

PRESS RELEASE

Better Finance unterstützt Investoren, potenziell falsche aktive Fonds zu identifizieren ("closet indexers") und fordert die Aufsichtsbehörden auf, weiter zu untersuchen:

Nachbildung einer ESMA-Studie über Closet Indexing –hierbei Identifizierung von 165 Aktien- (OGAW) Fonds, die möglicherweise closet indexers sein könnten.

12. Februar 2017

Better Finance legt die Ergebnisse ihrer Nachbildung der quantitativen ESMA Studie vollständig offen

ESMA legte in ihren Untersuchungsergebnissen, die im Februar 2016 veröffentlicht wurden, die Namen der Fonds, die sie in ihrer Studie als potenzielle closet indexers identifizierte, nicht offen (siehe Anhang 3) und ließ Fondsinvestoren im Dunkeln. Aus diesem Grund hat sich Better Finance entschlossen, die ESMA-Studie so genau wie möglich nachzubilden und – auf Basis derselben quantitativen Analyse wie ESMA – die Liste der geprüften Fonds (anliegend) zu veröffentlichen, einschließlich der von der ESMA als potenzielle closet indexers identifizierten Fonds sowie der noch zahlreicheren Fonds, die zwar von ESMA untersucht, aber wegen Datenmangels nicht analysiert werden konnten. Better Finance verwendete dabei dieselbe Quelle wie ESMA (die Morningstar Fondsdatenbank).

In Dezember 2016 konnte Better Finance 2.332¹ Aktienfonds (OGAW) die ESMA-Studie von 2015 wiederholend auf Basis der ESMA-Kriterien analysieren (vgl. Anhang 3 für Einzelheiten).

Better Finance gliedert diese in vier Kategorien auf:

- 6% (147 Fonds) veröffentlichen, laut Morningstar, keine Benchmark in ihren Prospekten, so dass es nicht möglich ist, die von der ESMA verwendeten Kennzahlen zur Identifizierung potenziell falsche aktiver Fonds, insbesondere "active share", "tracking error" und "R-squared" festzustellen (Siehe Anlage 3 für Definitionen). Beispielsweise geben 5,7% der in Luxemburg ansässigen Fonds überhaupt keine Benchmark an, 12,2% in Irland, 1,5% in Großbritannien und 5,3% in Frankreich.
- 50% (1.172 Fonds) weisen eine Benchmark aus, stellen aber nicht genügend Informationen zur Verfügung, um Morningstar eine Berechnung auf Basis der von ESMA für diese Fonds ausgewählten Kennzahlen zu ermöglichen. Beispielsweise berichten 34,1% der in Luxemburg ansässigen Fonds, 36,1 % in Irland, 60,8 % in

¹ Mit den gleichen Untersuchungskriterien wie die ESMA ist die Anzahl der Fonds für diese Nachbildungsstudie jedoch niedriger. Dies ist sehr wahrscheinlich auf die Entwicklung der Morningstar-Datenbank in der Zwischenzeit zurückzuführen (einige Fonds wurden möglicherweise geschlossen, zusammengeführt oder erfüllen die Untersuchungskriterien nicht mehr).

Großbritannien und 64 % in Frankreich zwar über eine Benchmark, aber legen ihren active share, tracking error oder R-squared nicht in der Morningstar-Datenbank offen.

Insgesamt entgehen also 57% der OGAW-Aktienfonds einer Überprüfung aufgrund eines Mangels an verfügbaren Informationen bei Morningstar. Nur eine Minderheit aller OGAW-Aktienfonds (43%) kann auf Basis der Methodik und der Quellen der ESMA analysiert werden:

- 36% (848 Fonds) aller Fonds sind ausreichend transparent (im Hinblick auf die ESMA-Kriterien in der Morningstar-Datenbank) und scheinen, auf Basis dieser Kennzahlen, wirklich aktiv zu sein.
- Bis zu 7% aller Fonds und bis zu 16% der ausreichend transparenten Fonds (165 Fonds) weisen Merkmale auf, die sie als potenzielle closet indexers auf Basis der ESMA-Kriterien (active share unter 60% und tracking error unter 4%) einstufen lassen. Beispielsweise sind davon 46,4% in Luxemburg, 7,8% in Irland, 7,2% in Großbritannien und 15,7% in Frankreich ansässig.

Weitere beunruhigende Ergebnisse von Better Finance (detailliert in Anhang 2)

Eine ergänzende Überprüfung der offengelegten Dokumente für Investoren ergab, dass viele (34% oder 21 von 62 Fonds) der Fonds mit dem höchsten Potenzial, closet indexers zu sein, laut ESMA (active share unter 50%, tracking error unter 3% und R-square über 0,95)², neben ihrer eigenen Performance nicht die Performance der Benchmark in ihrem KIID³ offenlegen. Dies scheint mit EU-Recht nicht in Einklang zu stehen und macht es für Privatanleger unmöglich, die relative Wertentwicklung dieser Fonds gegenüber ihrer Benchmark einzuschätzen.

Zudem scheint die Mehrheit der Fonds in den letzten fünf Jahren gegenüber ihrer eigenen Benchmark unterdurchschnittlich abgeschnitten zu haben. Better Finance untersuchte nicht ihre Performance im Vergleich zu preiswerten Indexfonds (wie z.B. ETFs), die den gleichen Index zugrunde legen.

Forderung nach mehr Transparenz von Fondsmanagern und Aufsichtsbehörden

Better Finance fordert die nationalen Aufsichtsbehörden sowie die beteiligten Vermögensverwalter auf, klare Gründe für die Berechnung von "aktiven" Gebühren für diese möglicherweise fälschlich aktiven Fonds (gemäß ESMA) an Investoren zu nennen, statt Gebühren zwischen 0,05% und 0,30%, typisch für Index-ETF-Fonds, zu berechnen.

² ESMA identifizierte 3 "Klassifikationen" von potenziellen closet indexing funds. Vom breitesten bis zum engsten:

- Klasse 1: AS <60%, TE <4%
- Klasse 2: AS <50%; TE <3%
- Klasse 3: AS <50%, TE <3%, R² > 0.95

³ KIID: Dies ist das vorgeschriebene, standardisierte und beaufsichtigte "Key Investor Information Document" für alle OGAW-Fonds

Darüber hinaus fordert Better Finance ESMA und die nationalen Aufsichtsbehörden auch auf, für viel mehr Transparenz bei den Fondskriterien zu sorgen und ihre Untersuchungen auf die Mehrheit der in der EU ansässigen aktiven Aktienfonds auszuweiten, einschließlich solcher, die von der ESMA nicht analysiert wurden:

- die Mehrheit der aktiven „OGAW“-Fonds (nicht in der ESMA-Studie enthalten):
 - diejenigen, die in ihren Prospekten keine Benchmark enthielten (147 Fonds in unserer Studie);
 - und diejenigen, die eine Benchmark offenlegten, aber für die Morningstar keinen "active share" und/oder keinen „tracking error“ berechnen konnte (1.172 Fonds in unserer Studie);
- und all die aktiven Alternativen Investmentfonds (AIF), die an Privatanleger in der EU verkauft werden.

"Die Wiederherstellung des Vertrauens der Sparer und der Anleger ist der Schlüssel für Wachstum und Arbeitsplätze in Europa, wie von den EU-Behörden hervorgehoben. Wir müssen nun auf Worte Taten folgen lassen. Diese Erkenntnisse sind ein weiterer eindeutiger Beweis dafür, dass die EU Aufsichtsbehörden die standardisierte und beaufsichtigte Offenlegung der langfristigen und relativen vergangenen Performance von Retail-Investmentprodukten im Verhältnis zur Benchmark nicht eliminieren dürfen, was sie leider in den Durchführungsbestimmungen für PRIIPs planen" sagt Guillaume Prache, Managing Director von Better Finance.

Haftungsausschluss: Better Finance hat keine "closet indexers" identifiziert, sondern nur die Liste der von ESMA geprüften Fonds nachgebildet und veröffentlicht, einschließlich derjenigen, die ESMA selbst als "potential equity closet indexing funds" identifizierte, auf Basis ihrer Kriterien und quantitativen Analyse. Wir verweisen auf [ESMA 2016.02.02 Pressemitteilung und Statement](#). Better Finance's quantitative Studie unterliegt daher denselben Einschränkungen wie die der ESMA.

Kontaktinformationen :

Chief Communications Officer
Telefon
Email

Arnaud Houdmont
+32 (0)2 514 37 77
houdmont@betterfinance.eu

Beiliegend:

1. Liste aller untersuchten OGAW-Aktienfonds, untersucht anhand der ESMA-Kriterien
2. Weitere beunruhigende Feststellungen von Better Finance
3. Einschränkungen und Methodik der ESMA-Studie

ANNEX 1

Please see separate annexes 1A, 1B, 1C, 1D and 1E.

- Annex 1.A - List of All Funds (2332 funds)
- Annex 1.B - List of funds with No Reported Benchmark (147 funds)
- Annex 1.C - List of funds with Insufficient Data (1172 funds)
- Annex 1.D - List of funds that are Potential Active Funds (848 funds)
- Annex 1.E - List of funds that are Potential Closet Indexers (165 funds)

Annexes 2 and 3 are below.

ANNEX 2

Nachbildung der ESMA-Studie closet indexing

Annex 2: Weitere beunruhigende Ergebnisse von Better Finance

- 1. Die große Mehrheit der OGAW Aktienfonds (94 % gemäß Morningstar) haben eine Benchmark und das ist eine gute Sache für Sparer und Anleger in der EU...soweit die aktuellen Offenlegungspflichten andauern und durchgesetzt werden.**

Im Gegensatz zu häufigen Aussagen der Vermögensverwalter, die eine "benchmarked" Vermögensverwaltung kritisieren und die "absolute" Performance sowie die Freiheit von Benchmarks bevorzugen, sind nur 6 % der OGAW-Fonds (wie von der ESMA ausgewählt) nicht „gebenchmarked“.

Und das ist eine gute Nachricht für Sparer und Anleger in Europa, da "absolute" Performance nur wenig Relevanz hat und sehr irreführend sein kann, jedenfalls über einen langfristigen Zeitraum, welches der Zeithorizont der meisten Sparer ist. Soweit sie allein offengelegt wird, ermöglicht sie dem Sparer nicht einzuschätzen, ob sie einen Wert für sie darstellt. Das ist der Grund dafür, dass die aktuelle EU-Regulierung Fondsmanager verpflichtet, die 10-Jahresperformance⁴ ihrer ausgewählten Benchmark (soweit sie eine haben) neben der 10-Jahresfondsperformance offenzulegen.

Dennoch scheint diese Regel unzureichend durchgesetzt zu werden (s. Punkt 2 unten). Schlimmer ist, dass ESMA und die anderen europäischen Aufsichtsbehörden vorschlagen, auf alle Veröffentlichungen zur vergangenen Performance sowie jegliche Bezugnahme auf die Benchmark-Performance (vergangenheits- oder zukunftsbezogen) im künftigen "KID"⁵, welches das aktuell geltende KIID ersetzen soll, zu verzichten... und dies trotz zahlreicher offizieller Warnungen gegen diese anlegerfeindliche Maßnahme, einschließlich einer [einstimmigen und öffentlichen Position der ESMA-eigenen Stakeholder Group](#).

Zumindest sollte die Performance der Produkte für Privatinvestoren inflationsbereinigt erfolgen, um die Anleger vor einer „monetären Illusion“ zu schützen. Dies ist auch der Grund, weshalb Better Finance, ebenso wie die OECD, immer die Renditen der Langzeit-Investments zu realen Bedingungen, nämlich bereinigt um die Inflation, analysiert.

- 2. Unsere begleitende Durchsicht der dem Investor offenzulegenden Dokumente hat aufgedeckt, dass mehr als ein Drittel aller Fonds (34%; oder 21 von 62 Fonds) mit dem laut ESMA⁶ höchsten Potenzial für Closet Indexers (Active Share unter 50%, Tracking Error unter 3% und R-square über 0,95) nicht die**

⁴ Oder seit dem Auflegungsdatum des Fonds, sofern dies weniger als 10 Jahre zurück liegt..

⁵ "KID: Key Information Document

⁶ Dies sind ESMA's "Klassifikation 3" Fonds. Siehe [ESMA 02/02/2016 press release and statement](#)

Performance ihrer Benchmark neben der eigenen Performance in ihrem KIID⁷ offenlegen, obwohl sie im Prospekt eine Benchmark veröffentlichen.

Better Finance ist überzeugt, dass dies nicht mit EU-Recht vereinbar ist und es für einen Privatinvestor unmöglich gemacht wird, einschätzen zu können, ob und in welchem Umfang diese Fonds mit ihrer jeweilige Benchmark „schmusen“. Die OGAW-KIID-Verordnung (Nr. 583/2010) verlangt in ihrem Artikel 7.1(d), dass der Abschnitt ‘Ziele und Anlagepolitik’ im KIID erwähnt *“ob dieser Ansatz eine Bezugnahme auf einen Referenzwert beinhaltet oder impliziert, und wenn ja, welchen“*.

Artikel 18 verlangt dass, dort wo *„der Abschnitt „Ziele und Anlagepolitik“ des Dokuments mit wesentlichen Informationen für den Anleger auf einen Referenzwert Bezug“* nimmt, *“ein Balken mit der Wertentwicklung dieses Referenzwerts im Diagramm neben jedem Balken mit der früheren Wertentwicklung des OGAW aufgenommen“* wird.

Deshalb, immer wenn die Benchmark des Fonds im Prospekt offengelegt wird (gemäß Morningstar), dann sollte dies auch in dem Abschnitt “Ziele und Anlagepolitik” des KIID enthalten sein, ebenso wie die Offenlegung der Performance in den zurückliegenden 10 Jahren (Artikel 15.1 der OGAW-KIID-Verordnung) in den Fondsdokumenten enthalten sein sollte. Die Nichteinhaltung scheint aus unserer Sicht EU-Recht zu verletzen und beeinträchtigt sicherlich Fondsanleger.

Es ist ziemlich beunruhigend, dass dieser Aspekt von ESMA weder gegenüber den Fondsanlegern noch gegenüber der Öffentlichkeit in Folge des eigenen *“complementing review of investor disclosure documents”* im letzten Jahr über eben diese Fonds offengelegt wurde - ein Bericht, der *„dahin tendierte, die quantitative Analyseergebnisse zu bestätigen“*.

Dies ist ein ernstzunehmendes Thema für den Anlegerschutz. ESMA's einzige Empfehlung an die Anleger bei der Veröffentlichung ihrer Closet Indexing-Studie im letzten Jahr war: *„Damit Anleger (sowohl private wie auch professionelle) in die Lage versetzt werden, eine informierte Anlageentscheidung zu treffen, schlägt ESMA vor, dass diese sämtliche zugänglichen Dokumente nutzen sollten, wenn sie ein Produkt auswählen. Wenn ein Investment in einen OGAW-Aktienfonds erwogen wird, unabhängig von der Art des Fondsmanagements, können Anleger auch verschiedene Schlüsselemente des Produktes zu anderen Produkten (inklusive solcher, die einen anderen Managementstil aufweisen) vergleichen. Auch wenn die Performance in der Vergangenheit keine zuverlässige Hilfestellung für künftige Renditen ist, kann die Einschätzung, ob ein Fonds in der Lage gewesen ist, die Ziele zu erreichen, auf die in der Fondsdokumentation Bezug genommen wird, wertvoll sein.“*

Wie können Privatinvestoren dieser ESMA-Empfehlung folgen, wenn die Performance der Fondsbenchmark im KIID weggelassen wird? Das zweiseitige KIID wurde 2010 genau aus dem Grund geschaffen, um den Anlegern Zugang zu den Schlüsselinformationen über

⁷ KIID : Dies ist das verpflichtende, standardisierte und beaufsichtigte “Key Investor Information Document” für alle OGAW Fonds

Investment-Fonds zu geben, da der Fondsprospekt zu lang, zu komplex und nicht in verständlicher Sprache geschrieben ist.

In der Vergangenheit hat Better Finance sogar einen Retailfonds gefunden, der zwar die Performance seiner Benchmark im KIID offenlegt - allerdings eine Falsche.

Better Finance wird ESMA zu einer vollständigen Untersuchung in dieser Angelegenheit auffordern.

Und es kommt noch schlimmer: ESMA und die anderen europäischen Aufsichtsbehörden schlagen zugleich vor, dass alle Angaben zur der vergangenheitsbezogenen Performance im künftigen KID, das das aktuelle KIID ersetzen wird, entfallen, während außerdem alle Voraussetzungen für die Offenlegung der Benchmarkperformance (vergangenheits- und zukunftsbezogen) entfernt werden. Deshalb wird es EU-Sparern unmöglich sein, der ESMA-Empfehlung zu folgen, auch wenn ESMA selbst bestätigt, dass die Offenlegung der vergangen Performance tatsächlich nützlich sein kann, für den Fall, dass der Anleger einschätzen muss, ob ein Fonds wirklich aktiv ist, und allgemeiner, ob er in der Lage war, seine Ziele zu erreichen.

Daneben, wenn es Fall wäre, dass die vergangene Performance eine *„verlässliche Hilfestellung für künftige Renditen“* wäre (soweit so etwas überhaupt auf Aktienmärkten existiert!), so ist das Argument der ESMA kontraproduktiv, da sie beabsichtigt, die relative vergangenheitsbezogene Performance (von Produkten gegenüber ihren Benchmarks) durch die „Offenlegung von zukünftigen Performance-Szenarien“ zu ersetzen, *„die auf historischen Daten basieren und erheblich von den vergangenen PRIIPS-Renditen beeinflusst sein werden.“*⁸ Diese Zukunfts-„Szenarien“ werden daher sicher noch weniger eine *„verlässliche Hilfestellung für künftige Renditen“* sein, da sie genau das sein werden und fast immer falsch und sehr irreführend sein werden.

3. Unsere Untersuchung stellt zudem fest, dass die Mehrzahl der Fonds, die gemäß ESMA das höchste Potenzial zu Closet Indexern haben, ihre Benchmarks nicht erreichen.

Die relative Performance dieser Fonds zu ihrer Benchmark ist schwierig zu beurteilen, da

- **Wiederum 34% dieser Fonds die Performance ihrer Benchmark nicht in ihrem KIID offenlegen;**
- **Bei einigen Fonds, die Angabe der relativen Performance über die letzten 5 Jahre auf der Website von Morningstar von der im KIID erwähnten abweicht.**

Dennoch, bei diesen Fonds fanden wir nur sehr wenige, die sich gegenüber ihrer Benchmark in den letzten 5 Jahren nicht schwächer entwickelt haben. Better Finance hat die vergangenheitsbezogene Performance dieser Fonds nicht im Vergleich zu kostengünstigeren Indexfonds wie ETFs, die dieselben Benchmarks verwenden, analysiert.

⁸ Schreiben der Europäischen Kommission an Better Finance vom 18/11/2016.

4. Better Finance fordert, den Anlegerschutz von Fondsanlegern zu verbessern oder zumindest, auf aktuellem Level zu halten

- Es besteht dringender Handlungsbedarf, die PRIIPS RTS⁹ zu verändern, um einen wesentlichen Rückschritt des Anlegerschutzes in Europa zu vermeiden und Folgendes beizubehalten:
 - standardisierte,
 - beaufsichtigte,
 - langfristige (wenigstens das 10 Jahresminimum, welches aktuell für OGAW Fonds verlangt wird), obwohl dies für Pensionsprodukte länger sein sollte
 - und relativ zu der vom Manager offengelegten, vergangenheitsbezogene Performance der Benchmark (anders als in dem aktuellen Entwurf RTS zu “future performance scenarios”- bereinigt um Kosten).
- In dem KIID und im künftigen “KID” sollte genaue Name der Benchmark angegeben sein sowie die Web-Adresse (url), auf der der Privatinvestor die Performance-Daten mit einer unabhängigen Quelle gegenchecken kann. Dies ist eine langjährige Forderung von BF, die bis heute unbeantwortet geblieben ist.
- Das aktuelle KIID sollte übereinstimmen mit den MiFID Informationsregeln durch den Ersatz der jährlichen Performance-Histogramme (Balkencharts) durch 10 Jahres kumulative Renditeliniencharts.

Tatsächlich bestätigen OECD Untersuchungen, dass nur eine Minderheit der EU-Bürger, einfache zusammengesetzte Renditen berechnen können. Deshalb sind die meisten nicht in der Lage, anhand von Jahres-Balkencharts festzustellen, ob ein Fonds seine Benchmark über die letzten 10 Jahre erheblich über- oder underperformed hat. In Übereinstimmung mit MiFID, die richtigerweise verlangt, dass die Anlageinformation für den Leser verständlich ist, sollten Fondsmanager verpflichtet sein, die 10 Jahres-Renditelinien ihrer ausgewählten

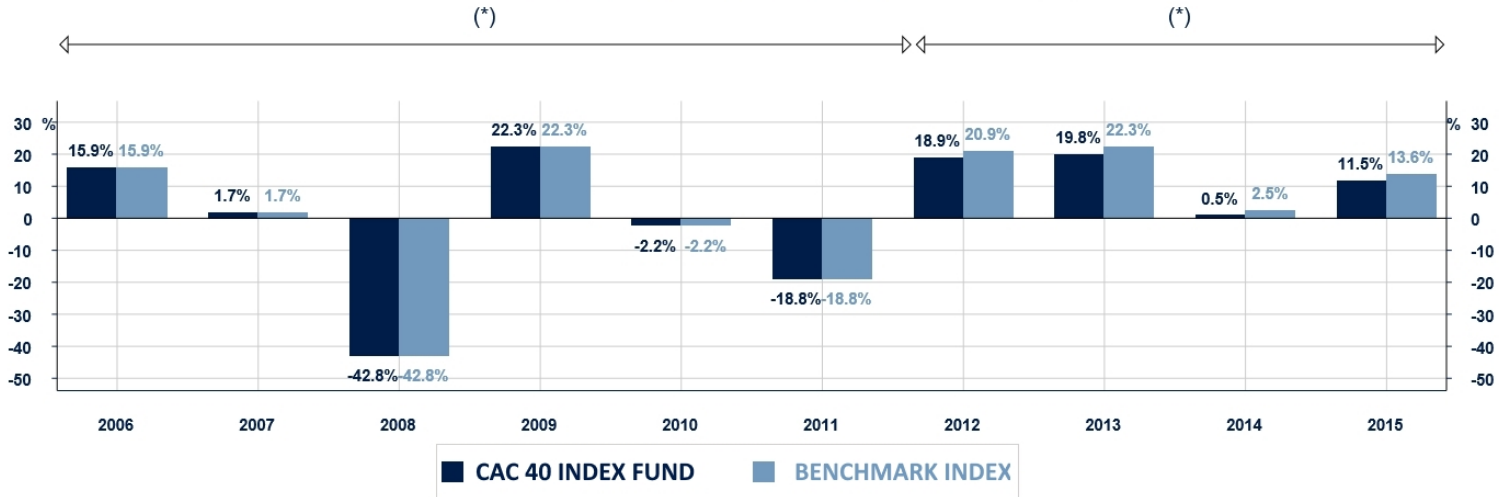
Benchmark neben der ihres Fonds auszurechnen und offenzulegen, so dass Anleger tatsächlich erkennen können, ob und in welchem Ausmaß der Fonds seine Benchmark über oder underperformed hat.

Aktuelles Beispiel:

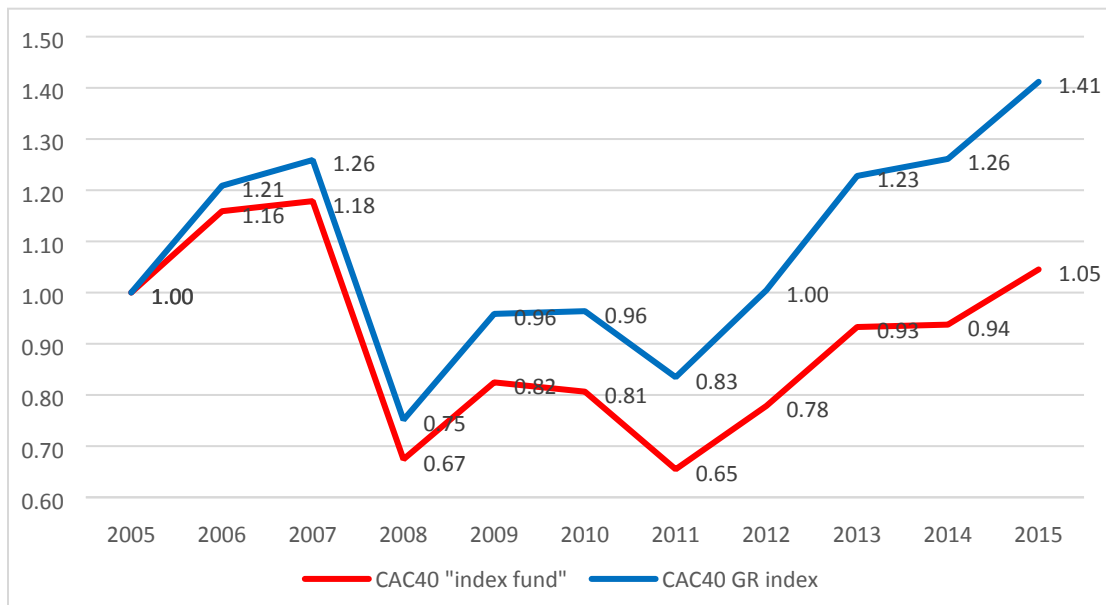
- Aktuelle Offenlegung KIID (jährliche Balkencharts):

⁹ Regulatorische Technische Standards (RTS) zur Umsetzung der PRIIPs (Packaged Retail Investment and Insurance-based Products) EU-Verordnung

ANNUAL PERFORMANCE (%)



○ Kumulative relative Renditeveröffentlichung:



Quellen: Fonds KIID, Euronext (index)
© Better Finance, 2016

Nur durch die Nutzung eines kumulierten Liniencharts können Anleger tatsächlich verstehen, dass dieser Fonds sich massiv schwächer als seine Benchmark entwickelt hat¹⁰ und, nach unserer Meinung, den Anleger in die Irre führt, indem

¹⁰ Dieser Fonds hatte, im Widerspruch zu den EU-Richtlinien, die einen "Return" Index verlangen, sofern der Fonds keine Dividenden ausschütten, vor 2012 einen "price" Index anstelle eines "gross return". Außerdem ist die Indexentwicklung in den KIID manchmal nicht korrekt. Better Finance hat die zuständigen nationalen

behauptet wird, dass es sich um einen Indexfonds handelt, d.h. dass er auf die Nachbildung seines Index abzielt, was er offensichtlich nicht tut.

- Die Einhaltung der EU Regeln zu Product Disclosures (KIID) muss besser durchgesetzt werden, so dass alle Fonds, die eine Benchmark haben, diese auch tatsächlich in ihrem KIID offenlegen, zusammen mit relevanten, akkuraten und nicht-irreführenden Informationen über die 10-Jahresperformance der Benchmark neben der des Fonds, so dass der Anleger u.a. erkennen kann, ob ein Fonds mit seiner Benchmark „geschmust“ hat oder nicht und, ob er Wert geschaffen hat im Vergleich zu einem billigeren Index-Fonds oder nicht.

Aufsichtsbehörden hierauf mehrfach hingewiesen. Die kumulierten Liniencharts verwenden die richtigen Indexentwicklungen.

Anhang 3

Nachbildung der ESMA-Studie closet indexing

DIE ESMA-STUDIE: METHODIK UND EINSCHRÄNKUNGEN

Im Nachgang einer Better Finance Anfrage von Oktober 2014 begann ESMA, potenziell falsche aktive OGAW-Fonds¹¹ (auch "closet indexers" genannt) zu untersuchen. Am 2. Februar 2016 veröffentlichte die ESMA einige der lang erwarteten Ergebnisse ihrer Untersuchung. "Closet-Indexers" sind Fonds, die behaupten, "aktiv" verwaltet zu werden, obwohl sie in Wirklichkeit nur Marktindizes folgen und weit höhere Gebühren berechnen, als kostengünstige Index-Tracking-Fonds, wie ETFs. Die Förderung und der Vertrieb solcher Fonds als "aktiv" ist für den Anleger sehr irreführend und führt zu Schäden, weil der Investor für eine Dienstleistung bezahlt, die er nicht erhält.

1. ESMA METHODIK UND FONDS-AUSWAHLKRITERIEN

Am 2. Februar 2016 veröffentlichte die ESMA eine Stellungnahme, in der das Thema "closet indexes" beleuchtet wurde, und in der ESMA die Analyse beschrieb, die sie durchgeführt hat, um "festzustellen, ob Hinweise für closet indexing auf EU-Ebene gefunden werden können".

Die ESMA-Analyse war zweifach:

- Sie benutzte quantitative Kennzahlen, die darauf hindeuteten, dass bis zu 15% der von ESMA untersuchten OGAW-Fonds möglicherweise potenziell fälschlich aktiv waren,
- und sie überprüfte die veröffentlichten Investorendokumente (Investor Disclosure Documents) der betroffenen Fonds und "*stellte fest, dass diese dazu tendierten, die quantitativen Analyseergebnisse zu bestätigen*".

ESMA veröffentlichte jedoch weder, welche Fonds von ihrer Studie als potenziell fälschlich aktiv aufgedeckt wurden noch in welchen Ländern diese ansässig sind, was EU-Investoren im Dunkeln lies. Nachdem Better Finance's Aufforderung an ESMA abgelehnt wurde, die Ergebnisse ihrer Studie und tatsächlich die Namen der Dutzende von Fonds, von denen ESMA vermutete „closet indexers“ zu sein, zu veröffentlichen, entschied Better Finance, die ESMA-Studie zu nachzubilden und die Ergebnisse zu veröffentlichen.

In dieser Hinsicht ist das Hauptziel der Studie, die quantitative Methodik und die Fondsauswahlkriterien der ESMA-Studie so weit wie möglich zu reproduzieren.

ESMA hat explizit angegeben, dass die kommerzielle Morningstar Datenbank als Datenquelle für ihre Studie verwendet wurde. Mit spezifischen Kriterien filterte die ESMA dann das Universum der verfügbaren Fonds, und begrenzte die Studie auf "*OGAW mit einer signifikanten Größe, einer nachgewiesenen Erfolgsbilanz und einer Managementgebühr im typischen Fondsangebot mit aktivem Managementstil*".

Nach der Anwendung dieser gefilterten Kriterien auf die Morningstar-Datenbank ergab sich für ESMA eine Stichprobengröße von über 2.600 Fonds. Daraus wurden die Fonds, für die die

¹¹ OGAW-Fonds: Investmentfonds die einen europäischen Vertriebspass haben, da sie den EU-OGAW-Fondsrichtlinien folgen.

erforderlichen Daten (Active Share (AS), Tracking Error (TE) und R-Squared) für die Jahre 2010-2014¹² nicht verfügbar waren, entfernt. Dies ergab eine endgültige zu analysierende Substichprobe von 1.251 Fonds.

Um die ESMA-Studie so genau wie möglich nachzubilden, hat auch Better Finance die Morningstar-Datenbank verwendet und das gesamte Universum der Fonds nach den gleichen Kriterien wie ESMA gefiltert, sowohl den expliziten als auch den impliziten. Folgende Kriterien wurden daher verwendet, um die Morningstar-Datenbank zu filtern und die Studie anzufertigen:

Explizite Kriterien aus der ESMA Stellungnahme:

- nur OGAW
- nur Aktienfonds
- nur Fonds mit Sitz in den EU-Mitgliedstaaten
- nicht als Index-Tracker kategorisiert
- mit Auflegungsdatum vor dem 1. Januar 2005

Implizite ESMA Studienkriterien:

- nur überlebende Fonds
- nur älteste Anteilsklasse
- Fondsgröße > 50 Millionen
- Managementgebühr ab > 0,65%

Um die Ergebnisse der Studie sorgfältig darzustellen, wurden dieselben Kriterien und der gleiche Zeitraum wie von der ESMA verwendet. Better Finance veröffentlichte auch die Fonds, die von ESMA ausgeschlossen wurden, da nicht ausreichend Daten abgerufen werden konnten.

Active Share stellt den Anteil der Bestände des Portfolios dar, die von denen des Referenzindex abweichen. **Tracking-Error** ist ein Maß der Volatilität der Überschussrenditen relativ zur Benchmark und **R-Squared** spiegelt den Prozentsatz der Bewegungen eines Portfolios wider, die durch Bewegungen in seiner Benchmark erklärt werden können.

Der maßgebliche Zeitraum, in dem die Analyse stattfand, war vom 1. Januar 2010 bis zum 31. Dezember 2014 (erneut, dies ist der von der ESMA gewählte Zeitraum). Während dieser 5-Jahres-Periode wurden die TE- und AS-Werte auf Basis von Jahresintervallen berechnet. Die Fonds wurden dann in die verschiedenen, unten genannten Kategorien aufgeteilt, je nachdem, ob sie die AS-, TE- und R-Quadrat-Schwellenwerte für mindestens drei der fünf Jahre erfüllten, die in der Analyse verwendet wurden.

Entsprechend der ESMA-Methodik wurde die Analyse für diesen Bericht gegen die wichtigste Prospektbenchmark des Fonds (Quelle: Morningstar) durchgeführt. Der Active Share für jedes Jahr wurde mit den Jahresend-Portfoliobeständen im Vergleich zu der wichtigsten Prospektbenchmark des Fonds berechnet. Für die TE- und R-squared-Zahlen wurden Daten über die monatlichen Gesamtrenditen verwendet, die mit der wichtigsten Prospektbenchmark des Fonds verglichen

¹² Die ESMA-Erklärung erwähnte den Zeitraum 2012 - 2014, aber nach Austausch mit ESMA wurde bestätigt, dass die Daten 5 Jahre betrafen.

wurden. Die TE-Statistiken wurden annualisiert, um sie mit den ESMA-Zahlen vergleichbar zu machen.

Dieser Bericht trennt daher die Ergebnisse in vier verschiedene Kategorien. Die letzten beiden gleichen denen der ESMA:

- Aktienfonds, die keinen Referenzwert anzeigen;
- Aktienfonds, die einen Referenzwert anzeigen, jedoch Morningstar nicht die notwendigen Daten zur Berechnung von AS, TE und R2 zur Verfügung stellen.

Diese ersten beiden Kategorien wurden nicht in die ESMA Analyse einbezogen.

- Potentiell aktiv verwaltete Aktienfonds (innerhalb der Liste derjenigen, die einen Referenzwert anzeigen und für die Morningstar über ausreichende Daten verfügt)
- Potenzielle Aktien closet indexing Fonds (ESMA-Klassifizierung 1: active share <60% + tracking error <4%).

Auch wenn die gleichen Stichprobenkriterien wie in der ESMA Studie benutzt wurden, ist die Anzahl der Fonds für diese Nachbildungsstudie niedriger. Dies ist höchstwahrscheinlich auf die zwischenzeitliche Entwicklung der Morningstar-Datenbank zurückzuführen (zwischen 2015 und Ende 2016 wurden einige Fonds möglicherweise geschlossen, zusammengeführt oder erfüllen die Stichprobenkriterien nicht mehr). Daher können einige Fonds, die in der Better Finance Stichprobe erfasst wurden, möglicherweise nicht in der ESMA Stichprobe erscheinen, und umgekehrt.

2. EINSCHRÄNKUNGEN

Die von der ESMA veröffentlichten Ergebnisse bestätigten, dass der Nachteil der Anleger möglicherweise schwerwiegend ist, da laut ESMA bis zu 188 Fonds, d.h. 15% der von ihr analysierten OGAW-Fonds, auf der Grundlage der verfügbaren quantitativen Messungen potenziell fälschlich aktiv sein könnten.

Eine ergänzende Überprüfung der "Investor Disclosure Documents" durch ESMA *„tendiert dazu, die Ergebnisse der quantitativen Analyse zu bestätigen“*.

Diese bereits alarmierende Zahl wäre wahrscheinlich noch höher gewesen, wenn ESMA:

- nicht mehr als die Hälfte der von ihr abgefragten aktiven Aktien-OGAW-Fonds ausgeschlossen hätte (1.349 von insgesamt 2.600; wegen fehlender notwendiger Daten in der Morningstar-Datenbank);

- auch die Aktienfonds, die weitgehend an Privatanleger in großen Märkten wie Frankreich oder Deutschland, d.h. "AIF"-Fonds¹³, einbezogen hätte, und nicht nur die paneuropäischen OGAWs.

ESMA weigerte sich – anders als die norwegische Regulierungsbehörde –, bekannt zu geben, welche Fonds von ihrer Studie als potenziell fälschlich aktiv aufgedeckt wurden, und offenbarte auch nicht, in welchen Ländern diese ihren Wohnsitz haben, was EU-Anleger im Dunkeln lässt. Darüber hinaus hat es ESMA, obwohl sie bereits über ein Jahr die quantitative und qualitative Untersuchung durchführte, den zuständigen nationalen Behörden überlassen, sich mit diesem gewaltigen Fall von potenziell ungerecht behandelten Investoren zu befassen. Ein Jahr später hat keine von ihnen¹⁴ bislang öffentlich einen fälschlich aktiven Fonds identifiziert, sei es aus der Liste der von ESMA identifizierten 188 OGAW-Fonds, oder von woanders.

Allerdings haben Anleger, die diese Fonds halten, lange genug gewartet und können sicherlich nicht länger auf irgendwelche hypothetischen Maßnahmen von nicht identifizierten nationalen Regulierungsbehörden und nicht identifizierten Fondsmanagern, für die kein verlässlicher Zeitrahmen besteht, warten.

13 AIFs: «alternative Investmentfonds». Trotz ihres Namens handelt es sich bei diesen Fonds meistens um gewöhnliche Fonds, die weitgehend an Einzelpersonen verkauft werden, die aber keine europäischen „Pass“ beantragten.

14 Die schwedische Regulierungsbehörde hat vor kurzem mehr als ein Dutzend Fonds mit einem Active Share unter 60% veröffentlicht, aber äusserte sich aber nicht darüber, ob diese Fonds tatsächlich potenzielle „closet indexer“ sind oder nicht.