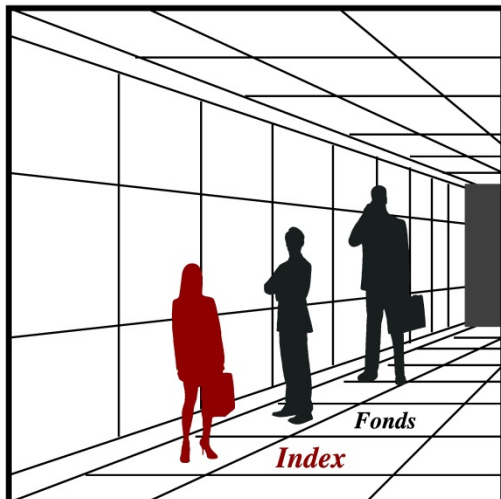


Die Frage ist so alt wie das massenhafte Aufkommen von Investmentfonds: Wie eng darf sich ein Fond an seine Benchmark klammern? Dennoch sorgt sie gerade jetzt für Nervosität in der Fondsbranche. War früher die Nachbildung eines Indexes durch einen Investmentfonds ein Wert an sich, wird nun diskutiert, ob ein Anleger nicht mehr erwarten kann - schließlich ist mit Exchange Trading Funds (ETFs) mittlerweile eine kostengünstige Investition in Indizes möglich. Hohe Fondsgebühren sind seither nur mit dem Einsatz des Fondsmanagers zu rechtfertigen. Hierbei geht es nicht darum, ob der Fondsmanager seine Benchmark schlägt, sondern ob er sich überhaupt daran versucht. Dies wird vielfach bezweifelt. Der Verdacht des sogenannten *Closet Tracking* steht hierbei im Raum, d.h. der heimlichen Nachbildung eines Indexes.



Really more than an Index?

Betrachtet man den Aufwand des Fondsmanagers, lassen sich Fonds in zwei Gruppen unterteilen: aktive und passive. Bei aktiven Fonds stellt der Manager das Fondsportfolio zusammen und prüft fortwährend seine Anlageentscheidungen. Passive Fonds bilden hingegen starr einen Index nach oder behalten eine Allokation für alle Zeiten bei. Offenkundig besteht nur bei aktiven Fonds die Chance, einen Vergleichsindex, die sogenannte Benchmark, zu schlagen, wofür Anlegern höhere Gebühren abverlangt werden. Zahlreiche Fonds stehen nun in Verdacht, als aktive Fonds beworben worden zu sein, während sie tatsächlich eine rein passive Investmentstrategie verfolgen. Wegen der hohen Gebühren entwickeln sich diese Fonds zwangsläufig schlechter als ihre Benchmark, da aber die Mehrzahl der Investmentfonds ohnehin dieses Ziel verfehlt, fallen diese verkappten Passivfonds nicht unbedingt wegen ihrer Rendite auf. Gleichwohl konnte der Anleger eine andere Dienstleistung erwarten, was bereits zu einigen

Klagen geführt hat. Auch die Aufsicht ermittelt in einigen Ländern.

Bedeutung

Ins Zwielficht gerieten zuerst nordeuropäische Banken. Im Mai 2015 kritisierte die norwegische Finanzaufsicht Nordea und DNB, reine Indexnachbildungen als aktive Investmentstrategien zu bewerben.¹ Die Schwedische Aktionärsvereinigung erhob im Juni 2015 ähnliche Vorwürfe gegen drei der vier größten Banken des Landes, Nordea, SEB und Handelsbanken.² Mittlerweile hat sich auch die europäische Finanzaufsicht (European Securities and Markets Authority, kurz: ESMA) mit einer eigenen Untersuchung eingeschaltet, die die Dimension des Problems deutlich werden lässt.³ Anhand der Daten von 2012 bis 2014 stuft auf Basis statistischer Methoden die ESMA 5 bis 15% von 2.600 untersuchten Fonds als potentielle heimliche Indexfonds ein. Diese Fonds könnten damit gegen die Offenlegungspflichten verstoßen haben, die ausgewogene, klare und nicht irreführende Anlegerinformationen vorschreiben.

Identifikation

Wie viele der verdächtigten Fonds tatsächlich *Closet Tracking* betreiben, lässt allerdings auch die ESMA offen. Sie sieht ihre eigene Studie nur als ersten Schritt für eine genauere Prüfung einiger Fonds. In der Tat ist gar nicht so leicht zu trennen, wann aus der Orientierung an einer Benchmark eine zu enge Umarmung, *Index Hugging*, und damit *Closet Tracking* wird. Dies lässt sich gut an den drei Kenngrößen sehen, auf die sich die ESMA bei ihrer Untersuchung stützt.

Da ist zunächst der Active Share, der den Unterschied zwischen zwei Portfolien messen soll. Die Portfolien für die Betrachtung der ESMA sind hierbei der Fonds und die Zusammensetzung dessen selbstgewählter Benchmark, im Falle des DAX also 30 Aktienpositionen. Seien w_i^{Fonds} und w_i^{Bench} die Anteile oder Gewichte einer bestimmten Aktienposition i in Fonds und Benchmark, dann ist

$$\frac{1}{2} \sum_i |w_i^{Fonds} - w_i^{Bench}|$$

der Active Share, wobei die Summe über alle Aktien i zu bilden ist. Sind Short- und Terminpositionen ausgeschlossen, bewegt sich der Active Share zwischen 0 und 100%. Je niedriger der Active Share, desto mehr gleichen sich Fonds und Benchmark in ihrer Zusammensetzung. Als verdächtig gelten Fonds mit einem Active Share unter 60%. Das Konzept klingt einleuchtend, stößt jedoch schnell an seine Grenzen. Man stelle sich hierzu nur einen Aktienfonds vor mit dem DAX als Benchmark und einer weitgehenden Be-

schränkung seiner Anlagen auf DAX-Aktien. Dieser Fonds könnte nun auf die seiner Meinung nach fünf schlechtesten DAX-Aktien verzichten und dafür die fünf besten höher gewichten. Zweifelsohne wäre dies eine aktive Anlagestrategie, die hohe Überrenditen generieren kann, der Fonds wiese jedoch im Schnitt nur einen Active Share von rund 30% auf. Ein anderes Beispiel, bei dem der Active Share – zumindest ohne weitere Annahmen – versagt, sind passive Indexfonds. Häufig werden diese synthetisch nachgebildet, z.B. durch Emittentenschuldverschreibungen und Asset Swaps, und enthalten damit überhaupt keinen Bestandteil der Benchmark. Bei einem Active Share von 100% vollziehen sie also die Entwicklung der Benchmark 1:1 nach.

Die ESMA begegnet dem, indem sie den Tracking Error einbezieht. Der Tracking Error bezeichnet die Standardabweichung der Renditedifferenz von Fonds und Benchmark. Bildet der Fonds die Benchmark nur nach, ist der Tracking Error null. Für einen ETF, egal ob er physisch oder nur synthetisch die Benchmark nachbildet, wird dies angestrebt. Ein aktiver Fonds sollte hingegen die Rendite der Benchmark nicht direkt widerspiegeln. Der beispielhafte aktive DAX-Fonds von oben könnte daher durchaus einen hohen Tracking Error aufweisen und damit den Verdacht des Closet Tracking zerstreuen. Allerdings ist fraglich, wie groß der Tracking Error hierfür sein muss. Stagniert z.B. der Gesamtmarkt, sind die Renditen von Fonds und Benchmark und damit auch deren Differenz klein. Entsprechend schrumpft auch der Tracking Error. Aber auch in turbulenten Marktphasen können sich die Tracking Errors aktiver Fonds und heimlicher Indexnachbildungen angleichen. Dies ist immer dann der Fall, wenn politische oder makroökonomische Faktoren das Marktgeschehen bestimmen und einzelne Unternehmensnachrichten völlig in den Hintergrund treten.

Der Tracking Error schwankt also mit dem Marktgeschehen, d.h., Änderungen des Tracking Errors bedeuten nicht zwangsläufig einen Strategiewechsel des Fonds. Diese Schwäche des Tracking Errors kann auch die dritte von ESMA herangezogene statistische Größe nicht beheben.

Einen verkappten Passivfonds nur anhand seiner Zusammensetzung an einigen Stichtagen oder seiner Wertentwicklung zu identifizieren, ist also kaum möglich. Letztlich führt an einer tieferen Betrachtung der Fondstransaktionen unter Beachtung der selbstgesteckten Anlagepolitik des Fonds oft kein Weg vorbei. Aber auch dies kann nur zum Ziel führen, wenn eine bisher stillschweigend angenommene Voraussetzung erfüllt ist, nämlich dass der verkappte Passivfonds die von ihm angegebene Benchmark nachbil-

det. Ebenso könnte ein Fonds starr eine Mischung verschiedener Indizes sein und nur einen dieser Indizes als Benchmark ausweisen. Man stelle sich z.B. einen passiven Fonds aus 2/3 DAX und 1/3 MDAX vor, der den DAX als Benchmark angibt. Ein solcher Fonds könnte durchaus bei allen obigen statistischen Tests nicht sonderlich auffallen, obgleich er reines Closet Tracking betreibt.

Fazit: Closet Tracking steht als Verdacht über der Fondsbranche, die ohnehin wegen ihrer Gebühren in der Kritik ist. Der Vorwurf ist, dass passive Anlagestrategien, die über ETFs mit geringen Kosten verfolgt werden können, als aktives Fondsmanagement mit deutlich höheren Gebühren vertrieben wurden. Laut Untersuchungen der ESMA könnte dies bis zu 1/6 des gesamten Fondsmarkts betreffen, wobei allerdings der Nachweis im Einzelnen schwer zu führen ist.

¹Financial Times (Europe) vom 25.05.2015, Section: „The Authority On Global Fund Management“, S. FTfm2

²Financial Times (Europe) vom 08.06.2015, Section: „The Authority On Global Fund Management“, S. FTfm3

³ESMA Statement vom 02.02.2016: „Supervisory work on potential closet index tracking“, ESAM/2016/165



Gebühren für ein aktives Fondsmanagement zu verlangen, tatsächlich aber nur heimlich einen Index nachzubilden - diesem Vorwurf sehen sich zahlreiche Fonds unter dem Stichwort Closet Tracking gegenüber. Haben Sie den Verdacht, dass Ihr Fonds Closet Tracking betreibt? Wir beraten Sie gern!

Jan Hartlieb | Geschäftsführer

SAM - Sachsen Asset Management GmbH | Martin-Luther-Ring 12 | 04109 Leipzig
Tel.: +49 341 355 929-30 | Fax: +49 341 355 929-99
E-Mail: hartlieb@sachsen-am.de | www.sachsen-am.de