



**Universität
Zürich** UZH

Abschlussarbeit

zur Erlangung des
Master of Advanced Studies in Real Estate

Pricing-Strategien im Immobilien-Portfoliomanagement

Verfasser:

Martin

Bacher

Bahnhofstrasse 9, 8803 Rüschlikon

mbacher@immogoms.ch

+41 27 973 30 00

Eingereicht bei:

Prof. Dr. Roland Füss, Universität St. Gallen, Professor für
Real Estate Finance an der Universität St. Gallen

Abgabedatum:

06.09.2021

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	IV
Abbildungsverzeichnis	V
Tabellenverzeichnis	VI
Executive Summary.....	VII
1. Einleitung	1
1.1 Das Pricing von Gebühren im Immobilien-Portfoliomanagement	1
1.2 Zielsetzung und Zielgruppe der Arbeit	2
1.3 Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes	3
2. Allgemeine Überlegungen zu Pricing-Strategien im Immobilien- Portfoliomanagement.....	5
2.1 Preis als wichtigster Gewinntreiber	5
2.2 Fallende Kostenkurven	6
2.3 Preiselastizität von Finanzprodukten	7
3. Gebührenkomponenten bei kotierten und nicht-kotierten Immobilienfonds	8
3.1 Gebührenkomponenten bei kotierten Immobilienfonds	8
3.1.1 Gebührenaufteilung der UCITS TER	9
3.1.2 Gebührenrelevante Faktoren bei kotierten Immobilienfonds.....	11
3.2 Gebührenkomponenten bei nicht-kotierten Immobilienfonds	17
3.2.1 Gebührenaufteilung der INREV TGER	18
3.2.2 Einflussfaktoren auf die Höhe der TER/TGER bei nicht-kotierten Immobilienfonds.....	19
3.3 Hypothese zu den Fondsparametern	20
4. Methodisches Vorgehen und Daten.....	22
4.1 Methode der Pooled-Regression	22
4.2 Beschreibung des Datensatzes	22
4.3 Beschreibung der Variablen.....	23
4.4 Deskriptive Statistik der Variablen.....	24
4.5 Empirische Ergebnisse.....	27

4.6	Total Return mit zeitverzögerten Daten.....	32
4.7	Robustness-Test.....	34
4.7.1	Pooled-Regression mit Time-Fixed Effects	34
4.7.2	Random Effects Estimator.....	36
5.	Zusammenfassung	40
	Literaturverzeichnis	42

Abkürzungsverzeichnis

ALFI	Association of the Luxembourg Fund Industry
AuM	Assets under Management
BPS	Basispunkte
ETF	Exchange Traded Funds
INREV	European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
NIV	Nettoinventarwert
OCF	Ongoing Charges Figure
TER	Total Expense Ratio
TGER	Total Global Expense Ratio
UCITS	Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Hypothetische Portfoliomanagement-Fee-Kurven nach Investmentstrategie (eigene Darstellung).....	3
Abbildung 2:	Elemente der wiederkehrenden Kosten für UCITS-regulierte Investitionen (in Anlehnung an Duvall und Swan 2019, S. 4).....	9
Abbildung 3:	US-Leitzins 1998-2008 (Verwaltungsrat des US-Federal-Reserve- Systems)	14
Abbildung 4:	Normalverteilung der Portfoliomanagement-Gebühr (eigene Darstellung).....	25
Abbildung 5:	Total Return der Fonds (eigene Darstellung).....	26

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Kostenkomponenten der INREV TGER	18
Tabelle 2:	Übersicht über die abhängigen und unabhängigen Variablen.....	24
Tabelle 3:	Statistische Angaben zu den Variablen per 31. Dezember 2020	25
Tabelle 4:	Durchschnittliche Portfoliomanagement-Gebühr nach Investitionsstil	26
Tabelle 5:	Pooled-Regression 2017–2020, 2017–2018, 2019–2020.....	28
Tabelle 6:	95 %-Konfidenzintervalle	31
Tabelle 7:	Pooled-Regression 2017–2020 mit Total Return ‚Time-Lag‘	32
Tabelle 8:	Pooled-Regression mit Time-Fixed Effects 2017–2020	34
Tabelle 9:	Random Effects GLS Regression von 2017–2020.....	37
Tabelle 10:	Lineare Regression mit Daten per 31. Dezember 2020	38

Executive Summary

Das Angebot an Publikumsfonds ist vielfältig und erfordert vom Investor Fachwissen und Zeit, um den geeigneten Investmentfonds zu finden. Auch für die Anbieter dieser Portfoliomanagement-Dienstleistungen bedarf es an Vorbereitungen und Marktkenntnissen, um erfolgreich Fonds am Markt zu platzieren und die Gebührenstruktur so festzulegen, damit ein nachhaltiges Wachstum ermöglicht und die Rentabilität nicht beeinträchtigt wird.

Die vorliegende Arbeit befasst sich mit Fragestellungen, die bei der Preisfestlegung von Portfoliomanagement-Dienstleistungen, speziell bei kotierten Immobilienfonds, auftreten können. Im Rahmen einer empirischen Untersuchung wird gezeigt, dass die Portfoliomanagement-Gebühr der kotierten Immobilienfonds in Abhängigkeit des Alters sinkt. Wurde ein Fonds vor dem Jahr 1980 aufgelegt, so ist dessen Portfoliomanagement-Gebühr fast doppelt so hoch wie bei einem Fond, dessen Startdatum nach dem Jahr 2010 liegt. Jüngere Fonds sind günstiger was teilweise mit den gesunkenen Renditen und dem einhergehenden Margendruck auf die Portfoliomanagement-Gebühr über die letzten Jahrzehnte erklärt werden kann.

Zudem zeigt die Untersuchung, dass die Portfoliomanagement-Gebühr ändert, wenn der geografische Fokus der Investitionen verlagert wird. Ein global investierender Fonds hat tiefere Gebühren als ein Fonds, der nur in einem Land investiert. Ein möglicher Erklärungsgrund ist der erhöhte Konkurrenzkampf bei global investierenden Immobilienfonds.

Weitere Einflussfaktoren wie der Investitionsstil, die Entwicklung des Nettoinventarwertes, der Total Return oder das Morningstar Rating konnten nicht festgestellt werden. Während es gute Gründe gibt, warum die Portfoliomanagement-Gebühr nicht durch die Performance des Fonds beeinflusst wird, so kann auch diese Arbeit nicht erklären, weshalb der Investitionsstil keinen Einfluss auf die Gebühren hat. Die Komplexitätssteigerung der Portfoliomanagement-Dienstleistungen, wenn in ‚Small Value‘ statt in ‚Large Value‘ investiert wird, hat einen Mehraufwand an Research zur Folge, der vom Markt nicht entschädigt wird.

1. Einleitung

Eine typische Kennzahl für die Kosten eines Immobilienfonds ist die ‚Total Expense Ratio‘ (TER) bei kotierten Fonds oder die ‚Total Global Expense Ratio‘ (TGER) bei nicht-kotierten Immobilienfonds. TER und TGER können grob in die Kosten für das Verwalten des Fonds und in die Kosten für das Management der Anlagen eingeteilt werden. Diese Arbeit befasst sich mit den zweitgenannten Kosten und analysiert die Gebühren bzw. die Fees, die dem Fond für das Immobilien-Portfoliomanagement als Kosten belastet werden.

Dazu soll beleuchtet werden, wie die Kosten in die verschiedenen Gebühren für das Bestandsmanagement, für Transaktionen, Projektentwicklungen usw. unterteilt werden können und inwieweit das Alter, der Investitionsstil, die geografische Ausrichtung der Investitionen, die Entwicklung des Nettoinventarwertes (NIV), das Rating und der Total Return Einfluss auf die Portfoliomanagement-Gebühr haben.

1.1 Das Pricing von Gebühren im Immobilien-Portfoliomanagement

Da Preise für Immobilien-Portfoliomanagement-Dienstleistungen am Markt gebildet werden, ist es unabdingbar, über vertiefte Marktkenntnisse zu verfügen, um die Gebühr der erbrachten Dienstleistungen bestimmen zu können. Zu hohe Gebühren schrecken nicht nur potenzielle Investoren ab, sondern reduzieren auch die Nettoperformance (nach Abzug der Gebühren) und lassen einen Fond im direkten Konkurrenzvergleich unattraktiver erscheinen.

Tiefe Gebühren haben auch ihre Tücken. Wird der Preis zu tief angesetzt, steigt zwar die Nachfrage, die Zuflüsse der Anlagekapitalien können unter Umständen aber nicht im gewünschten Zeitrahmen investiert bzw. optimal allokiert werden. Zudem werden Vergütungen im Fondsprospekt verbindlich festgehalten und eine nachträgliche Erhöhung ist nicht einfach.

Ein Anbieter von Portfoliomanagement-Dienstleistungen ist also gut beraten, sich vor der Lancierung des Fonds Gedanken über das Pricing und dessen Konsequenzen zu machen.

1.2 Zielsetzung und Zielgruppe der Arbeit

Gemäss dem Gesetz der Massenproduktion sinken bei zunehmender Produktionsmenge die Stückkosten. Skaleneffekte existieren auch in der Vermögensverwaltung und erlauben es, Portfoliomanagement-Dienstleistungen bei steigendem Anlagevermögen zu marginal tieferen Preisen anzubieten. Diese Preis-Mengen-Kombination kann anhand der ‚Preiskurve‘ in Abbildung 1 veranschaulicht werden. Die Kurve, die in der Ökonomie der Kostenkurve entspricht, als ‚Preiskurve‘ aber auch einen Gewinn für den Vermögensverwalter beinhaltet, fällt umso steiler ab, je stärker die Investmentstrategie von Skaleneffekten profitiert, z. B. bei einer passiven oder indexnahen Umsetzung.

Dieser Effekt ist beim aktiven Portfoliomanagement weniger stark ausgeprägt, da beim Erzielen eines Mehrwertes (Alpha) nicht von Skaleneffekten profitiert werden kann. Als Resultat sinkt die ‚Preiskurve‘ in Abhängigkeit des steigenden ‚Assets under Management‘ (AuM) bei aktiv verwalteten Strategien weniger stark als bei passiven bzw. bei Strategien mit einem kleinen Ex-ante-Alpha.

Übertragen auf das Immobilien-Portfoliomanagement von Publikumsfonds könnte das bedeuten, dass bestimmte fondsspezifische Faktoren, z. B. die Investmentstrategie oder die geografische Reichweite der Investitionen, die Höhe der Preiskurve und deren Steilheit bei steigenden Assets beeinflussen. Dabei müsste die Fee-Kurve für Core/Core+-Strategien aufgrund der indexnahen Umsetzung bei steigendem AuM am stärksten fallen, während diejenige von ‚Opportunistic‘- im Vergleich zur ‚Value-Added‘-Strategie – dank dem höheren Alpha weniger stark fällt.

Die nachfolgende Grafik zeigt eine hypothetische Fee-Kurve der drei Investitionsstile ‚Core/Core+‘, ‚Value-Added‘ und ‚Opportunistic‘. Die Höhe der Fee ist fiktiv und dient lediglich der Veranschaulichung.

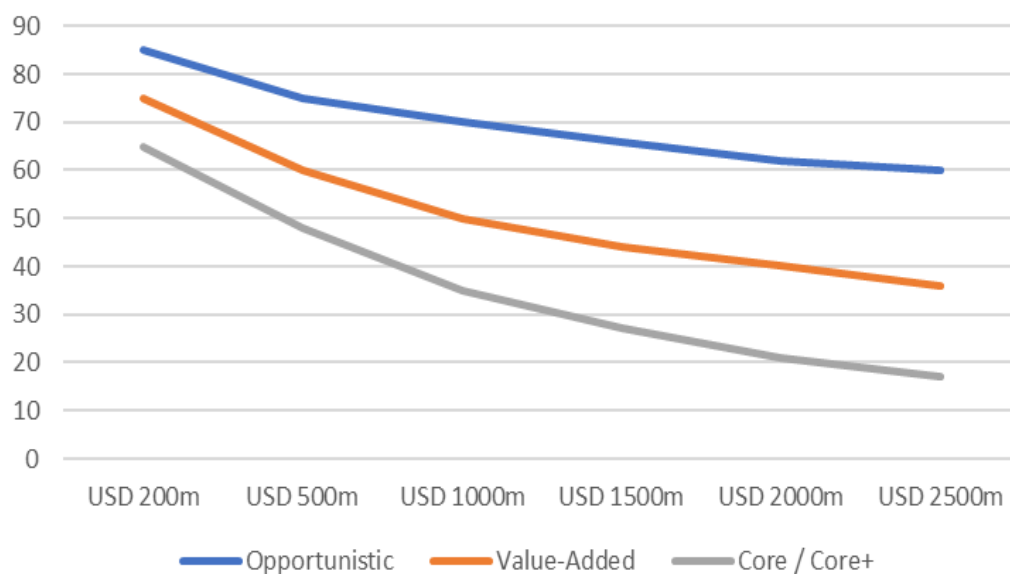


Abbildung 1: Hypothetische Portfoliomanagement-Fee-Kurven nach Investmentstrategie
(eigene Darstellung)

Anleger richten ihren Fokus nicht zuletzt aufgrund des Tiefzinsniveaus vermehrt auf die Verwaltungskosten ihrer Assets. Eine detailliertere Kostentransparenz kann dem Investor helfen, das für ihn geeignete Produkt zu finden. Kosten resultieren aus den Gebühren der Fondsanbieter. Detailliertere Kosten- und Gebühreninformationen stellen auch für die Asset-Manager einen Mehrwert dar, da sie dazu beitragen, dass die Kosten des Portfoliomanagements optimal gesteuert und die Leistungen am Markt kompetitiv angeboten werden können.

1.3 Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes

Der Gegenstand dieser Untersuchung ist die Portfoliomanagement-Gebühr und umfasst in erster Linie das Management der Bestandesliegenschaften bei Immobilienfonds. Je nach Komplexität der Investmentstrategie können zusätzliche Gebühren wie Kauf- oder Verkaufsgebühren, Gebühren für das Debt-Arrangement etc. generiert werden. Die vorliegende Arbeit konzentriert sich ausschliesslich auf jene Gebühren, die ein Vermögensverwalter oder Portfoliomanager mit dem Management der Immobilien verdient. Anderweitige immobilienpezifische Gebühren wie der Unterhalt der Immobilien oder Gebühren für den Fond (Administration, Management Company, Custody bzw. Depotgebühren etc.) sind nicht Teil des Untersuchungsgegenstandes.

Portfoliomanagement-Gebühr

Die Portfoliomanagement-Gebühr umfasst alle dem Fondsvermögen belasteten Kosten für die Dienstleistungen der Vermögensverwaltung. Da untersucht werden soll, ob und wie diese von verschiedenen Fondsmerkmalen abhängig sind, konzentriert sich diese Arbeit auf die fixe Gebühr und vernachlässigt Fonds, die eine performanceabhängige Gebühr verlangen. Es liesse sich vermutlich ein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen der Performance und der performanceabhängigen Gebühr belegen, aber ursächlich dafür wären nicht fondsspezifische Eigenschaften, sondern die ‚Management-Skills‘ des Portfoliomanagers, die in dieser Arbeit aber bewusst ausgeklammert werden.

Die Kosten des Investors umfassen die Gebühren des Portfoliomanagers

Die dem Portfoliomanager entrichteten Gebühren stellen für den Investor Kosten dar. Die Bezeichnungen ‚Kosten‘ und ‚Gebühren‘ werden in dieser Arbeit daher synonym verwendet. Während in der neueren Literatur für diese Kosten und Gebühren der Begriff TER geläufig ist, verwenden ältere Studien oftmals den Begriff ‚Expense Ratio‘. Diese beiden Kostenbegriffe werden in dieser Arbeit ebenfalls synonym verwendet.

Kotierte und nicht-kotierte Immobilienfonds

Die angestrebte empirische Untersuchung konzentriert sich auf weltweit kotierte Immobilienfonds des Datenanbieters Morningstar, die entweder in einem Land, auf einem Kontinent oder auf globaler Ebene investieren. Vor allem im Bereich der kotierten Immobilienfonds kann die Datenlage als sehr gut beschrieben werden. Bei den nicht-kotierten Immobilienfonds ist die Verfügbarkeit von Daten – gerade weil sie nicht kotiert sind – stark eingeschränkt. Eine Ausdehnung der Untersuchung auf den nicht-kotierten Bereich ist aufgrund der unzugänglichen Informationen nicht möglich. Die Analyse der Kostenfaktoren von nicht-kotierten Immobilienfonds beschränkt sich aus diesem Grund auf die Analyse von Sekundärdaten.

2. Allgemeine Überlegungen zu Pricing-Strategien im Immobilien-Portfoliomanagement

Die folgenden Abschnitte zeigen verschiedene Überlegungen, die bei der Festlegung der Preise bewusst oder unbewusst gemacht werden und die auch bei der Preisfestlegung von Finanzdienstleistungen wie dem Immobilien-Portfoliomanagement von zentraler Bedeutung sind.

Bei der Definition der Gebühren für Portfoliomanagement-Dienstleistungen verpflichtet sich der Anbieter mit der Angabe der Fees im ‚Investment Management Agreement‘ (IMA) meistens für eine unbefristete Laufzeit. Er geht damit eine langfristige Beziehung ein. Wird der Preis neu verhandelt, so ist es meistens der Kunde, der günstigere Konkurrenzofferten eingeholt hat und einen besseren Preis erzielen möchte. Der Vermögensverwalter hat also in der Regel wenig Spielraum, um die Gebühren nach oben zu verhandeln.

2.1 Preis als wichtigster Gewinntreiber

Während die Preisgestaltung seit jeher ein zentraler Bestandteil der Konsumgüterindustrie ist, hat sich dieses Bewusstsein im Finanzsektor erst über die letzten Jahrzehnte hinweg geschärft. Vor allem sinkende Zinsen und der Trend der Anleger, vermehrt in passive Anlagen wie Exchange Trades Funds (ETF) zu investieren und damit einen Bruchteil der Management-Fee eines aktiv verwalteten Fonds zu bezahlen, hat zu einem Margendruck und zu einem starken Fokus auf die Kosten geführt.

Gemäss Bauer und Wübker (2015, S. 63) konzentrieren sich Firmen zu stark auf die Kostensenkung und Kostenkontrolle und schenken dem Gewinntreiber Nr. 1, dem Preis, zu wenig Bedeutung. Mit ein paar einfachen Beispielen zeigen sie, wie sich kleine Preissteigerungen markant auf den Gewinn auswirken. Wer bereits im Gewinnbereich arbeitet, für den ist jede Preissteigerung bei ansonsten gleichbleibenden Voraussetzungen eine Gewinnsteigerung im gleichen Umfang. Ein Asset-Manager verwaltet üblicherweise mehrere Milliarden an Vermögen und kleine Preisänderungen im Bereich von Basispunkten (BPS) erlauben Gewinnsteigerungen, die mittels Kostenreduktionen kaum zu bewerkstelligen wären.

2.2 Fallende Kostenkurven

Die Betriebswirtschaft lehrt, dass die Durchschnittskosten pro Stück mit steigenden Produktionszahlen sinken. Ab einer gewissen Produktionsmenge müssen die Kapazitäten angepasst werden, um die Produktion weiterhin steigern zu können – in der ‚Kosten- und Leistungsrechnung‘ ist diesbezüglich von sprungfixen Kosten die Rede. Ebert und Steinhübel (2020, S. 30) nennen dazu folgende Beispiele: „wenn beim Einlegen einer zusätzlichen Schicht ein weiterer Meister eingestellt werden muss oder die Abschreibung bei Nutzung einer weiteren Maschine“. Auf Produktionsbetriebe treffen diese Überlegungen zu den sprungfixen Kosten zu, während die Betrachtung im Bereich des Immobilien-Portfoliomanagements differenzierter ausfallen muss.

Wenn ein Immobilien-Portfoliomanager mit einer Vielzahl von Mandaten beauftragt wird, die zwar derselben Strategie folgen, aber in der Umsetzung unterschiedlichen Restriktionen unterliegen – sogenannte ‚Separate Accounts‘ –, so wird er ab einer gewissen Anzahl an Mandaten einen weiteren Mitarbeiter benötigen, was sich wie im oben geschilderten Beispiel in sprungfixen Kosten niederschlägt.

Steigen aber die AuM innerhalb eines Fonds, so wird der bisherige Manager den Fond bei einer Verdoppelung der verwalteten Vermögen auch künftig ohne zusätzliche Unterstützung verwalten. Überspitzt ausgedrückt: Ob der Portfoliomanager eines in Aktien investierenden Fonds einen Kauf- oder Verkaufsauftrag von 10 oder 100 Millionen ausführt, macht hinsichtlich des Aufwands keinen grossen Unterschied.

Es gibt verschiedene Studien zum Nachweis der ‚Economies of Scale‘ bei Investmentfonds. Diboky und Finsinger (2006, S. 726) kommen bei einer Untersuchung der Zusatzkosten von in Deutschland und Österreich zum Vertrieb zugelassenen Investmentfonds zum Schluss, „dass das Fondsvolumen den erwarteten Einfluss der Economies of Scale zeigt“. Sie schliessen daraus, dass bei steigendem NIV kostengünstiger gearbeitet wird.

Auf dasselbe Resultat – also dem Nachweis von ‚Economies of Scale‘ bei steigenden Assets – kommen auch Malhotra und McLeod (1997, S. 185) in einer ähnlichen Untersuchung zu den Kosten von Publikumsfonds, die jedoch auf in Amerika zugelassene Fonds beschränkt ist. Auch Houge und Wellmann (2007, S. 23) finden Evidenz für ‚Economies of Scale‘ bei Fonds und benennen mit den relativ tieferen Transaktionskosten einen Grund für deren Vorhandensein.

Die marginalen Kosten für das Portfoliomanagement eines zusätzlichen Frankens Fondsvermögen tendieren gegen null und so sinken die Durchschnittskosten bei steigenden Vermögen. Bauer und Wübker (2015, S. 21) nennen diese fallende Preiskurve – die auch im Private Banking zur Anwendung kommt, indem der Preis der Vermögensverwaltung mit steigendem Anlagevermögen abnimmt – ‚nichtlineare Preisbildung‘.¹

2.3 Preiselastizität von Finanzprodukten

Die Preiselastizität gibt an, wie die Menge auf eine prozentuale Änderung des Preises reagiert. Ist die Preiselastizität grösser als ‚1‘ und damit elastisch, so reagiert gemäss Hefti (2020, S. 25) die Menge stärker als der Preis. Den Preis zu erhöhen, wäre kontraproduktiv, da die Menge stärker nachgibt, als der Preis steigt, womit folglich der Umsatz sinkt.

Es ist sehr schwierig, die Preiselastizität von Finanzprodukten zu bestimmen. Simon (2013, S. 65) rät dazu, diese nicht nur qualitativ (etwas mehr, etwas weniger) zu beurteilen, sondern durch Experten quantitativ abschätzen zu lassen, z. B. durch ein Verkaufsteam, das den Absatzrückgang bei einer Preiserhöhung von z. B. 5 % abschätzt und auf diese Weise wichtige Erkenntnisse zur Preisfestlegung liefert.

Christoffersen und Musto (2002, S. 1500) haben in ihrer Untersuchung ‚Demand Curves and the Pricing of Money Management‘ die Höhe der Management-Fee von Money Market Funds untersucht, da ein Vergleich aufgrund der ähnlichen Renditeversprechen – im Gegensatz zu Aktienfonds mit verschiedenen Rendite/Risikoprofilen – wesentlich vereinfacht ist. Sie kommen zum Schluss, dass die Preisunterschiede von Money Market Funds vor allem auf unterschiedliche Nachfragekurven und weniger auf die Kosten (2002, S. 1521) zurückzuführen sind.

Dieses Ergebnis deckt sich mit den Erkenntnissen von Chiang, Rui, Wisen und Zhou (2013, S. 1650), die besagen, dass grosse Fonds ihre dominante Position bei der Preisfestsetzung ausnutzen, obwohl auch sie gezwungen sind, Investoren in grossen Anteilsklassen eine tiefere Gebühr zu gewähren. Daraus resultiert in der Praxis ein Anteilsklassen-Modell mit kundenspezifischen Gebühren, wobei sich Anbieter bei der Ermittlung dieser Preise primär auf Marktinformationen abstützen.

¹ Die Autoren weisen darauf hin, dass bei einem ‚durchgerechneten Rabatt‘, bei dem der Kunde ab einer gewissen Menge denselben tieferen Stückpreis bezahlt, ineffiziente Bereiche in der Gebührenstruktur entstehen. Besser ist, wenn ein Mengenrabatt nur auf die zusätzliche Menge gewährt wird.

3. Gebührenkomponenten bei kotierten und nicht-kotierten Immobilienfonds

Regulatorische Anforderungen erhöhen nicht erst seit der Finanzkrise den Druck auf Banken zur Offenlegung der Vertriebsentschädigungen und erhaltenen Gebühren. Bauer und Wübker (2015, S. 43) nennen verschiedene regulatorische Anforderungen wie SEPA für den Zahlungsverkehr, Basel III für die veränderten Anforderungen an Preis- und Risikomodelle auf der Kreditseite und vor allem die Richtlinie ‚Markets in Financial Instruments Directive II‘ (MiFID II), die grosse Auswirkungen auf die Preismodelle von Wertpapiergeschäften hat.

Diese Arbeit macht sich die höhere Transparenz zunutze und konzentriert sich bei der Analyse der Gebührenkomponenten auf Undertakings-for-the-Collective-Investment-in-Transferable-Securities-(UCITS-)regulierte Fonds. Kotierte Immobilienfonds sind ein Teilbereich der UCITS-regulierten Fonds, weshalb die UCITS-Bestimmungen vollumfänglich anwendbar sind. Bei den nicht-kotierten Immobilienfonds legt diese Arbeit den Fokus auf die Vorgaben und die Informationen der ‚European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles‘ (INREV).

3.1 Gebührenkomponenten bei kotierten Immobilienfonds

Wenn die Kosten kotierter Immobilienfonds näher betrachtet werden, macht es bezüglich der Vergleichbarkeit und Datenverfügbarkeit Sinn, sich auf Vorgaben abzustützen, die im Markt etabliert sind. Das UCITS-Regelwerk der europäischen Union ist eine gute Grundlage, um die Kosten von kotierten Immobilienfonds näher zu analysieren.

Den Durchbruch der UCITS-Richtlinien war am Anfang des Jahres 2004 mit der Übernahme der UCITS-III-Richtlinie ins nationale Recht. Die Anwendung der früheren UCITS-Richtlinien war freiwillig und so herrschten innerhalb der europäischen Fonds bezüglich der Zusammensetzung und der Vergütungshöhe wenig Transparenz und Verschwiegenheit (Diboky, Jörg und Finsinger, 2006, S. 711).

Während in den USA ein mit der TER vergleichbares Kosten-Reporting bereits seit den achtziger Jahren Standard war, wurden in Europa lediglich Teilbereiche der TER wie die Höhe der Managementgebühr ausgewiesen. Die Hauptziele dieser Regulierung, die Transparenz und der Schutz der Investoren, ist mit dem Regelwerk erreicht und so erfreuen sich UCITS-regulierte Fonds einer weltweiten Nachfrage.

Bei der Association of the Luxembourg Fund Industry (ALFI), dem luxemburgischen Fondsverband, haben sich UCITS-regulierte Fonds als einziges reguliertes Fondsprodukt auf globaler Basis durchgesetzt, obwohl diese ursprünglich nur für den europäischen Markt entworfen wurden (ALFI, 2019, Absatz 4).²

3.1.1 Gebührenaufteilung der UCITS TER

Duvall und Swan (2019, S. 4) stellen die Entwicklung der regulatorischen Anforderungen an das Reporting der Kosten von UCITS-Fonds in ihrem Vergleich ‚Ongoing Charges for UCITS in the European Union‘ sehr übersichtlich dar. Über die Zeit haben sich nicht nur die Vorgaben des Kosten-Reportings, sondern auch die Verbindlichkeiten verändert: Waren Angaben zu den jährlichen Kosten unter UCITS I noch freiwillig, so sind sie mittlerweile unter UCITS IV zwingend.

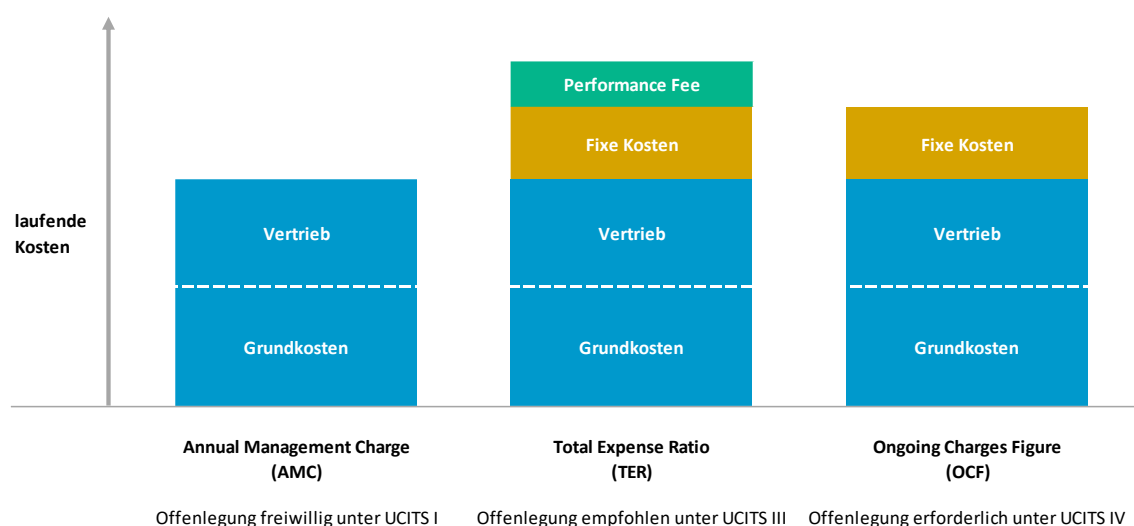


Abbildung 2: Elemente der wiederkehrenden Kosten für UCITS-regulierte Investitionen
(in Anlehnung an Duvall und Swan 2019, S. 4)

Die einzelnen Komponenten der laufenden Kosten können wie folgt beschrieben werden:

- Grundkosten: Zu den Grundkosten zählen Fees für Saläre, Research und andere ähnliche operative Kosten.

² Auch wenn die Aussage eines Branchenverbandes über sich selber nicht objektiv ist, so kann dem ALFI attestiert werden, dass mit den UCITS-Fonds ein globaler Standard geschaffen wurde.

- Vertrieb: Damit werden vom Fonds bezahlte Fees für den Vertrieb abgedeckt. Diese Kosten werden teilweise ‚Trailer Fee‘ oder ‚Retrozession‘ genannt. Einige EU-Länder verbieten ausdrücklich Retrozessionen für den Vertrieb.
- Fixe Kosten: Hierbei handelt es sich um fixe Kosten für die Administration, Depotgebühren, Audit Fees, Fees für den Transfer Agent, Legal und Regulatory Fees.
- Performance Fees: Im Unterschied zur TER unter UCITS III ist die Performance Fee in der Ongoing Charges Figure (OCF) unter UCITS IV nicht enthalten.

Es fällt auf, dass die Performance-Fee unter UCITS IV nicht mehr zu den wiederkehrenden Kosten der OCF gezahlt wird, während sie im früheren Regelwerk noch in der TER berücksichtigt wurde. Die Committee of European Securities Regulations (CESR) hat in einem Rundschreiben vom 1. Juli 2010 weiterführende Richtlinien zur Berechnung der OCF publiziert. Die OCF umfasst demnach alle rechtlichen, regulatorischen und die im Prospekt definierten Kosten, die dem Vermögen des UCITS-Fonds belastet werden. Ausdrücklich ausgenommen sind dabei Entry-/Exit-Kosten sowie Kommissionen, Performance-Fee-Belastungen, Zinszahlungen, durch Transaktionen ausgelöste Kosten etc.

Die Performance-Fee sagt aus, wie gut ein Portfoliomanager arbeitet, aber nicht, wie effizient ein Fond verwaltet wird. Aus diesem Grund macht es Sinn, diese Kosten in der OCF nicht auszuweisen, um zu vermeiden, dass Fonds mit einer überdurchschnittlichen Performance benachteiligt werden. Wenn der Investor verschiedene Fonds anhand der OCF vergleicht, sollten diese die tatsächlichen Kosten der Verwaltung widerspiegeln, wobei der Einbezug einer Performance-Fee diesen Vergleich verzerren würde.

Die fixen Kosten decken die Verwaltung des Fonds ab und stehen wie die Kosten des Vertriebs nicht im Fokus dieser Arbeit. Das Ziel ist es, mehr über die Portfoliomanagement-Gebühr in Erfahrung zu bringen. Diese ist Teil der Grundkosten, wie sie bereits unter UCITS I als Teil der ‚Annual Management Charge‘ (AMC) ausgewiesen wurden. Vor der verbindlichen Einführung der UCITS-IV-Richtlinien wurde gemäss Diboky und Finsinger (2006, S. 711) in Produktbroschüren und Werbeprospekten ausschliesslich die Höhe der Management-Fee publiziert. Damit herrschte bei der Portfoliomanagement-Gebühr vor zwanzig Jahren noch eine grössere Transparenz. Heute wird sie in den Fondsprospekten oftmals als maximale Gebühr angegeben, wobei die effektive Höhe nicht immer klar ersichtlich ist.

3.1.2 Gebührenrelevante Faktoren bei kotierten Immobilienfonds

Im folgenden Abschnitt werden verschiedene in der Literatur gut dokumentierte Faktoren untersucht, welche die Höhe der Gebühren in einem kotierten Immobilienfonds, unter anderem auch die Portfoliomanagement-Gebühr, massgeblich beeinflussen.

Sofern zu den Immobilienfonds keine spezifischen Angaben gefunden werden können, werden auch Publikumsfonds anderer Anlageklassen berücksichtigt, um gebührenrelevante Einflussfaktoren zu identifizieren und zu analysieren.

Grösse des Publikumsfonds

Beim Management und der Verwaltung eines Publikumsfonds entstehen unabhängig der Grösse des Fonds Kosten für rechtliche und regulatorische Anforderungen. Diese fallen bei kleinen Fonds stärker ins Gewicht als bei einem Publikumsfond mit einem Mehrfachen an verwalteten Vermögen. Da ein Publikumsfond von ‚Economies of Scale‘ profitiert, könnte angenommen werden, dass die TER oder die prozentuale Gebühr des Portfoliomanagements mit steigendem Vermögen sinkt.

Die Realität sieht allerdings etwas anders aus. Es kann nicht davon ausgegangen werden, dass die ‚Economies of Scale‘ an die Investoren weitergegeben werden. Chiang, Rui, Wisen und Zhou (2013, S. 1650) haben herausgefunden, dass insbesondere grosse Fondsanbieter ihre Marktstellung ausnutzen, um höhere Gebühren durchzusetzen, während Investoren in grossen Anteilklassen durchaus in der Lage sind, die Gebühren nach unten zu verhandeln.

Dass die TER mit steigendem Fondsvolumen sinken kann, haben Malhotra und McLeod (1997, S. 189) in ihrer empirischen Untersuchung zu den Fondskosten nachgewiesen. In ihrer Studie empfehlen sie dem kostenbewussten Investor, neben dem Turnover und der Cash Ratio die Grösse und das Alter des Fonds genauer zu betrachten. Bei den von ihnen untersuchten Fonds liegen die Kosten tiefer, je grösser und je älter die Fonds sind.

Das Vorhandensein von ‚Economies of Scale‘ wird in der Literatur durchwegs bejaht. Ob der Investor aber in Form von sinkenden ‚Expense Ratios‘ profitiert, bleibt dagegen ungewiss.

Geografischer Fokus der Investitionen

Ein ETF versucht den Verlauf eines bestimmten Index so gut wie möglich abzubilden. Die Gesamtkosten eines ETFs werden in der TER ausgedrückt und diese unterscheidet sich nach dem ökonomischen Entwicklungsstand eines Landes erheblich, d.h. ob ein ETF in Schwellenländer oder in entwickelte Länder investiert. Neben höheren Gebühren für die Vermögensverwaltung sind auch die Kosten für die Depotbank bei Fonds, die in Schwellenländer investieren, höher.

Eine ähnliche Entwicklung ist zu beobachten, wenn anstelle von Investitionen in ein Land auf globaler Basis investiert wird. Diboky und Finsinger (2006, S. 727) haben in ihrer Studie zu den TER von Investmentfonds herausgefunden, dass die Kosten für globale Fonds um 0.2 % p.a. des NIV höher liegen als bei Fonds, deren Investitionen auf ein Land beschränkt sind. Die Gesamtkosten eines national investierenden Fonds sind im Vergleich zu einem global investierenden Fond um 12 % tiefer.

Die höhere Portfoliomanagement-Gebühr bei einem globalen Aktienfond erklären die Autoren primär mit höheren Research-Kosten (2006, S. 729), wenn statt eines nationalen Marktes ein globaler Markt analysiert werden soll oder wenn in Märkte investiert wird, deren Datentransparenz und -verfügbarkeit als eher gering einzustufen sind.

Alter des Fonds

Wie bereits in Unterkapitel 2.3 ausgeführt, orientieren sich die Anbieter von Money Market Funds bei der Preisfestlegung sehr stark an den Nachfragekurven der Investoren, die grob in Retail- und Institutionelle Kunden eingeteilt werden können.

Die Nachfragekurven werden am Markt gebildet, weshalb sich die Fondsanbieter mit derselben Ausgangslage konfrontiert sehen. Abweichungen vom Marktpreis können mit einem herausragenden Vertrieb, einem guten Namen bzw. einem guten ‚Brand‘ oder mit dem Anspruch, als günstigster Anbieter am Markt wahrgenommen zu werden, begründet werden.

Bei Money Market Funds und anderen Fonds mit festverzinslichen Anlagen spielt z. B. auch das Zinsumfeld eine Rolle: Wenn die erwarteten Renditen sinken, muss auch der

Portfoliomanager seine Gebühren anpassen.³ Dass Obligationen-Fonds mit einem höheren erwarteten Ertrag eine höhere ‚Expense Ratio‘ aufweisen, haben Malhotra und McLeod (1997, S. 186) bereits vor 25 Jahren in einer Untersuchung zu Publikumsfonds und deren Kosten gezeigt.⁴

Das aktuelle Marktumfeld hat einen Einfluss auf die Preisfestlegung. So manifestiert sich der Preis primär bei der Lancierung eines neuen Fonds, da die Fondsanbieter vor dem Start eines Fonds gemäss Houge und Wellman (2007, S. 27) eine grössere Flexibilität geniessen, während sie bei bestehenden Fonds oftmals Mühe bekunden, die ‚Expense Ratio‘ anzuheben.

Aktuelle Marktumstände führen also dazu, dass die ‚Expense Ratio‘ und damit auch die Portfoliomanagement-Gebühr vom Datum der Lancierung und damit auch vom Alter der Fonds beeinflusst sind. Chiang, Rui, Wisen und Zhou (2013, S. 1649) haben in einer Untersuchung zu Immobilien-Publikumsfonds gezeigt, dass das Alter der Fonds mit der ‚Expense Ratio‘ negativ korreliert. Im untersuchten Zeitraum von 1998–2008 haben die älteren Fonds eine tiefere ‚Expense Ratio‘ aufgewiesen als die jüngeren.⁵

Wenn die ‚Expense Ratio‘ oder die Portfoliomanagement-Gebühr, wie in Unterkapitel 2.3 erläutert, stark von den Nachfragekurven der Investoren und weniger von den Kosten abhängt, sollte sie in Abhängigkeit der erwarteten Renditen steigen oder sinken. Es lohnt sich daher, den untersuchten Zeitraum von 1998–2008, in dem ein Rückgang der ‚Expense Ratio‘ bei Immobilien-Publikumsfonds beobachtet werden kann, näher zu analysieren.

Den Anfang dieser Untersuchungsperiode markiert das Platzen der ‚Dot.Com‘-Blase und die darauffolgende Antwort der amerikanischen Notenbank mit starken Reduktionen des US-Leitzinses. Lag der Leitzins anfangs 1998 noch bei knapp 6 %, sank er bis ins Jahr 2004 auf ca. 1 %. Ab 2004 stieg er wieder an und lag anfangs 2008, also zum Zeitpunkt des Ausbruches der US-Immobilienkrise und der weltweiten Finanzkrise, bei über 5 %.

³ Auf die Preise und damit den NIV eines Fonds hat das Zinsumfeld einen wesentlich grösseren Einfluss, da die Assetklassen in Konkurrenz zueinander stehen. Die relative Attraktivität von Aktien und Immobilienfonds gegenüber Fonds mit Staatsanleihen mit teilweise negativen Renditen treibt deren Preise auf Höchstwerte.

⁴ Im Umkehrschluss kann die Hypothese aufgestellt werden, dass die TER – und letztlich auch die Portfoliomanagement-Gebühr – bei Fonds mit festverzinslichen Anlagen aufgrund der sinkenden Renditen über die letzten Jahre und Jahrzehnte hinweg gesunken sind.

⁵ Ob die Portfoliomanagement-Gebühr, die Bestandteil der ‚Expense Ratio‘ ist, bei älteren Fonds ebenfalls tiefer lag, kann daraus nicht abgeleitet werden. Es kann aber angenommen werden, da ein Portfoliomanager seine Gebühr kaum erhöhen kann, wenn die übrigen Dienstleistungserbringer im Fonds-Segment günstiger arbeiten und gesamthaft zu einer tieferen ‚Expense Ratio‘ beitragen.

Die nachfolgende Grafik zeigt den Verlauf des US-Leitzinses von 1998–2008, also in demselben Zeitraum, in dem Chiang, Rui, Wisen und Zhou (2013, S. 1649) bei den Immobilien-Publikumsfonds einen Rückgang der ‚Expense Ratio‘ festgestellt haben.

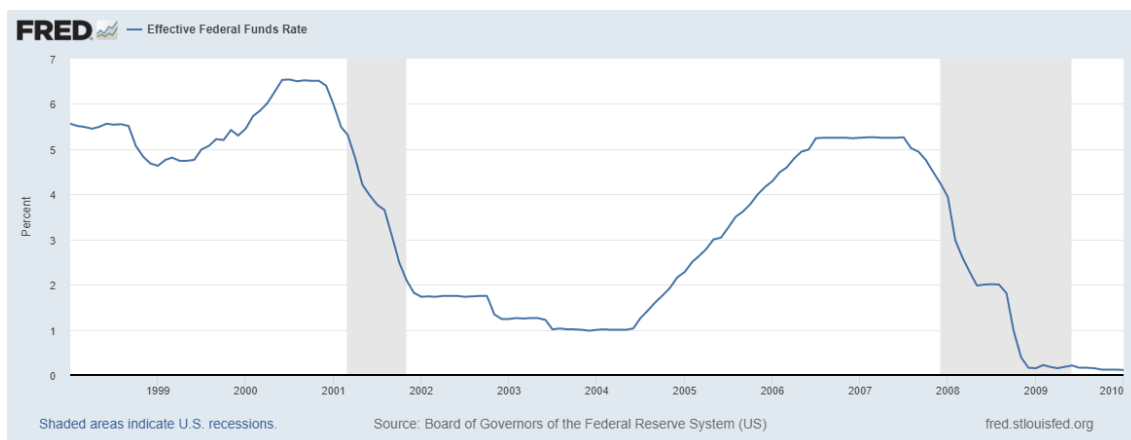


Abbildung 3: US-Leitzins 1998-2008
(Verwaltungsrat des US-Federal-Reserve-Systems)

Die Änderung der erwarteten Renditen und der Nachfragekurve der Investoren könnte bei sinkenden Zinsen und Renditen eine Anpassung der ‚Expense Ratios‘ nach unten begünstigt haben. Der Anstieg der Zinsen und Renditen ab 2004 könnte es den Fondsanbietern hingegen erlaubt haben, die ‚Expense Ratios‘ bei Lancierung neuer Fonds anzuheben.

Das Alter eines Fonds hat zwar einen nachgewiesenen Einfluss auf die ‚Expense Ratio‘, dennoch empfiehlt es sich, die genauen Umstände wie Assetklasse, Marktsituation und relative Attraktivität der Anlageklasse genauer zu analysieren. Es ist also denkbar, dass ältere Fonds je nach Wahl der Anlageklasse und Laufzeit entweder eine höhere oder eine tiefere TER oder ‚Expense Ratio‘ aufweisen.

Performance des Fonds

Unzählige Studien zur Performance von Investmentfonds haben sich zum Ziel gesetzt, herauszufinden, ob der Portfoliomanager die Fähigkeit besitzt, einen vorgegebenen Benchmark wiederholt zu übertreffen. Zum Zusammenhang zwischen der Gebühr für das Portfoliomanagement und der Performance gibt es nur wenige Studien, die allerdings erstaunliche Resultate liefern. Gil-Bazo und Ruiz-Verdu kommen in ihrer Untersuchung zum Schluss, dass der Zusammenhang zwischen dem Preis und der Performance negativ

ist und die Fonds mit der schlechtesten ‚before-fee risk-adjusted performance‘ die höchsten Management-Gebühren verlangen (2009, S. 2153).

Dies widerspricht der Intuition, dass ein "besseres" Produkt zu einem höheren Preis oder zu einer höheren Gebühr verkauft werden kann. Die Autoren nennen für diesen Effekt verschiedene Gründe. Unter anderem befinden sich Fonds mit einer guten Performance in Konkurrenz mit anderen Fonds, wenn es darum geht, Neugelder von performancesensitiven Kunden anzuziehen. Die überdurchschnittliche Performance ist die Voraussetzung, um von diesen Investoren überhaupt wahrgenommen zu werden. In einem zweiten Schritt werden die Gebühren der infrage kommenden Fonds im Rahmen des Auswahlprozesses miteinander verglichen. Das heisst, dass ein Fond über eine gute Performance verfügen muss, damit sich dessen Anbieter die Frage nach konkurrenzfähigen Preisen stellt. Ein Anbieter eines Fonds mit einer unterdurchschnittlichen Performance scheitert schon an der ersten Hürde und wird damit nicht mit der Frage von konkurrenzfähigen Preisen konfrontiert. Dieser Umstand ist eine mögliche Erklärung, weshalb Fonds mit einer überdurchschnittlichen Performance nicht zwingend teurer sein müssen.

Einen Grund, weshalb aber ausgerechnet Fonds mit einer schlechten Performance teurer sein sollen, sehen Gil-Bazo und Ruiz-Verdu (2009, S. 2179) in der unelastischen Nachfragekurve der Investoren, da sich ein Fondsinvestor, der die Anteile eines Fonds trotz schlechter Performance behält, nicht damit auseinandersetzt, wie die Gebühren seines Fonds im Konkurrenzvergleich abschneiden.

Die Autoren fanden zudem Evidenz, dass eine gute Governance-Struktur innerhalb des Fonds sicherstellen kann, dass sich die Performance und die Portfoliomanagement nicht gegenläufig bewegen, sodass eine schlechte Performance dieser Fonds durchaus dazu führen kann, dass die Portfoliomanagement-Gebühren nach unten angepasst werden.

Denselben Effekt haben Chiang, Rui, Wisen und Zhou (2013, S. 1651) in ihrer Untersuchung zu Immobilienfonds festgestellt: Immobilienfonds mit einer guten Performance belasten tiefere Gebühren als Immobilienfonds mit einer schlechten Performance. Der uninformierte und uninteressierte Fondsinvestor ist dem Fondsanbieter ausgeliefert, während dieser versucht, das Desinteresse auszunutzen und die Gebühren zu erhöhen. Zudem haben sie herausgefunden, dass Fondsanbieter, die über eine grosse Aktien-Fondspalette mit überdurchschnittlicher Performance verfügen, bei den

Immobilienfonds ebenfalls eine höhere Gebühr durchsetzen können. Die Aktienfonds üben auf die Immobilienfonds in diesem Fall einen Spillover-Effekt aus (2013, S. 1641).

3.2 Gebührenkomponenten bei nicht-kotierten Immobilienfonds

Im Gegensatz zu den kotierten Immobilienfonds, die aufgrund von Retail-Kunden stark reguliert sind und unter anderem die Risikofähigkeit durch Vorgaben eines maximalen Leverage einschränken, unterliegen nicht-kotierte Fonds weniger starken Auflagen und können das Risiko der Anlagen deshalb erhöhen. Die Investoren sind meist im institutionellen Bereich angesiedelt.

Während Immobilien-Publikumsfonds überwiegend in Core-Liegenschaften investieren und damit eine sehr langfristige ‚buy and hold‘-Strategie verfolgen, haben nicht-kotierte Immobilienfonds oftmals eine begrenzte Laufzeit, in der ein Portfolio aufgebaut und veräussert wird. Diese Fonds unterscheiden sich voneinander nicht nur in der Performancemessung, indem ein ‚Internal Rate of Return‘ über die Laufzeit berechnet wird, sondern auch beim Ausweis der Kosten.

INREV, der europäische Verband für Investoren in nicht-kotierte Immobilienvehikel, hat mit der Einführung der TGER (2019, S. 11) ein neues Konzept lanciert, um die Kostenstrukturen von nicht-kotierten Fonds international miteinander vergleichen zu können. Der Bedarf nach einem global einheitlichen Kosten-Reporting ist nicht zuletzt durch die Internationalisierung von Immobilieninvestitionen aufgrund von Diversifikationsbestrebungen gestiegen.

Fäs und von Felten (2015, S. 82) weisen darauf hin, dass der Anteil der Schweiz am globalen Aktienuniversum mit 3 % sehr tief ist. Der Aktieninvestor ist sich der Vorteile einer globalen Diversifikation bewusst. Der Anteil der Schweizer kommerziellen Immobilien am globalen Anlageuniversum wird mit 2 % sogar noch unterboten. Eine globale Diversifikation drängt sich in diesem Bereich noch stärker auf als beim Aktienuniversum.

Eine globale Diversifikation über verschiedene Länder führt nicht nur zu einer Diversifikation auf Objektebene, sondern auch zu einer Diversifikation über verschiedene Wirtschaftszyklen hinweg, wie Fäs und von Felten (2015, S. 82) anhand von Korrelationsanalysen aufzeigen. Wie die beiden Autoren zudem erwähnen, ist der Blick über die Landesgrenze aufgrund der eingeschränkten, einheimischen Anlagekapazitäten zwingend, wenn das Engagement im Immobilienbereich ausgebaut werden soll.

Das angestiegene Volumen in internationalen Immobilienstrategien hat unter den Investoren den Wunsch geweckt, die globalen Investitionen miteinander vergleichen zu

können. Ein Resultat davon ist die bereits erwähnte Einführung der TGER der Branchenvereinigung INREV, die im nächsten Kapitel genauer analysiert wird.

3.2.1 Gebührenaufteilung der INREV TGER

Die Wegleitung der INREV (2019, S. 19) zur Berechnung der TGER fordert eine Auflistung der vom Investmentmanager verdienten Gebühren in die folgenden Komponenten:

Fees earned by the investment manager	Deutsche Übersetzung (Wörterbuch Immobilienwirtschaft)
Asset Management Fee	Gebühr für Vermögensverwaltung
Fund Management Fees	Gebühr für Fondsverwaltung
Performance Fees	Gebühr für Wertsteigerung
Wind-up Fees	Gebühr Liquidation/Abwicklung
Debt Arrangement Fees	Gebühr für Schuldenregelung
Commitment Fees	Bereitstellungsprovision
Subscription Fees	Zeichungsgebühr
Redemption Fees	Rücknahmegebühr
Property Acquisition Fees	Gebühr für Käufe
Property Disposition Fees	Gebühr für Verkäufe
Project Management Fees	Gebühr für Projektsteuerung
Fees earned by the Manager	übrige Gebühren des Managers

Tabelle 1: Kostenkomponenten der INREV TGER
(INREV, 2019, S. 19)

Der Investmentmanager hat eine Vielzahl an Möglichkeiten, eine Fee zu erheben. Die prozentuale Aufteilung der Fee nach den obengenannten Kategorien verändert sich je nach Ausrichtung des Fonds. Während ein Fond mit Bestandesliegenschaften fast ausschliesslich eine Asset-Management-Fee erhebt, generiert ein Fond im Bereich ‚Value-Added‘ oder ‚Opportunistic‘ einen höheren Anteil an Fees für Immobilienkäufe und -verkäufe.

Den primären Fokus des Managements von Bestandsliegenschaften umschreibt Del Casino (1995, S. 930) als das Management von Kosten und das Steigern der Einnahmen. Er nennt diesen Ansatz den ‚Traditional Approach‘. Im Gegensatz dazu rücken bei den ‚Value-Added‘-Strategien zusätzliche Überlegungen wie das Market Timing in den

Vordergrund, wobei der Fokus auf dem Kauf oder Verkauf einer Immobilie zum richtigen Zeitpunkt gemäss der Maxime ‚buy low and sell high‘ liegt.

Eine ‚Opportunistic‘-Immobilienstrategie erhöht das Risiko, indem Immobilienkäufe zu einem Zeitpunkt getätigt werden, zu dem das wirtschaftliche Umfeld schlecht ist bzw. sich die Wirtschaft in einer Rezession befindet. Gemäss Del Casino (1995, S. 931) antizipiert der Investor einen ‚turnaround in market conditions‘, wie dies der Firma Olympia & York im Jahr 1977 mit dem Kauf von rund 1 Mio. Quadratmetern Bürofläche in Manhattan zu einem Preis, der 10 % des Wertes von 1988 entsprochen hat, gelungen ist. Diese risikoreiche Strategie hatte ihren Preis und hat die Olympia & York im Mai 1992 aufgrund einer Überschuldung in den Konkurs getrieben, wie Pugh in seiner Untersuchung zu den Hintergründen schreibt (1996, S. 11). Die Ursache des Konkurses ist für eine ‚Opportunistic‘-Strategie typisch, da diese im Vergleich zu einer ‚Core‘-Strategie mit einem hohen Fremdverschuldungsgrad verbunden ist. Die Gesamtvergütung eines Asset-Managers für einen ‚Opportunistic‘-Fond enthält deshalb einen Anteil an den Gebühren der Schuldenregelung, die sogenannte ‚Debt Arrangement Fee‘.

3.2.2 Einflussfaktoren auf die Höhe der TER/TGER bei nicht-kotierten Immobilienfonds

Kotierte und unter UCITS-regulierte Fonds sind zu einem transparenten Kosten-Reporting verpflichtet. Die INREV erfasst mittels Umfragen unter den Verbandsmitgliedern die unter 3.2.1 aufgelisteten Kostenkomponenten, wobei im Gegensatz zu UCITS-regulierten Fonds keine Verpflichtung besteht, die Kosten offenzulegen. Zudem hat sich im Rahmen von eigenen Anfragen gezeigt, dass INREV bei der Herausgabe von Primärdaten sehr restriktiv ist und diese ausschliesslich dazu verwendet, Gebühren auf aggregierter und damit anonymisierter Basis zu berechnen. Die INREV publiziert alle zwei Jahre eine ‚Management Fees and Terms Study‘ für die Fonds der Mitglieder, die an der Umfrage teilgenommen haben.

Hierbei wird der Einfluss verschiedener Grössen wie Investitionsstil (Core, Value-Added und Opportunity), Struktur (Open- versus Closed-End-Fonds), Laufzeit des Fonds, Target Gearing etc. gemessen. Die Resultate stimmen mit den Erwartungen überein, die auf der eingangs erwähnten Fachliteratur basieren:

- Mit zunehmender Grösse eines Fonds sinkt die TER.
- Core Funds haben einen tieferen TER als Fonds mit einem ‚Value-Added‘-Ansatz.

Ausserdem kommt INREV in der Untersuchung zum Ergebnis, dass Open-End-Fonds fast ausnahmslos einen Core-Ansatz verfolgen.

Obwohl die Studie von INREV ‚Management Fees and Terms Study‘ heisst, wird in der Berechnung die TER herangezogen. Eine Einteilung der TER in die verschiedenen Gebühren wie ‚Asset-Management-Fee‘, Acquisition/Disposition-Fee etc. wird nicht vorgenommen. Sample-Daten zur letzten ‚Management Fees and Terms Study‘ sind ebenfalls nicht erhältlich, da es sich um Daten der Mitglieder der INREV handelt, die nicht an Drittpersonen herausgegeben werden.

Aus diesem Grund werden wird sich die empirische Untersuchung auf die Einflussfaktoren der Portfoliomanagement-Gebühr basierend auf Daten von Morningstar beschränken.

3.3 Hypothese zu den Fondsparametern

Die bisherigen Ausführungen umfassen Indikationen darüber, wie sich bestimmte Fondsparameter auf die TER oder auf die Portfoliomanagement-Gebühr auswirken können. Daraus können die nachfolgenden Hypothesen gebildet und genauer analysiert werden.

Die aktuellen Marktbedingungen, wie die erwartete Rendite der Investitionen, Zinsumfeld, Konkurrenz usw. haben einen Einfluss auf die Ausgestaltung der Preisfestlegung eines neu lancierten Fonds, um am Markt erfolgreich zu sein. Diese Marktbedingungen sind Änderungen unterworfen, sodass daraus geschlossen werden kann, dass auch die Preisfestlegung Änderungen erfährt. Das Alter eines Fonds hat demnach einen messbaren Einfluss auf die Portfoliomanagement-Gebühr. Ob dieser Einfluss positiv oder negativ ist, kann ohne genauere Analyse der Marktbedingungen zum Zeitpunkt der Fondslancierung jedoch nicht gesagt werden.

Die Komplexität der Investitionen sollte Auswirkungen auf die Portfoliomanagement-Gebühr haben, da die Komplexität eines Fonds mit steigendem geografischem Fokus der Investitionen wächst. Die Gebühren eines global investierenden Fonds sollten demnach höher sein als bei einem Fond mit Investitionen, die auf ein Land beschränkt sind. Zudem erhöht sich – unter anderem aufgrund der höheren Research-Kosten – die Komplexität des Portfoliomanagements, wenn anstelle von ‚Large Value‘ in ‚Small Value‘ investiert

wird, was sich ebenfalls in höheren Gebühren für das Portfoliomanagement bzw. in höheren Kosten für den Investor niederschlagen sollte.

Es kann ausserdem davon ausgegangen werden, dass die Grösse des Fonds einen Einfluss auf die Portfoliomanagement-Gebühr hat, ausgedrückt in Prozenten des verwalteten Vermögens. Fixe Kostenfaktoren könnten dazu führen, dass die prozentuale Portfoliomanagement-Gebühr mit steigenden Vermögen sinkt. Ein Anstieg der prozentualen Gebühr mit steigenden Vermögen hingegen wäre nur schwer zu erklären. Falls steigende Vermögen tatsächlich zu einer tieferen Portfoliomanagement-Gebühr führen, könnten die Mittelzuflüsse in die Fonds ein Vorlaufindikator sein.

Die Performance, ausgedrückt als den Total Return, und das Rating eines Fonds sollten sich auf die Portfoliomanagement-Gebühr positiv auswirken. Wie bereits erwähnt, ist die Vergütung des Portfoliomanagers im Fondvertrag festgelegt. Eine Erhöhung der Gebühren ist daher nur mit einer Verzögerung nach Erbringung einer überdurchschnittlichen Performance möglich. Um diesen Effekt zu prüfen, wird der Total Return mit einem ‚Time-Lag‘ von einem und zwei Jahren in die Untersuchung aufgenommen.

Das Morning Star Overall Rating misst die Performance und das Risiko, wobei sich eine überdurchschnittliche Performance mit Verzögerung in einem besseren Rating niederschlagen sollte. Ein steigendes Rating erhöht die Attraktivität für Investoren, die sich bei Fonds mit ähnlichen Spezifikationen eher für denjenigen mit einem besseren Rating entscheiden. Demnach führt ein besseres Rating zu stärkeren Mittelzuflüssen und damit zu steigenden NIV.

4. Methodisches Vorgehen und Daten

Im Folgenden wird empirisch untersucht, ob die im letzten Kapitel aufgestellten Hypothesen widerlegt werden oder ob ein Zusammenhang zwischen einzelnen Fondsparametern und der Portfoliomanagement-Gebühr besteht.

4.1 Methode der Pooled-Regression

Um die Kosten des Immobilien-Portfoliomanagements im zeitlichen Verlauf und im Querschnitt in Abhängigkeit der Merkmale des Immobilien-Publikumsfonds (Alter des Fonds, Investitionsstil, geografischer Fokus der Investitionen, Total Return, Morningstar Rating, und Grösse des Fonds) ökonometrisch erklären zu können, wird eine Pooled-Regression durchgeführt.⁶

Zu diesem Zweck werden die Paneldaten bzw. die abhängigen und unabhängigen Variablen definiert. Anschliessend wird die Regression geschätzt, wobei die Ergebnisse interpretiert und einem Robustness-Test unterzogen werden.

4.2 Beschreibung des Datensatzes

Für die Untersuchung wurden 89 ‚Real Estate Equity Fonds‘ aus der Morningstar-Datenbank ‚Morningstar Direct‘ ausgewählt und anhand der geografischen Ausrichtung der Investitionen in ‚national‘ (6 Fonds), ‚kontinental‘ (40 Fonds) und ‚global‘ (43 Fonds) unterteilt.

Morningstar klassifiziert die Fonds bereits nach den Anlagestilen ‚Large Value‘ (4 Fonds), ‚Large Blend‘ (9 Fonds), ‚Mid Value‘ (18 Fonds), ‚Mid Blend‘ (55 Fonds) und ‚Small Value‘ (3 Fonds).⁷

Alle untersuchten Fonds erhielten von Morningstar in den Jahren 2017–2020 ein ‚Morningstar Overall‘-Rating, das die beiden Faktoren ‚Performance‘ und ‚Risiko‘ als Zahl zwischen ‚1‘ und ‚5‘ abbildet. Bei der Auswahl der Fonds wurde darauf geachtet,

⁶ Da die unabhängigen Variablen zum grössten Teil zeitinvariant sind, erweist sich die Verwendung einer Fonds-Fixed Effects Regression als nicht angemessen, um die Omitted Variable Bias zu reduzieren.

⁷ Da die Kategorien ‚Large Value‘, ‚Large Blend‘ und ‚Small Value‘ eine geringe Anzahl von Fonds beinhalten, ist deren Repräsentativität nicht gewährleistet und diesbezüglich die Schätzergebnisse nur eingeschränkt aussagekräftig.

dass es sich um die jeweils älteste Anteilsklasse handelt. So wird verhindert, dass zwei verschiedene Anteilsklassen desselben Fonds in die Untersuchung aufgenommen werden.

In der Untersuchung wurden Daten aus dem Zeitraum von 2017 bis 2020 berücksichtigt.

4.3 Beschreibung der Variablen

Als ‚abhängige Variable‘ wird die von Morningstar in der Datenbank geführte ‚Management Fee ex Distribution‘ verwendet. Analog zu den Daten für den NIV, das ‚Morning Star Overall Rating‘ und den Total Return handelt es sich um Zeitreihen für den die Jahre 2017–2020.

Das Datum der Lancierung, der Investitionsstil sowie der geografische Fokus der Investitionen bleiben über die Zeit konstant.

Abhängige Variable	Beschreibung
Management Fee ex Distribution	Diese Fee umfasst die Kosten des Managements unter Ausschluss der Gebühren für den Vertrieb.
Unabhängige Variablen	
Alter	Der älteste Fond wurde im Jahr 1971, der jüngste im Jahr 2017 aufgelegt. Die Fonds wurden in fünf Gruppen à 10 Jahren eingeteilt: <ul style="list-style-type: none"> - 0 = 2011–2020 - 1 = 2001–2010 - 2 = 1991–2000 - 3 = 1981–1990 - 4 = 1971–1980
Investitionsstil	<ul style="list-style-type: none"> - Large Value - Large Blend - Mid Value - Mid Blend - Small Value
geografischer Fokus	<ul style="list-style-type: none"> - national - kontinental - global
Total Return	Der Total Return beinhaltet die NIV-Entwicklung sowie die Reinvestitionen aller Einkommen und Kapitalgewinne. und ist in % angegeben.
Morning Star Overall Rating	Dieses Rating bildet die Performance (Return) und das Risiko eines Fonds ab.
NIV	NIV der Anteilsklasse in USD per Jahresende

Tabelle 2: Übersicht über die abhängigen und unabhängigen Variablen
(eigene Darstellung)

4.4 Deskriptive Statistik der Variablen

Um einen Eindruck über die Zeitreiheigenschaften der Variablen zu erhalten, werden Minimum, Maximum, das arithmetische Mittel (Mean) und der Median per Ende Dezember 2020 berechnet. Was auf den ersten Blick überrascht, ist die grosse Spannweite der Management-Fees von 0.15 % bis 2.20 %.

	Management Fee ex Distribution	NIV in USD Mio.	Total Return
Min	0.15 %	0.36	-35.61 %
Max	2.20 %	12'242	3.50 %
Mean	1.07 %	198	-9.98 %
Median	1.00 %	22.1	-8.70 %

Tabelle 3: Statistische Angaben zu den Variablen per 31. Dezember 2020
(eigene Darstellung)

Portfoliomanagement-Gebühr

Die Normalverteilung zeigt eine gleichmässige Verteilung der Portfoliomanagement-Gebühr. Die Dichtefunktion ist damit weder links- noch rechtsschief.

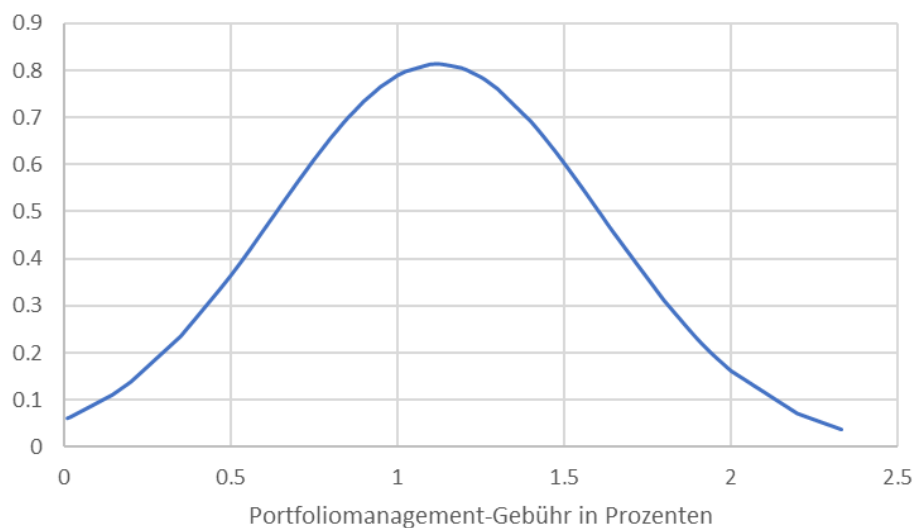


Abbildung 4: Normalverteilung der Portfoliomanagement-Gebühr
(eigene Darstellung)

Portfoliomanagement-Gebühr nach Investitionsstil

Eine genauere Analyse der Portfoliomanagement-Gebühr aufgeteilt nach Investitionsstil zeigt, dass die Gebühr über die Jahre Schwankungen unterworfen ist. Diese Veränderungen sind nicht auf eine Veränderung der Stichprobe zurückzuführen, da die Portfoliomanagement-Gebühr für alle Fonds über alle vier Jahre ohne Missing-Values vorliegt.

Durchschnittliche Portfoliomanagement-Gebühr nach Investitionsstil	2020	2019	2018	2017
Large Value	1.21 %	1.55 %	1.48 %	1.54 %
Large Blend	1.24 %	1.33 %	1.62 %	1.44 %
Mid Value	0.99 %	1.00 %	1.13 %	1.13 %
Mid Blend	1.05 %	1.06 %	1.06 %	1.08 %
Small Value	1.15 %	0.90 %	1.35 %	1.48 %

Tabelle 4: Durchschnittliche Portfoliomanagement-Gebühr nach Investitionsstil
(eigene Darstellung)

Total Return

Die nachfolgende Grafik zeigt den Total Return aller Fonds innerhalb eines Jahres.

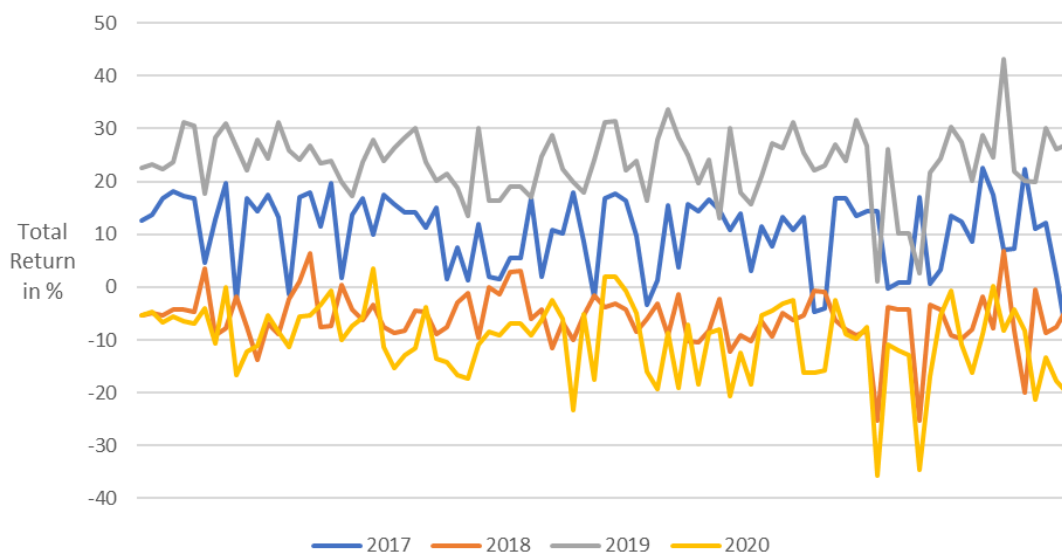


Abbildung 5: Total Return der Fonds
(eigene Darstellung)

Die Total Returns der 89 kotierten Immobilienfonds bewegen sich demnach in einem mehr oder weniger engen Band. Die höchsten Total Returns wurden im Jahr 2019 erzielt, während in den Jahren 2018 und 2020 mehrheitlich negative Werte zu verzeichnen waren.

Modellspezifikation

Erklärung der Variablen

Portfoliomanagement-Gebühr	Management Fee ex Distribution (,estimated' und ,actual')
Alter	0 = 2011–2020 1 = 2001–2010 2 = 1991–2000 3 = 1981–1990 4 = 1972–1980
Investitionsstil	0 = Large Value 1 = Large Blend 2 = Mid Value 3 = Mid Blend 4 = Small Value
geografischer Fokus	0 = national 1 = kontinental 2 = global
Total Return	Total Return
Rating	Morning Star Overall-Rating
Log(NIV)	NIV in USD per 31. Dezember

Da der NIV der Fonds exponentiell wächst, wurde der Logarithmus der Variable ‚NIV‘ berechnet. Interessant wäre zudem eine Variable, die Zu- und Abflüsse von Kundengeldern der Fonds erklärt. Die in der Morningstar-Datenbank gefundenen Informationen wie der ‚Estimated Share Class Flow‘ sind im Vergleich zu den Endjahren jedoch mangelhaft aufbereitet. Die Berechnung zweier alternativer Wachstumsraten mit ‚Nettozuflüsse/Endjahres-NIV‘ oder ‚ $AuM_{t1} - AuM_{t0} / AuM_{t0}$ ‘ ergab ebenfalls verrauschte Daten, weshalb auf eine ‚Flow-Variable‘ verzichtet wurde.

4.5 Empirische Ergebnisse

Es wurde über die gesamte Laufzeit 2017–2020 eine Pooled-Regression durchgeführt. Zudem wurde die Zeitreihe in zwei Teilperioden unterteilt, wobei die Pooled-Regression als Robustness-Test mit einem Time-Fixed Effect berechnet wurde. Diese Berechnungen erfolgten zuerst für den Zeitraum 2017–2018 und anschliessend für die Jahre 2019–2020.

Pooled-Regression 2017–2020, 2017–2018 und 2019–2020

Die Pooled-Regression für die Gesamtperiode von 2017–2020 und für die beiden Teilperioden von 2017–2018 und 2019–2020 liefert dabei folgende Ergebnisse:

Variable	2017–2020 Koeffizient (Standardfehler)	2017–2018 Koeffizient (Standardfehler)	2019–2020 Koeffizient (Standardfehler)
Konstante	1.4839 (0.2599)	1.5817 (0.3686)	1.4731 (0.3696)
Age	0.1556*** (0.0277)	0.1503*** (0.0376)	0.1578*** (0.0407)
Investitionsstil	-0.0419 (0.0294)	-0.0607 (0.0398)	-0.0231 (0.0436)
geografischer Fokus	-0.0998** (0.0422)	-0.1118* (0.0571)	-0.0871 (0.0622)
logNIV	-0.0124 (0.0150)	-0.0037 (0.0210)	-0.0242 (0.0215)
Rating	-0.0273 (0.0252)	-0.0662* (0.0346)	0.0016 (0.0375)
Total Return	0.0008 (0.0017)	0.0022 (0.0033)	0.0009 (0.0021)
bereinigtes R^2	0.1389	0.1744	0.0976
NxT	356	178	178
***, ** und * zeigen Signifikanz auf 1, 5 und 10 %-Niveau			

Tabelle 5: Pooled-Regression 2017–2020, 2017–2018, 2019–2020

(eigene Berechnung)

Das bereinigte R^2 erreicht für die gesamte Laufzeit (2017–2020) einen Wert von 0.1389 bzw. einen Wert von 0.1744 für die ersten beiden Jahre (2017–2018) und 0.0976 für die beiden letzten Jahre (2019–2020).

Demnach ergibt sich folgendes Regressionsmodell für die Laufzeit 2017–2020:

$$\begin{aligned}
 \text{FEE} &= \alpha \\
 &+ 0.1556 \text{ Alter} \\
 &- 0.0419 \text{ Investitionsstil} \\
 &- 0.0998 \text{ geografischer Fokus} \\
 &- 0.1245 \text{ logNIV} \\
 &- 0.0273 \text{ Rating} \\
 &+ 0.0008 \text{ Total Return}
 \end{aligned}$$

Im Folgenden werden die einzelnen Variablen genauer analysiert, um den Einfluss auf die Portfoliomanagement-Gebühr erklären zu können.

Alter des Immobilienfonds

Den Erwartungen entsprechend ist der Einfluss des Fondsalters über die gesamte Laufzeit und bei den Teilperioden 2017–2018 und 2019–2020 signifikant auf dem 1 %-Niveau. Das positive Vorzeichen zeigt, dass die Management-Fee bei älteren Immobilienfonds höher ist als bei Immobilienfonds mit einer kürzeren Lebensdauer.

Alle Fonds wurden in den letzten fünf Dekaden lanciert und sind in fünf Kategorien à je 10 Jahren eingeteilt. Wurde ein Fond bereits vor dem Jahr 1980 lanciert, liegt die Portfoliomanagement-Gebühr erwartungsgemäss um 5×15.56 BPS, also um ca. 78 BPS, höher. Der Koeffizient bewegt sich dabei in den Teilperioden von 0.1503 (2017–2018) bis 0.1578 (2019–2020) und bleibt damit konstant.

Ein Unterschied von fast 80 BPS erscheint auf den ersten Blick als sehr hoch. Tatsächlich sind die Unterschiede in der Portfoliomanagement-Gebühr zwischen den ältesten und den jüngsten Fonds erheblich. Der Durchschnitt⁸ der Portfoliomanagement-Gebühr der ältesten Fonds (Lancierungsdatum 1971–1980) beträgt 1.51 %, während die durchschnittliche Portfoliomanagement-Gebühr der jüngsten Fonds (Lancierungsdatum 2011–2020) noch bei 0.86 % liegt, was einem Unterschied von 65 BPS entspricht.

⁸ gerechnet als arithmetisches Mittel, ohne Gewichtung der NIV

Das Alter ist damit die einzige unabhängige Variable, die in allen drei untersuchten Laufzeiten einen hohen signifikanten Einfluss auf die Portfoliomanagement-Gebühr hat.

Diese empirische Untersuchung kommt damit zu einem anderen Schluss wie die meisten in dieser Arbeit erwähnten Studien, die gezeigt haben, dass ältere Fonds günstiger sind. Diese Studien basieren jedoch auf älteren Datensätzen, weshalb der Zeitraum nach der Finanzkrise nicht abgedeckt ist. Die Daten der vorliegenden Untersuchung umfassen zwar nur Daten seit 2017, aber die ältesten Fonds wurden bereits in den Achtzigerjahren lanciert und deren Portfoliomanagement-Gebühr in den vier untersuchten Jahren ist durchschnittlich höher als bei Fonds, die später aufgelegt wurden. Dies könnte ein Indiz dafür sein, dass Fondsanbieter bei Neulancierungen den sinkenden Zinsen und Renditen Rechnung tragen mussten und die Portfoliomanagement-Gebühr nach unten angepasst haben.

Geografischer Fokus der Investitionen

Der Einfluss des geografischen Fokus der Investitionen ist über die gesamte Laufzeit von 2017–2020 auf dem 5 %-Niveau signifikant. Der Koeffizient beträgt -0.0998 , was bedeutet, dass die Portfoliomanagement-Gebühr um ca. 10 BPS sinkt, wenn anstatt auf nationaler auf kontinentaler Ebene investiert oder der geografische Fokus von ‚kontinental‘ auf ‚global‘ verlagert wird.

Für die erste Hälfte der Datenreihe, also von 2017–2018, ist der Einfluss des geografischen Fokus der Investitionen auf dem 10 %-Niveau signifikant. Der negative Koeffizient von -0.1118 bedeutet eine Einbusse der Portfoliomanagement-Gebühr von 11 BPS, wenn der geografische Fokus der Investitionen von ‚national‘ zu ‚kontinental‘ oder ‚global‘ schwenkt.

Wird nur die zweite Hälfte der Datenreihe betrachtet, hat der geografische Fokus der Investitionen keinen signifikanten Einfluss auf die Höhe der Portfoliomanagement-Gebühr.

Für den Fondsanbieter bedeutet das, dass er für die Erhöhung der Komplexität der Anlagen nicht entschädigt wird, sondern finanzielle Einbussen in Form von tieferen Portfoliomanagement-Gebühren in Kauf nehmen muss. Ferner könnte sich ein Fondsanbieter dafür entscheiden, nur noch ‚national‘ investierende Fonds – womöglich sogar noch zu einer höheren Portfoliomanagement-Gebühr – anzubieten.

Einfluss der restlichen unabhängigen Variablen

Es konnte kein signifikanter Einfluss des Investitionsstils, des NIV, des Ratings oder des Total Returns auf die Portfoliomanagement-Gebühr aufgezeigt werden.

95 %-Konfidenzintervalle der insignifikanten Variablen

Die 95 %-Konfidenzintervalle der insignifikanten Variablen Investitionsstil, logNIV, Rating und Total Return erstrecken sich von positiven zu negativen Zahlen und beinhalten damit auch den Wert '0', was ebenfalls dafür spricht, dass deren Einfluss insignifikant ist.

	95 %-Konfidenzintervalle	
Alter	0.1011	0.2101
Investitionsstil	-0.0998	0.0159
geografischer Fokus	-0.1828	-0.0168
logNIV	-0.0419	0.0170
Rating	-0.0770	0.0223
Total Return	-0.0025	0.0041

Tabelle 6: 95 %-Konfidenzintervalle
(eigene Berechnung)

4.6 Total Return mit zeitverzögerten Daten

Eine überdurchschnittliche Performance könnte einen Fondsanbieter dazu verleiten, die Fondsgebühren und damit auch die Portfoliomanagement-Gebühr anzuheben. In diesem Fall steigen die Gebühren nicht im Folgejahr, sondern vermutlich erst nach ein paar Jahren.

Um diese Vermutung zu prüfen, wurde die Pooled-Regression mit einer Zeitverzögerung (Time-Lag) für die Variable Total Return von einem und von zwei Jahren durchgeführt. Diese Berechnung hat dabei folgende Resultate geliefert:

Variable	kein ,Time-Lag' Koeffizient (Standardfehler)	1 Jahr ,Time-Lag' Koeffizient (Standardfehler)	2 Jahre ,Time-Lag' Koeffizient (Standardfehler)
Konstante	1.4839 (0.2599)	1.4734 (0.2586)	1.4969 (0.2579)
Age	0.1556*** (0.0277)	0.1562*** (0.0277)	0.1557*** (0.0276)
Investitionsstil	-0.0419 (0.0294)	-0.0425 (0.0294)	-0.0386 (0.0294)
geografischer Fokus	-0.0998** (0.0422)	-0.0999** (0.0422)	-0.0950** (0.0421)
logNIV	-0.0124 (0.0150)	-0.0119 (0.0149)	-0.0138 (0.0149)
Rating	-0.0273 (0.0252)	-0.0242 (0.0246)	-0.0331 (0.0250)
Total Return	0.0008 (0.0017)	-0.0006 (0.2586)	0.0043 (0.0026)
bereinigtes R^2	0.1389	0.1386	0.1450
NxT	356	356	356
*** und** zeigen Signifikanz auf 1 und 5 %-Niveau			

Tabelle 7: Pooled-Regression 2017–2020 mit Total Return ,Time-Lag'
(eigene Berechnung)

Bei einer Zeitverzögerung von einem Jahr beim Total Return resultiert ein p -Wert von 0.762. Wird die Zeitverzögerung auf zwei Jahre erhöht, sinkt der p -Wert auf 0.101 und ist damit insignifikant.

Diese Ergebnisse können nicht belegen, dass die Anbieter der untersuchten Fonds eine überdurchschnittliche Performance für die Erhöhung der Portfoliomanagement-Gebühren genutzt haben oder dass die Anbieter von Fonds mit einer unterdurchschnittlichen Performance die Portfoliomanagement-Gebühren reduzieren mussten.

Eine fixe Portfoliomanagement-Gebühr bei einer Outperformance zu erhöhen, ist einerseits aufgrund der vertraglichen Regelungen im Fondsprospekt nur mit viel Aufwand zu bewerkstelligen und andererseits müsste diese wieder gesenkt werden, wenn die Performance des Fonds unterdurchschnittlich ist. Ferner erscheint eine nachträgliche Anpassung der Vergütung, wenn der Portfoliomanager gut gearbeitet hat, als unkooperatives Verhalten, denn es ist die Aufgabe des Portfoliomanagers, den vorgegebenen Benchmark zu übertreffen.

Falls ein Fondsanbieter der Meinung ist, dass seine Portfoliomanager über die notwendigen ‚Management-Skills‘ zur nachhaltigen Outperformance verfügen, überlegt er sich, ein Performance-Fee-Modell in den Vertrag aufzunehmen. Dieses schafft vor der Lancierung des Fonds klare Bedingungen. So steht fest, unter welchen Bedingungen der Fondsanbieter eine Performance-Fee erhält und wann nicht.

Für die vorliegende Arbeit wurden bewusst Fonds mit einer fixen Portfoliomanagement-Gebühr gewählt, während Fonds mit einer Performance-Fee ausser Acht gelassen wurden, da es darum geht, Unterschiede in der Höhe der Portfoliomanagement-Gebühr unter Ausklammerung der ‚Management-Skills‘ zu identifizieren.

Das ‚Morning Star Overall Rating‘ hat ebenfalls keinen signifikanten Einfluss auf die Portfoliomanagement-Gebühr. Dieses bildet die Performance (Return) und das Risiko eines Fonds ab und sollte sich bei einer überdurchschnittlichen Performance (bei gleichbleibendem Risiko) in einem höheren Wert niederschlagen. Aus diesem Grund ist das Rating im Vergleich zur Performance bzw. zum Total Return zeitverzögert. Wenn der Total Return keinen signifikanten Einfluss auf die Portfoliomanagement-Gebühr hat, kann geschlossen werden, dass dies auch für das Rating zutrifft.

Da anhand der Daten des zeitverzögerten Total Returns kein signifikanter Einfluss auf die Portfoliomanagement-Gebühr aufgezeigt werden konnte, konzentriert sich die Analyse im Folgenden auf die in der Pooled Regression enthaltenen Daten.

4.7 Robustness-Test

Im Folgenden wird das Resultat einem Robustness-Test unterzogen.

4.7.1 Pooled-Regression mit Time-Fixed Effects

In einem ersten Schritt wurde die Zeitvariable als ‚Dummy-Variable‘ in die Berechnung aufgenommen, um die ‚Unobserved Factors‘ zu identifizieren. Damit sollten Faktoren berücksichtigt werden, die sich über die Jahre verändern und die alle Fonds gleichermassen beeinflussen, beispielsweise Wirtschaftswachstum, Sparquote, Arbeitslosigkeit etc.

Variable	2017–2020 Koeffizient (Standardfehler)	2017–2018 Koeffizient (Standardfehler)	2019–2020 Koeffizient (Standardfehler)
Konstante	80.3380 (44.8013)	-104.6971 (224.2344)	91.9752 (452.7705)
Date	-0.0390 (0.0222)	0.0527 (0.1111)	-0.0448 (0.2242)
Age	0.1565*** (0.0276)	0.1490*** (0.0378)	0.1592*** (0.0415)
Investitionsstil	-0.0411 (0.0293)	-0.0596 (0.0399)	-0.0228 (0.437)
geografischer Fokus	-0.0999** (0.0421)	-0.1104* (0.0573)	-0.0866 (0.0625)
logNIV	-0.0135 (0.0149)	-0.0038 (0.0210)	-0.0242 (0.0215)
Rating	-0.0290 (0.0252)	-0.0694* (0.0353)	0.0057 (0.0427)
Total Return	0.0001 (0.0017)	0.0043 (0.0056)	-0.0003 (0.0064)
bereinigtes R^2	0.1440	0.1706	0.0926
NxT	356	178	178
***, ** und * zeigen Signifikanz auf 1, 5 und 10 %-Niveau			

Tabelle 8: Pooled-Regression mit Time-Fixed Effects 2017–2020

(eigene Berechnung)

Über die gesamte Laufzeit von 2017 bis 2020 betrachtet, steigt das bereinigte R^2 von 0.1389 auf 0.1440. Es ergibt sich für die Zeit ein mit der Berechnung ohne ‚Dummy-Variable‘ vergleichbares Bild: Das Alter bleibt auf dem 1 %-Niveau bzw. der Einfluss des geografischen Fokus der Investitionen auf dem 5 %-Niveau signifikant.

Um den ‚Omitted Variable Bias‘ zu verringern, wurde im nächsten Schritt die ‚Least Squares Dummy Variable‘-Schätzung verwendet. Sie dient dazu, die individuellen Effekte herauszufiltern, die speziell für einzelne Fonds zutreffen, die sogenannte ‚Unobserved Heterogeneity‘.

Es kann jedoch nicht ausgeschlossen werden, dass die Schätzung einen ‚Bias‘ enthält. Um diesen zu ermitteln, wurde die Methode der Unit-Fixed Effects angewendet. Zu diesem Zweck wurde dieselbe Pooled-Regression erneut durchgeführt, wobei zusätzlich jeder Fonds als unabhängige Variable⁹ berücksichtigt wurde. Damit wurden für jeden Fond temporäre ‚Dummy-Variablen‘ erstellt.

Da bei der Regression in Stata die Daten dreier Fonds nicht berücksichtigt wurden, ergeben sich für die Pooled-Regression insgesamt 86 zusätzliche ‚Dummy-Variablen‘. Auf diese Weise wurde jedes Paar an Beobachtungen in der Pooled-Regression berücksichtigt. Das Resultat ist ein individueller Koeffizienten für jeden Fond.

Mit dem Anstieg des bereinigten R^2 auf 0.63 steigt zwar der Schätzwert der Berechnung, aber die zugrundeliegenden Daten ergeben darüber hinaus nicht viel Aufschluss.

Der Koeffizient für das Alter ist mit -0.3144 negativ bzw. derjenige für den geografischen Fokus mit 0.1132 positiv. Die ‚Unobserved Heterogeneity‘ hat in diesem Fall keinen grossen Einfluss. Eine mögliche Erklärung ist, dass sich ein grosser Teil der unabhängigen Variablen über die Zeit nicht verändert und konstant bleibt.

Um die Daten vertiefter zu analysieren, wurde die ‚Within Estimator‘-Schätzung angewendet. Dabei wurde für jeden einzelnen Fond und für jede einzelne Variable der Mittelwert berechnet und von den einzelnen Variablen subtrahiert. Da die ‚Dummy-Variablen‘ konstant sind, resultiert ein Wert von 0. Die ‚Dummy-Variablen‘ werden bei der Schätzung deshalb nicht berücksichtigt.

⁹ Diese Berechnung wurde in Stata mit dem ‚i.Fond-ID‘-Befehl durchgeführt.

Auch die ‚First Differencing‘ – eine alternative Methode, um Paneldaten zu analysieren – hilft aufgrund derselben Problematik nicht weiter: Da sich die ‚Dummy-Variablen‘ über die Zeit nicht ändern, ist deren Differenz null und damit für den Test irrelevant.

Da weder die ‚Dummy-Variablen‘-Methode, die ‚Within Estimator‘-Schätzung noch die ‚First Difference‘-Methode beim Robustness-Test der Pooled-Regression weiterhilft, wurde der Random Effects Estimator angewendet, um detailliertere Erkenntnisse zur Pooled-Regression zu erhalten.

4.7.2 Random Effects Estimator

Die Methode des ‚Random Effects Estimator‘ nutzt sowohl ‚Within‘-Daten, also Daten innerhalb der einzelnen Fonds, als auch ‚Between‘-Daten, also Daten zwischen den verschiedenen Fonds. Die Anwendung von ‚Random Effects‘ sollte damit gegenüber den bisher geprüften Fixed Effects-Methoden effizienter sein.

Der Random Effects Estimator erlaubt es, Koeffizienten für Variablen zu berechnen, die über die Zeit konstant bleiben. Damit sollte es nun möglich sein, auch Koeffizienten für das Alter, den Investitionsstil und den geografischen Fokus der Investitionen zu schätzen, was mit den bisherigen Tests nicht möglich war.

Als nächsten Schritt wurde die Random Effects Estimator-Berechnung in Stata durchgeführt.¹⁰ Dabei wurden die folgenden Resultate erhalten:

¹⁰ Die Random Effects GLS Regression wurde mit dem ‚xtreg‘-Befehl in Stata durchgeführt.

Variable	2017–2020 Koeffizient (Standardfehler)	2017–2018 Koeffizient (Standardfehler)	2019–2020 Koeffizient (Standardfehler)
Konstante	1.4306 (0.3821)	1.6531 (0.4450)	1.3076 (0.4597)
Age	0.1552*** (0.0465)	0.1528*** (0.0467)	0.1543*** (0.0538)
Investitionsstil	-0.0447 (0.0493)	-0.0606 (0.0494)	-0.0201 (0.0573)
geografischer Fokus	-0.0997 (0.0711)	-0.1127 (0.0710)	-0.0857 (0.0824)
logNIV	-0.0116 (0.0210)	-0.0096 (0.0251)	-0.0088 (0.0258)
Rating	-0.1395 (0.0261)	-0.0580 (0.0373)	-0.0292 (0.0370)
Total Return	0.0009 (0.0011)	0.0016 (0.0024)	0.0012 (0.0012)
R-squared within	0.0015	0.0063	0.0167
R-squared between	0.2102	0.2504	0.1399
R-squared overall	0.1526	0.2017	0.1233
Sigma_u	0.3551	0.3187	0.4054
Sigma_e	0.2983	0.3039	0.2585
rho	0.5863	0.5238	0.7109
*** zeigt Signifikanz auf 1 %-Niveau			

Tabelle 9: Random Effects GLS Regression von 2017–2020
(eigene Berechnung)

Über die gesamte Laufzeit beträgt das ‚ R^2 within‘ 0.0015 bzw. das ‚ R^2 between‘ 0.2102 bei einem ‚overall R^2 ‘ von 0.1526.

Daraus kann geschlossen werden, dass die Unterschiede in den Variablen zwischen den einzelnen Fonds (between) die stärkste Erklärung liefern, während die Veränderung über die Zeit bei einem einzelnen Fond (within) einen kleineren Einfluss auf die Portfoliomanagement-Gebühr hat.

Als signifikant einflussreicher Faktor auf die Portfoliomanagement-Gebühr bleibt das Alter. Der geografische Fokus, der bei der Pooled-Regression im Zeitraum von 2017 bis 2020 auf dem 5 %-Niveau noch signifikant war, ist es nun nicht mehr.

Wenn Unterschiede in der Portfoliomanagement-Gebühr vor allem durch Unterschiede zwischen den Fonds und weniger durch die Veränderungen der Fondsparameter über die Zeit hinweg erklärt werden können, liegt der Schluss nahe, dass eine Querschnittsregression mit Stichtagsdaten ein ähnliches Resultat liefern müsste.

Um diese Vermutung zu überprüfen, wurde eine lineare Regression mit Daten per 31. Dezember 2020 durchgeführt, wobei folgende Resultate verzeichnet wurden:

Variable	Koeffizient	p-Wert	95 %-Konfidenzintervall	
Konstante	1.2256	0.020	0.1975	2.2536
Alter	0.1457***	0.009	0.0370	0.2544
Investitionsstil	-0.0053	0.927	-0.1214	0.1108
geografischer Fokus	-0.0431	0.608	-0.2010	0.1236
NIV	-0.0293	0.297	-0.0848	0.0263
Rating	0.0545	0.378	-0.0678	0.1769
Total Return	-0.0057	0.529	-0.0236	0.0122
bereinigtes R^2	0.0475			
n	89			
*** signifikant auf 1 %-Niveau				

Tabelle 10: Lineare Regression mit Daten per 31. Dezember 2020
(eigene Berechnung)

Das bereinigte R^2 beträgt 0.0475 und ist damit deutlich tiefer als das R^2 von 0.1389 bei der Berechnung über den gesamten Zeithorizont von 2017–2020. Das Modell kann daher unter Berücksichtigung der gesamten Zeitreihe wesentlich besser erklärt werden.

Das Alter des Fonds bleibt als einziger Fondsparameter mit einem signifikanten Einfluss auf die Portfoliomanagement-Gebühr übrig.

Die restlichen Faktoren – und damit auch der geografische Fokus der Investitionen, der bei der vierjährigen Zeitreihe auf dem 5 %-Niveau noch signifikant war – sind

insignifikant. Dass die Komplexität des Portfoliomanagements aufgrund der geografischen Reichweite und der Verlagerung von ‚Large Value‘ zu ‚Small Value‘ zu einer höheren Portfoliomanagement-Gebühr führt, konnte nicht nachgewiesen werden.

5. Zusammenfassung

Die am Anfang dieser Arbeit gestellte Frage, wie sich verschiedene Investitionsstile der Immobilienfonds wie ‚Core‘, ‚Value-Added‘ oder ‚Opportunistic‘ auf die Portfoliomanagement-Gebühr auswirken, konnte im Rahmen dieser Arbeit aufgrund der fehlenden Daten zu den nicht-kotierten Immobilienfonds nicht beantwortet werden.

Im Bereich der kotierten Immobilienfonds konnte jedoch gezeigt werden, dass die ältesten Fonds, die untersucht wurden, eine rund doppelt so hohe Portfoliomanagement-Gebühr haben wie die jüngsten Fonds. Da die Lancierung eines neuen Fonds eine zukunftsgerichtete Tätigkeit ist, bringt diese Erkenntnis auf den ersten Blick wenig. Der Anbieter eines neuen Fonds kann aber Fondslancierungen in jenen Anlageklassen forcieren, in denen die erwarteten Renditen steigen, da er in diesem Umfeld eine höhere Portfoliomanagement-Gebühr durchsetzen kann.

Für den Investor bedeutet diese Beobachtung, dass er aus dem Alter eines Fonds hinsichtlich der Frage, ob dieser teurer oder günstiger sein könnte, keine voreiligen Schlüsse ziehen sollte. Neue und damit meist noch kleine Fonds haben durchaus das Potenzial, eine im Vergleich zu älteren und grösseren Fonds bessere TER zu erzielen.

Dass sich eine Komplexitätssteigerung des Portfoliomanagements aufgrund einer Investitionsstiländerung von ‚Large Value‘ zu ‚Small Value‘ oder einer Internationalisierung der Anlagen in einer Erhöhung der Portfoliomanagement-Gebühr niederschlägt, konnte mit der vorliegenden Untersuchung nicht gezeigt werden. Es besteht das Risiko, dass aus dem steigenden globalen Konkurrenzdruck eine tiefere Portfoliomanagement-Gebühr resultiert.

Verfügt ein Fondsanbieter bereits über einen national investierenden, kotierten Immobilienfond mit guter Performance und breiter Investorenbasis, kann ihn dieser Erfolg dazu verleiten, einen global investierenden, kotierten Immobilienfond zu lancieren. Die Annahme, dass bei einem globalen Portfolio aufgrund der komplexeren Verwaltung infolge der Research-Kosten eine höhere Portfoliomanagement-Gebühr verlangt wird, könnte ein Irrtum sein. Denn – wie in dieser Arbeit gezeigt werden konnte – sinken die Gebühren, je stärker sich die Investitionen von national über kontinental nach global bewegen.

Den gleichen Fehler könnte jenem Fondsanbieter unterlaufen, der bereits einen ‚Large Value‘-Fond verwaltet und seine Fondspalette in Richtung ‚Mid Value‘ oder ‚Small

Value‘ diversifizieren möchte, da die Wahl des ‚Investitionsstils‘ die Portfoliomanagement-Gebühr in keiner Weise beeinflusst.

Zudem hat sich gezeigt, dass der Total Return, das Rating und auch der NIV keinen Einfluss auf die Portfoliomanagement-Gebühr hat. Dies erstaunt vor allem beim NIV, da ‚Economies of Scale‘ in der Fachliteratur unbestritten sind.

Der Titel der vorliegenden Arbeit lautet ‚Pricing-Strategien im Immobilien-Portfoliomanagement‘ und das Ziel besteht darin, wichtige Aspekte bei der Preisfestlegung von Portfoliomanagement-Dienstleistungen zu beleuchten, die einem Fondsanbieter bei der Preisfestlegung helfen können.

Es hat sich gezeigt, dass der Preis nicht unabhängig vom Markt durchgesetzt werden kann. Aufgrund der hohen Preistransparenz und der Homogenität der kotierten Immobilienfonds muss der Fondsanbieter sich an den Vorgaben der Konkurrenz ausrichten.

Die Erkenntnis dieser Arbeit lautet demnach, dass die Preisfestlegung einer neuen Immobilien-Portfoliomanagement-Strategie bereits in einem sehr frühen Stadium des Produktlancierungsprozesses stattfinden sollte, um auszuloten, ob sich eine Diversifikation der Produktpalette finanziell lohnt.

Sind die Aussichten, dass der Fondsanbieter für die zusätzlichen Aufwendungen entschädigt wird, schlecht, kann das Projekt frühzeitig abgebrochen werden, ohne viel Aufwand und Ressourcen für eine aussichtslose Fondslancierung aufzuwenden.

Literaturverzeichnis

ALFI. *Raising capital worldwide*. Abgerufen am 3. Juli 2021 von <https://www.alfi.lu/en-GB/Pages/Raising-capital-worldwide>

Bauer, C., & Wübker, G. (2015). *Power Pricing für Banken: Wege aus der Ertragskrise* (3., komplett aktualisierte und erweiterte Auflage). Campus.

Board of Governors of the Federal Reserve System (US). *Effective Federal Funds Rate (FEDFUNDS)*. Abgerufen am 15. August 2021 von <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>

Chiang, K., Rui, Z., Wisen, C., & Zhou, X. (2013). The Strategic Setting Of Real Estate Mutual Fund Expense Ratios. *Journal of Applied Business Research*, 29(6), 1641–. <https://doi.org/10.19030/jabr.v29i6.8203>

Christoffersen, S. E., & Musto, D. K. (2002). Demand Curves and the Pricing of Money Management. *The Review of Financial Studies*, 15(5), 1499–1524. <https://doi.org/10.1093/rfs/15.5.1499>

Committee of European Securities Regulators. (2010) *CESR's guidelines on the methodology for calculation of the ongoing charges figure in the Key Investor Information Document*. Abgerufen am 23. Juni 2021 von https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_674.pdf

Del Casino, J. (1995). Portfolio Diversification Considerations. Pagliari, J. L. (Hrsg.). *The handbook of real estate portfolio management*. Irwin Professional Pub.

Diboky, F., & Finsinger, J. (2006). Total Expense Ratio – eine empirische Untersuchung der Zusatzkosten von Investmentfonds. *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 58(6), 710–729. <https://doi.org/10.1007/BF03371678>

Duvall, J., & Swan, G. (2019). Ongoing Charges for UCITS in the European Union. *ICI Research Perspective*, 25(7), 1–24. Abgerufen am 23. Juni 2021 von <https://www.ici.org/system/files/attachments/pdf/per25-07.pdf>

Ebert, G., & Steinhübel, V. (2021). Teilgebiete der Kosten- und Leistungsrechnung. In *Kosten- und Leistungsrechnung* (pp. 19–132). Springer Fachmedien Wiesbaden. https://doi.org/10.1007/978-3-658-30926-8_3

Fäs, U., & von Felten, D. (2015). Herausforderungen und Trends bei Immobilienanlagen in der Schweiz und im Ausland. In Trübstein, M. (Hrsg.), *Real Estate Asset Management: Studienergebniss zu direkten und indirekten Immobilieninvestitionen in der Schweiz, Deutschland und Österreich* (S. 71–88). Wiesbaden: Springer Gabler.

Gil-Bazo, J., & Ruiz-Verdu, P. (2009). The Relation between Price and Performance in the Mutual Fund Industry. *The Journal of Finance (New York)*, 64(5), 2153–2183. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01497.x>

Hefti, A. (2020): *Einführung in die Ökonomie*. CUREM 2020–2021, Modul Menschen und Märkte, Zürich 5. März 2020

Houge, T., & Wellman, J. (2007). The Use and Abuse of Mutual Fund Expenses. *Journal of Business Ethics*, 70(1), 23–32. <https://doi.org/10.1007/s10551-006-9077-6>

INREV. (2019) *Total Global Expense Ratio : a globally comparable measure of fees and costs for real estate investment vehicles*. Abgerufen am 28. Juni 2021 von <https://www.inrev.org/system/files/2020-01/INREV-TGER-2019.pdf>

Malhotra, D., & McLeod, R. (1997). AN EMPIRICAL ANALYSIS OF MUTUAL FUND EXPENSES. *The Journal of Financial Research*, 20(2), 175–190. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1997.tb00243.x>

Morningstar. *The Morningstar Rating™ for Funds*. Abgerufen am 3. Juli 2021 von https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/research/methodology/771945_Morningstar_Rating_for_Funds_Methodology.pdf

Morningstar. *Morningstar™ Style Box*. Abgerufen am 14. August 2021 von [https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/apac/au/pdfs/Legal/Stylebox_Factsheet.pdf?#:~:text=The%20Morningstar%20Style%20Box%20is,of%20growth%20and%20value%20stocks\).](https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/apac/au/pdfs/Legal/Stylebox_Factsheet.pdf?#:~:text=The%20Morningstar%20Style%20Box%20is,of%20growth%20and%20value%20stocks).)

Pugh, C. (1996). Olympia and York, Canary Wharf and what may be learned. *Property Management*, 14(2), 5–18. <https://doi.org/10.1108/02637479610115503>

Shilling, J. D., & Wurtzbech, C. H. (2012). Is value-added and opportunistic real estate investing beneficial? if so, why? *The Journal of Real Estate Research*, 34(4), 429–462.

Simon, H. (2013). *Preisheiten – alles, was Sie über Preise wissen müssen*. Campus Verlag.

Trübestein, M. (2012). *Praxishandbuch Immobilieninvestments : Anlagevehikel, Märkte, Strategien in Deutschland und Österreich* (1st ed. 2012.). Gabler Verlag.
<https://doi.org/10.1007/978-3-8349-7160-9>