössische Mehrwertsteuer („VT“), die in- und ausländischen Transaktionssteuern („TT“) und die ausländischen Quellensteuern („IT“) eine Gesamtsteuerbelastung von 6.4 Basispunkten und damit hochgerechnet auf das Vorsorgevermögen der 2. Säule einen Gesamtbetrag von CHF 447 Mio.

6.4 Basispunkte

Bei der obigen Zusammenstellung unberücksichtigt bleibt die bei Schweizerischen Aktien- und Obligationenausgaben anwendbare Emissionsabgabe⁵³. Diese ist vom Emittent zu übernehmen und damit für die Vorsorgeeinrichtungen nicht sichtbar respektive erfolgswirksam. Nichtsdestotrotz ist auch diese Emissionsabgabe als direkt

Eidgenössische Emissionsabgabe

⁵³ Siehe dazu StG, Art. 9a ff

performancemindernd und damit als Kostenfaktor zu taxieren. Gemäss einer einfachen Hochrechnung⁵⁴ beträgt das Total der in der 2. Säule anfallenden Emissionsabgaben CHF 122 Mio, womit sich die relative Steuerbelastung in der Vermögensverwaltung um 1.8 Basispunkte auf insgesamt 8.2 Basispunkte des in der 2. Säule verwalteten Vorsorgevermögens erhöht.

Die auf Schweizerische Wertschriften anwendbare Verrechnungssteuer ist von Schweizerischen Vorsorgeeinrichtungen vollumfänglich rückforderbar. Aus diesem Grund ist die Verrechnungssteuer in der obigen Steueranalyse auch nicht aufgeführt. Allerdings gibt es ein paar wenige Vorsorgeeinrichtungen, die via im Ausland – beispielsweise Luxemburg oder Irland – domizilierte Anlagefonds in Schweizerische Wertschriften investieren und damit den Steuerstatus des entsprechenden Gefässes „erben“. Diese Vorsorgeeinrichtungen bürden sich mit dieser Struktur eine unnötige Verrechnungssteuerbelastung auf. Eine entsprechende Anpassung der Anlageorganisation ist in diesen Fällen dringend zu empfehlen. In der aggregierten Betrachtung sind diese Einzelfälle und damit der ökonomische Einfluss der Eidgenössischen Verrechnungssteuer jedoch vernachlässigbar.

**Eidgenössische
Verrechnungs-
steuer**

Angesichts der substanziellen Performancebelastung, die von der in- und ausländischen Besteuerung ausgeht, ist die Einhaltung der „Best Practice“ – Regeln in Bezug auf die Steuereffekte von hoher Priorität. Die nachfolgende Tabelle zeigt den Zusammenhang zwischen verschiedenen Umsetzungsformen der Vermögensanlage und den daraus resultierenden Steuereffekten:

Best practice

⁵⁴ Die Emissionsabgabe von 12 Basispunkten – berechnet auf gemäss StG Art. 9 lit.a „...jedes volle oder angefangene Jahr der maximalen Laufzeit“ – bezieht sich auf Obligationen und Geldmarktpapiere von Schweizerischen Emittenten. Gemäss BFS (2011) beträgt das in diesen Wertschriften gebundene Vorsorgevermögen CHF 102.3 Mrd. Zwar bleiben mit der Verwendung dieses Wertes die indirekt in Kollektivanlagen und Aktiva bei den Rückversicherern gehaltenen festverzinslichen Papiere, sowie die Emissionsabgaben bei Geldmarktpapieren noch unberücksichtigt, als erste nähere Näherung ist diese Schätzung aber vertretbar.

Steuerbehandlung der verschiedenen Anlageformen				
	Eidgenössische Mehrwertsteuer?	Eidgenössische Stempelabgabe?	US Dividendenbesteuerung?	Suboptimale Quellensteuer-rückforderung?
Direktbewirtschaftung	ja	ja	nein	nein
CH Fonds „kontaminiert“	nein	nein	ja	nein
CH Fonds „nicht kontaminiert“	nein	nein	nein	nein
Ausländische Fonds	nein	nein	ja	ja

Darstellung 34: Unterschiedliche Steuerbehandlung von verschiedenen Umsetzungsformen der Vermögensanlage; die Umsetzungsart CH Fonds „nicht kontaminiert“ bezeichnet einen in der Schweiz domizilierten Anlagefonds, bei dem als Investoren ausschliesslich Vorsorgeeinrichtungen der 2. Säule zugelassen sind. Die Umsetzungsart CH Fonds „kontaminiert“ steht demgegenüber auch für andere Investoren offen.

Quelle: c-alm AG

Steuer-
behandlung
von unter-
schiedlichen
Anlageformen

Kollektive Anlagelösungen haben im Vergleich zu Direktmandaten den Vorteil, dass die Mandatsgebühren nicht mehrwertsteuerpflichtig sind und die vorgenommenen Wertschriftentransaktionen nicht Gegenstand der Eidgenössischen Umsatzabgabe darstellen. Auf der anderen Seite besitzen Direktmandate den Vorteil, dass sich die Vorsorgeeinrichtung einerseits direkt von der US Dividendenbesteuerung befreien lassen kann⁵⁵ und dass die in den übrigen Ländern zurückbehaltenen Quellensteuern auf Dividenden- und Zinserträge im maximal möglichen Umfang zurückgefordert werden können.

Direktmandate
versus Anlage-
fonds

Die aus steuerlicher Sicht optimale Anlagelösung ist sicherlich die Gruppe der nicht kontaminierten, in der Schweiz domizilierten Anlagefonds: diese Fonds sind die einzigen Kollektivanlagen, die bezüglich Quellensteuerbehandlung mit den Direktmandaten gleichgestellt sind. Da in diesen Gefässen ausschliesslich Vorsorgeeinrichtungen der 2. Säule zugelassen sind, lässt sich bei den ausländischen Steuerbehörden für diese Kollektivanlagen dieselbe Steuerbehandlung durchsetzen wie sie für eine einzelne Vorsorgeeinrichtung gilt. Leider sind solche Kollektivgefässe (noch zu) rar und nur in der Produktpalette der führenden Anbieter indexierter Anlagelösungen auffindbar.

US Dividenden-
steuer

Bei ausländischen Fonds – insbesondere solchen, die in Ländern mit weniger strenger Aufsichtspraxis wie Luxemburg und Irland domiziliert sind – gilt es zusätzlich zu beachten, dass die Rückforderungsmöglichkeiten ausländischer Quellensteuern im

Ausländische
Anlagefonds

⁵⁵ Dies muss – spezifisch für jedes Wertschriftendepot, das US Aktien enthält – bei der amerikanischen Steuerbehörde mittels Ausfüllen des Formulars „W-8BEN“ (Certificate of Foreign Status of Beneficial Owner for United States Tax Withholding) beantragt werden.

Vergleich zur Schweiz geringer ausfallen und dass sich ein Problem der doppelten Ertragsbesteuerung⁵⁶ ergeben kann.

Wenn alle Vorsorgeeinrichtungen ausschliesslich anhand von in der Schweiz domizilierten Kollektivanlagen, die zudem nur für Vorsorgeeinrichtungen der 2. Säule geöffnet sind, investieren würden, so liessen sich aus Sicht der 2. Säule Steuerersparnisse von 3.9 Basispunkten respektive CHF 273 Mio erzielen.

**Quantifizierung
Sparpotenzial**

2.4 Basispunkte oder rund zwei Drittel dieser potenziellen Steuereinsparungen gehen zu Lasten der Schweizerischen Eidgenossenschaft. Die übrigen 1.5 Basispunkte respektive CHF 104 Mio ergeben sich aus einer Reduktion der ausländischen Quellensteuerbelastung.

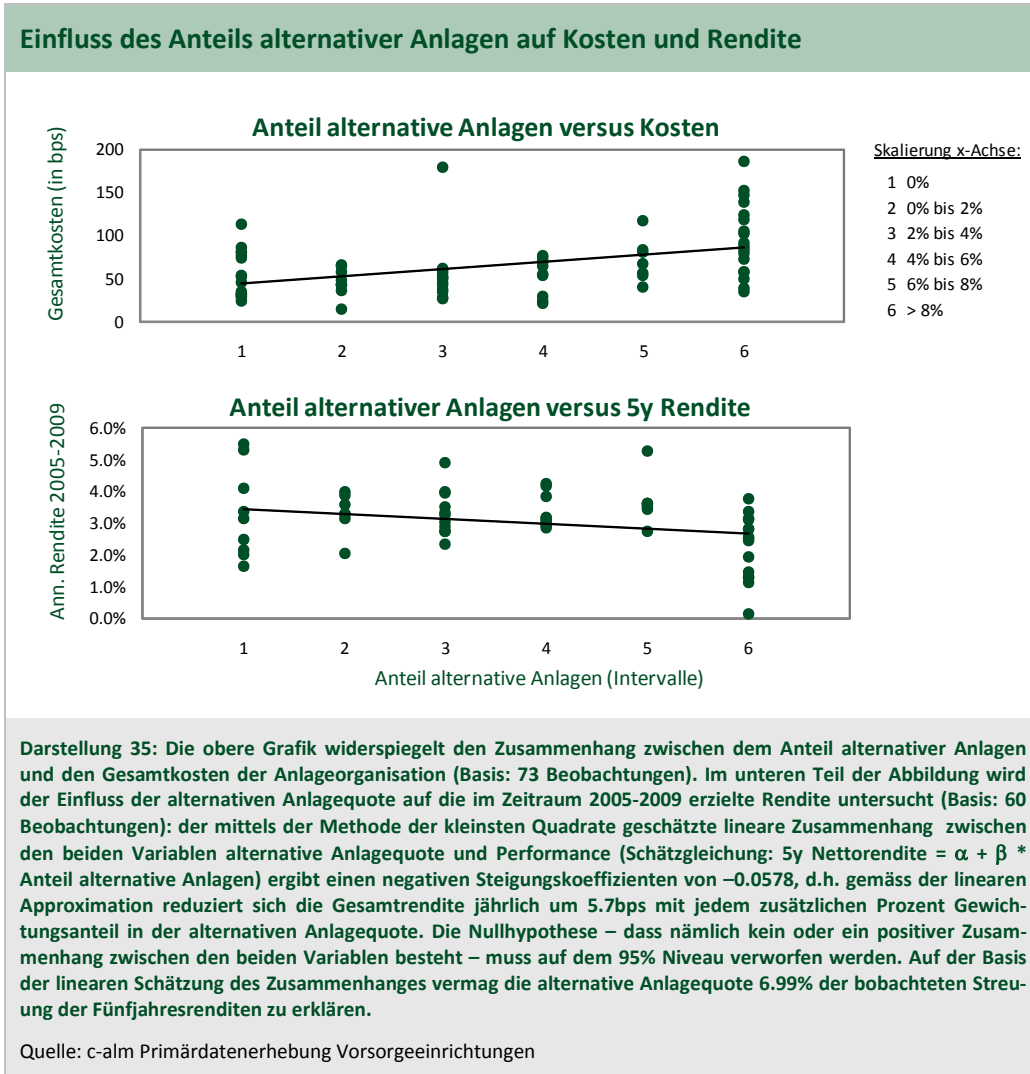
**Opportunitäts-
kosten**

6.4. Reduktion der alternativen Anlagequote

Spätestens seit der in Abschnitt 3.1.2 dargelegten Zusammensetzung der Vermögensverwaltungskosten ist klar, dass der Anteil alternativer Anlagen im Gesamtportfolio *der* Kostentreiber für die resultierenden Vermögensverwaltungskosten darstellt. Die Konklusion aus diesem Befund ist reichlich banal: Mit der Reduktion der alternativen Anlagequote lassen sich die grössten Einsparungspotenziale in der 2. Säule ausschöpfen.

**Alternative
Anlagequote
als Kostentrei-
ber Nr. 1**

⁵⁶ Neben der Ertragsbesteuerung der im Fonds enthaltenen Wertschriften kann sich eine zusätzliche Ertragsbesteuerung ergeben, wenn der im Ausland domizilierte Fonds Ertragsausschüttungen an den Endinvestor vornimmt.



„Quid pro Quo“
der alternativen Anlagen

Wird der Anteil alternativer Anlagen in der 2. Säule halbiert, so resultierten Einsparungen von 7.4 Basispunkten respektive CHF 513 Mio.⁵⁷

Quantifizierung
Sparpotenzial

Wird der Anteil alternativer Anlagen reduziert, so verzichtet man auch auf die spezifischen Rendite- und Risikoeigenschaften dieses Anlagesegments. Gemäss obiger Darstellung besteht für den Zeitraum von 2005 bis 2009 jedoch ein statistisch signifikanter, negativer Zusammenhang zwischen dem Anteil alternativer Anlagen und der erzielten Anlagerendite. Um das Renditepotenzial alternativer Anlagen abschliessend zu beurteilen, ist dieser Zeitraum aber noch zu kurz. Überdies ist zu beachten, dass innerhalb des alternativen Anlagesegments sehr heterogene Subsegmente zusammengefasst werden, die sich sowohl bezüglich Renditeeigenschaften als auch bezüglich

Opportunitätskosten

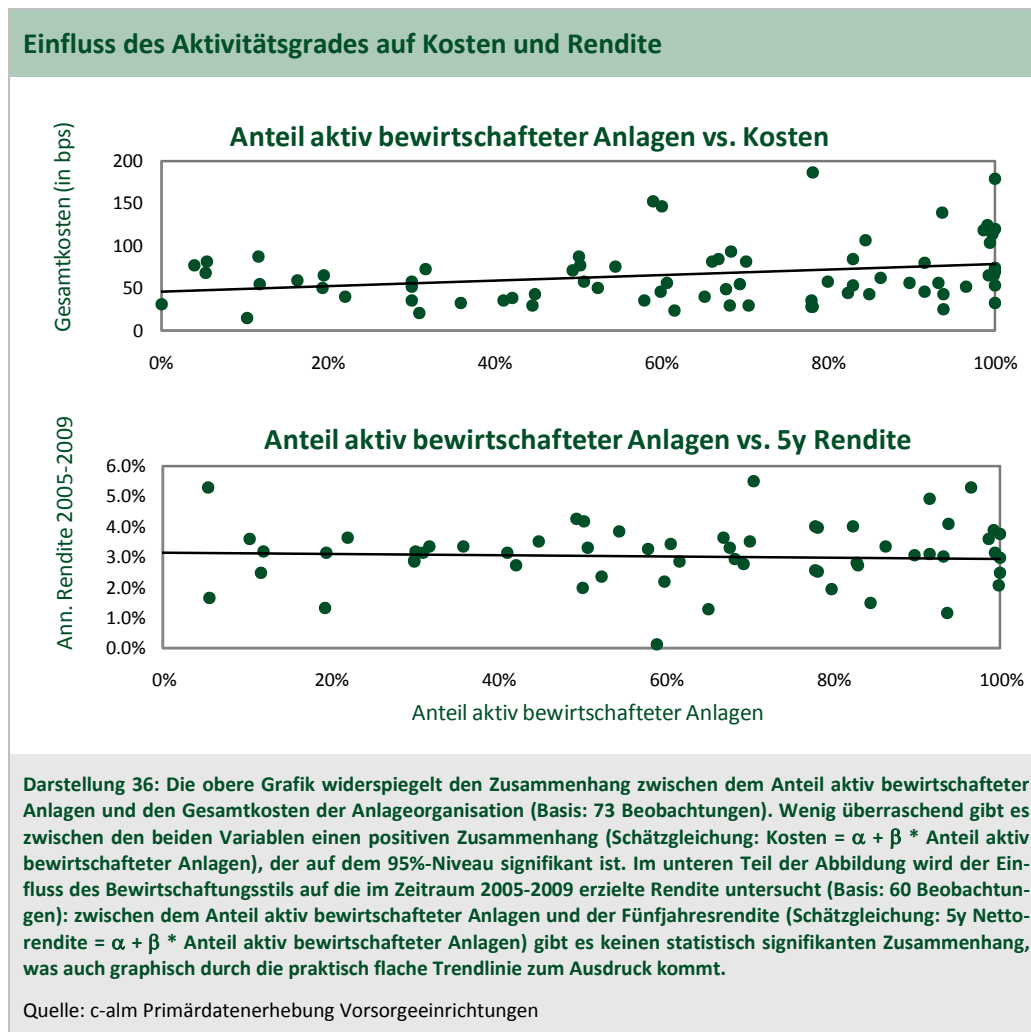
⁵⁷ Die durchschnittlich ermittelten Gebühren im Bereich alternative Anlagen betragen gemäss unserer Primärdatenerhebung 236 Basispunkte. Wird der kumulierte Anteil der alternativen Anlagen (unter diese Gruppe werden neben Hedge Fund und Private Equity Anlagen auch Rohstoffanlagen, andere nicht kotierte Segmente wie Infrastrukturanlagen, Insurance-Linked Securities sowie strukturierte Produkte mit nicht-linearer Auszahlungsstruktur subsumiert) von zur Zeit 6.3% auf 3.15% halbiert, so resultieren Einsparungen von 7.4 Basispunkten.

lich Kostenstruktur erheblich unterscheiden.

6.5. Passivierung der Vermögensanlagen

Während der aktive gegenüber dem passiven Bewirtschaftungsstil mit höheren Vermögensverwaltungskosten verbunden ist, scheiden sich die Geister bezüglich der Frage, ob mit dem aktiven oder passiven Bewirtschaftungsstil für die Destinatäre letztlich mehr Rendite erzielt werden kann. Nachfolgend sind die entsprechenden Ergebnisse aus unserer Primärdatenerhebung dargestellt:

**Aktiv versus
Passiv**



Wird der Anteil der aktiv bewirtschafteten Mandate zu Gunsten der passiv bewirtschafteten Mandate halbiert, so resultieren Einsparungen von 4.1 Basispunkten respektive CHF 286 Mio.⁵⁸

**Quantifizierung
Sparpotenzial**

⁵⁸ Bei dieser Berechnung werden nur die traditionellen Mandatskategorien – also die Gemischt-, die Aktien- und die Nominalwertmandate berücksichtigt: diese machen in unserer Stichprobe 67% des gesamten Vorsorgevermögens aus. Der aktiv bewirtschaftete Teil beträgt 22% und ist Gegenstand einer durchschnittlichen TER-Belastung von 51.7 Basispunkten. 45% werden passiv oder semi-aktiv verwaltet. Die durchschnittliche TER-Belastung von passiven Mandaten beträgt 14.9

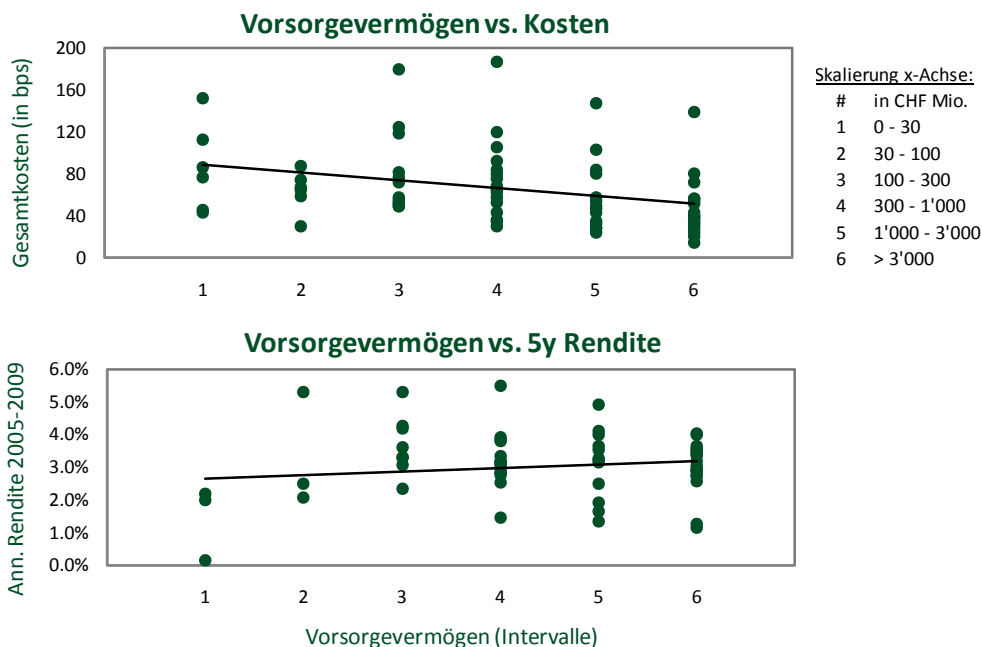
Ob dieses Sparpotenzial denn auch realisiert werden soll, ist freilich sowohl in der akademischen Literatur als auch unter den am Markt aktiven Investoren heftig umstritten. Die aus unserer Stichprobe resultierenden Ergebnisse leisten ebenfalls keinen Beitrag zur Klärung der Frage, inwieweit der aktive dem indexierten Anlagestil überlegen ist oder vice versa. Auch hier gilt: Schliesslich liegt es in der Verantwortung des Stiftungsrates, die Kostenvorteile einer indexierten Bewirtschaftung gegen allfällige bessere Ertragsaussichten einer aktiven Bewirtschaftung abzuwägen.

Opportunitätskosten

6.6. Realisierung von Skalenvorteilen

Abschliessend wird der Zusammenhang zwischen Grösse der Vorsorgeeinrichtung und deren Kostenstruktur genauer beleuchtet.

Zusammenhang von Bilanzsumme, Kosten und Performance



Grösse treibt die Kosten.... aber nicht zwingend die Rendite

Darstellung 37: Die obige Abbildung illustriert den Zusammenhang zwischen der Grösse des Bilanzvermögens und den gesamten Vermögensverwaltungskosten. Der mittels der Methode der kleinsten Quadrate geschätzte Zusammenhang zwischen den beiden Variablen (Schätzgleichung: $\text{Kosten} = \alpha + \beta \cdot \ln[\text{Bilanzsumme}]$) zwischen den beiden Variablen ergibt einen negativen Steigungskoeffizienten (β) von -6.54; die exponentielle Beziehung zwischen den Variablen impliziert, dass sich die Vermögensverwaltungskosten mit jeder Verdoppelung der Bilanzsumme um 4.53 bps reduzieren. In der unteren Abbildung ist der Zusammenhang zwischen der Bilanzsumme und der im Zeitraum 2005 bis 2009 erzielten Rendite (Schätzgleichung: $5y \text{ Nettorendite} = \alpha + \beta \cdot \ln[\text{Bilanzsumme}]$) dargestellt: zwischen den beiden Grössen Vorsorgevermögen und 5y Rendite besteht zwar ein positiver Zusammenhang, dieser ist jedoch nicht statistisch signifikant. Somit konnte die Gruppe der grösseren Vorsorgeeinrichtungen ihre Vorteile in der Kostenstruktur über den Zeitraum 2005-2009 nicht in eine höhere Anlagerendite umsetzen.

Quelle: c-alm Primärdatenerhebung Vorsorgeeinrichtungen

Basispunkte. Die Gebührenreduktion bei Passivierung der Mandate beträgt damit 36.8 Basispunkte. Wird die Hälfte der aktiven Mandate – also 11% – überführt, so würde sich ein Kostenvorteil von 4.1 Basispunkten ergeben.

Zweifellos ist bei den Preisverhandlungen mit den Vermögensverwaltern das Anlagevolumen eine kritische Grösse. Skalenvorteile im Verhandlungsprozess lassen sich einerseits durch Anschluss oder Zusammenschluss mit anderen Vorsorgeeinrichtungen erreichen, andererseits aber auch durch die konsolidierte Ausschreibung des gesamten Vorsorgevermögens erzielen.

Grösse treibt die Kosten..

Gelingt es auch den kleineren und mittleren Vorsorgeeinrichtungen – beispielsweise durch die Zusammenlegung ihrer Anlagen – ihre Gesamtkosten auf 60 Basispunkte zu reduzieren, so lassen sich auf Stufe der 2. Säule Kostensenkungspotenziale von 5.5 Basispunkten respektive CHF 386 Mio realisieren.⁵⁹

Quantifizierung Sparpotenzial

Die Opportunitätskosten der Realisierung dieser Skalenvorteile liegen im Autonomieverlust von kleineren und mittleren Vorsorgeeinrichtungen bezüglich der Ausgestaltung von deren Vorsorgelösungen. Dass der Schritt hin zu mehr Grösse auch nicht zwingend mit einem besseren Nutzen-Ertrags-Verhältnis belohnt wird, geht ebenfalls aus der obigen Darstellung hervor.

Opportunitätskosten

An dieser Stelle ist der Hinweis wichtig, dass auch eine Kleinstpensionskasse mit einem Vermögen von CHF 10 Mio eine Gesamtkostenbelastung von 50 Basispunkten unterbieten kann. Voraussetzung dafür ist die Bündelung der Dienstleistungen (Depotbankdienstleistungen, Vermögensverwaltung) bei einem Anbieter, die vollständige Passivierung der Vermögensanlagen, der Verzicht auf alternative Anlagekategorien und der Verzicht auf einen Berater.

Grösse nicht zwingend für Kosteneffizienz

⁵⁹ Mit einer Zielgrösse von 60 Basispunkten lassen sich gemäss der in Darstellung 30 vorgenommenen Kostenanalyse bei verschiedenen grossen PK-Pools im Segment mit CHF 1-30 Mio. (Anteil von 2.1%) 23 Basispunkte, im Segment mit CHF 30-100 Mio. (Anteil von 5.6%) 6 Basispunkte, im Segment mit CHF 100-300 Mio. (Anteil von 9.0%) 16 Basispunkte und im Segment mit CHF 300-1'000 Mio. (Anteil von 17.2%) 19 Basispunkte einsparen.

6.7. Beurteilung der Handlungsoptionen

Die nachfolgende Darstellung fasst die oben diskutierten Handlungsoptionen noch einmal zusammen:

Übersicht über die einzelnen Handlungsoptionen			
	Gebühreneinsparung in CHF Mio	Gebühreneinsparung in %	Opportunitätskosten (qualitativ)
Handlungsoption 1: Erhöhung der Kostentransparenz <div style="display: flex; justify-content: space-between;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;">Massnahmen</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;">Adressat</div> </div> <ol style="list-style-type: none"> 1. Verbesserung der Kostendarstellung im Anhang der Betriebsrechnung <ul style="list-style-type: none"> • anhand von geeigneten Vorschriften auf Weisungsstufe 2. Konsequente TER-Darstellung in den Jahresberichten der Kollektivanlagen 3. Vollkostenmessung bei (teilweise) via Drittfonds bewirtschafteten Mandaten 4. Einheitliche TER-Berechnung der Anlagestiftungen 	Keine direkt bezahlbaren Effekte	Keine direkt bezahlbaren Effekte	Keine
Handlungsoption 2: Konsolidierung der Anlageorganisation bei Fund of Hedge Funds und Private Equity Dachfonds	173	4.4%	Risikomanagement der Zielfonds
Handlungsoption 3: Konsolidierung der Anlageorganisation bei mehrstufig bewirtschafteten VV-Mandaten	173	4.4%	Manager- und Produktdiversifikation
Handlungsoption 4: Erhöhung der Steuereffizienz	273	7.0%	Finanzierungslücke bei Eidgenossenschaft
Handlungsoption 5: Reduktion der alternativen Anlagequote um die Hälfte	513	13.1%	Spezifische Rendite- / Risikocharakteristika
Handlungsoption 6: Reduktion der aktiv bewirtschafteten Vermögensanlagen um die Hälfte	286	7.3%	Aktive Managerleistung
Handlungsoption 7: Realisierung von Skalenvorteilen : Senkung der Kosten auf 60 Basispunkte	386	9.9%	Autonomieverlust kleiner VE
Darstellung 38: Einsparungspotenziale und Opportunitätskosten der verschiedenen Handlungsoptionen in CHF Mio. und prozentual in Abhängigkeit des für die 2. Säule ermittelten Kostentotal von CHF 3'900 Mio.			
Quelle: c-alm Primärdatenerhebung			

Übersicht über
Einsparungs-
potenziale

Die oben dargestellten Handlungsoptionen sind sowohl bezüglich der inhaltlichen Formulierung als auch des resultierenden Spar-Effekts als *deskriptive Illustrationen* und nicht als *normative Handlungsempfehlungen* zu verstehen. Einerseits ist das Ausmass der Handlungsoptionen arbiträr festgelegt. Andererseits können die Handlungsoptionen inhaltlich überlagern. Vor allem aber ist der dargestellte Ursache-Wirkungs-Zusammenhang monokausal auf den Kosteneffekt ausgelegt. Tatsächlich verändert aber jede Massnahme auch andere Charakteristika der Anlageorganisation, was unter Umständen mit (zu) hohen Opportunitätskosten für die Vorsorgeeinrich-

Würdigung der
Handlungs-
optionen

tung verbunden ist.

Obwohl die Erhöhung der Kostentransparenz als eingangs dieses Kapitels diskutierte Handlungsoption keine unmittelbaren Gebührenreduktionen impliziert, erachten wir sie als wichtigste Stellschraube zur Erhöhung der Kosteneffizienz in der 2. Säule. Solange nämlich den Produkthanbietern für bestimmte Durchführungswege der Vermögensanlage erlaubt wird, teilweise oder vollständig auf die Offenlegung der vereinnahmten Gebühren zu verzichten, sind überhöhte Tarifstrukturen die logische Folge. Die Forderung ist legitim, dass – zumindest auf ex-post Basis – an jedem Anlageprodukt ein einfach leserliches und im Sinne der Vollständigkeit wahrheitsgetreues Preisschild dranhängt. Wir sind der Überzeugung, dass durch die Erhöhung der Kostentransparenz eine Preisdynamik im Sinne der Investoren und damit der 2. Säule als Ganzes in Gang gesetzt und somit im Resultat der höchstmögliche Wirkungsgrad erzielt werden kann.

**Steigerung der
Kostentransparenz als
primäres Ziel**

Während die Erhöhung der Kostentransparenz in erster Linie die zuständigen Regulierungsbehörden respektive Dachorganisationen adressiert, richten sich die übrigen Handlungsempfehlungen an die verantwortlichen Organe der Vorsorgeeinrichtungen selbst. Dabei sind die Entscheidungsträger gefordert, die durch eine Massnahme herbeigeführten Kosteneinsparungen gegen deren situations- und kassenspezifische Opportunitätskosten abzuwägen. Wir sind der Ansicht, dass diese Güterabwägung eigenverantwortlich durch die Vorsorgeeinrichtungen selbst vorgenommen werden sollte. Die im internationalen Vergleich einzigartige und in Kapitel 4.1.3 detailliert erörterte 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.

Adressaten

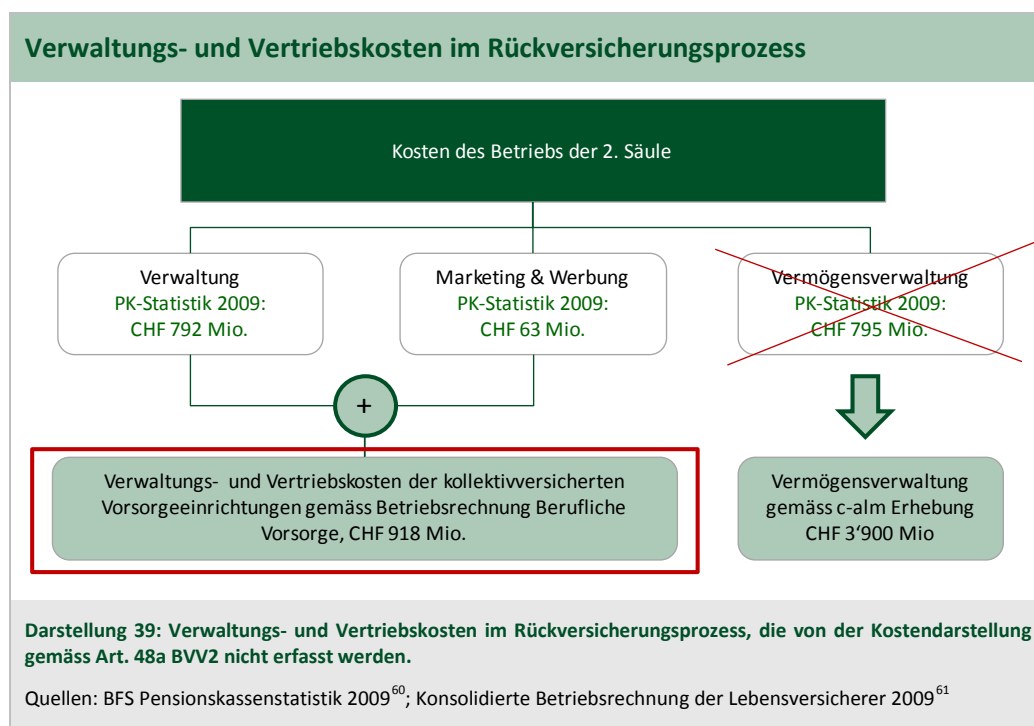
7. Die Kosten in der Rückversicherung

Dr. Reto Leibundgut, Eidg. dipl. Pensionsversicherungsexperte, allvisa AG

Koautor

Dieses Kapitel befasst sich mit den im Rückversicherungsprozess entstehenden Verwaltungs- und Vertriebskosten, die nicht als solche aus den Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen hervorgehen. Grundlage für die Analyse dieser Kosten bildet die konsolidierte Betriebsrechnung der Lebensversicherer für das in der 2. Säule insgesamt abgeschlossene Rückversicherungsgeschäft. Wir vertreten den Standpunkt, dass es sich bei den im Rückversicherungsprozess entstehenden Kosten um einen Betrag von CHF 918 Mio. handelt. In diesem Kapitel wird dieser Standpunkt erläutert.

Ausgangslage



Nachfolgend wird die Struktur des Rückversicherungsgeschäfts in der 2. Säule und deren Kosteneffekte anhand der folgenden Agenda diskutiert:

Struktur des Rückversicherungsgeschäfts in der 2. Säule

- **Institutionelle Rahmenbedingungen:** Welche Arten von Rückversicherungsgeschäften werden in der 2. Säule getätigt? Was sind die gesetzlichen Grund-

⁶⁰ siehe BFS (2011) für diese wie alle nachfolgenden Werte, die sich auf die Betriebsrechnung 2009 der Vorsorgeeinrichtungen beziehen

⁶¹ siehe FINMA (2010) für diese wie alle nachfolgenden Werte, die sich auf die konsolidierte Betriebsrechnung 2009 der Lebensversicherer beziehen

lagen? Und wer sind die Anbieter?

- **Kostendarstellung in der Betriebsrechnung (abhängig von der Art der Rückversicherung):** Gibt es bezüglich Darstellung des Verwaltungs- und Vertriebsaufwandes in der Betriebsrechnung systematische Unterschiede zwischen den nach Art der Rückversicherung klassifizierten Vorsorgeeinrichtungen? Falls ja: Warum werden grundsätzlich gleiche Aufwendungen in den Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen unterschiedlich dargestellt?
- **Offenlegung des Rückversicherungsgeschäfts:** Welche Informationen stehen zur Verfügung, um das konsolidierte Rückversicherungsvolumen in der 2. Säule abzuschätzen und zu beurteilen? Welche Rolle spielt dabei die konsolidierte Betriebsrechnung der Lebensversicherer (nachfolgend „BLV“) der 11 FINMA-regulierten Lebensversicherer? Lässt sich basierend auf der BLV das für die 2. Säule kumuliert resultierende Kostenvolumen abschätzen?
- **Kostentransparenz:** Inwieweit sind die ermittelten Kosten aus dem Rückversicherungsprozess bereits in den Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen „verarbeitet“?
- **Handlungsoptionen:** Welche Möglichkeiten zur transparenteren Darstellung der Kosten in den Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen sind denkbar? Wie ist in diesem Zusammenhang die parlamentarische Initiative (10.507) zur Anpassung der Mindestquotenregelung zu beurteilen?

7.1. Institutionelle Rahmenbedingungen

Die Rückdeckung der Versicherungsrisiken (Tod, Invalidität und Alter) und – im Falle einer sogenannten Vollversicherung – der Finanzrisiken von Vorsorgeeinrichtungen bei einer Versicherungsgesellschaft ist ein wichtiger Bestandteil der beruflichen Vorsorge. Sowohl die Pensionskassen wie auch die Lebensversicherungen funktionieren aus versicherungsmathematischer Sicht beide aufgrund des Gesetzes der grossen Zahlen, wonach das Versicherungsrisiko mit zunehmender Anzahl Versicherter abnimmt bzw. kalkulierbar wird. Gerade bei Pensionskassen kann es jedoch vorkommen, dass die Anzahl Versicherte zu klein ist, als dass das Gesetz der grossen Zahlen greifen könnte und als Resultat davon das Versicherungsrisiko zu hoch ist. In einem solchen Fall kann und soll die Vorsorgeeinrichtung das Versicherungsrisiko durch eine Rückdeckung bei einer Versicherungsgesellschaft teilweise oder vollständig reduzieren.⁶²

Arten von
Rückdeckun-
gen

⁶² Umgangssprachlich wird in diesem Zusammenhang gewöhnlich von einer Rückversicherung gesprochen. Da es sich bei diesem Versicherungsvertrag jedoch um einen Vertrag zwischen einer Vorsorgeeinrichtung und einem Erstversicherer handelt, müsste man korrekterweise von einem gewöhnlichen Erstversicherungsvertrag sprechen. Um den Sprachfluss nicht unnötig zu erschweren, sollen sämtliche Verträge zwischen Vorsorgeeinrichtungen und Versicherungen als Rückversicherung bzw. Rückversicherungsvertrag bezeichnet werden.

Der Gesetzgeber legt in Art. 43 BVV2 denn auch explizit fest, dass Vorsorgeeinrichtungen mit weniger als 100 aktiven Versicherten über einen Rückversicherungsvertrag verfügen müssen. Bei Vorsorgeeinrichtungen, die nach dem 31.12.2005 gegründet wurden, ist diese Schranke sogar noch höher und liegt bei 300 aktiven Versicherten.

**Gesetzliche
Grundlagen**

Die Anzahl der Lebensversicherungsgesellschaften, welche im Bereich der beruflichen Vorsorge tätig sind, ist seit der Einführung des Bundesgesetzes über die berufliche Vorsorge (BVG) im Jahr 1985 kontinuierlich gesunken. Im Jahr 2009 waren noch 11 Lebensversicherer in der beruflichen Vorsorge tätig, wovon jedoch nicht mehr alle Neugeschäft schrieben.⁶³ Neben diesen 11 Lebensversicherern sind zudem zwei junge Liechtensteinische Versicherungsgesellschaften im Rückversicherungsmarkt von Vorsorgeeinrichtungen tätig (PK Rück und Elips Life). Diese Gesellschaften können aufgrund eines Abkommens zwischen dem Fürstentum Liechtenstein und der Schweiz unter Einhaltung gewisser zusätzlicher Ausübungsbestimmungen Geschäft in der Schweiz zeichnen.⁶⁴ Andere ausländische Anbieter können nur unter bestimmten Voraussetzungen die Risiken Tod und Invalidität von Vorsorgeeinrichtungen rückdecken.⁶⁵

Anbieter

7.2. Darstellung der Kosten aus Rückversicherungsverträgen

Klar ist, dass das Angebot, der Betrieb und Vertrieb von Rückversicherungsdienstleistungen sowohl Verwaltungs- als auch Vertriebsaufwendungen verursacht. Weniger klar ist, wie diese Kostenaufwendungen in den Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen und damit durch die BFS-Statistik (vgl. Darstellung 39) verarbeitet werden.

**Kosten-
transparenz
versus**

Darstellung 40 zeigt die Aufteilung der Verwaltungs- und Vertriebsaufwendungen nach Art und Umfang der gewählten Rückversicherung. Die Vorsorgeeinrichtungen werden dabei in die folgenden drei Hauptgruppen eingeteilt:

**Rück-
versicherungs-
typ**

1. **Autonome Pensionskassen und Sammelstiftungen:** Diese Pensionskassen tragen alle Risiken selbst oder sichern Spitzenrisiken bei einer Versicherungsgesellschaft durch einen Stopp-Loss- oder einen Excess-of-Loss-Vertrag ab.
2. **Teilautonome Pensionskassen und Sammelstiftungen:** Mindestens ein Versicherungsrisiko (Tod, IV oder Alter) wird vollständig durch den Rückversicherer getragen.
3. **Kollektive Pensionskassen (Vollversicherungen):** Sämtliche Risiken sind bei einer Versicherungsgesellschaft rückversichert. Diese Kategorie enthält insbesondere auch die versicherungsnahen bzw. von Lebensversicherungen gegrün-

⁶³ Eine Liste der im Bereich der beruflichen Vorsorge tätigen Lebensversicherer findet sich auf der Website der FINMA: <http://www.finma.ch/d/beaufsichtigte/bewilligungstraeger/Seiten/default.aspx>

⁶⁴ Siehe dazu auch www.finma.ch/d/finma/internationales/vereinbarungen/abkommen/Seiten/default.aspx

⁶⁵ siehe Art. 154 AVO

deten Sammeleinrichtungen.

Das Rückversicherungsvolumen in der beruflichen Vorsorge wird in erster Linie durch die kollektiven Pensionskassen und in etwas geringerem Umfang durch die teilautonomen Vorsorgeeinrichtungen generiert. Die autonomen Pensionskassen sind – abgesehen von den Stopp-Loss- und Excess-of-Loss-Verträgen – die einzige Gruppe, welche von der nachfolgenden Diskussion über die Kostenzuteilung aus dem Rückversicherungsprozess kaum betroffen ist.

Sichtbare Verwaltungs- und Marketingaufwendungen					
	Anzahl Aktive		Anzahl Pensionskassen	Aufwendungen in 1'000 CHF	
	absolut	in%		Verwaltungsaufwand	Marketing- und Werbeaufwand
Autonome PK	2'169'534	59.6%	948	591'200	24'018
Teilautonome PK	559'009	15.4%	1'158	172'000	11'900
Kollektive PK	912'414	25.1%	220	28'883	27'507
Total	3'640'957	100%	2'326	792'083	63'425

Darstellung 40: Sichtbarkeit der Verwaltungskosten respektive des Aufwands für Marketing & Werbung in der Betriebsrechnung nach Art der Rückversicherung

Quelle: BFS Pensionskassenstatistik 2009

Kollektive PK mit geringen sichtbaren Kosten

Gemäss der obigen Darstellung sind rund 25% aller aktiven Versicherten in einer kollektiven Pensionskasse (Vollversicherungslösung) versichert. Von diesen 912'000 Versicherten wiederum sind etwa 87% in der Sammeleinrichtung einer Lebensversicherungsgesellschaft versichert. Folgende zwei Beobachtungen zeigen deutlich, dass die durch die BFS-Statistik repräsentierten Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen – zumindest für die Gruppe der kollektiven Pensionskassen – nur sehr bedingt Aufschluss über die tatsächlichen Verwaltungs- und Vertriebsaufwendungen geben:

Kosten-aufwendungen aus Rückversicherung fehlen

1. **Verwaltungsaufwand:** Der durchschnittliche Verwaltungsaufwand bei den autonomen und den teilautonomen Pensionskassen beträgt CHF 273 bzw. CHF 308 pro aktiv Versicherten. Demgegenüber beträgt der durchschnittliche Verwaltungsaufwand für kollektive Pensionskassen gemäss Kostendarstellung in der Betriebsrechnung nur CHF 32 pro aktiv Versicherten und damit lediglich 10% des entsprechenden Wertes der anderen beiden Gruppen.
2. **Marketing- & Werbeaufwand:** Der gesamte Aufwand für Marketing und Werbung für die kollektiven Pensionskassen beträgt gemäss der BFS-Statistik rund CHF 27.5 Mio. Ein kurzer Blick in den Anhang der Betriebsrechnungen 2009 der

BVG-Sammelstiftung der Swiss Life⁶⁶ und der AXA Stiftung Berufliche Vorsorge⁶⁷ zeigt jedoch, dass deren Kosten für Marketing und Werbung alleine über CHF 56 Mio. betragen.

In beiden Punkten stellt sich die Frage, wie es möglich ist, dass in der BFS-Statistik bzw. in den Betriebsrechnungen der kollektiven Pensionskassen solch tiefe Aufwendungen für Verwaltung und Marketing- und Werbung ausgewiesen werden, zumal in Art. 48a lit. b und c BVV2 verlangt wird, dass jede Vorsorgeeinrichtung in der Betriebsrechnung die Kosten für die allgemeine Verwaltung und die Kosten für Marketing und Werbung separat vollständig ausweisen muss.

Wo sind die Kosten?

Das Problem liegt in der Verbuchungsmethode für die Versicherungsprämien: In Swiss GAAP FER 26 wird vorgegeben, dass die Versicherungsprämien an einen Rückversicherer in der Betriebsrechnung unter Versicherungsaufwand darzustellen sind. Die in der Prämie enthaltenen Kostenbestandteile „verschwinden“ damit bei Swiss GAAP FER 26-konformer Verbuchung im Versicherungsaufwand. Damit fehlen aber in den Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen respektive in der BFS-Statistik substantielle Kostenbestandteile.

Kostenaufwand als Teil des Versicherungsaufwands

An dieser Stelle sei mit Nachdruck darauf hingewiesen, dass den kollektiven Pensionskassen bezüglich der bestehenden Kostenintransparenz die Hände gebunden sind. Die beiden oben genannten Sammeleinrichtungen (BVG-Sammelstiftung der Swiss Life und AXA Stiftung Berufliche Vorsorge) umgehen sogar die „Intransparenz“ in der Kostendarstellung, in dem sie im jeweiligen Anhang die tatsächlichen Aufwendung für die Verwaltungs- und Vertriebskosten auf freiwilliger Basis offenlegen.

Kostentransparenz im Anhang!

Nachfolgend wird diskutiert, wie sich die Gesamtheit der im Rückversicherungsprozess entstandenen Verwaltungs- und Vertriebskosten erheben lässt.

7.3. Offenlegung des Rückversicherungsgeschäfts in der 2. Säule

Die 11 von der FINMA regulierten Lebensversicherer rapportieren das in der 2. Säule abgeschlossenen Rückversicherungsgeschäft in einer separaten Betriebsrechnung. Die Rechnungslegungsvorschriften für die Erstellung dieser gesonderten Betriebsrechnung sind in Anhang 4 der Richtlinien über die Revisionstätigkeit bei Lebensversicherungsgesellschaften geregelt.⁶⁸ Die FINMA konsolidiert diese Betriebsrechnung jährlich zur konsolidierten Betriebsrechnung für die berufliche Vorsorge („BLV“).

Was ist die „BLV“?

Das Total der von Vorsorgeeinrichtungen der 2. Säule im Jahr 2009 an Rückversicherungen geleisteten Prämien beläuft sich auf CHF 19.74 Mrd. Gemäss BLV lässt sich dieses Prämienvolumen in Sparprämien von CHF 16.21 Mrd, Risikoprämien von CHF

Geschäftsvolumen

⁶⁶ siehe Swiss Life (2010)

⁶⁷ siehe AXA (2010)

⁶⁸ siehe BPV (2008), Anhang 2

2.81 Mrd und Kostenprämien von CHF 0.72 Mrd zerlegen.

Wie hoch sind nun die im Rückversicherungsprozess verursachten Kosten? In der BLV werden zwei Kostenaggregate unterschieden:

- **Konsolidierte Kostenprämie:** In der Versicherungsbranche ist es Usanz, die bezahlte Versicherungsprämie nach versicherungsmathematischen Berechnungsregeln in die drei Komponenten Sparprämie, Risikoprämie und Kostenprämie aufzuteilen. Die Sparprämie ist jener Teil der Prämie, welcher zu einem Anstieg der bilanzierten Verpflichtung des Versicherers gegenüber dem Versicherten führt. Die Risikoprämie ist das Entgelt des Versicherers für die Übernahme eines bestimmten Risikos – beispielsweise eines Todesfallkapitals, das die Hinterlassenen erhalten, falls der Versicherungsnehmer innerhalb einer bestimmten Zeit verstirbt. Die Kostenprämie wird vom Versicherer erhoben, um ihn für seine diversen Aufwendungen (bspw. Abschlussprovisionen, Verwaltungs- und Administrativkosten) im Zusammenhang mit dem Versicherungsvertrag zu entschädigen. Gemäss BLV 2009 beträgt diese Kostenprämie **CHF 722 Mio.**
- **Konsolidierter Kostenaufwand:** Die Position Kostenaufwand umfasst gemäss BLV die tatsächlichen Aufwendungen des Lebensversicherers für „Abschluss-, Leistungsbearbeitungs- und Verwaltungsaufwendungen“. Gemäss BLV 2009 beträgt der gesamte Kostenaufwand der Lebensversicherer **CHF 918 Mio.**

**Kostenprämie
oder Kosten-
aufwand?**

Auf den ersten Blick ist der Kostenaufwand eine Grösse, die lediglich das Ergebnis der betrachteten Lebensversicherungsgesellschaft beeinflusst und die Vorsorgeeinrichtung somit nicht betrifft. Übersteigt der Kostenaufwand die vereinnahmte Kostenprämie, so resultiert für den Lebensversicherer ein Kostendefizit und damit ein Verlust. Da aber der Lebensversicherer dieses Kostendefizit mit dem sich aus der Mindestquotenregelung ableitenden Überschussbeteiligungsanspruch der Vorsorgeeinrichtung verrechnen kann, wird der Kostenaufwand indirekt doch wieder auf die Vorsorgeeinrichtung umgelegt. Aus diesem Grund stellen wir uns auf den Standpunkt, dass aus Sicht der Vorsorgeeinrichtungen der Betrag von CHF 918 Mio. das relevante Kostenaggregat aus dem Rückversicherungsprozess darstellt. In Anhang 3 zeigen wir im Detail auf, wie wir zu dieser Schlussfolgerung gelangen.

**Die Rolle der
Mindestquote:
CHF 918 Mio!**

Im vorstehend diskutierten Kostenprozess sind die Verwaltungs- und Vertriebsaufwendungen, nicht aber die Aufwendungen für die Vermögensverwaltung enthalten. Der Vermögensverwaltungsaufwand der Lebensversicherungsgesellschaften ist aus dem Sparprozess ersichtlich und beläuft sich für das Jahr 2009 auf CHF 286 Mio. Diesen in den Betriebsrechnungen der Lebensversicherer enthaltenen Vermögensverwaltungskosten haftet aber genauso wie den in den Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen offengelegten Aufwendungen der Makel an, dass nur die

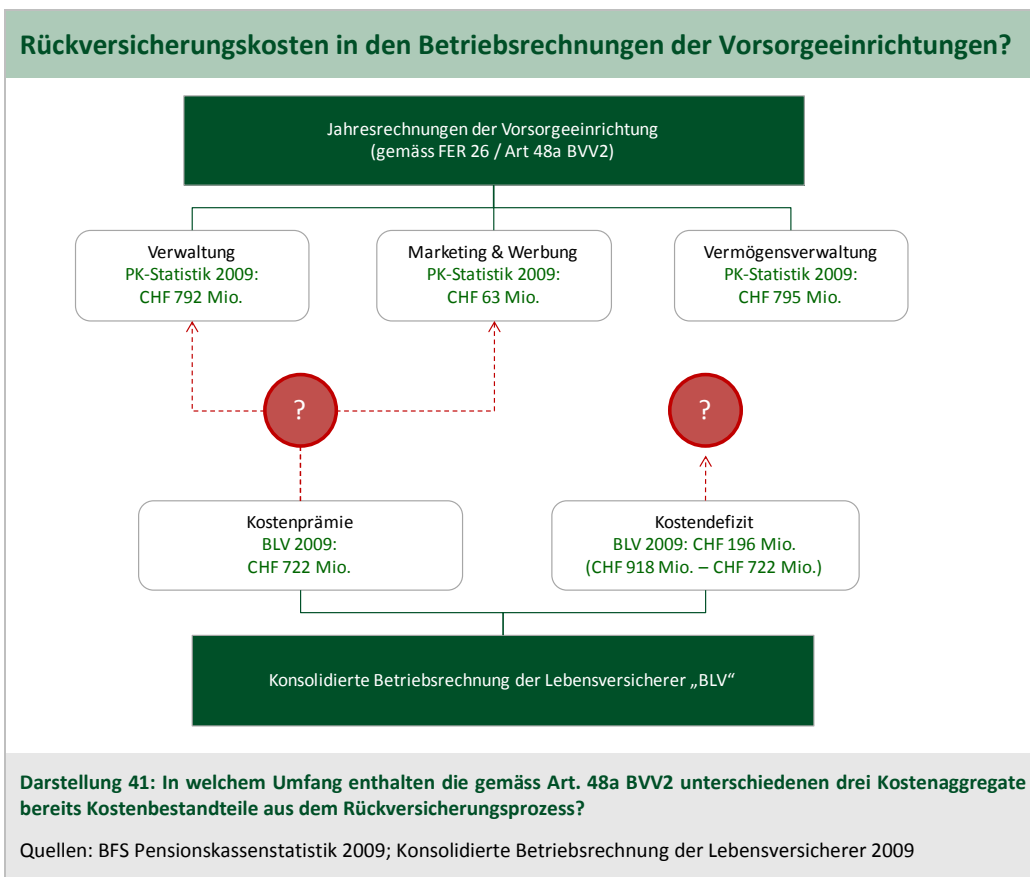
**Ein Wort zum
Vermögens-
verwaltungsaufwand der
Lebens-
versicherer**

fakturierten Kostenbestandteile ausgewiesen werden können. Bei der im Kapitel 0 erörterten Hochrechnung der Vermögensverwaltungskosten aus der Stichprobe auf die gesamte 2. Säule werden deshalb sowohl autonome, teilautonome und kollektivversicherte Vorsorgeeinrichtungen erfasst, ohne aber bezüglich der Rückdeckungsart eine Differenzierung vorzunehmen. Mit anderen Worten unterliegt der Hochrechnung die Annahme, dass eine kollektivversicherte Vorsorgeeinrichtung und eine autonome Vorsorgeeinrichtung bei gleicher Bilanzsumme dieselben effektiven Vermögensverwaltungskosten aufweisen. Die einzige Möglichkeit, um diese Annahme zu überprüfen, besteht in der Analyse der effektiven Vermögensverwaltungskosten bei den Lebensversicherungsgesellschaften gemäss der in Kapitel 2 dieser Studie vorgelegten Kostendefinition beziehungsweise Erhebungsmethode.

7.4. Herstellung von Kostentransparenz

Die jährlichen Abrechnungen der Versicherungsgesellschaften an die Vorsorgeeinrichtungen enthalten allesamt eine Aufteilung der bezahlten Versicherungsprämie in die Spar-, Risiko- und Kostenprämie. Grundsätzlich wäre es also denkbar, dass die Kostenprämien von insgesamt CHF 722 Mio. als Verwaltungsaufwand oder Marketing- und Werbeaufwand in den Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen erfasst werden. Zu diesem Zweck wäre die bezahlte Prämie von der Vorsorgeeinrichtung buchhalterisch in einen Versicherungsteil und einen Kostenteil zu splitten.

Zurück zur Betriebsrechnung der VE



Sind Rückversicherungskosten ersichtlich?

In Bezug auf das Splitting der Versicherungsprämie und die Zuordnung der Kostenprämie zum Verwaltungs- oder Marketingaufwand ergeben sich zwei Fragen:

Was sagt FER 26?

1. Ist eine solche Zergliederung und Zuordnung nach Swiss GAAP FER 26 zulässig?
2. Und falls sie zulässig ist – wird diese Zuordnung nicht sogar durch Swiss GAAP FER 26 explizit verlangt?

Wie unter Abschnitt 7.2 dargestellt, definiert Swiss GAAP FER 26, dass die Versicherungsprämien an einen Rückversicherer in der Betriebsrechnung unter Versicherungsaufwand darzustellen sind. Damit ist die Antwort auf diese beiden Fragen kurz: Die Zergliederung der Kostenprämie ist grundsätzlich durch Swiss GAAP FER 26 nicht vorgesehen.

7.5. Handlungsoptionen

Die Kostentransparenz auf Stufe der einzelnen Vorsorgeeinrichtungen sowie der beruflichen Vorsorge insgesamt lässt sich wesentlich erhöhen, wenn die im jährlichen Versicherungsausweis explizit dargestellte Kostenprämie in der Betriebsrechnung der Vorsorgeeinrichtung als Kostenaufwand verbucht wird. Damit wird nämlich die verursachergerechte Verteilung der kumulierten Kostenprämien von CHF 722 Mio. transparent gemacht.⁶⁹ Die Rechnungslegungsvorschriften Swiss GAAP FER 26 bedürfen einer entsprechenden Anpassung.

Transparente Darstellung der Kostenprämien

Aber selbst wenn alle Kostenprämien der mit in- und ausländischen Anbietern abgeschlossenen Rückversicherungen in der Betriebsrechnung der Vorsorgeeinrichtungen als Verwaltungskosten verbucht werden würden, wären noch nicht alle Kosten aus dem Rückversicherungsprozess transparent verarbeitet: denn die Versicherer haben die Möglichkeit, ein allfälliges Kostendefizit mit der gesetzlichen Überschussbeteiligung der Vorsorgeeinrichtung zu verrechnen, wodurch der tatsächlich an die Vorsorgeeinrichtung weitergegebene Kostenaufwand die Kostenprämie übersteigt. Die zur Zeit im Parlament behandelte Initiative (10.507) zur Legal Quote will nun genau das zukünftig verunmöglichen: Gemäss dem eingereichten Text der Initiative sollen „die Verwaltungskosten auf Stufe Versicherer [...] neu ex-ante im Versicherungsvertrag vereinbart [werden], und nachträgliche Defizite dürfen nicht zulasten der Überschussbeteiligung verrechnet werden.“ So konkret die Zielvorgabe im Initiativtext formuliert ist, so offen und vage ist die Initiative in Bezug auf die konkrete Umsetzung. In der Begründung zum eingereichten Initiativtext wird einzig darauf hingewiesen, dass „es noch einer differenzierten Analyse [bedarf], damit die neue Lösung

Parlamentarische Initiative für volle Kostentransparenz

⁶⁹ Die identische Handhabung wird für die mit den beiden liechtensteinischen Anbietern abgeschlossenen Rückversicherungsverträgen empfohlen.

keine unerwünschten Nebeneffekte generiert“.

Eine einfache Lösung, welche sicherlich in Betracht gezogen werden sollte, wäre folgendes Vorgehen: Der Kostenprozess wird vom Spar- und Risikoprozess getrennt betrachtet. Die im Anhang 4 abgebildete Brutto-Methode wird wie bisher für den Spar- und Risikoprozess angewendet und auf dem Kostenprozess erfolgt neu eine Netto-Methode. Nach dieser Netto-Methode wird ein Defizit im Kostenprozess vollständig dem Betriebsergebnis der Versicherung belastet und ein allfälliger Überschuss im Kostenprozess wird zwischen dem Versicherer und dem Versicherten aufgeteilt. Um dem Versicherer jedoch genügend Anreiz zu geben, einen Überschuss auf dem Kostenprozess zu erwirtschaften, sollte evtl. mehr als 10% dieses Überschusses dem Versicherer zugeordnet werden.

Ein Lösungsvorschlag

8. Schlussfolgerungen und Ausblick

Die von der c-alm erhobenen Vermögensverwaltungskosten betragen durchschnittlich 0.56% der Bilanzsumme und damit hochgerechnet auf die 2. Säule CHF 3'900 Mio.

VV-Kosten CHF 3'900

Unter Berücksichtigung dieser Vermögensverwaltungskosten und der bei den Lebensversicherern entstehenden Verwaltungs- und Vertriebskosten resultiert für den Betrieb der 2. Säule eine effektive Gesamtkostenbelastung von CHF 5'673 Mio. Diese setzt sich wie folgt zusammen:

Kosten des Betriebs der 2. Säule

- CHF 3'900 Mio (Aus c-alm Erhebung resultierende Schätzung für die Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule)
- Verwaltungskosten CHF 792 Mio. (gemäss BfS Statistik)
- Marketing- und Werbekosten CHF 63 Mio. (gemäss BfS Statistik)
- Kostenaufwendungen der 2. Säule aus Rückversicherung CHF 918 Mio. (gemäss konsolidierter Betriebsrechnung Berufliche Vorsorge der Lebensversicherungsgesellschaften)

Der Hauptgrund, dass der in den Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen ausgewiesene Vermögensverwaltungsaufwand die effektiven Vermögensverwaltungskosten wesentlich unterschätzt, liegt in der Anwendung des Nettoprinzips für kollektive Anlageformen – das heisst alle Gebühren, die in einer kollektiven Anlagestruktur anfallen, werden von der Betriebsrechnung nicht erfasst.

Nettoprinzip unterschätzt VV-Kosten

Das grosse öffentliche Interesse an den Vermögensverwaltungskosten scheint gerechtfertigt: Gemäss unserer Stichprobe erklären die ermittelten Kosten einen signifikanten Anteil der über den Zeitraum 2005 bis 2009 beobachteten Streuung der Anlagerenditen. Je tiefer die ermittelten Vermögensverwaltungskosten einer Vorsorgeeinrichtung, desto höher war im Mittel deren Anlagenettorendite. Es zahlt sich also aus, in der Vermögensanlage Kostendisziplin walten zu lassen.

Im Mittel: Tieferer Kosten = Bessere Rendite

Die wichtigsten Treiber für Vermögensverwaltungskosten sind die Vermögensverwaltungsgebühren in den alternativen Anlagesegmenten (33%), gefolgt von den Vermögensverwaltungsgebühren im Immobilien- (17%) respektive Aktiensegment (12%).

Alternative Anlagen als Kostentreiber

Ein Vergleich der in der 2. Säule in den traditionellen Anlagesegmenten offerierten Vermögensverwaltungstarife stellt dem hiesigen Banken- und Vermögensverwaltungssektor ein gutes Zeugnis aus. Sowohl in den aktiv wie auch passiv bewirtschafteten Aktien- und Nominalwertanlagen schneiden die Staffeltarife der Anbieter im internationalen Vergleich gut ab. Besonders heftig tobt der Wettbewerb im Segment der passiven Mandate mit einem Anlagevolumen von über CHF 100 Mio.

Hohe Wettbewerbsintensität

Auch in der Rückversicherung führt die Anwendung vom Verrechnungsprinzip zu nicht aus den Betriebsrechnungen ersichtlichen Kosten von CHF 918 Mio. Die diesbe-

Nettoprinzip auch in der

zügliche Transparenz liesse sich wesentlich verbessern, wenn die (teil-)versicherte Vorsorgeeinrichtungen die jährliche Gesamtprämie gemäss Versicherungsausweis buchhalterisch in einen Versicherungsteil und einen Kostenteil splitten würden.

Rückversicherung

Als wichtigste Stellschraube zur Erhöhung der Kosteneffizienz erachten wir die Steigerung der Kostentransparenz auf Stufe der Anlageprodukte. Solange es Anlageprodukte gibt, die ihre Kostenstruktur nicht offenlegen müssen, bleiben überteuerte Produkte an der Tagesordnung. Gefordert sind diesbezüglich die Aufsichtsbehörden der betroffenen Anlageprodukte: sie entscheiden letztlich darüber, wie transparent die Kostenstruktur dieser Produkte dargestellt werden muss. Wird die Informationsasymmetrie zwischen Produkthanbieter und Investor nicht aufgebrochen, dann wächst der Druck auf die Aufsichtsorgane der Vorsorgeeinrichtungen, die Gestaltungsfreiheit der Vorsorgeeinrichtungen mittels restriktiver Massnahmen einzuschränken.

Ausblick:

Mehr Transparenz auf Stufe Anlageprodukte

Anhang 1: Quellenverzeichnis

Gesetze, Verordnungen, Richtlinien, Fachempfehlungen:

- AVO (2009) – Verordnung vom 9. November 2005 über die Beaufsichtigung von privaten Versicherungsunternehmen (Aufsichtsverordnung, AVO) , SR 961011, Stand 1. Januar 2009
- BPV (2008), „Aufsichtsprüfung der Betriebsrechnung Berufliche Vorsorge (BV)“, Anhang 2 der Rahmenrichtlinie 6/2007 zur Tätigkeit der externen Revisionsstelle bei Versicherungsunternehmen („Rahmenrichtlinie Revisionsstätigkeit“), Bundesamt für Privatversicherungen (heute integriert in die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht)
- BVI (2010), „BVI Wohlverhaltensregeln – Handeln im Interesse der Anleger: Regelbuch für Kapitalanlagegesellschaften“, Dt. Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
- KGAST (2010), „Kennzahlen von Immobilien-Sondervermögen (Anlagegruppen) in Anlagestiftungen“, Fachinformation Nr. 1, Konferenz der Geschäftsführer der Anlagestiftungen
- SFA (2008): „Richtlinien zur Berechnung und Offenlegung der TER und PTR von kollektiven Kapitalanlagen“, Swiss Fund Association
- SFA (2010): „Kennzahlen von Immobilienfonds“, Fachinformation, Swiss Fund Association
- STG (2010) – Bundesgesetz vom 27. Juni 1973 über die Stempelabgaben (StG), Stand 1. Juli 2010
- VAG (2011) – Bundesgesetz vom 17. Dezember 2004 betreffend der Aufsicht über Versicherungsunternehmen (Versicherungsaufsichtsgesetz, VAG), SR 96101, Stand 1. Januar 2010

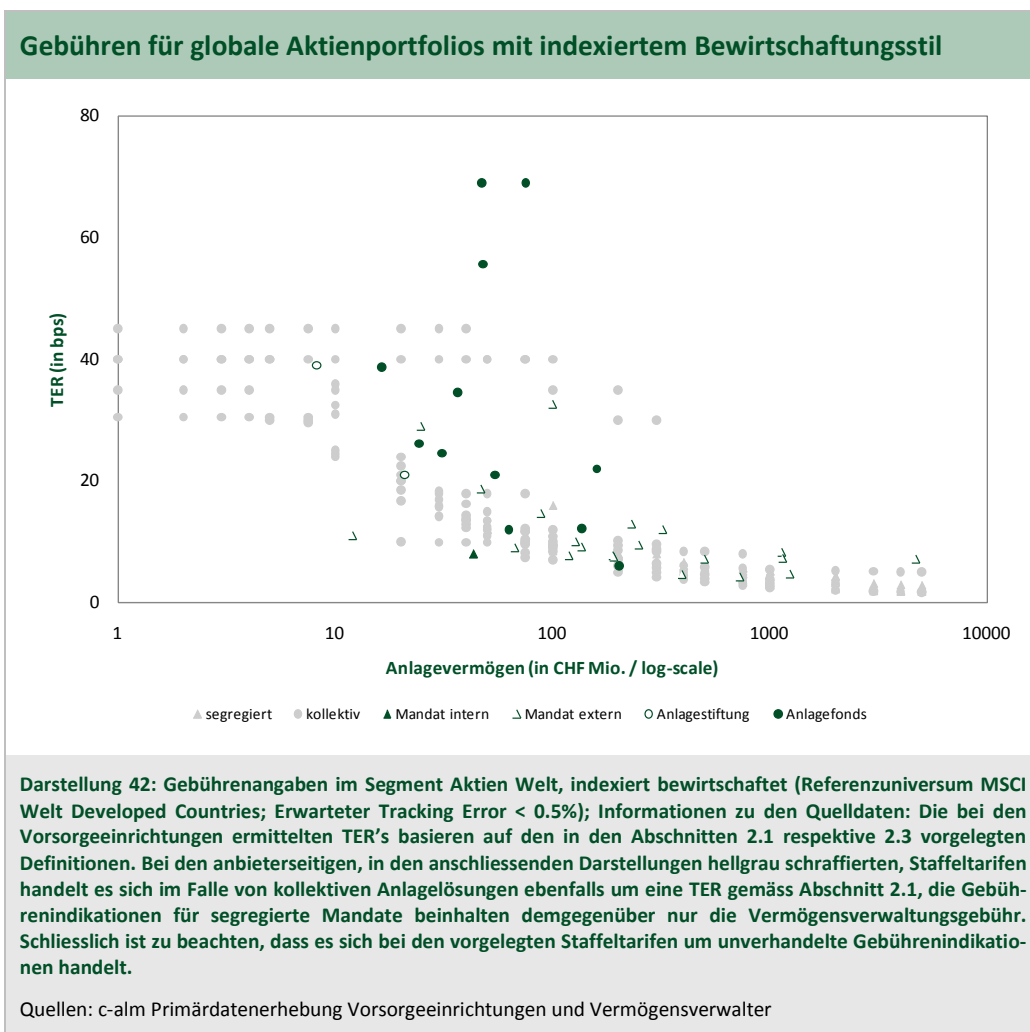
Betriebsrechnungen der Vorsorgeeinrichtungen und der Lebensversicherer:

- AXA (2010), „AXA Stiftung Berufliche Vorsorge: Betriebsrechnung 2009“, AXA Stiftung Berufliche Vorsorge, Winterthur
- BFS (2009), „Die berufliche Vorsorge in der Schweiz: Pensionskassenstatistik 2007“, Bundesamt für Statistik
- BFS (2010), „Die berufliche Vorsorge in der Schweiz: Pensionskassenstatistik 2008“, Bundesamt für Statistik
- BFS (2011), provisorische Daten für Pensionskassenstatistik 2009, Bundesamt für Statistik
- FINMA (2010), „Berufliche Vorsorge bei Lebensversicherungsunternehmen: Offenlegung der Betriebsrechnung 2009“, Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA
- SWISS LIFE (2010), „BVG-Sammelstiftung Swiss Life: Geschäftsbericht 2009“, BVG-Sammelstiftung Swiss Life, Zürich

Gebühren- und Kostenstudien:

- AFM (2011), "The costs of pension funds deserve more attention", Dutch Financial Markets Authority
- ECOFIN (2003), "Survey on Indicative Fees for External Asset Management Services", kostenpflichtige Gebührenstudie der ECOFIN Investment Consulting AG
- EDHEC (2007), "Transaction Cost Analysis in Europe: Current and Best Practices: A European Survey", EDHEC Risk-Advisory und HSBC
- GILGEN / DICHTER (2009): "Pricing of Warrants and Concave Products in Switzerland: Evidence for a Mispricing in Favor of the Issuing Institution", Master Thesis, Universität Bern
- LHABITANT (2006), "Hedge fund indices for retail investors: UCITS eligible or not eligible?", Swiss Finance Institute, Research Paper, No. 06-14
- LIPPER (2008), "Fee Trends in European Funds: Looking Back through fifteen years", Thomson Reuters
- MERCER (2010), "Mercer's Global Asset Manager Fee Survey", kostenpflichtige Gebührenstudie der Mercer Investment Consulting
- MERCER (2011), massgeschneiderter Datenbankauszug aus Mercer's Global Investment Manager Database (GIMD), Mercer Investment Consulting
- SCM (2009), „Annual review of private equity terms and conditions“, Strategic Capital Management
- SWISSCANTO (2010) „Schweizer Pensionskassen 2010: Ergebnisse der Umfrage“, Swisscanto Asset Management AG

Anhang 2: Kategorienspezifische TER-Analysen

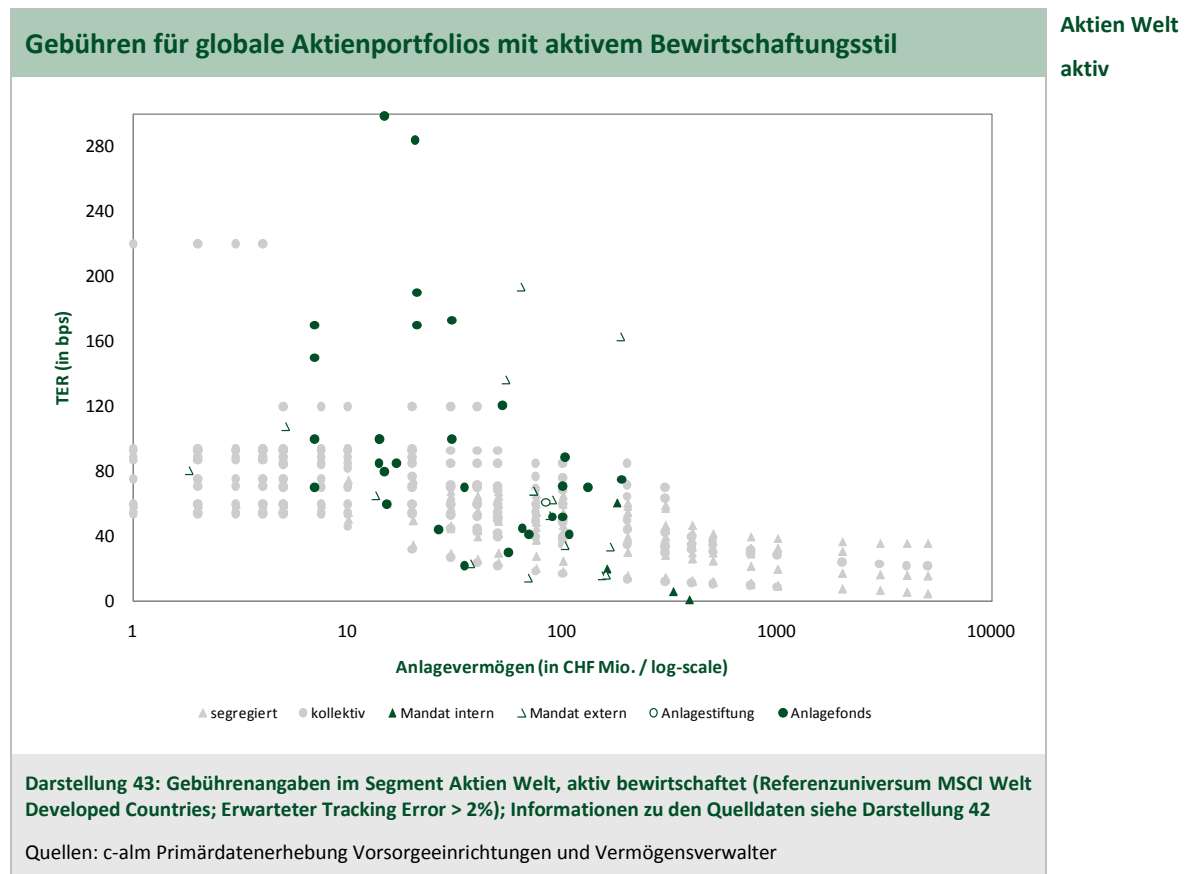


Aktien Welt
passiv

Definiert man das erste Gebührenquartil⁷⁰ der anbieterseitigen Staffeltarife als realistische Zielgrösse für eine Vorsorgeeinrichtung, so bestehen bei rund der Hälfte der Vorsorgeeinrichtungen noch Einsparungspotenziale. Bei den meisten Vorsorgeeinrichtungen handelt es sich dabei jedoch um wenige Basispunkte. Die beobachteten Ausreisser investieren in diesem Anlagesegment in für Vorsorgeeinrichtungen unvorteilhafte Retailgefässe (beispielsweise Exchange Traded Funds ETF).

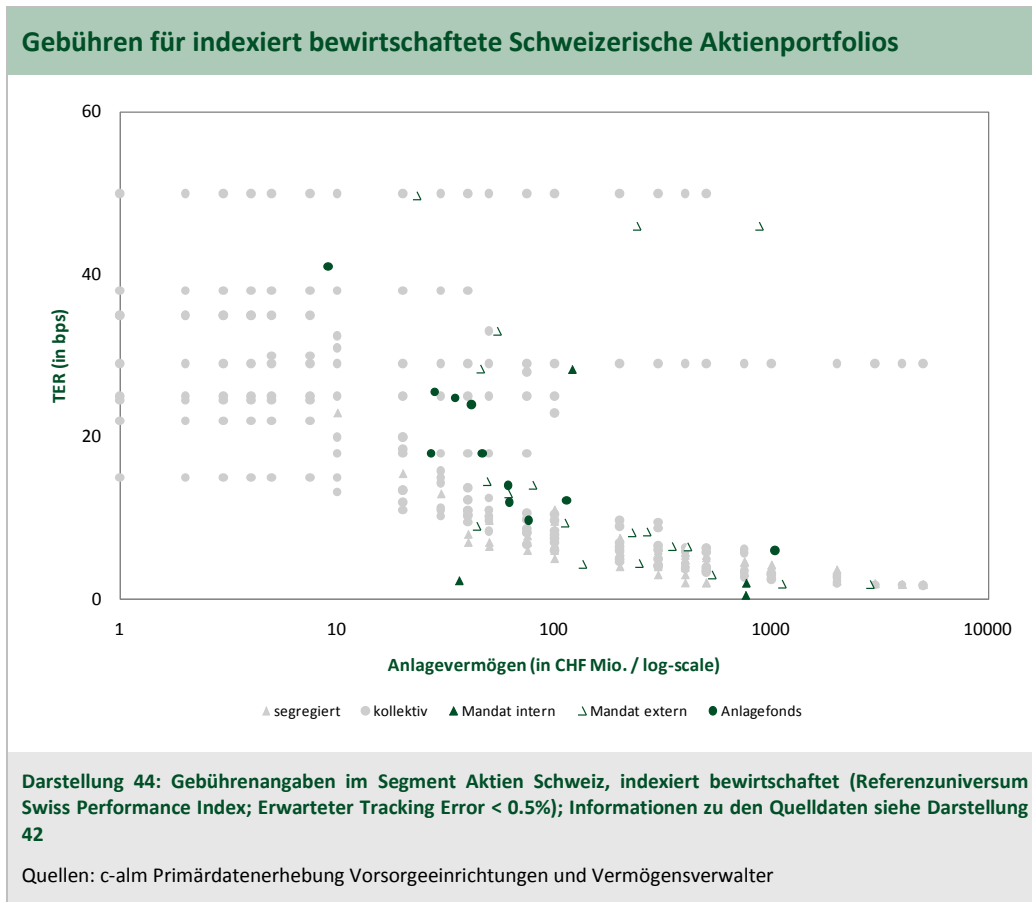
**Geringfügiges
Einsparungs-
potenzial
vorhanden**

⁷⁰ Definition Quartil: Wert der 75% der übrigen Datenpunkte unterschreitet respektive 25% überschreitet



Auffällig viele Vorsorgeeinrichtungen verfügen in diesem Segment über eine Gebührenstruktur, die – teilweise sogar substanziell – über den Gebührenangeboten der teuersten Anbieter liegen. Diesen Befund führen wir einerseits darauf zurück, dass bestimmte Vorsorgeeinrichtungen in (zu) teure Retailprodukte investiert sind. Selbst wenn diese eine Rückvergütung bezahlen, bleibt die Gebührenstruktur über den anbieterseitigen Staffeltarifen, die im institutionellen Segment angeboten werden. Andererseits fallen bei verschiedenen Vorsorgeeinrichtungen die Kosten einer zweiten Bewirtschaftungsebene ins Gewicht: diese Kostenbelastung entsteht, wenn im Rahmen der internen oder externen Mandatsbewirtschaftung Kollektivanlagen oder strukturierte Produkte eingesetzt werden, die ihrerseits Gegenstand einer Gebühr sind. Der durch die mehrstufige Mandatsbewirtschaftung resultierende Kosteneffekt, der auch bei Gemischtmandaten sehr häufig beobachtet werden kann, ist so substanziell, dass wir bei der Diskussion der Handlungsoptionen diesem Effekt in Kapitel 6.2 spezielle Aufmerksamkeit widmen.

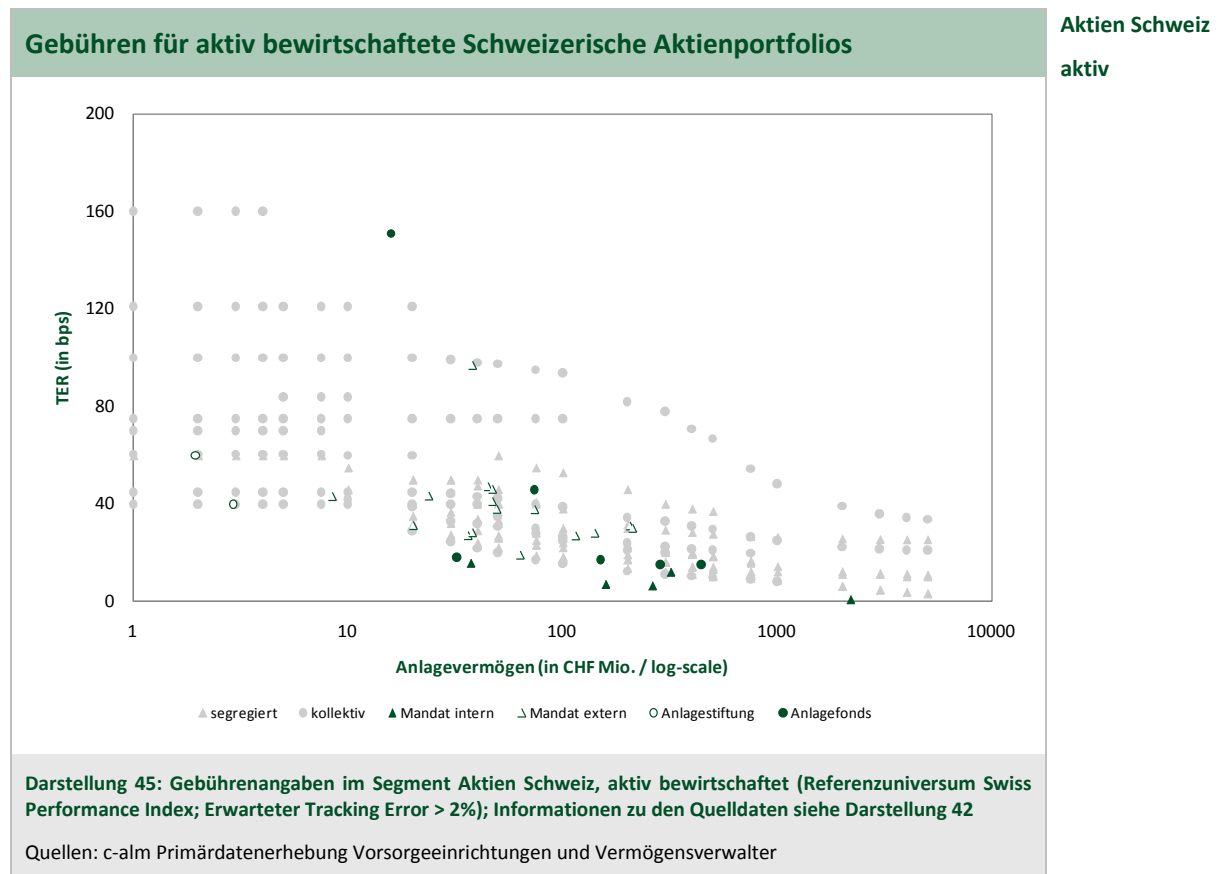
Grosses Einsparungspotenzial vorhanden



Aktien Schweiz
passiv

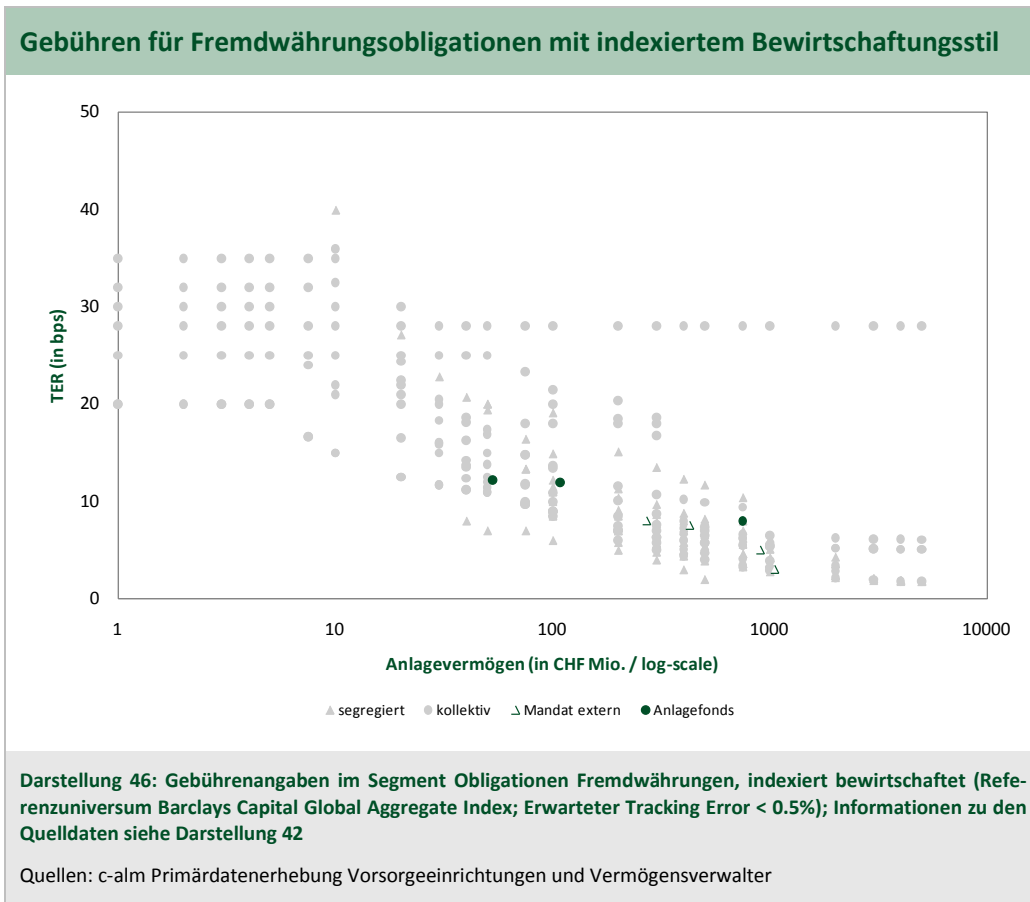
Im Segment Aktien Schweiz, passiv, gibt es viele Vorsorgeeinrichtungen, deren Gebühren auf oder sogar unter dem Niveau der kostengünstigsten Anbieter liegen. Diese bewirtschaften dieses Mandatssegment vorwiegend intern. Tatsächlich ist die erforderliche Infrastruktur für den Aufbau und die Bewirtschaftung eines Replikationsportfolios auf liquide Schweizerische Aktien – wie beispielsweise repräsentiert durch den Swiss Market Index (SMI) – überschaubar und die interne Umsetzung damit ein probates Mittel, um in diesem Segment eine kosteneffiziente Anlagelösung zu implementieren.

Kostengünstige interne Mandate



Im Vergleich zur Kategorie Aktien Welt, aktiv, lässt sich im Segment Aktien Schweiz, aktiv, beobachten, dass sich die Gebührenstruktur der tatsächlich ausstehenden Mandate viel ausgeprägter an den Staffeltarifen der kostengünstigen Vermögensverwalter ausrichtet. Dies lässt sich damit begründen, dass in der Kategorie Aktien Schweiz fast ausschliesslich Direktanlagen eingesetzt werden, während sich die Portfolios im Segment Aktien Welt zu einem grossen Teil aus kostenpflichtigen Kollektivanlagen zusammensetzen.

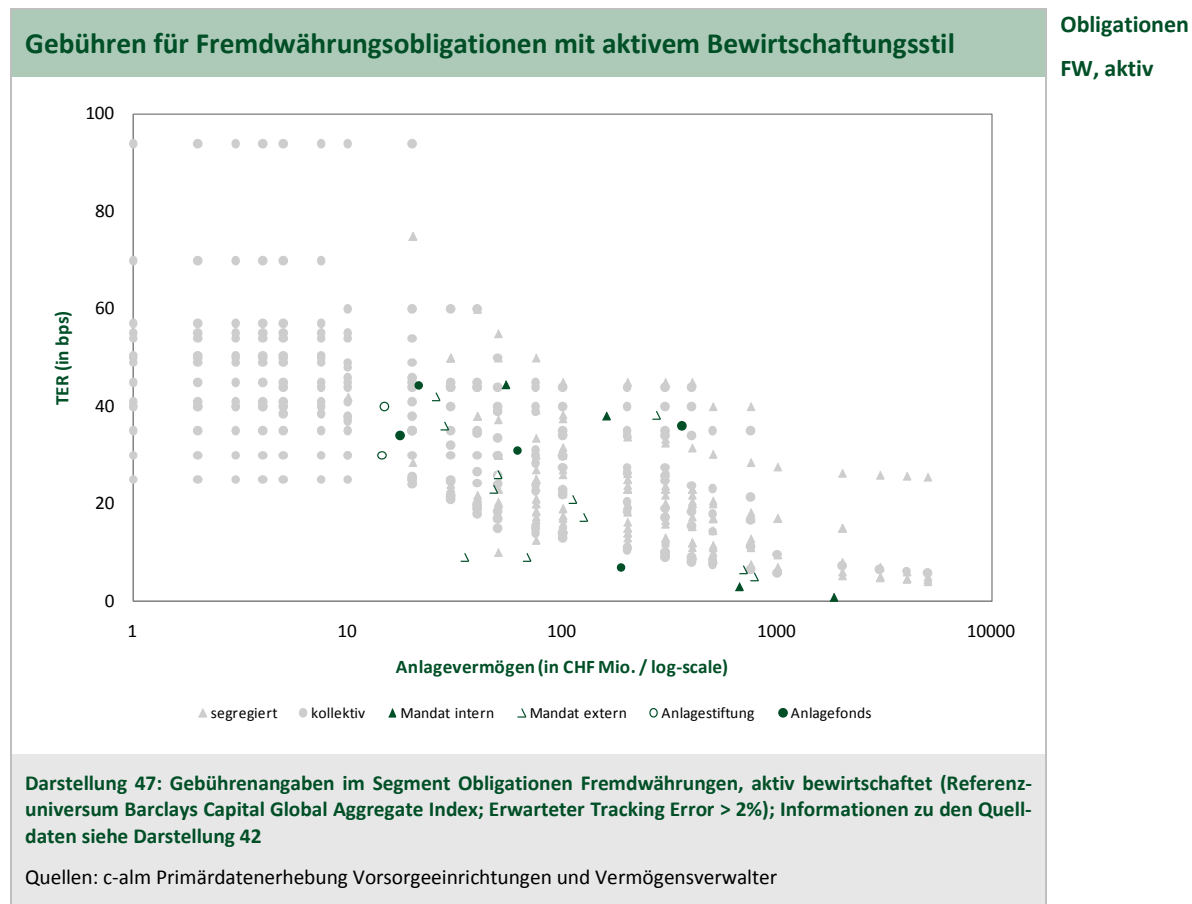
Bessere Kostenstruktur als Aktien Welt aktiv



Obligationen
FW, passiv

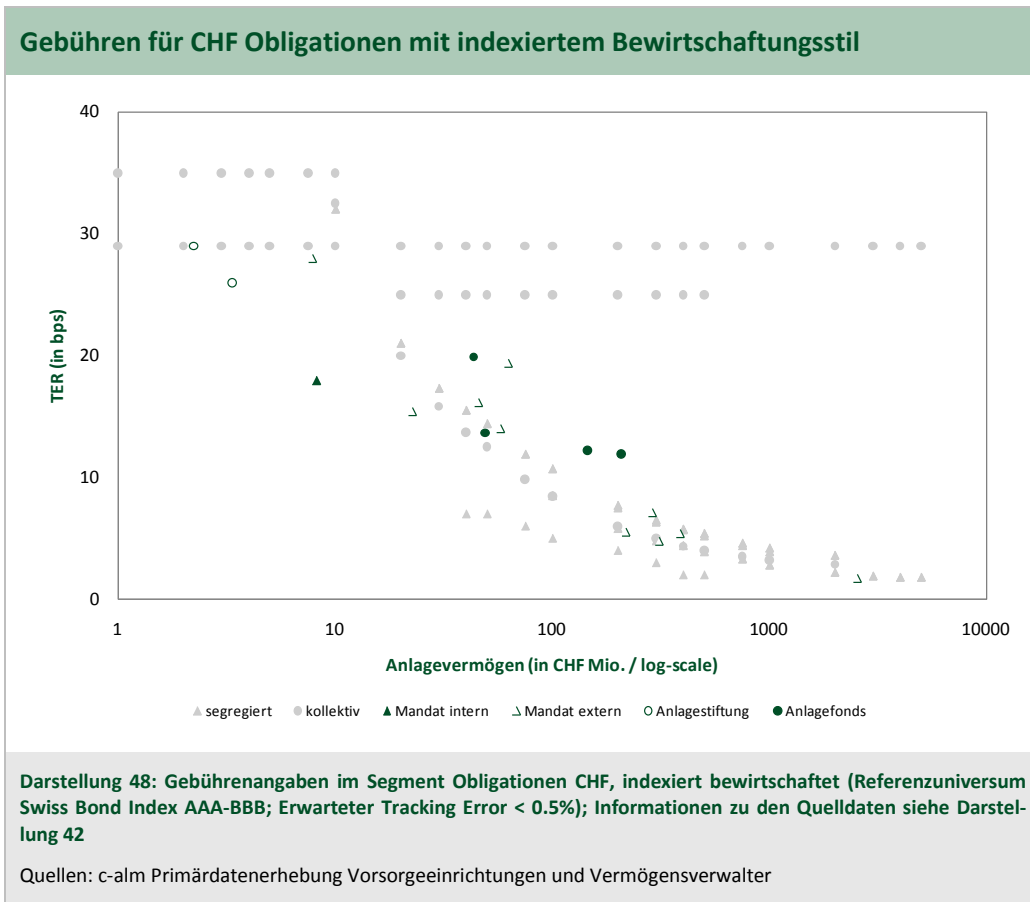
Etwas überraschend ist die geringe Anzahl der in dieser Kategorie registrierten Vermögensverwaltungsmandate. Offensichtlich haben die in den letzten Jahren erlebten Fluktuationen an den internationalen Devisenmärkten auch zu einem Attraktivitätsverlust dieses Anlagesegments beigetragen. Bezüglich Kostenstruktur dieser Mandate gilt die bereits für das Segment ‚Aktien Welt, passiv‘ gemachte Aussage: Einsparungspotenziale im tiefen einstelligen Basispunktbereich sind für einige Vorsorgeeinrichtungen noch möglich.

Geringe Anzahl
Mandate



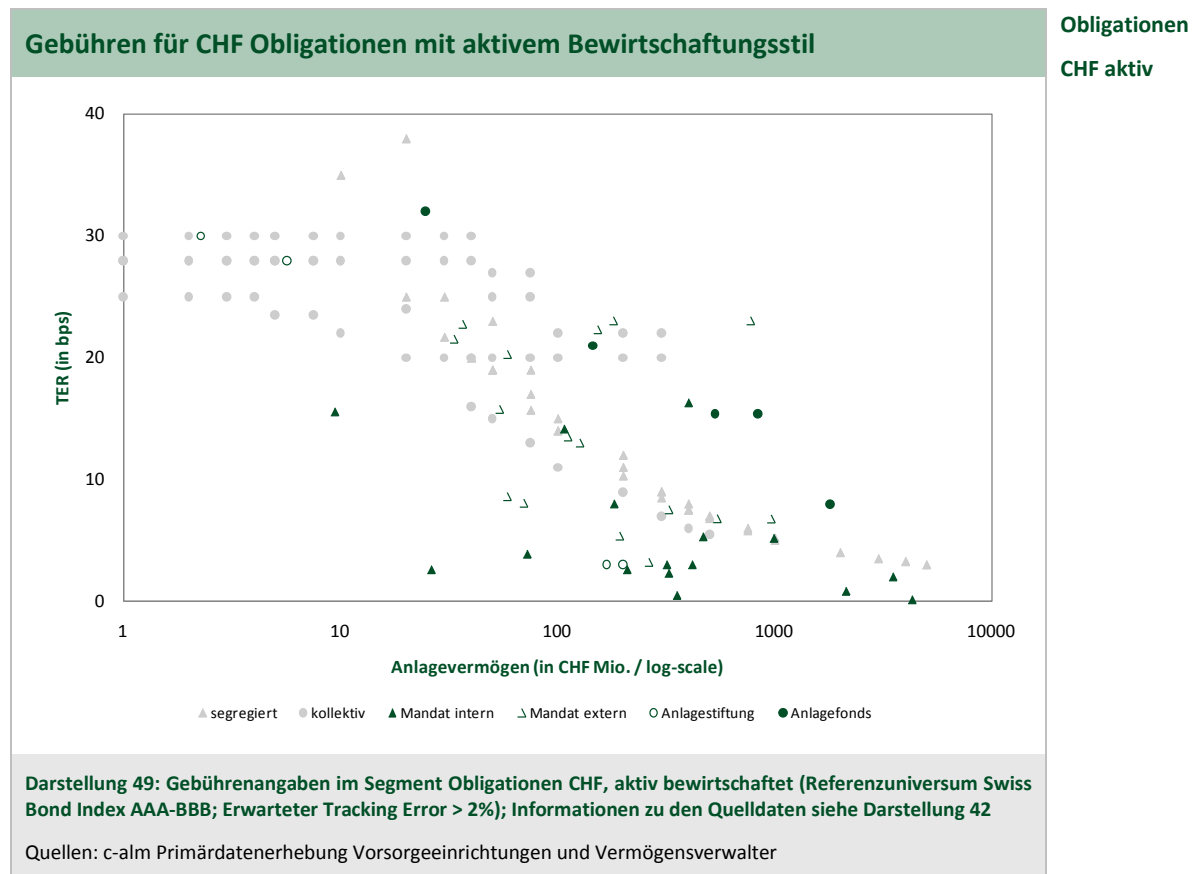
Etwas zahlreicher sind im Segment Obligationen FW die aktiv bewirtschafteten Mandate. Wir stellen fest, dass die Mandate mit einem Volumen über CHF 100 Mio. tendenziell bei oder sogar unter den günstigsten Anbieterofferten liegen, während die Mandate mit einem Volumen von weniger als CHF 100 Mio auf oder über dem Medianwert der anbieterseitigen Staffeltarife liegen. Wir führen diese Beobachtung auf den bereits wiederholt dokumentierten Effekt zurück, dass gerade kleinere Vorsorgeeinrichtungen dazu tendieren, in den (intern oder extern bewirtschafteten) Mandaten Kollektivanlagen mit entsprechenden Kostenfolgen einzusetzen.

Grosse Mandate günstig, kleine Mandate teuer



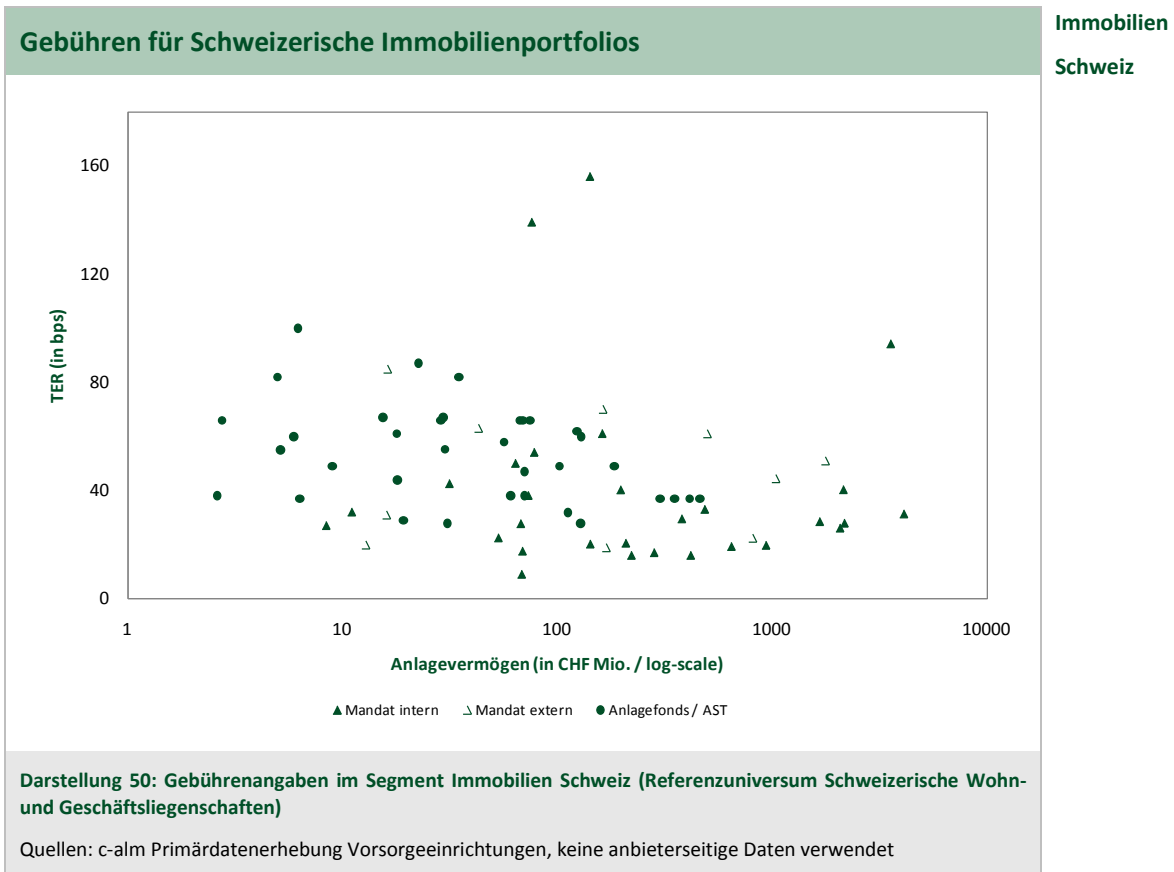
Vergleicht man im Segment Obligationen CHF die anbieterseitigen Staffeltarife für eine indexierte Bewirtschaftung respektive nachfolgend für eine aktive Bewirtschaftung, so fallen die geringen Kostendifferenzen auf. Offenbar ist die Demarkationslinie zwischen aktiv und passiv bewirtschafteten Mandaten in diesem Segment wesentlich durchlässiger als beispielsweise in den Aktiensegmenten.

Passiv / aktiv vergleichbar



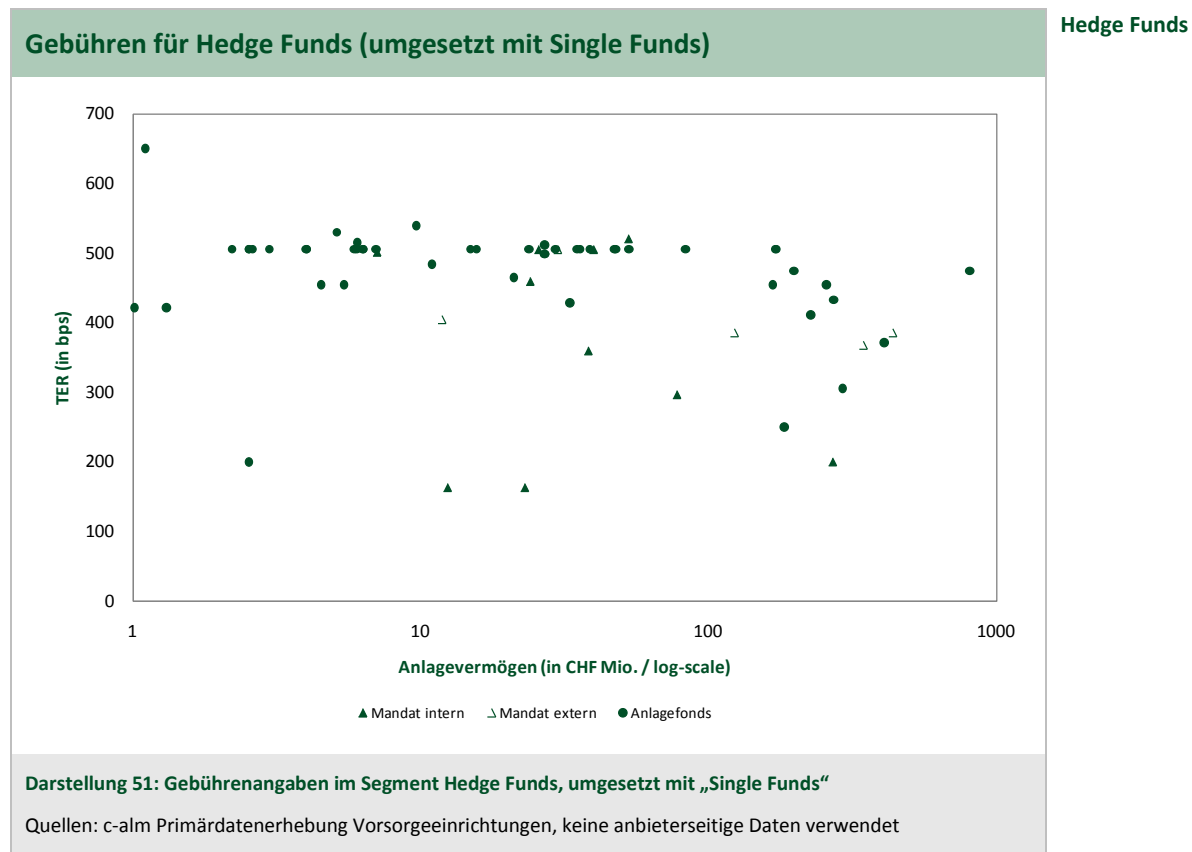
Sowohl für aktiv wie auch für passiv bewirtschaftete CHF Obligationenportfolios gilt, dass diese im Vergleich zu den anbieterseitigen Staffeltarifen sehr kosteneffizient umgesetzt sind. Der wichtigste Grund für diesen Befund liegt wiederum in der Tatsache, dass im „heimischen Gewässer“ fast ausschliesslich mit Direktanlagen und weniger mit kostentreibenden Kollektivanlagen gearbeitet wird. Wie im Segment Aktien Schweiz, passiv, wird bei den Obligationen CHF Mandaten die Kostenführerschaft von intern umgesetzten Anlagelösungen eingenommen.

Effiziente
Gebühren-
struktur



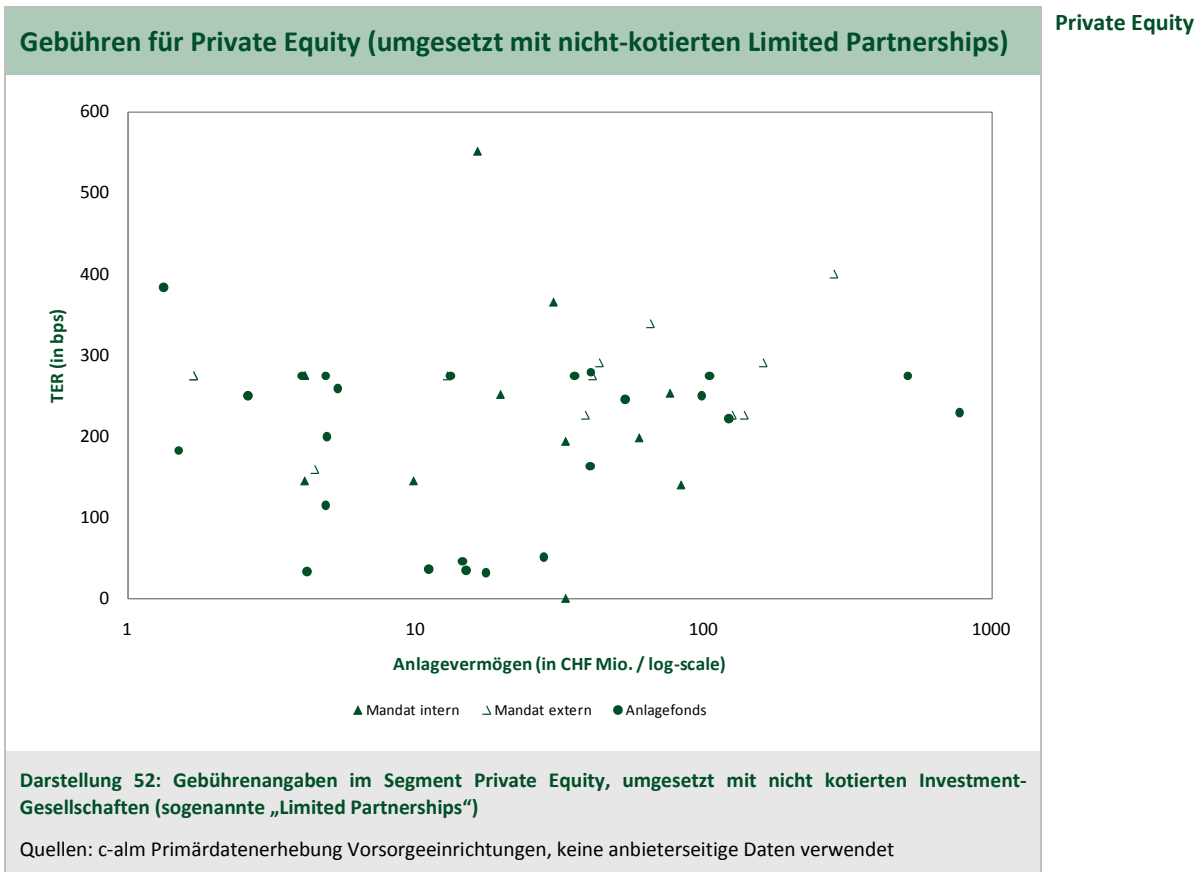
Die Anlageorganisation eines Schweizerischen Immobilienportfolios weist wesentliche Unterschiede zu den bislang diskutierten Aktien- und Obligationenkategorien auf. In diesem Segment kommen andere Umsetzungsformen zum Einsatz. So fällt bei der Analyse der obigen Abbildung auf, dass bis zu einem Anlagevermögen von CHF 100 Mio kollektive Anlagelösungen – also Immobilienfonds und Immobilienanlagestiftungen dominieren. Oberhalb dieser Grenze tendieren die Vorsorgeeinrichtungen zur Direktbewirtschaftung der Liegenschaftsbestände. Rein aus Kostenüberlegungen ist diese Grenzziehung plausibel, zumal in diesem Volumenbereich ein Kostenvorteil zugunsten der Direktbewirtschaftung feststellbar ist.

**Kollektive
Anlagen oder
Direktbewirt-
schaftung?**



Da im Hedge Fund Segment nur die wenigsten Vorsorgeeinrichtungen Einsicht in die Höhe der tatsächlich bezahlten Gebühren haben, ist die oben dargestellte Kostenstreuung stark durch die von uns unterstellten Annahmen getrieben. Diese wurden in Abschnitt 2.3.4 im Detail erörtert. Falls keine kassenspezifischen Informationen zur Gebührenstruktur in diesem Segment vorliegen, wird gemäss diesen Ausführungen für eine Fund of Funds Struktur eine Gebühr von 5% unterstellt. Wie auch aus der obigen Abbildung ersichtlich ist, werden für rund die Hälfte aller Hedge Fund Anlagen diese Schätzwerte eingesetzt. Diejenigen Vorsorgeeinrichtungen, für die ein substanziiell tieferer Gebührenwert im Bereich von 3% resultiert, haben sich entschlossen, die für dieses Segment typische, mehrstufige Bewirtschaftungsstruktur aufzubrechen und direkt in die Zielfonds oder „Single Funds“ – also die Vehikel der zweiten Bewirtschaftungsstufe – zu investieren. Der daraus resultierende Kostenvorteil ist immens.

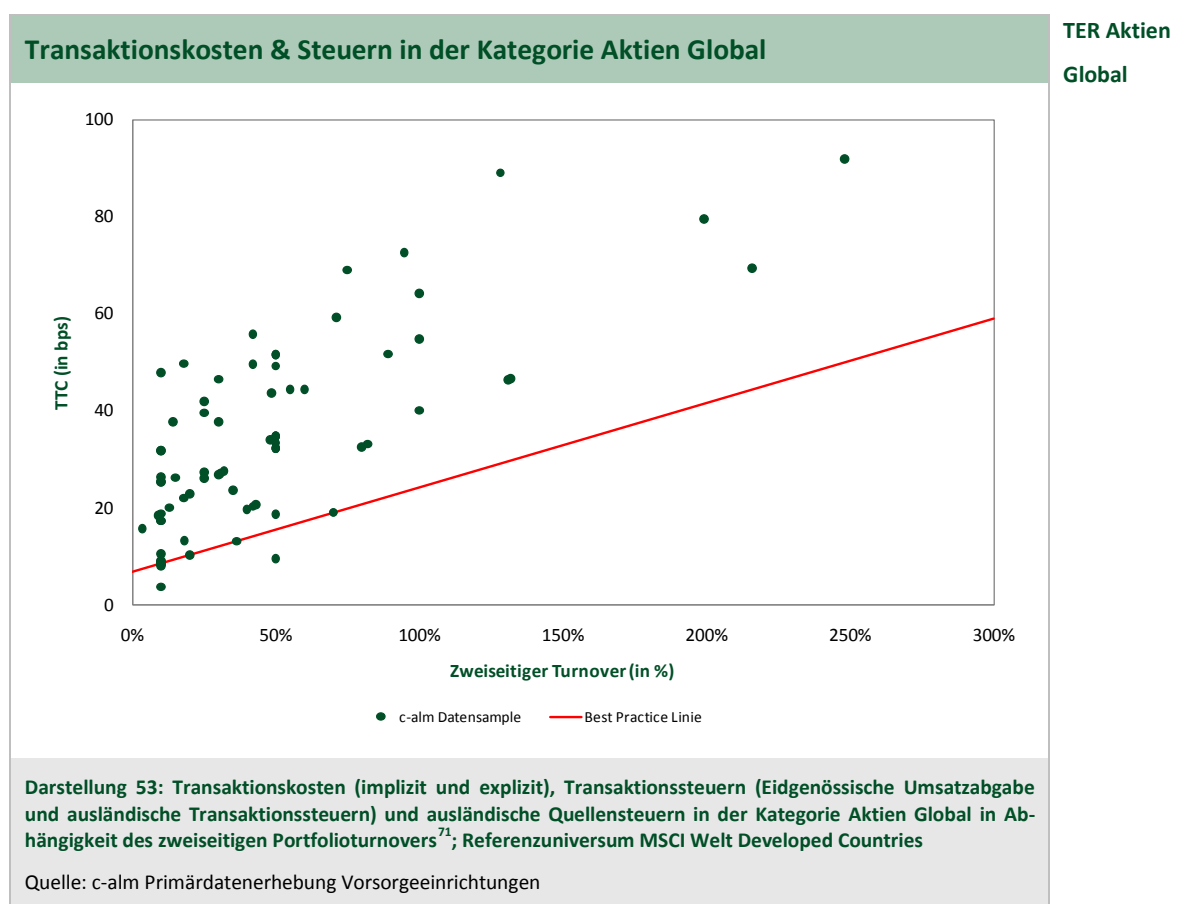
**Anzahl Bewirtschaftungs-
ebenen als
Kostentreiber**



Die Datensituation im Segment Private Equity präsentiert sich ähnlich wie im Hedge Fund Segment. Mangels Verfügbarkeit von kassenspezifischen Daten ist die dargestellte Streuung der Gebühren in erster Linie annahmegetrieben. Unter Vernachlässigung der Performancegebühren und bei Unterstellung einer zweistufigen Bewirtschaftungsstruktur wird eine Standardgebühr von 2.75% unterstellt. Entsprechend ist in der obigen Darstellung auch eine Cluster-Bildung um diesen Wert die Folge. Die wenigen Vorsorgeeinrichtungen mit einer Gebührenstruktur unter 2% investieren direkt in die nicht kotierten Beteiligungsgesellschaften. Die Gebührenwerte über 3% stammen von den Vorsorgeeinrichtungen selbst und können auch bereits eine Performancebeteiligung beinhalten.

**Anzahl
Bewirtschaftungs-
ebenen
als Kostentreiber**

Anhang 3: Kategorienspezifische TTC-Analysen



Wir berechnen spezifisch für jedes Anlagesegment die in der Abbildung rot markierte „Best Practice“-Linie. Diese orientiert sich nicht an bei Vorsorgeeinrichtungen erhobenen Kostendaten, sondern markiert die theoretisch bestmöglichen Konditionen, die man im Handel respektive bezüglich Steuerbehandlung als Schweizerische Pensionskasse realisieren kann. Der Achsenabschnitt repräsentiert die ausländische Quellensteuerbelastung, die auch nach Ausschöpfung aller Befreiungs- und Rückforderungsmöglichkeiten als Minimalbelastung übrig bleibt. Die Steigung der „Best Practice“-Linie ergibt sich als Summe der drei Transaktionskostenkomponenten explizite Transaktionskosten, implizite Transaktionskosten und Transaktionssteuern. Auch bezüglich dieser drei Steigungskomponenten wird für die „Best Practice“-Linie die minimal mögliche Belastung⁷² unterstellt.

„Best Practice“

Für die teilweise substanzielle Überschreitung der „Best Practice“-Linie sind im Segment Aktien Global die drei folgenden Faktoren hauptverantwortlich:

Kostentreiber
im Segment
Aktien Welt

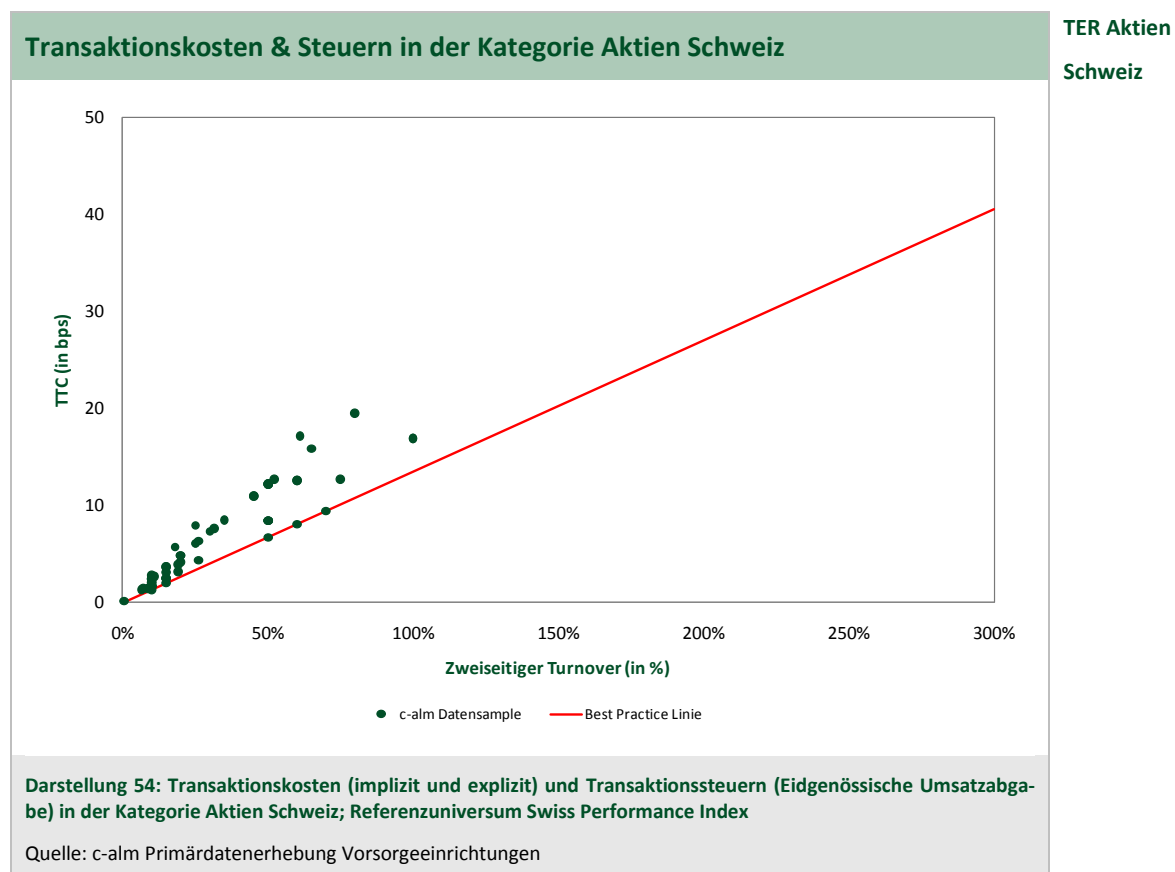
- **Ausländische Quellensteuern:** Die Vorsorgeeinrichtungen nutzen die gemäss

⁷¹ Portfolioturnover = (Käufe+Verkäufe) / durchschnittlicher Portfoliowert

⁷² Die unterstellten Transaktionskostenparameter werden in Abschnitt 4.2 erörtert.

der ausgehandelten Doppelbesteuerungsabkommen möglichen Befreiungs- und Rückforderungsmöglichkeiten von ausländischen Quellensteuern nicht vollumfänglich aus. Eine suboptimale Quellensteuersituation wird dabei vor allem durch die Tatsache herbeigeführt, dass die Vorsorgeeinrichtungen via im Ausland domizilierte Kollektivanlagen in den globalen Aktienmarkt investieren. Dadurch erbt die Vorsorgeeinrichtung die Steuerbehandlung der betroffenen Kollektivanlage und verliert damit ihren vorteilhaften Steuerstatus.

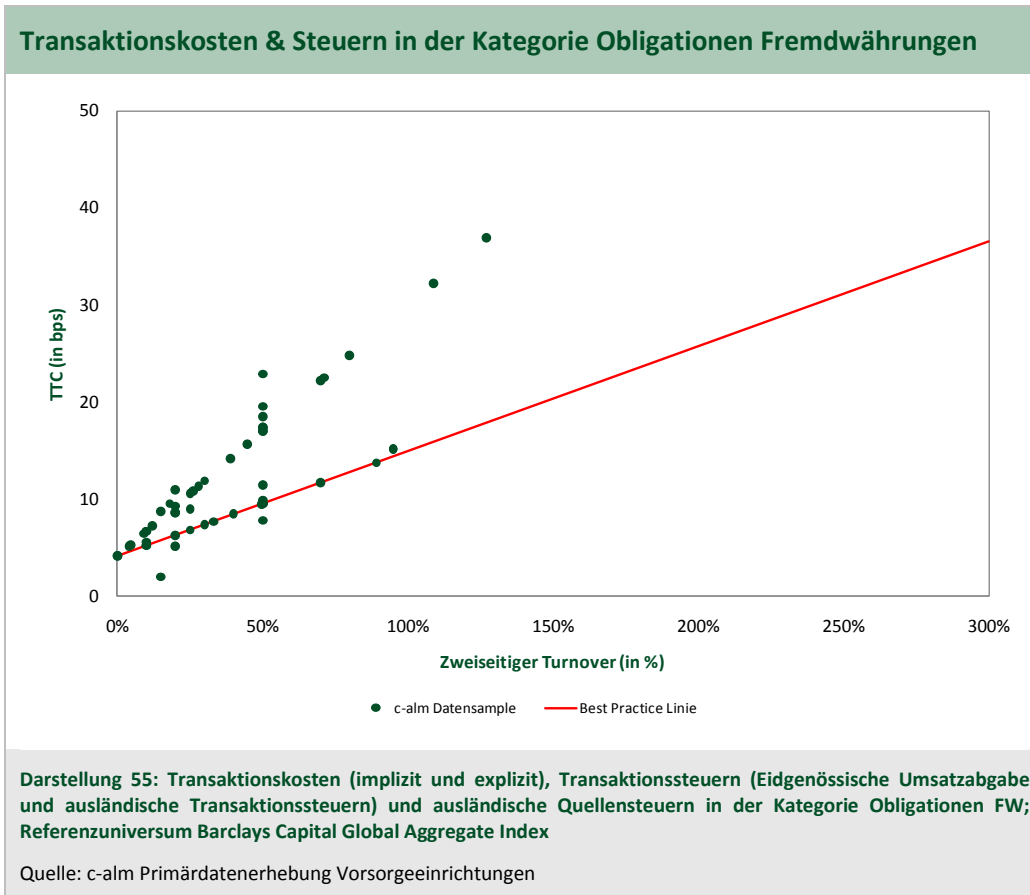
- **Handelskommissionen:** Einzelne Vorsorgeeinrichtungen bezahlen (zu) hohe Handels-Courtage. In Abschnitt 4.2 werden wir der Frage nachgehen, was als akzeptable Kommissionsbelastung zu betrachten ist.
- **Eidgenössische Stempelabgabe:** Durch Kollektivierung der Vermögensanlagen lässt sich die Eidgenössische Stempelabgabe einsparen. Diese Massnahme ist zwar unpopulär und entzieht dem Fiskus gleichzeitig Steuersubstrat, ist aber gerade bei höherem Turnover aus Sicht der Vorsorgeeinrichtung ein effektives Instrument, um die Vermögensverwaltungskosten zu reduzieren. Verschiedene grosse Pensionskassen machen in der jüngeren Vergangenheit denn auch vermehrt von dieser Kostensenkungsmassnahme Gebrauch.



Im Segment Aktien Schweiz stellt man im Vergleich zum Segment Aktien Welt eine geringere Transaktionstätigkeit fest. Die ausländischen Quellensteuern entfallen im Segment **Kostentreiber im Segment**

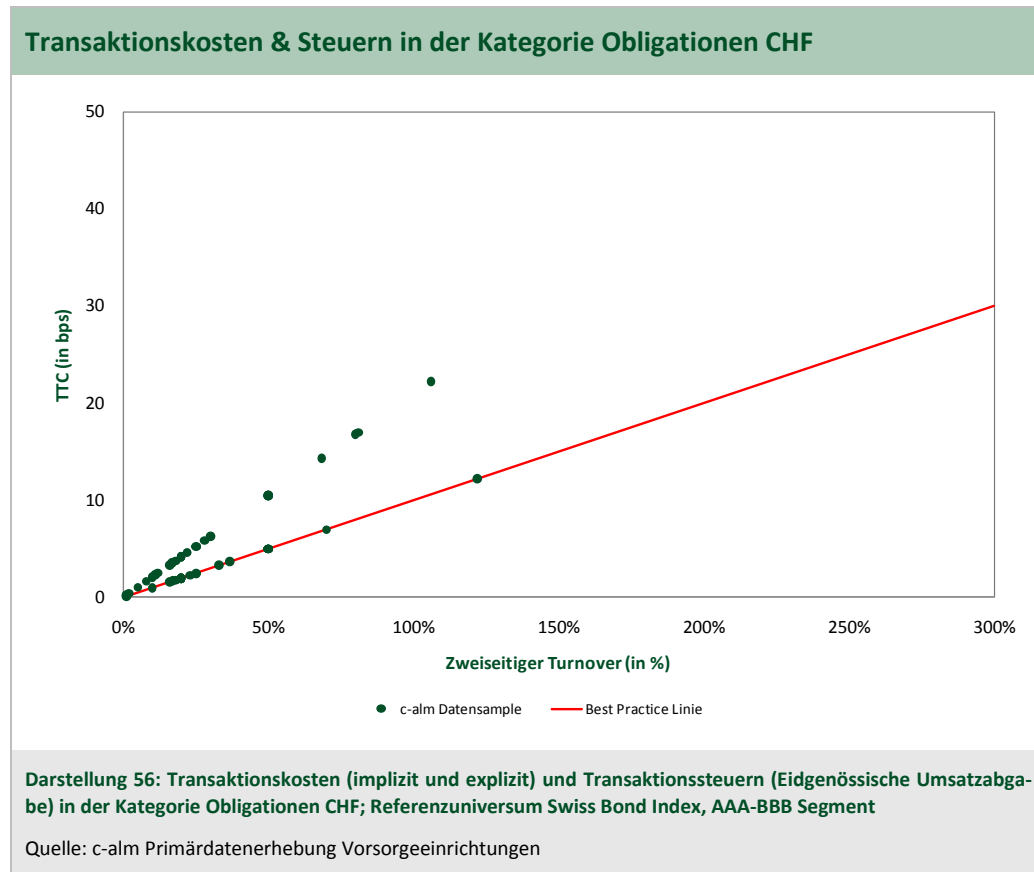
diesem Segment. Die Streuung der Transaktionskosten ergibt sich durch Unterschiede in den anwendbaren Kommissionsansätzen respektive durch die bezüglich der Eidgenössischen Umsatzabgabe unterschiedliche Behandlung der verschiedenen Umsetzungsformen.

Aktien
Schweiz



Interessant ist im Segment Obligationen FW der Befund, dass einzelne Portfolios bezüglich Transaktionskosten & Steuern unterhalb der „Best Practice“-Linie. Diese Beobachtung ist weniger den dominanten Handelsbedingungen für diese Portfolios, als vielmehr der gewählten Feinallokation zuzuschreiben: da verschiedene Länder bezüglich Quellensteuerbehandlung und Handelskonditionen unterschiedliche Kosten implizieren, kann die Best-Practice-Linie, die basierend auf der Referenzallokation des BarCap Global Aggregate ermittelt wurde, unterboten werden. Die über der „Best Practice“-Linie liegenden Portfolios bilden fast eine zweite imaginäre Linie: all diese Portfolios sind Gegenstand der Eidgenössischen Umsatzabgabe.

Allokation
beeinflusst
TER



Die Transaktionskosten- und Steueranalyse wird mit dem Segment Obligationen CHF abgeschlossen. Für die Transaktionskosten in diesem Segment sind zwei Treiber verantwortlich: einerseits die Höhe des Portfolioumsatzes, andererseits die (Nicht-) Befreiung von der Eidgenössischen Umsatzabgabe.

Grosser Einfluss des Stempels

Anhang 4: Kosteneffekt der „Legal Quote“

Als Überschussbeteiligung bezeichnet man die vertraglich oder gesetzlich festgelegte Beteiligung des Versicherungsnehmers – im vorliegenden Fall der Vorsorgeeinrichtung – an den Überschüssen der Versicherungsgesellschaft. Ein solcher Beteiligungsmechanismus des Versicherungsnehmers an den Überschüssen bzw. Gewinnen des Versicherers findet sich aufgrund der teilweise sehr langfristigen Versicherungsverträge insbesondere im Bereich der Lebensversicherung. Die in den langfristigen Versicherungsverträgen garantierten Versicherungsprämien beinhalten aus Sicht der Versicherungsgesellschaft das Risiko, zu einem zukünftigen Zeitpunkt zu wenig Prämien einzunehmen. Dieses Risiko wird durch genügend hohe (Sicherheits) Margen in den über die Laufzeit des Vertrages garantierten Prämien minimiert. Um jedoch am Wettbewerb zu bestehen, wird dem Versicherungsnehmer gleichzeitig versprochen, dass er an den – nicht unwahrscheinlichen – Gewinnen der Versicherungsgesellschaft partizipieren wird.

Was ist die Legal Quote bzw. die Mindestquote?

Für all jene Versicherungsgesellschaften, welche im Bereich der Beruflichen Vorsorge tätig sind, schreibt das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) und die Aufsichtsverordnung (AVO) die „Mechanik“ der Überschussbeteiligung bzw. die Mindestquote der Zuweisung an den Überschussfonds vor.

Grundlage für Ertragsverteilung

Das VAG schreibt in Art. 37 vor, dass die Überschussbeteiligung der Versicherungsnehmer aufgrund einer vom restlichen Geschäft getrennten Betriebsrechnung zu ermitteln ist und diese mindestens 90% betragen solle. Auf Gesetzesstufe wird jedoch nicht weiter konkretisiert worauf bzw. auf welche Basis sich die 90% zu beziehen haben. Die Konkretisierung der Ermittlung der Überschussbeteiligung wird auf die Verordnungsstufe (AVO) delegiert.

Betriebsrechnung Berufliche Vorsorge

An sich gilt die gesetzliche Mindestquote für den ganzen Bereich der beruflichen Vorsorge, es sei denn, zwischen dem Versicherer und dem Versicherten sei eine sogenannte separate Einnahmen- und Ausgabenrechnung vereinbart worden (siehe Art. 146 AVO). In einer separaten Einnahmen- und Ausgabenrechnung werden sämtliche vertragsspezifischen Einnahmen und Ausgaben verglichen. Ein sich ergebender Gewinn wird gemäss der vertraglich vereinbarten Überschussbeteiligung aufgeteilt und übersteuert die gesetzlich vorgeschriebene Mindestquote. In der Betriebsrechnung berufliche Vorsorge wird diese Art von Verträgen als „nicht der Mindestquote unterstellt“ gekennzeichnet. Da die Überschussbeteiligung bei solchen Verträgen in vielen Fällen nicht von der konkreten Kostenrechnung abhängt, ergibt sich auch kein Problem bzgl. Verrechnung von Kosten-Defiziten mit den Überschüssen. Alle anderen Verträge, welche nicht eine solche separate Einnahmen- und Ausgabenrechnung vorsehen, unterliegen der gesetzlichen Mindestquote.

Geltungsbereich der Mindestquote

In den Art. 139 – 154 AVO werden zwei Methoden zur Bestimmung der Mindestquote beschrieben:

Berechnung der
Mindestquote

1. Ertragsbasierte- bzw. Brutto-Methode (Normalfall):

Bei der Ertragsbasierten-Methode beträgt der Gewinn bzw. das Betriebsergebnis der Versicherungsgesellschaft maximal 10% der gesamten Erträge. Als Erträge gelten die Kapitalanlageerträge sowie die Risiko- und Kostenprämien.

2. Ergebnisbasierte- bzw. Netto-Methode (Spezialfall):

Bei der Ergebnisbasierten-Methode darf das Betriebsergebnis der Versicherungsgesellschaft höchstens 10% des gesamten Netto-Ergebnisses sein.

Die Netto-Methode wird gemäss Art. 147 nur angewendet, falls die Kapitalerträge der Versicherungsgesellschaft mindestens 6% des Deckungskapitals betragen und gleichzeitig der BVG-Mindestzinssatz weniger als zwei Drittel dieses Satzes beträgt. Dies ist eine Konstellation, welche seit Einführung der Mindestquote noch nie eingetreten ist.

Ein konkretes Zahlenbeispiel aus der von der FINMA offengelegten Betriebsrechnung berufliche Vorsorge soll die Bestimmung der Mindestquote nach der Brutto-Methode verdeutlichen. Darstellung 57 zeigt exemplarisch die technische Zerlegung des Gewinnes für eine grosse Lebensversicherungsgesellschaft im Bereich der beruflichen Vorsorge im Jahr 2009.

Zahlenbeispiel
der Brutto-
Methode

In einem ersten Teil wird das Brutto-Ergebnis vor der Veränderung der technischen Rückstellungen (673'128 TCHF) in die drei Komponenten Sparprozess, Risikoprozess und Kostenprozess zergliedert. Die Erträge setzen sich zusammen aus dem Kapitalanlageertrag (Sparprozess), den vereinnahmten Risikoprämien (Risikoprozess) und den vereinnahmten Kostenprämien (Kostenprozess). Diesen Erträgen stehen Aufwendungen gegenüber. Es sind dies die Verzinsung des Vorsorgevermögens (Sparprozess), die Ausrichtung der IV- und Todesfalleistungen (Risikoprozess) und die **Abschlussaufwendungen und Verwaltungskosten** (Kostenprozess). Auffallend an dieser Zergliederung des Brutto-Ergebnisses ist die Tatsache, dass die vereinnahmten Kostenprämien nicht ausreichen, um die tatsächlichen Aufwendungen für die Vertragsabschlüsse und die Verwaltungskosten zu decken. Nach Abzug der für die Bildung von technischen Rückstellungen benötigten Mittel (202'215 TCHF) bleibt ein Netto-Gewinn vor Überschussbeteiligung von 470'913 TCHF.

Der maximale Gewinn, den die Versicherungsgesellschaft gemäss der Brutto-Methode für sich beanspruchen darf, beträgt 10% aller Erträge, d.h. 219'238 TCHF. Der tatsächliche Gewinn bzw. das Betriebsergebnis der Versicherungsgesellschaft ist deutlich tiefer und beträgt 173'339 TCHF. Dies entspricht einer Ausschüttungs-

quote von 7.9% aller Erträge an die Versicherungsgesellschaft. Die Ausschüttungsquote an die Versicherungsnehmer beträgt entsprechend 92.1%.

Überschussbeteiligung und Brutto-Methode			
in TCHF	Ertrag	Aufwendungen	Ergebnis
Sparprozess	1'451'554	891'321	560'233
Risikoprozess	543'182	355'997	187'185
Kostenprozess	197'640	271'930	-74'290
Summe	2'192'376 (a)	1'519'248 (b)	673'128
Bruttoergebnis vor Veränderung tech. Rückstellungen			673'128
Veränderung tech. Rückstellungen (- = Zunahme)			-202'215
Nettoergebnis vor Überschusszuweisung			470'913 (c)
<i>Zuweisung Überschussfonds (2009)</i>			297'574
<i>Betriebsergebnis (2009)</i>			173'339 (d)
Maximales Betriebsergebnis (= min[(c) ; 10% * (a)])			219'238
Betriebsergebnis / Total Ertrag (= (d) / (a))			7.91% (e)
Ausschüttungsquote (= 100% - (e))			92.1%

Darstellung 57: Einhaltung der Mindestquote nach der Brutto-Methode einer Lebensversicherungsgesellschaft für das Geschäftsjahr 2009 (der Mindestquote unterstellter Bereich).

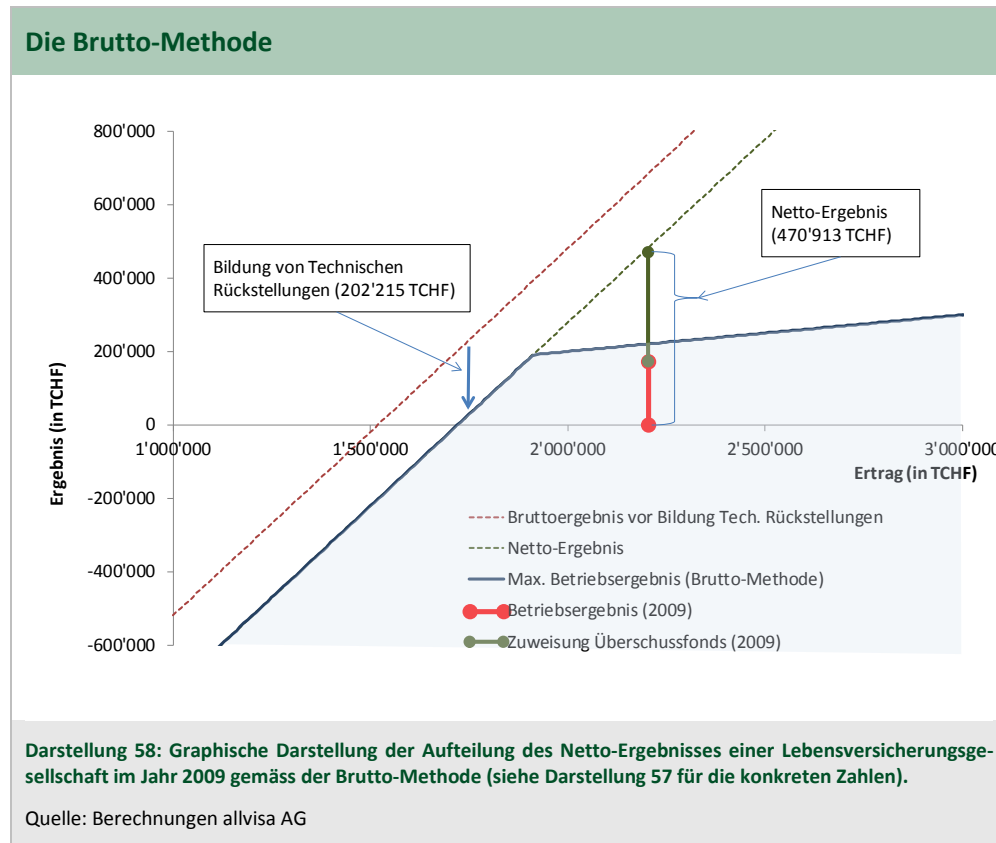
Quelle: Berechnungen allvisa AG

Die in der Darstellung 57 abgebildete technische Zerlegung und die Aufteilung des Netto-Ergebnisses zwischen der Versicherungsgesellschaft und dem Versicherungsnehmer zeigt in einer ex-post Betrachtung die Situation am Ende des Geschäftsjahres. Aus ökonomischer Sicht ist jedoch die ex-ante Betrachtung bei unbekanntem Ertrag interessanter. Diese Sichtweise, in der die Summe der Ertragskomponenten als Variable betrachtet wird, verdeutlicht die aufgrund der Brutto-Methode festgelegte Aufteilung des Netto-Ergebnisses zwischen der Versicherungsgesellschaft und dem Versicherungsnehmer.

Von der ex-post
zur ex-ante Sicht

Die nachfolgende Darstellung 58 zeigt die Situation für das in der Darstellung 57 analysierte Zahlenbeispiel der Überschussbeteiligung nach der Brutto-Methode. Entscheidend ist in diesem Zusammenhang die besondere Form des maximal möglichen Betriebsergebnisses für die Versicherungsgesellschaft. Falls die Summe der Erträge kleiner ist als die Summe der Aufwendungen und die Bildung der Technischen Rückstellungen (1'721'463 TCHF), dann trägt die Versicherung bzw. der Aktionär den gesamten Verlust. Sobald die Erträge hingegen grösser sind, dann kann die Versicherungsgesellschaft – mindestens theoretisch – das gesamte Brutto-Ergebnis vereinnahmen, sofern es nicht grösser ist als 10% der gesamten Erträge. Die blau hinterlegte Fläche ist der aufgrund der Brutto-Methode zulässige Bereich der Betriebsergebnisse der Versicherungsgesellschaft.

Der Überschuss
in Abhängigkeit
von den Erträgen

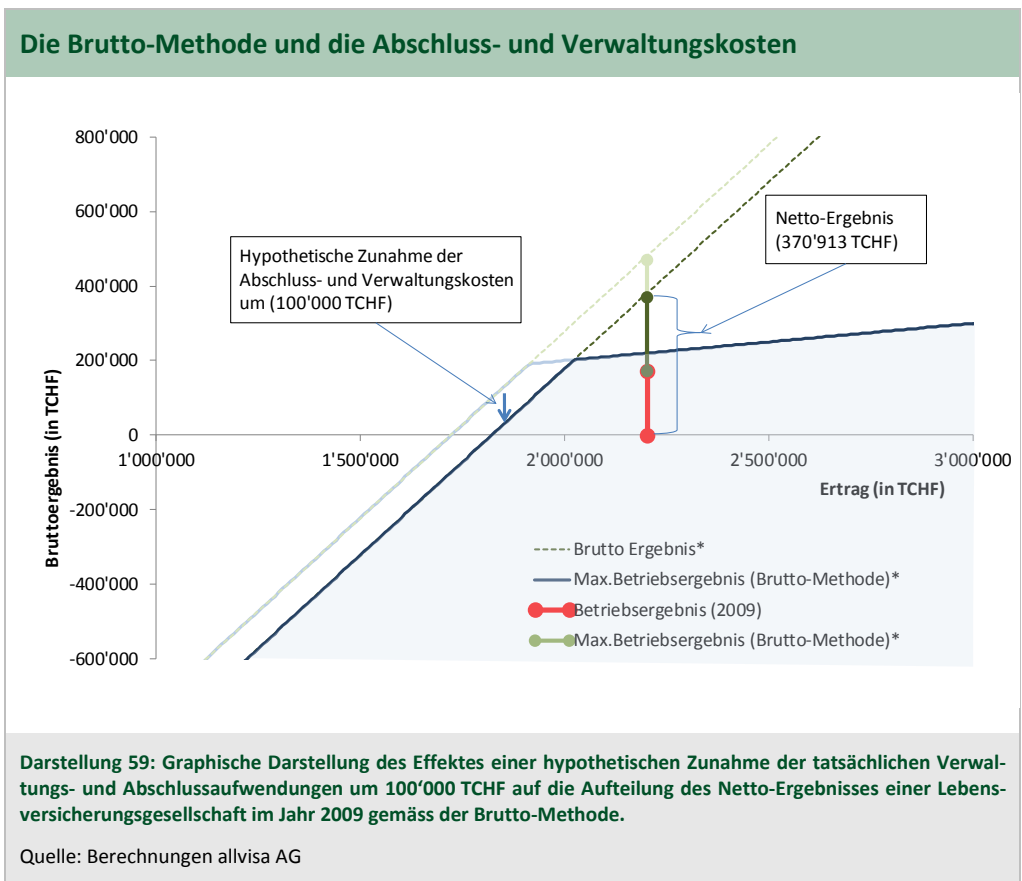


Aufbauend auf das Zahlenbeispiel von Darstellung 57 und dessen graphische Visualisierung in Darstellung 58 wird nachfolgend in Darstellung 59 wiedergegeben, wie sich das maximale Betriebsergebnis im Rahmen der Brutto-Methode verändern würde, wenn die tatsächlichen Verwaltungs- und Abschlusskosten der Lebensversicherungsgesellschaft im Jahr 2009 (rein hypothetisch) um 100'000 TCHF höher gewesen wären – ohne dass sich die Kostenprämien verändert hätten. Oder etwas einfacher formuliert: Falls die tatsächlichen Verwaltungsaufwendungen der Versicherungsgesellschaft um 100'000 TCHF ansteigen. Wer trägt die Kosten? Der Aktionär in Form eines reduzierten Betriebsergebnisses oder der Versicherungsnehmer in Form einer reduzierten Überschussbeteiligung?

Brutto-Methode und die Abschluss- und Verwaltungskosten

Aus Darstellung 59 ist ersichtlich, dass im Rahmen der Brutto-Methode eine Zunahme (aber auch eine Abnahme) der Verwaltungs- und Abschlusskosten voll zu Lasten (zu Gunsten) der Versicherten geht, solange das Netto-Ergebnis grösser ist als 10% der Erträge. Das Betriebsergebnis und die Ausschüttungsquote ändern sich in diesem Fall nicht. Sobald das Netto-Ergebnis jedoch kleiner ist als 10% der Erträge, gehen Veränderungen in den tatsächlichen Verwaltungs- und Abschlussaufwendungen voll zu Lasten bzw. zu Gunsten der Versicherungsgesellschaft.

Verteilschlüssel bei steigenden Kosten



Die Summe der Netto-Ergebnisse über alle 11 Versicherungsgesellschaften im Bereich der beruflichen Vorsorge betrug im Jahr 2009 rund 1'130'789 TCHF und war somit deutlich grösser als 10% aller Erträge (656'251 TCHF). Dies bedeutet, dass eine Veränderung der Abschluss- und Verwaltungskosten aufgrund der Brutto-Methode einzig eine entsprechend gegenläufige Veränderung in der Zuweisung an den Überschussfonds ergeben hätte und das Betriebsergebnis der Versicherungsgesellschaften grundsätzlich nicht tangiert hätte.

Im Umkehrschluss bedeutet dies jedoch auch, dass Defizite im Kostenprozess zulasten der Überschussbeteiligung verrechnet wurden. In konkreten Zahlen bedeutet dies folgendes: Über alle 11 Lebensversicherungsgesellschaften wurden in jenem Bereich der beruflichen Vorsorge, welcher der Mindestquote unterstellt ist, rund 629'511 TCHF an Kostenprämien vereinnahmt. Diesen Erträgen stehen Ausgaben für Abschlüsse und Verwaltung von 828'443 TCHF gegenüber. Die Differenz bzw. das Defizit von 198'932 TCHF sind Ausgaben der Lebensversicherer, welche zulasten der Überschussbeteiligung verrechnet werden.⁷³ Diese Kosten bilden einen

Implikation der Brutto-Methode für die tatsächlichen Abschluss- und Verwaltungsaufwendungen und Parlamentarische Initiative

⁷³ In dem Bereich des Geschäftes der beruflichen Vorsorge, welcher nicht der Mindestquote unterstellt ist (also jene Verträge mit separater Einnahmen- und Ausgabenrechnung) werden 3'787 TCHF mehr an Kostenprämien eingenommen, als an tatsächlichen Aufwendungen für Verwaltung und Abschlüsse anfallen (Kosten-Überschuss). In der Summe ergibt dies ein Kosten-Defizit von 195'145 TCHF im Bereich der beruflichen Vorsorge.

wesentlichen Teil der „Schattenkosten“ im Bereich der beruflichen Vorsorge. Es sei an dieser Stelle aber auch darauf hingewiesen, dass es im Jahr 2009 auch vier Versicherer gab, die im Kostenprozess einen Ertrag erwirtschaftet haben.

Am 13.10.2010 hat die Kommission für soziale Sicherheit und Gesundheit des Nationalrates eine parlamentarische Initiative (Nr. 10.507) eingereicht, wonach das VAG dahingehend verändert werden soll, dass die Verwaltungskosten auf Stufe des Versicherers neu ex-ante im Versicherungsvertrag zu vereinbaren sind, und nachträgliche Defizite nicht (mehr) zulasten der Überschussbeteiligung verrechnet werden dürfen. Die Behandlung der Initiative durch das Parlament ist noch nicht abgeschlossen.

**Weitere Forschungs- und Expertenberichte aus der Reihe
«Beiträge zur Sozialen Sicherheit»**

<http://www.bsv.admin.ch/praxis/forschung/publikationen/index.html?lang=de>

**Autres rapports de recherche et expertises de la série
«Aspects de la sécurité sociale»**

<http://www.bsv.admin.ch/praxis/forschung/publikationen/index.html?lang=fr>

**Altri rapporti di ricerca e perizie della collana
«Aspetti della sicurezza sociale»**

<http://www.bsv.admin.ch/praxis/forschung/publikationen/index.html?lang=it>

**Further research reports and expertises in the series
«Beiträge zur Sozialen Sicherheit»**

<http://www.bsv.admin.ch/praxis/forschung/publikationen/index.html?lang=en>