

Prof. Dr. Steffen Sebastian und Dr. René-Ojas Woltering

Mittelzuflüsse und Fondsperformance bei offenen Immobilienfonds

Die wissenschaftliche Literatur liefert klare Hinweise darauf, dass Mittelzuflüsse in Aktienfonds primär von deren vergangener Performance getrieben sind. Investoren fragen insbesondere die Top-Performer nach, während Schlusslichter kaum oder überhaupt nicht verkauft werden.

Aus diesem asymmetrischen Zusammenhang zwischen Mittelzuflüssen und vergangener Performance entstehen für Aktienfonds-Manager Fehlanreize: Die Chance auf eine höhere Rendite durch das Eingehen zusätzlicher Risiken überkompensiert die Gefahr von Mittelabzügen durch Anlegern, falls die riskante Strategie nicht aufgeht. Insbesondere Fondsmanager, die im Ranking zurückgefallen sind, erhöhen aktiv das Fondsrisiko. Diese Fehlanreize sind insbesondere bei Aktienfonds von hoher praktischer Relevanz. Inwiefern ist die Problematik auch für offenen Immobilienfonds relevant?

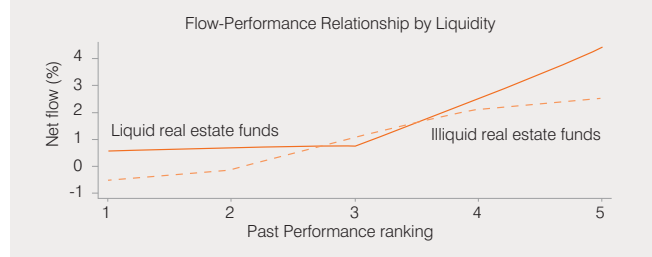
Zunächst einmal ist das Potenzial, das Portfoliorisiko offener Immobilienfonds kurzfristig zu verändern, im Vergleich zu Aktienfonds stark eingeschränkt. Während sich riskantere Aktientitel problemlos und rasch beimischen lassen, so schränken schon Transaktionszeiten von selten weniger als sechs Monaten den Handelsspielraum bei offenen Immobilienfonds stark ein. Doch auch Fondsmanagern von offenen Immobilienfonds stehen einige Werkzeuge zur Verfügung, die kurzfristig eine Performanceverbesserung versprechen. Dies können riskantere Investitionen im Bereich der liquiden Anlagen sein, eine Reduzierung der Cash-Reserven zugunsten renditestärkerer Investments, eine Reduzierung der Fondsmanagementgebühren, und – zumindest theoretisch – die Beeinflussung der Bewertung der Fondsobjekte.

Grundsätzlich sollte die Bewertung der Immobilienwerte die Verkehrswerte möglichst präzise wiedergeben. Im Zweifelsfall ist jedoch eine konservative Bewertungspraxis zu bevorzugen. Entsteht bei Investoren der Eindruck, dass Immobilien überbewertet sind, so führt dies zu Vertrauensverlust, im Extremfall sogar zu Arbitragemöglichkeiten. Selbst bei guter Fondsperformance stellen beide Faktoren rationale Gründe für Anleger dar, ihre Mittel abzuziehen, was die Fondsliquidität negativ beeinflusst. Eine niedrige Fondsliquidität ist insbesondere bei Publikumsfonds, aber auch bei breit gestreuten Spezialfonds problematisch, weil sie wiederum zusätzlich das Anlegerverhalten beeinflusst. Der Zusammenhang wird in nachfolgender Grafik dargestellt.

Abb. 1 zeigt die durchschnittlichen monatlichen Mittelzuflüsse offener Immobilien-Publikumsfonds in Abhängigkeit der vergangenen Performance. Dabei ist die Fondsperformance in fünf Quintile unterteilt (1 = schlechte 20% bis 5 = beste 20%). Die durchgezogene Linie gibt den Zusammen-

hang für das Drittel der Immobilienfonds mit der höchsten Fondsliquidität wieder, während die gestrichelte Linie dem Drittel mit der niedrigsten Fondsliquidität entspricht.

Abb. 1: Zusammenhang zwischen Mittelzuflüssen und vergangener Fondsperformance in Abhängigkeit der Fondsliquidität bei offenen Immobilien-Publikumsfonds



Quelle: Downs, Sebastian, Weisstrofer und Woltering (2015): Real Estate Fund Flows and the Flow-Performance Relationship.

Die Grafik zeigt, dass der Zusammenhang von Mittelzuflüssen und Fondsperformance stark von der Fondsliquidität beeinflusst wird. Schlecht performende Fonds mit niedriger Fondsliquidität leiden deutlich stärker unter Mittelabflüssen. Ebenso fallen Mittelzuflüsse in stark performende Fonds mit niedriger Fondsliquidität deutlich niedriger aus. Diese Ergebnisse stehen im Einklang mit der Fondsliteratur bezüglich Aktienfonds mit illiquiden Aktien: Bei drohender Illiquidität reagieren Investoren heftiger auf schwache Performance, da sie die schädlichen Effekte durch die Rücknahme der Fondsanteile anderer Investoren fürchten.

Manager offener Immobilienfonds sollten daher insbesondere bei Publikumsfonds, aber auch bei breit gestreuten Spezialfonds stets für ausreichende Liquidität sorgen, um den Kreislauf aus schwacher Performance, niedriger Liquidität und weiteren Mittelabflüssen zu unterbinden. Darüber hinaus sollte vermieden werden, Anlegern einen zusätzlichen Grund für das Abziehen von Mitteln zu bieten. Dies bedingt zum einen eine konservative Bewertungspraxis, zum anderen eine professionelle Kommunikation, um das Vertrauen der Anleger sicherzustellen.



Prof. Dr. Steffen Sebastian

Geschäftsführer
IREBS Institut für Immobilienwirtschaft

Steffen Sebastian studierte an der Universität Mannheim Betriebswirtschaftslehre und wurde dort mit einer Arbeit über Immobilienfonds promoviert.

Er habilitierte sich anschließend an der Goethe-Universität Frankfurt am Schwerpunkt Finanzen. Aktuell ist er Inhaber des Lehrstuhls für Immobilienfinanzierung an der IREBS International Real Estate Business School, Universität Regensburg. Er forscht vorwiegend im Bereich indirekter Immobilienanlagen.