

Lang, Gunnar

**Article**

## Auswirkungen der Finanzmarktintegration auf Investmentfondsgebühren in der EU

ZEW Wachstums- und Konjunkturanalysen

**Provided in Cooperation with:**

ZEW - Leibniz Centre for European Economic Research

*Suggested Citation:* Lang, Gunnar (2011) : Auswirkungen der Finanzmarktintegration auf Investmentfondsgebühren in der EU, ZEW Wachstums- und Konjunkturanalysen, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Mannheim, Vol. 14, Iss. 4, pp. 10-11

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/126042>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Auswirkungen der Finanzmarktintegration auf Investmentfondsgebühren in der EU

*Eine aktuelle ZEW-Studie geht der Frage nach, ob die europäische Finanzmarktintegration im Bereich der Fondsindustrie zu Vorteilen für Privatanleger und institutionelle Investoren geführt hat. Dabei werden mögliche Determinanten der Fondsgebühren und die Auswirkungen der Domizilierungsentscheidung der Fondsgesellschaft untersucht. Die Ergebnisse zeigen, dass die Integration zu positiven Wohlfahrtseffekten geführt hat, indem sie die Konzentration von Spezialisten im Cluster ermöglicht und Skaleneffekte bewirkt.*

Ende 2006 investierten Investoren weltweit in mehr als 65.000 verschiedene Investmentfonds, um so, im Vergleich zu Direktinvestitionen, ihre Finanzmittel in liquiden und diversifizierten Anlagen zu relativ geringen Kosten anzulegen. Investoren müssen generell eine Fondsgebühr bezahlen, die als Preis unter anderem für die Fondsaufgabe, das Portfoliomanagement, die Wertpapieraufbewahrung und den Vertrieb erhoben wird. Höhere Gebühren bedeuten für den Investor grundsätzlich eine geringere Investitionsrendite. Es zeigt sich zudem, dass keine Beziehung zwischen hohen Fondsgebühren und guter Performance besteht (Gil-Bazo und Ruiz-Verdu, 2009). Allerdings führen höhere Fondsgebühren gleichzeitig zu höheren Gewinnen auf Seiten der Fondsgesellschaft, sodass sich ein Spannungsfeld zwischen den Marktakteuren ergibt. Begünstigt durch rechtliche Harmonisierungen in der europäischen Finanzindustrie hat sich der Wettbewerb zwischen den Fondsgesellschaften in den letzten Jahren weiter erhöht. Dies entspricht der Ausgangsidee zahlreicher Reformschritte der Europäischen Kommission zur Steigerung der Markteffizienz im europäischen Fondssektor. Folglich sollen Kostenvorteile durch einen freien Dienstleistungsverkehr in einem vereinheitlichten europäischen Binnenmarkt für Investoren zustande kommen.

## Standortwettbewerb um günstige Rahmenbedingungen

In der EU intensivierte sich der Standortwettbewerb insbesondere mit der Einführung eines „Europa-Passes“ für Investmentfonds, die in gesetzlich defi-

nierte Vermögensklassen investieren und dabei der sogenannten OGAW-Richtlinie (Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren) entsprechen. Dieser Pass ermöglicht es, einen Fonds in einem EU-Land zu registrieren und in jedem anderen Mitgliedsland ohne weitere langwierige Genehmigungsverfahren zu vertreiben. So reicht es ebenso für Fondsgesellschaften mit einem Sitz außerhalb der EU aus, von einem gewählten EU-Standort alle Mitgliedsstaaten zu bedienen. Mit einem Anteil von 79 v.H., gemessen am Anlagevolumen dominieren OGAW-Fonds in der EU. Die Anlagesumme in OGAW-Fonds übersteigt einen Wert von fünf Billionen Euro, was in etwa der Hälfte des BIP der EU entspricht. Eine Untersuchung basierend auf Umfrageergebnissen zum OGAW-Rechtsrahmen zeigt, dass die Entscheidung über das Fondsdomizil in erster Linie nicht mehr durch traditionelle Kostenfaktoren wie Registrierungsgebühren und Steuerlast, sondern vielmehr durch die Spezialisierung der Arbeitskräfte und ein flexibles Genehmigungsverfahren am Finanzplatz bestimmt ist. Um von Skaleneffekten zu profitieren, konzentrieren Fondsgesellschaften daher ihre Domizilierungstätigkeit an einzelnen Standorten. Beispielsweise haben Irland und insbesondere Luxemburg durch ein günstiges regulatorisches Umfeld und eine schnelle Umsetzung der OGAW-Richtlinie stark profitiert und sich zu einem globalen Finanzzentrum der Fondsindustrie entwickelt. Die besondere Rolle dieser Länder zeigt sich etwa beim Vergleich der Relation zwischen dem insgesamt aufgelegten Fondsvolumen in einem Land und dem nationalen BIP. Das aufgelegte Fondsvolumen in

Luxemburg entspricht 485 v.H. und in Irland 438 v.H. des nationalen BIP in 2009. Alle anderen europäischen Länder weisen wesentlich geringere Quoten auf, wie beispielsweise in Frankreich (82 v.H.) und Deutschland (57 v.H.). Es zeigt sich ebenso, dass Fonds aus Luxemburg und Irland in wesentlich mehr Ländern vertrieben werden (durchschnittlich elf und acht Länder), die dabei häufig außerhalb Europas liegen. Die Tabelle gibt einen Überblick über die geographische Verteilung der Investmentfonds und ihre Herkunft.

Die Länder, in denen die meisten Fonds im Betrachtungszeitraum domiziliert wurden, sind Luxemburg (2.934) und die Vereinigten Staaten (1.984). Eine Unterscheidung zwischen Fonds, die einer ausländischen oder einer inländischen Muttergesellschaft zugeordnet werden können, zeigt ebenso die starken Aktivitäten von ausländischen Gesellschaften in Luxemburg und Irland. Bisherige Studien deuten darauf hin, dass Größenvorteile im Fondsvolumen Kostenvorteile bewirken können (beispielsweise Chen et al., 2004). Jedoch stellt sich die Frage, inwieweit Fonds-Investoren durch eine Marktkonzentration profitieren, außer dass sich die Anzahl ihrer Anlagemöglichkeiten erhöht.

## Fondstypen unterscheiden sich hinsichtlich der Gebührenstruktur

Daher werden die Determinanten der Fondsgebühren mit einem Fokus auf dem Domizil, also dem Land der Auflage, untersucht. Der Fokus liegt dabei auf dem Fondsdomizil, da Marktintegration zu mehr Wettbewerb unter den Gesellschaften führt und ihnen erlauben sollte, ihre Aktivitäten in spezialisierten Zentren zu konzentrieren. Beides sollte die Kosten der Gründung und des Betriebes eines Fonds reduzieren. Der Datensatz basiert auf der Morningstar-Datenbank und beinhaltet offene Investmentfonds verschiedener Fondstypen. Die unter-

suchte Stichprobe umfasst 11.735 Investmentfonds aus 22 Ländern. Dies entspricht einem Anteil von 80 v.H. des Fondsvolumens und 75 v.H. aller Fonds, die weltweit zwischen 1997 und Ende 2006 aufgelegt wurden. Verzerrungen aufgrund der Finanzmarktkrise sind damit ausgeschlossen. Die Untersuchung konzentriert sich auf die jährlichen Fondsgebühren. Hierfür wird ein Regressionsmodell geschätzt, das die Effekte von fonds-, unternehmens- und länderspezifischen Charakteristika auf die Fondsgebühren identifiziert. Es zeigt sich, dass erhebliche Unterschiede in der Höhe der Fondsgebühren zwischen den einzelnen Ländern und Fondstypen bestehen. Beispielsweise sind Aktienfonds am teuersten und Geldmarktfonds am günstigsten. Auf der anderen Seite sind institutionelle Fonds für Unternehmen günstiger.

Die Regressionsergebnisse zeigen, dass Investoren von einer Konzentration der Fondsindustrie profitieren. Denn es

besteht eine Beziehung zwischen der Marktgröße und der Höhe der Fondsgebühr aufgrund von Skalen- und Verbundeffekten. So ist die Gesamtkostenquote eines Fonds zum einen umso geringer, desto größer das im Fonds investierte Anlagevolumen ist. Zum anderen zeigt sich, dass mit der Größe der Fondsgesellschaft (gemessen am verwalteten Anlagevolumen aller begebenen Fonds) ebenso die Fondsgebühr sinkt. Diesen Vorteilen stehen aber ebenso Nachteile gegenüber. Fonds, die die OGAW-Richtlinie erfüllen, sind für den Investor grundsätzlich teurer. Zusätzlich erhöht sich die Fondsgebühr mit der Anzahl an bestehenden Vertriebsländern, da zusätzliche Vertriebspartner und Genehmigungen benötigt werden. So erhöht sich die Gesamtkostenquote beim Verkauf eines Fonds in sieben statt nur in einem Land um fast 30 Basispunkte. Aus den Resultaten kann aber nicht zwangsläufig geschlossen werden, dass Investoren niedrigere Gebühren für

Fonds aus Luxemburg und Irland im Vergleich zu Fonds aus den anderen Ländern zahlen müssen. Eine Erklärung hierfür könnte zudem in der Bevorzugung dieser Standorte liegen, da insbesondere für margenstarke Fonds eine schnelle Auflage bevorzugt wird. Dies ist in beiden Ländern der Fall. Für Luxemburg lassen sich Vorteile beim grenzüberschreitenden Vertrieb quantifizieren. So reduziert sich der Preis eines in Luxemburg domizilierten Fonds, der in sieben Länder vertrieben wird, um 24 Basispunkte gegenüber einem Fonds, der in einem anderen Land in gleich viele Länder vertrieben wird.

### Wettbewerbszunahme durch erweiterte EU-Richtlinien

Die Ergebnisse sind insbesondere im Hinblick auf die aktuelle Umsetzung der erweiterten OGAW-Richtlinie interessant. Denn mit diesem weiteren Schritt der EU-Marktintegration können Fondsgesellschaften einen OGAW-Fonds in einem anderen Mitgliedstaat domizilieren, ohne das bisher notwendige lokale „Substanz-Kriterium“ an die Infrastruktur erfüllen zu müssen. So ist es rechtlich nicht mehr notwendig, eine Tochtergesellschaft im Land der Domizilierung zu unterhalten. Clustervorteile könnten aber weiterhin ein Bleiben von Fondsgesellschaften in spezialisierten Finanzzentren bewirken. Auf jeden Fall wird dieser Integrationsschritt zu weiteren Entscheidungsmöglichkeiten für Fondsgesellschaften führen, ihr Geschäftsmodell geographisch zu optimieren. Dies betrifft nicht nur neue Fonds, sondern ebenfalls die Festlegung auf einen Standort, wenn bestehende Fonds unterschiedlicher Domizilierung zusammengelegt werden sollen. Möglicherweise könnte sich dies schlussendlich weiter positiv für Investoren im Sinne von sinkenden Fondskosten auswirken.

*Gunnar Lang, lang@zew.de*

#### Literatur:

Chen, Joseph, Harrison Hong, Ming Huang und Jeffrey Kubik (2004): Does fund size erode mutual fund performance? Liquidity and organization, *American Economic Review*, 94 (5), 1276-1302.

Gil-Bazo, Javier und Pablo Ruiz-Verdu (2009): The Relation between Price and Performance in the Mutual Fund Industry, *Journal of Finance*, 64 (5), 2153-2183.

Lang, Gunnar und Matthias Köhler (2011): How Does the Domiciliation Decision Affect Mutual Fund Fees?, erscheint als ZEW-Discussion Paper.

**Tabelle: Verteilung der Fondsdomizilierungen zwischen 1997 und 2006**

	Anzahl an Fonds	davon domiziliert durch ausländische (Mutter-)Gesellschaft	davon domiziliert durch inländische Gesellschaft
Österreich	542	74	468
Belgien	318	6	312
Schweiz	193	62	131
Deutschland	529	46	483
Spanien	1.580	171	1.409
Finnland	32	0	32
Frankreich	1.454	386	1.068
Vereinigtes Königreich	690	212	478
Irland	325	321	4
Indien	376	149	227
Italien	12	0	12
Luxemburg	2.934	2.911	23
Mexiko	59	25	34
Malaysia	65	27	38
Niederlande	107	0	107
Norwegen	19	0	19
Portugal	45	8	37
Schweden	12	2	10
Singapur	127	51	76
Thailand	141	29	112
Taiwan	191	78	113
Vereinigte Staaten	1.984	193	1.791
Gesamt	11.735	4.751	6.984

Quelle: Eigene Berechnungen