

VOLLKOSTENANALYSE IN DER INDEXIERTEN PRODUKTSELEKTION

Total Expense Ratio (TER) – und was noch?

Pension Funds Meeting Luzern 2010

Dr. Ueli Mettler, Partner c-alm AG

9. November 2010

Problemstellung

Sie sind:

Eine Schweizerische Pensionskasse

Sie suchen:

- Asset class: Aktien Global
- Benchmark: MSCI World, Developed Countries (DC), TR
- Style: Passive
- Volume: CHF 100 Mio.

Ihre Aufgabe:

Selektion des Produktes mit den niedrigsten Kosten

Angebote

Produkt	Total Expense Ratio (TER)		
	in bps	In CHF	Rang
Produkt A	12	120'000	1
Produkt B	14	140'000	2
Produkt C	16	160'000	3
Produkt D	18	180'000	4

Total Expense Ratio (TER) beinhaltet Management-, Depot-, Administrations- und Servicegebühren

Deckt die TER sämtliche ertragsschmälernden Kosten ab?

same, same, but different... „Product Wrap“

- Je nach **Produktvariante** variieren die Steuereffekte (Transaktionssteuern, ausländische Quellensteuern).

Produkt	Produkttyp	TER in bps
Produkt A	Inst. Fonds "A"	12
Produkt B	Anlagestiftung	14
Produkt C	Inst. Fonds "P"	16
Produkt D	Einzelmandat	18

- Während der Inst. Fonds "P" nur für Pensionskassen erworben werden kann, ist der Inst. Fonds "A" allen qualifizierten Anleger zugänglich.

same, same, but different... Replikationsmethode

- Die **Replikationsmethode** beeinflusst den Turnover sowie den Tracking Error

Produkt	Produkttyp	TER in bps	Replikation		
			Ansatz	Turnover	Tracking Error
Produkt A	Inst. Fonds "A"	12	Full replication	10%	0.10%
Produkt B	Anlagestiftung	14	Optimized sampling	50%	0.70%
Produkt C	Inst. Fonds "P"	16	Full replication	10%	0.15%
Produkt D	Einzelmandat	18	Stratified sampling	30%	0.20%

Transaktionskosteneffekte

Transaktionskosten-Komponenten

- Explizite Transaktionskosten (Börsenabgaben, Handelskommissionen)
- Implizite Transaktionskosten (Spreads, Market Impact)
- Transaktionsabhängige Steuern (In- und ausländische Stempelsteuern)

Kostentreiber

- Zweiseitiger Turnover

Produkttyp	TER	Turnover	Explizite TK		Implizite TK		T-Steuern	
	bp		Ansatz	bp	Ansatz	bp	Ansatz	bp
Inst. Fonds "A"	12	10%	5	0.5	15	1.5	3	0.3
Anlagestiftung	14	50%	5	2.5	15	7.5	18	9
Inst. Fonds "P"	16	10%	5	0.5	15	1.5	3	0.3
Einzelmandat	18	30%	5	1.5	15	4.5	18	5.4

- Good to know: Wertschriftentransaktionen innerhalb von institutionellen Fonds sind CH-Stempelsteuer befreit. Anlagestiftungen und Einzelmandate hingegen zahlen 15 bps auf die die getätigten (Direkt)-Transaktionen.

Quellensteuereffekte (aus CH Investorenperspektive)

Produkttyp	TER in bps	Ausländische Quellensteuern		Residual-QST in bps
		USQ- Befreiung	Rückforderung (Quote)	
Inst. Fonds "A"	12	x	0%	40.3
Anlagestiftung	14	✓	100%	10.9
Inst. Fonds "P"	16	✓	100%	4.3
Einzelmandat	18	✓	50%	7.9

*unterstellte Bruttodividende: 2% in allen Ländern.

- Good to know: Institutionelle Fonds, die ausschliesslich für CH-Pensionskassen zugänglich sind, können eine US-Quellensteuer-Befreiung beantragen (Inst. Fonds "P"). Der entsprechende Spar-Effekt beläuft sich auf ca. 30 bps pro Jahr zu Gunsten des Investors.
- Durch effiziente Rückforderung der in den übrigen Ländern erhobenen Quellensteuern können rund weitere 10 bps pro Jahr zurückgefordert werden.

Vollkosten versus TER

Produkttyp	TER	Transaktionskosten (in bps)			QST (ausl.)	Vollkosten		
	in bps	Explizite	Implizite	Stempel		in bps	in CHF	Rang
Inst. Fonds "A"	12	0.5	1.5	0.3	40.3	54.6	546'000	4
Anlagestiftung	14	2.5	7.5	9	10.9	43.9	439'000	3
Inst. Fonds "P"	16	0.5	1.5	0.3	4.3	22.6	226'000	1
Einzelmandat	18	1.5	4.5	5.4	7.9	37.3	373'000	2

Messbarkeit der Kosten- und Steuerkomponenten

Zuverlässig messbar sind . . .

- Total Expense Ratio
- Ertragssteuerbefreiung in den USA
- Turnover (ex-post)
- Transaktionssteuern

Schwieriger messbar sind . . .

- Ertragssteuerrückforderung
- Explizite und implizite Transaktionskosten
(Einen Anhaltspunkt liefern die Ein- und Ausstiegskosten, die als Verwässerungsschutz für bestehende Investoren erhoben werden.)

Vollkostenkonsistenz

Ermittelte Vollkosten (ex-ante)

TER + TK + T-Steuern + QST – Lending-Erträge

Kostentreiber: Turnover

≈

Erzielte Überschussrendite (ex-post)

BM-Rendite - Portfoliorendite

- Die Differenz der beiden Seiten sollte nicht den vom Anbieter deklarierten **Tracking Error** überschreiten. Ist die Differenz grösser, so ist eine Begründung notwendig.
- Bei der Benchmarkrendite ist zu beachten, dass der **“Total Return“-Index** verwendet wird.
- Der Konsistenztest und die darin enthaltene Vollkostenanalyse eignen sich nicht nur für **indexierte Produkte**:
 - Auf Basis des Konsistenztests lässt sich relativ genau die Performanceschwelle ermitteln, die mit **aktivem Management** assoziiert werden darf.
 - Der Konsistenztest liefert einen wertvollen Beitrag im Rahmen der **wiederkehrenden Mandatsbeurteilung**.

Zusammenfassung

Vollkostenanalysen für indexierte Produkte

- Die Total Expense Ratio (TER) deckt nicht alle ertragswirksamen Bewirtschaftungskosten ab.
- Die zusätzlichen Kosten- und Steuerkomponenten können je nach Anlagesegment die TER dominieren.

Investitionsvehikel und Replikationsmethode sind entscheidend

- Die Replikationsmethode beeinflusst den Turnover und somit die transaktionsabhängigen Kostenkomponenten.
- Transaktions- und Ertragssteuern hängen vom gewählten Investitionsvehikel ab.

Vollkosten-Konsistenztest

- Die relativen Renditen (TR Benchmark – Portfolio) sollten maximal im Umfang des Tracking Errors von den ermittelten Vollkosten abweichen.
- Eignet sich auch für die Beurteilung von aktiv bewirtschafteten Produkten.
- Liefert einen wertvollen Beitrag im Rahmen des wiederkehrenden Mandatscontrollings.

Martin Walser

Unsere Sicherheiten dürfen nichts Starres werden, sonst brechen sie.