

NZZ

Immobilienfonds unter der Lupe

Das Gebührenkartell

Andrea Martel 27.10.2014



Bei Immobilienfonds lohnt sich ein genauer Blick auf die Kostenstruktur. (Bild: Illustration: Karsten Petrat)

Für Immobilienfonds werden teilweise sehr hohe Gebühren verlangt. Beobachter orten mangelnde Konkurrenz, was auch an der Regulierung liegt.

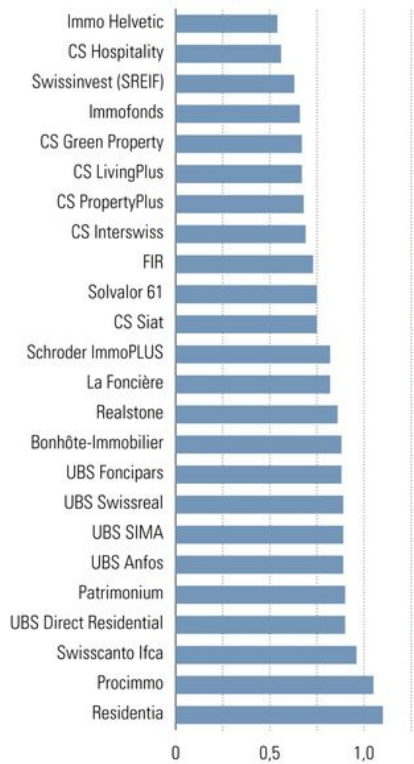
Immobilienfonds waren in den vergangenen Jahren für Anleger ein gut rentierendes Investment. Zwischen 2010 und 2012 betrug die Summe aus Wertentwicklung und Ausschüttung im Durchschnitt etwas mehr als 6%, und auch im laufenden Jahr sieht es nach einem Plus in dieser Grössenordnung aus. Einzig im Jahr 2013 gab es einen Dämpfer mit leicht negativer Performance.

Grosse Spanne

Noch lukrativer sind Immobilienfonds allerdings für diejenigen, die sie aufsetzen: für die Fondsmanager und Depotbanken. Die Fondsbetriebsaufwandquote (Total Expense Ratio, TER), die neben Bewirtschaftungs- und anderen Drittkosten die Vergütung des Managements abdeckt, bewegte sich bei den verschiedenen Produkten 2013 zwischen 0,54% und 1,1% des gesamten Fondsvermögens (vgl. Grafik). Vor allem bei grösseren Fonds schenken solche Quoten schön ein. Beim grössten Immobilienfonds entspricht die TER von 0,89% satten 62 Mio. Fr.

Investmentmanagement-Kosten

Fondsbetriebsaufwandquote TER (GAV)¹, in %



¹ GAV = Gross Asset Value (Gesamtfondsvermögen)

QUELLE: SCHROEDERS NZZ-cke. Rscannzz-XADHV

Die Höhe dieser Gebühren ist vielen Investoren ein Dorn im Auge. Die Vergütung des Managements sei unangemessen hoch, lautet der Vorwurf. Aber wie hoch ist zu hoch? Diese Frage lässt sich absolut kaum beantworten. In Erklärungsnot sind auf den ersten Blick jene Fonds, deren TER höher ist als der Durchschnitt (2013: 0,8%). Eigentliche Ausreisser nach oben gibt es jedoch – anders als noch vor Jahren – keine mehr. Die höchste Quote wies 2013 der junge Tessiner Fonds Residentia mit 1,1% aus. Aber dieser ist noch so klein (Gesamtfondsvermögen von 100 Mio. Fr.), dass der absolute Gebührenbetrag von 1,1 Mio. Fr. wohl gerade ausreicht, um die hohen Grundinvestitionen zu tätigen, die es für Immobilienfonds braucht.

Wo sind die Skaleneffekte?

Mindestens genauso relevant wie die TER ist deshalb der absolute Betrag, der aus dieser Quote resultiert. Beim grössten Fonds der Credit Suisse, dem Siat, entspricht die TER von 0,75% einem Betrag von knapp 18 Mio. Fr., beim dreimal grösseren Sima der UBS sind es bei einer TER von 0,89% rund 62 Mio. Fr. Selbstverständlich erhält der Anleger für diese Summe Leistungen. Dazu gehören unter anderem das Management des Fonds und die Verwaltung der Liegenschaften. Aber bei grossen Fonds bzw. grossen Anbietern lassen sich diese Leistungen aufgrund der Skaleneffekte relativ effizient erbringen, weshalb der Gebührenanteil niedriger sein kann. Der Sima eignet sich wegen seiner Grösse gut als Beispiel: Die Bewirtschaftung von Liegenschaften kostet in der Regel 3,5% bis 4% der Mietzinseinnahmen; das wären im Fall des Sima knapp 15 Mio. Fr. Als Lohnkosten für das Management kommen etwa noch 10 Mio. bis 20 Mio. Fr. dazu. Zusätzlich werden die Kosten für externe Schätzer, Fondsleitung, Depotführung, Administration, Revision usw. aus der Management-Fee bestritten. Aber zusammengerechnet gibt das deutlich weniger als die Fee von 62 Mio. Fr.

Auch eine TER in durchschnittlicher Höhe könnte damit übertrieben wirken, zumal die Immobilienfonds generell vergleichsweise hohe Gebührenquoten haben, also auch der Durchschnitt bereits relativ hoch liegt. Dies zeigt beispielsweise der Fall von Pensimo. Beobachter attestieren Pensimo vernünftige Kostenstrukturen. Die Gesellschaft investiert im Auftrag von Anlagestiftungen in Immobilien und legt den Schwerpunkt nicht auf die eigene Gewinnmaximierung, sondern darauf, im Dienste der Investoren effizient und kostengünstig zu arbeiten. Was jedoch günstig bedeutet, ist selbst bei Pensimo nicht überall dasselbe. Bei dem von der Gesellschaft geführten Immobilienfonds Swissinvest liegt die TER bei niedrigen 0,63%. Bei den betreuten Anlagestiftungen kommt Pensimo jedoch mit der Hälfte aus.

Auch andere günstige Anbieter von Anlagestiftungen haben eine TER von unter 0,5%. Die beiden Gefässe sind zwar von ihrer Kostenstruktur her nicht eins zu eins vergleichbar, aber es ist doch auffällig, dass Anlagestiftungen, die im Gegensatz zu den Fonds häufig von Pensionskassen und nicht von Asset-Managern lanciert und kontrolliert werden, viel kostengünstiger operieren.

Neue Anlagestruktur

Einen Anhaltspunkt, ob die Gebühren der Fonds gerechtfertigt sind, kann auch der Vergleich mit den Gebühren von Immobilien-Investmentmanagern liefern, die im Auftrag Dritter Portfolios von Direktanlagen führen. Die im Ausland unter dem Titel «Separate Account» bekannte Anlagestruktur ist hierzulande noch wenig verbreitet, erfreut sich aber steigenden Interesses: Bei Firmen wie HIG Immobilien Asset Management, Inreim oder Swiss Finance & Property kann professionelles Immobilien-Portfoliomanagement ab einer in TER ausgedrückten Gebühr von 0,3% eingekauft werden. Auch wenn bei einem Fonds die administrativen Kosten zur Führung der rechtlichen Fondsstruktur hinzukommen, bleibt die Summe weit unter den bekannten TER der Fonds.

Die Höhe der Kosten bei Immobilienfonds ist aber nicht der einzige Kritikpunkt der Investoren. Hinzu kommt die immer noch mangelhafte Transparenz, denn anders als der Name suggeriert, umfasst die Total Expense Ratio nicht alle Kosten, die bei Immobilienfonds anfallen. Nicht in der TER enthalten sind beispielsweise die Kosten, die beim Kauf oder Verkauf von Immobilien anfallen, oder die Gebühren, welche durch Bautätigkeit generiert werden. Diese machen in der Regel 1,5% bis 2% des Transaktionspreises bzw. 2% bis 3% der Bausumme aus.

Wer diese abschätzen will, muss in die Geschäftsberichte eintauchen und zu jeder Immobilie eigene Berechnungen anstellen, etwa durch den Vergleich von Gestehungskosten und Verkehrswert. Um beim Sima als Beispiel zu bleiben: Laut seinem Geschäftsbericht hat der Fonds im Jahr 2013 für gut 90 Mio. Fr. Liegenschaften gekauft und verkauft, was zusätzliche Gebühren von rund 1,5 Mio. Fr. generiert haben dürfte, wobei aus diesem Betrag natürlich auch die Makler bezahlt werden müssen. Eine weitere Million lässt sich aus den 65 Mio. Fr. ableiten, die in Sanierungen flossen, und ein mindestens ebenso hoher Betrag aus den Neubauten, bei denen sich die Investitionen auf Basis des Jahresberichts nicht genau einzelnen Jahren zuordnen lassen.

Man könnte nun argumentieren, dass dieser von der TER nicht erfasste Betrag vernachlässigbar sei. Dies ist aber nicht immer der Fall. Beim Sima handelt es sich um ein langjährig etabliertes Gefäss, dessen Transaktionen sich im Vergleich zur Grösse des Fonds in Grenzen halten. Aber es gibt auch – vor allem jüngere – Fonds, bei denen diese nicht ausgewiesenen Kosten einen deutlich grösseren Anteil ausmachen. Ein Beispiel ist der ImmoHelvetic. Dieser weist zwar mit 0,5% die niedrigste TER aller kotierten Immobilienfonds aus, hatte in den letzten fünf Jahren aber einen permanent sehr hohen Bauanteil von rund 10%. Die echte Gesamtkostenquote käme damit gut und gerne 0,2 Prozentpunkte höher zu liegen.

Falsche Anreizstrukturen

Dass die TER nicht alle Kosten erfasst, hat mehrere Nachteile. Zum einen liefert die Kennzahl den Anlegern eine einseitige, im Extremfall gar irreführende Entscheidungsgrundlage, da die Kosten meist zu tief ausgewiesen sind. Zum anderen verändert sie die Anreizstruktur der Fondsleitungen. Diese versuchen ihr Geld dort zu verdienen, wo der Betrag nicht in der TER ausgewiesen werden muss, also zum Beispiel bei Käufen und Verkäufen oder beim Bauen. Gerade bei Immobilien-Anlagegefässen kann Aktivismus aber teuer werden, denn die Transaktionskosten sind hoch (Schätzkosten, Grundstückgewinnsteuer, Handänderungssteuern usw.). Dies ist umso gravierender, als externe Transaktionskosten in der Regel unabhängig davon anfallen, wie erfolgreich z. B. ein Verkauf ist bzw. ob er zum bestmöglichen Preis erfolgt oder nicht. Um solche für den Investor negative Verzerrungen zu vermeiden, brauchte es eine Kennzahl, die die wirklichen Gesamtkosten der Fonds zeigt.

Fehlender Wettbewerb

Ob die Anleger aber tatsächlich anders investieren würden, wenn sie die Gebührenstruktur der Immobiliengefässe noch genauer kennten, ist eine andere Frage. Bereits für die TER gibt es ja gute Anhaltspunkte, wie kostengünstig Fonds arbeiten, und es ist nicht so, dass viele Investoren die Fonds mit hoher TER meiden würden. Zu attraktiv sind die Produkte im derzeitigen Zinsumfeld im Vergleich mit alternativen Anlagen und zu gross auch die Gleichgültigkeit, solange die Rendite einigermaßen stimmt. Hinzu kommt, dass bei den börsengehandelten Immobilienfonds – im Gegensatz beispielsweise zu Anlagestiftungen – die Kosten

nicht unbedingt direkt auf die Performance durchschlagen. Wenn Immobilienfonds begehrt sind, kann der Kurs unabhängig von der operativen Basis steigen.

Das Interesse an der Kostenstruktur von Immobilienfonds könnte jedoch schlagartig steigen, wenn die relative Attraktivität dieser Gefässe dereinst wieder abnehmen sollte. Dies ist wohl auch den Fondsleitungen bewusst. Bereits heute ist es ihnen nicht gleichgültig, wie sie punkto TER dastehen. Die Spanne zwischen höchstem und niedrigstem Wert hat sich jedenfalls in den letzten Jahren stark reduziert. Per 30. Juni 2014 hat beispielsweise die UBS die sogenannte Flat Fee auf ihren Immobilienfonds (sie entspricht in der Höhe etwa der TER) von 0,9% auf 0,82% des Gesamtfondsvermögens reduziert.

Hohe Markteintrittshürden

Ein positiver Einfluss auf die Gebührenstruktur wäre auch zu erwarten, wenn es einfacher würde, einen Fonds aufzusetzen. Die Auflagen der Finanzmarktaufsicht (Finma) für neue Fondsanbieter sind so hoch, dass es für neue Akteure in diesem Bereich fast unmöglich ist, sich mit kompetitiven Produkten zu etablieren. So braucht heute jeder Immobilienfonds sowohl einen Risk als auch einen Compliance Officer. Wenn diese Personen nicht wie bei den Grossbanken in der Organisation bereits vorhanden sind, sondern speziell für das Gefäss eingestellt werden müssen, ist dies sehr teuer.

Viel leichter fällt es deshalb etablierten Anbietern wie UBS, CS oder Swisscanto, neue Fonds aufzulegen. Speziell die Credit Suisse hat in den vergangenen Jahren viele neue Gefässe gegründet und dabei dank hohen Emissionsgebühren auch sehr viel verdient. Aber gerade die Etablierten haben wenig Interesse, mit günstigen neuen Produkten die Gebührenstruktur ihres restlichen Portfolios zu unterwandern.