GERD KOMMER
INVEST GMBH

Dr. Gerd Kommer

Die wichtigsten Argumente der ETF-Kritiker – Was ist dran an ihnen?

Verbraucherzentrale Bundesverband
Seminar V 1816: Geldanlage und Altersvorsorge aktuell
für Fachberater/innen und Referent/innen
Ulm, 29.01.2019

Die wichtigsten Argumente der ETF-Kritiker – Was ist dran an ihnen?

Buchveröffentlichungen von Dr. Gerd Kommer

2019

2018 (5. Aufl.)

2016 (2. Aufl.)

2017

GERD KOMMER INVEST GMBH

Inhalt

(1) Kontext und Rahmen der Diskussion
- a) Basiswissen für die Diskussion über ETF-Kritik
- b) Ordnung schaffen im Begriffschaos rund um ETFs und passives Investieren
- c) Chronologie: Investmentfonds und Indexfonds
- d) Indexfonds und ETFs: Aktuelle Ausgangssituation
- e) Der Marktanteil von passivem Investieren – richtig berechnet

(2) Argumente gegen ETFs
- a) Einige besonders "krasse" Aussagen von ETF-Kritikern
- b) Wer sind die Kritiker? (cui bono?)
- c) Systemische Risiken
- d) ETF-Strukturrisiken
- e) Strategierisiko beim passiven Investieren in einer Marktkrise

(3) Der Nutzen von ETFs/Indexfonds für Privatanleger
(4) Fazit
(5) Appendix

Basiswissen für die Diskussion über ETF-Kritik

- ETFs sind normale "Investmentfonds", auch bekannt als "Publikumsfonds", UCITS-/OGAW-Fonds oder "Investmentvermögen" (KAGB)
- Es existiert kein gesondertes Aufsichtsrecht für ETFs
- Wohl "90%" der rechtlichen Struktur dieser beiden Indexfondstypen ist identisch mit der von aktiv gemanagten UCITS-Fonds in der EU (oder analog US Mutual Funds)
- Indexfonds umfassen (a) Indexfonds im klassischen Fondsformat (nicht börsen-gehandelte Indexfonds) und (b) ETFs (börsengehandelte Indexfonds)
- ETFs haben global gesehen ca. 50% Marktanteil an allen Indexfonds
- Im deutschen und österr. Privatanlegermarkt sind nur ETFs verfügbar (keine Indexfonds im klassischen Fondsformat) – anders in der Schweiz

Die wichtigsten Argumente der ETF-Kritiker – Was ist dran an ihnen?

Ordnung schaffen im Begriffschaos um ETFs und passives Investieren (1/2)

Beispiel für missverständliche, irreführende Medien-berichterstattung

REUTERS

WEALTH FEBRUARY 2, 2017 / 3:31 PM / 2 YEARS AGO

Index funds to surpass active fund assets in U.S. by 2024: Moody's

Trevor Hunnicutt 3 MIN READ

NEW YORK (Reuters) - Index funds will grab more than half the assets in the investment-management business by 2024 "at the latest," Moody's Investors Service Inc said in a research note on Thursday.

GERD KOMMER INVEST GMBH

Ordnung schaffen im Begriffschaos um ETFs und passives Investieren (2/2)

- ❑ Fundamentaler Unterschied zw. "mit ETFs investieren" und "passiv investieren"
- ❑ Passiv Investieren bedeutet, auf Buy-and-Hold-Basis in den Gesamtmarkt investieren
- ❑ ETFs werden überwiegend zu *aktivem* Investieren verwendet
- ❑ Worauf bezieht sich Kritik? – Auf ETFs? Auf Indexfonds? Auf passiv Investieren?
- ❑ Was ist die richtige Bezugsgröße bei Diskussionen über den ETF-Marktanteil?

Diskussion fruchtlos/sinnlos, solange man:

… ETFs mit Indexfonds gleichsetzt

… ETF-Investieren (in ETFs verwaltetes Vermögen) mit "passivem Investieren" oder "Indexing" gleichsetzt

… "Investmentfonds" mit dem "Investmentmarkt" gleichsetzt

Chronologie: Investmentfonds und Indexfonds

- 1924 – Entstehung des modernen "Investmentfonds" ("Publikumsfonds") in den USA
- 1943 – Erster europäischer Publikumsfonds in der Schweiz
- 1970er Jahre – Allmähliche Popularisierung von Investmentfonds in Deutschland
- 1971 – Erster Indexfonds für institutionelle Anleger in den USA
- 1976 – Erster Indexfonds für Privatanleger in den USA
- 1993 – Erster ETF in den USA/Kanada
- 2000 – Einführung von ETFs in den deutschen Markt
- 2008 ff. – Im Anschluss an die Große Finanzkrise erleben Indexfonds/ETFs weltweit einen Popularitätsschub / beschleunigtes Marktanteilswachstum

Indexfonds/ETFs: Aktuelle Ausgangssituation

- Globaler Marktanteil Indexfonds am Publikumsfondsmarkt heute bei ca. 24%
- ETFs als spezifische Investmentstruktur haben die zwei schwersten Marktkrisen in den letzten 80 Jahren mit Bravour überstanden (Dot-Com-Krise, Große Finanzkrise)
- Letzteres war nicht der Fall für mehrere andere Formen von "Collective Investment Vehicles" und "Verbriefungsstrukturen" (z. B. deutsche Offene Immobilienfonds, institutionelle ABS-Fonds, deutsche Pfandbriefe, deutsche kapitalbildende Lebensversicherungen, deutsche Geschlossene Fonds)
- Weltweit ist bis heute kein Fall bekannt, in dem ein Anleger in der Dot-Com-Krise oder in der Großen Finanzkrise durch die Struktur von ETFs einen finanziellen Schaden erlitten hat

Der Marktanteil von passivem Investieren – richtig berechnet (1/2)

- ❑ Der Markt wird für diese Marktanteilsdiskussion als der "globale Markt für Investmentmöglichkeiten" verstanden, nicht als ein irrelevanter Teilmarkt davon
- ❑ Der "Investmentfonds-Markt" ist ein hier irrelevanter Teilmarkt
- ❑ Globaler Marktanteil von "Indexed Assets" an allen Assets geschätzt ca. 2,0%
- ❑ Globaler Marktanteil von Trades durch Indexed Assets geschätzt ca. 0,2%
- ❑ Der globale Marktanteil von "passivem Investieren" – korrekt definiert – ist derzeit nicht seriös ermittelbar, da die Daten dafür zu unvollständig und/oder unklar sind
- ➔ Nennung des Marktanteils von Indexfonds an allen Publikumsfonds (UCITS-Fonds, Mutual Funds) global oder nur in USA oder Europa ist für die relevante Frage irrelevant und für Laien irreführend

Der Marktanteil von passivem Investieren – richtig berechnet (2/2)

Schätzung Marktanteil global von Indexed Assets GK, 29.12.2018

N.B. "Indexed Assets" ist nicht identisch mit "Passiv Investieren"

	in Tsd. Mrd. USD			in percent		
Asset-Klasse	Total	Indexed	Not-indexed	Indexed	Not-indexed	Quellen, Anmerkungen:
Listed equity	$69,0	$8,4	$60,6	12%	88%	Quelle: https://www.statista.com/statistics/224579/worldwide-etf-assets-under-management-since-1997/
Listed debt	$53,0	$3,2	$49,8	6%	94%	Quelle: Schätzung von GK
Unlisted equity	$138,0	-	$138,0	-	100%	Unlisted equity assumed to be twice the size of listed equity - estimate by GK
Unlisted debt	$106,0	-	$106,0	-	100%	Unlisted debt assumed to be twice the size of listed equity - estimate by GK
Real estate not included in the above	$100,0	-	$100,0	-	100%	Estimate by GK -- only real estate not yet included in the above entries for equity and debt
Government owned infrastructure	$150,0	-	$150,0	-	100%	Estimate by GK
GESAMT	$616,0	$11,6	$604,4	2%	98%	

Diese Marktanteilsberechnung berücksichtigt NICHT:

- dass ein großer Anteil der Indexed Assets (listed debt and equity) aktiv getradet werden, insbes. ETFs.
- dass "Price Discovery" eher vom Anteil an der Zahl der Trades als von Anteil am Volumen der Assets bestimmt wird.
- das "non-market cap weighted index investing (Smart Beta Investing") eher aktives Investieren ist.
- die Asset-Klasse Commodities.
- die Asset-Klasse Derivate.

Die wichtigsten Argumente der ETF-Kritiker – Was ist dran an ihnen?

Einige krasse Aussagen aus der Kritik an ETFs und passivem Investieren

- **"Der stille Weg in die Knechtschaft: Warum passives Investieren schlimmer ist als Marxismus**" (Titel eines Research-Memos zu Indexfonds der amerikanischen Stock Broker-Firma Sanford Bernstein im August 2016)
- **"Indexing ist eine massive Bedrohung für die Stabilität des Finanzsystems"** (Saker Nusseibeh, Vorstandsvorsitzender der britischen Fondsgesellschaft Hermes Investment Management, *Financial Times*, 26.9.2016)
- **"Fondsmanager und Flossbach-von-Storch-Mitgründer Bert Flossbach sieht ein systembedrohendes Problem heraufziehen"** (*Das Investment,* 15.2.2018)
- **"Per Autopilot ins Risiko (…) Der ETF-Boom birgt Gefahren: Für die Kapitalmärkte, vor allem aber für die Aktionärsdemokratie**" (*Der Spiegel*, 11.8.2018)

Wer sind die Kritiker? (cui bono?)

- **Asset-Management-Branche:** 100% der besonders schrillen Kritik kommt von Vertretern des konventionellen "aktiven" Asset-Managements oder Journalisten, die diese Argumente nachplappern. Diese Kritik ist generell mit großer Skepsis zu betrachten, weil sie von denjenigen kommt, die ein direktes monetäres Motiv für ihre Kritik haben.
- **Wissenschaft:** Von unabhängigen Wissenschaftlern gibt es nur vereinzelt kritische Untersuchungen, denen jedoch drastisch größere Zahl wissenschaftlicher Untersuchungen gegenüberstehen, die passiv Investieren als unbedenklich oder überlegen einstufen.
- **Aufsichtsbehörden, Zentralbanken, supranationale Organisationen** (z.B. BaFin, BuBa, BIS, IMF): Einige detaillierte Untersuchungen in den letzten zehn Jahren; diese sehen jedoch unisono derzeit keinen aufsichtsrechtlichen Handlungsbedarf.

Argumente zu "systemischen Risiken" (1/4)

- "Schwächung der Kapitalallokationsfunktion der Börsen"

  → *Strukturell* nicht belegbares Argument / Beitrag zur Kapitalallokationsfunktion durch Börsen wird deutlich überschätzt

- "Passive Anleger sind Trittbrettfahrer"

  → "Kindisches" Argument / klar irrelevant

- "Indexfonds tragen zur Erhöhung des Risikos an den Kapitalmärkten bei"

  → Empirisch war in den letzten 10 Jahren das Gegenteil der Fall

Argumente zu "systemischen Risiken" (2/4)

- "ETFs verstärken Herdentrieb, d. h., wenn die Märkte plötzlich einbrechen, dann ist der Verkaufsdruck noch größer als ohne ETFs"

  → *Strukturell* wohl nicht belegbares Argument

- "Indexfonds/ETFs haben die Korrelationen zwischen den Märkten erhöht und den Nutzen von Diversifikation gesenkt"

  → *Strukturell* wohl nicht belegbares Argument

- "ETFs suggerieren Liquiditätsillusion – ETFs sind liquider als die zugrundeliegenden Assets"

  → Sachlogisch fragwürdiges Argument

Argumente zu "systemischen Risiken" (3/4)

- "Indexfondsanbieter tragen nicht zur Aktionärsdemokratie bei"

  → Unwahres Argument

- "Die drei größten Indexfondsanbieter haben zusammen zu viel Marktmacht"

  → Fragwürdiges und wohl nicht belegbares Argument

- "Ein Zusammenbruch der drei größten Indexfondsanbieter würde die globale Finanzarchitektur in Gefahr bringen"

  → Falsches Argument

Argumente zu "systemischen Risiken" (4/4)

- "Wenn alle passiv investieren, funktioniert es nicht mehr"

  → Korrektes Argument, aber irrelevant und realitätsfremd

Argumente zu "ETF-Strukturrisiken" (1/2)

- "ETF-Preisfindungsmechanismus kann in schweren Börsenphasen evtl. versagen; dann notiert der ETF vielleicht deutlich unter dem fairen Wert"

  → Intellektuell/sachlogisch fragwürdiges Argument

- Wertpapierleihe (WPL)

  → WPL ist nicht ETF-spezifisch. Alle Investmentfonds und andere kollektive Investment-Vehikel dürfen WPL praktizieren; WPL ist risikoarm und renditeerhöhend

- Swap-ETFs

  → Globaler Marktanteil von Swap-ETFs an allen ETFs <2%; Swap-ETFs leicht vermeidbar

Argumente zu "ETF-Strukturrisiken" (2/2)

- Inverse ETFs (Short ETFs)

  → Globaler Marktanteil von inversen ETFs an allen ETFs <1%; inverse ETFs leicht vermeidbar

- Leveraged ETFs (gehebelte ETFs)

  → Globaler Marktanteil von Leveraged ETFs an allen ETFs <1%; Leveraged ETFs leicht vermeidbar

Argumente zu "Strategierisiko beim passiven Investieren in einer Marktkrise"

- "Aktive Fonds können im Crash das Geld sicher anlegen und Verluste dämpfen, ein ETF muss dem Index hilflos nach unten folgen"

  → "Uraltes", tausendfach widerlegtes Argument

  → Beispiel: Kalenderjahr 2008 war schlechtestes Aktienjahr seit 1931. Der durchschnittliche aktive US-Aktienfonds unterperformte den US-Aktienmarkt in 2008

  → Umfassend siehe Kommer: *Souverän Investieren mit Indexfonds und ETFs* (2018)

Der Nutzen von ETFs/Indexfonds für Privatanleger

- Kein anderes Finanzprodukt hat in den vergangenen 45 Jahren weltweit einen größeren Nutzen für Kleinanleger produziert als Indexfonds einschließlich ihrer ETF-Variante
  - All-in-Fees "Aktiv" global: geschätzt 900+ Mrd. Euro p. a.
  - Passives Investieren erlaubt den Transfer eines großen Teils der o. g. Summe aus den Taschen der Finanzindustrie in die Taschen von Privathaushalten
  - Passiv Investieren erzeugt Mehrrendite nicht nur durch niedrigere Kosten, sondern auch Vermeidung von Schäden aus schlechtem Timing
  - Passives Investieren, da einfacher, transparenter und risikoärmer, führt generell zu mehr Seelenfrieden

Die wichtigsten Argumente der ETF-Kritiker – Was ist dran an ihnen?

Fazit

- Je erfolgreicher Indexfonds/ETFs werden, desto lauter und schriller wird auch die Kritik an ihnen, da ETFs den Besitzstand einer adipösen Industrie gefährden
- Ein großer Teil der ETF-Kritik, so wie in den populären Medien berichtet, bewegt sich auf einem intellektuell bescheidenen Niveau
- Die Kritik hat jedoch insofern einen Nutzen als sie im Verlauf der vergangenen rund 15 Jahre zu einer weiteren Verbesserung der rechtlichen ETF-Struktur und der für ETFs relevanten Markt-Infrastruktur beigetragen hat

Appendix

Literaturhinweise (1/2)

Diese Liste enthält ausgewählte Literatur zum Thema, die ich als nützlich, korrekt und ausgewogen betrachte. Auf die Nennung ETF-kritischer Literatur habe ich hier bewusst verzichtet, da diese leicht über die nachfolgende Literatur auffindbar ist.

- Appel, I.R., Gormley, T.A., Keim, D.B. (2016): "Passive investors, not passive owners"; In: Journal of Financial Economics; Volume 121, Issue 1, 1 July 2016, Pages 111-141
- Bunzel, Theodore u.a. (BlackRock) 2017: "Index Investing Supports Vibrant Capital Markets"; Internet-Fundstelle: https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-index-investing-supports-vibrant-capital-markets-oct-2017.pdf
- Cohen, Samara u.a. (BlackRock) (2018): "February 2018 Case Study: ETF Trading in a High-Velocity Market"; Internet-Fundstelle: https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-case-study-etf-trading-high-velocity-market-february-2018.pdf
- Deutsche Bundesbank (ohne Autor) (2018): "Die wachsende Bedeutung von Exchange-Traded Funds an den Finanzmärkten"; In: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank; Oktober 2018; S. 83 ff.
- Edkins, Michell u.a. (BlackRock) (2017): "Index Investing and Common Ownership Theories"; Internet-Fundstelle: https://ccl.yale.edu/sites/default/files/files/viewpoint-index-investing-and-common-ownership-theories-eng-march.pdf
- Ganti, Anu / Lazzara, Craig (S&P Dow Jones Indices) (2018): "The Slings and Arrows of Passive Fortune"; Internet-Fundstelle: https://us.spindices.com/documents/research/research-the-slings-and-arrows-of-passive-fortune.pdf
- Hirt, Joshua u.a. (Vanguard) (2018): "Setting the record straight: Truths about indexing"; Vanguard Research; Internet-Fundstelle: https://personal.vanguard.com/pdf/ISGBEL.pdf
- Kommer, Gerd (2017): "Die absurde Dämonisierung von ETFs"; Internet-Fundstelle. https://www.gerd-kommer-invest.de/daemonisierung-von-etfs/

Literaturhinweise (2/2)

- Kommer, Gerd (2016): "Wie stark ist das Passiv-Lager wirklich"? In: Der Neue Finanzberater, Juli 2016, S. 12-14; Internet-Fundstelle: https://www.gerd-kommer-invest.de/wp-content/uploads/2016-07-Wie-stark-ist-das-Passiv-Lager-wirklich.pdf
- Marquardt, Philipp / Weber, Martin (2018): "Der Siegeszug passiven Investierens – Zuviel des Guten? Eine Analyse möglicher Auswirkungen zunehmender Marktanteile passiver Investoren"; Universität Mannheim; Behavioral Finance Group; Reihe "Forschung für die Praxis"; Band 33; 2018.
- Melas, Dimigtris (MSCI) (2018): "Why index funds promote market efficiency"; Internet-Fundstelle: https://www.msci.com/www/blog-posts/why-index-funds-promote-market/0977080570
- Nadig, Dave (ETF.com) (2017): "No, ETFs Don't Own 37% Of S&P 500"; Internet-Fundstelle: https://www.etf.com/sections/blog/no-etfs-dont-own-37-sp-500
- Petajisto, Antti (2017): "Inefficiencies in the Pricing of Exchange-Traded Funds"; In: Financial Analysts Journal; First Quarter 2017; S. 24 ff.
- Rekenthaler, John (Morningstar) (2017): "Do Index Investors Deserve Perdition? "Not guilty on all counts"; In: Morningstar Magazine; Oct./Nov. 2017; S. 12 ff.
- Rekenthaler, John (Morningstar) (2017): "The Latest Salvo Against Indexing"; Internet-Fundstelle: https://www.morningstar.com/articles/825976/the-latest-salvo-against-indexing.html
- Sushko, Vladyslav / Turner, Grant (BIS) (2018): "The implications of passive investing for securities markets"; In: BIS Quarterly Review; March 2018; Internet-Fundstelle: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1803j.pdf
- The Economist (ohne Autor) (2017): "Passive aggressive – Criticism of index tracking funds is ill-directed"; In: The Economist, Nov. 8th, 2017; Internet-Fundstelle: https://www.economist.com/finance-and-economics/2017/11/14/criticism-of-index-tracking-funds-is-ill-directed
- Zinnecker, Sara (Finanztip) (2018): "Indexfonds – was von der Kritik an ETFs zu halten ist"; Internet-Fundstelle: https://www.finanztip.de/blog/kritik-etf/

Publikumsfonds: Aktien

Anteil der Aktienpublikumsfonds mit Fondsdomizil in Europa, die schlechter performten als ihre Markt-Benchmark (linke Spalten) sowie Fondsrendite versus Marktrendite (rechte Spalten) – Zeitraum jeweils endend im Juni 2018

Investment-schwerpunkt	Anteil Fonds mit Unterperformance		Nominale Rendite – 10 Jahre	
	auf 1 Jahr	auf 10 Jahre	Index	Ø Fonds
Aktien global	82,1%	98,9%	10,1% p.a.	6,0% p.a.
Aktien Deutschland	59,6%	79,7%	7,1% p.a.	7,0% p.a.

▶ Quelle: 2018 S&P SPIVA Europe Scorecard Mid Year 2018. ▶ Fondsrenditen (ganz rechte Spalte) sind equal-weighted.

Publikumsfonds Anleihen

Anteil der Anleihenfonds mit Fondsdomizil in den USA, die schlechter performten als ihre Markt-Benchmark (linke Spalten) sowie Fonds-rendite versus Marktrendite (rechte Spalten) – Zeitraum jeweils endend im Juni 2018

Investment-schwerpunkt	Anteil Fonds mit Unterperformance		Nominale Rendite – 10 Jahre	
	auf 1 Jahr	auf 10 Jahre	Index	Ø Fonds
US-Staatsanleihen, langfristig	85,7%	98,1%	6,0% p.a.	3,1% p.a.
US-Hochzinsanleihen	73,3%	98,3%	8,2% p.a.	6,3% p.a.
Schwellenländer-Staatsanleihen	88,1%	78,6%	6,6% p.a.	5,6% p.a.

▶ Quelle: 2018 S&P SPIVA USA Scorecard Mid Year 2018. ▶ Entsprechende Daten für Rentenfonds mit Fondsdomizil Europa nicht verfügbar. ▶ Fondsrenditen (ganz rechte Spalte) sind asset-weighted.

Die wichtigsten Argumente der ETF-Kritiker – Was ist dran an ihnen?

Hedge-Fonds, Private Equity-Fonds

Die nominale Rendite von Hedge-Fonds und Private Equity Fonds relativ zu marktneutralen Aktien-Benchmarks

	Hedge-Fonds (HFRX-Index)	MSCI-World Standard	Private Equity (LPX50 Index)	MSCI World Small Cap
Reale Rendite				
1998 bis 2007 (10 Jahre)	6,6% p.a.	4,4% p.a.	7,7%	8,3%
2008 bis 2017 (10 Jahre)	0,3 % p.a.	6,4% p.a.	4,0%	8,0%
Std.-Abweichung Jahresrend.	17%	20%	43%	24%
Maximaler Drawdown	–30% (2008)	–44% (2002)	–73% (2008)	–44% (2008)

▶ Alle Renditen real und in Euro. ▶ Ohne Kosten und Steuern, geometrische Durchschnitte. ▶ Kosten bei Hedge-Fonds und PE-Fonds wesentlich höher als bei konventionellen Aktienindexfonds. ▶ Daten: Hedgefundresearch (HFRX Global Hedge Fund Index), LPX Group, MSCI). ▶ Standardabweichung bei Hedge-Fonds und PE-Fonds vermutlich "geschönt", da hier möglicherweise die Datenqualität relativ schlecht ist. ▶ Maximaler Drawdown auf Kalenderjahrbasis berechnet. Bei Verwendung von Monatsrenditen wäre er geschätzte 10 Prozentpunkte extremer.

Performance-Kontinuität bei aktiv gemanagten Publikumsfonds

Anteil der Top-Performer-Fonds (bestes Quartil eines Fondssegments in Jahr 1), die es schafften, sich in den Jahren nach Jahr 1 (April 2013 bis März 2014) weiterhin im Top-Quartil ihres Fonds-Segments zu halten

	2. Jahr	3. Jahr	4. Jahr	5. Jahr
	12 Monate bis März 2015	12 Monate bis März 2016	12 Monate bis März 2017	12 Monate bis März 2018
Aktienfonds, alle Segmente	30,5%	7,9%	0,2%	0,2%
Anleihen, investment grade, mfr.	26,9%	1,9%	0	0

▶ Quelle: S&P SPIVA Persistence Scorecard July 2018 USA. Es wurde für Aktien und Anleihen jeweils diejenige Fondskategorie mit der höchsten Zahl von Einzelfonds aus der gesamten Scorecard ausgewählt.

➔ Sofern alle ursprünglichen Top-Quartil-Fonds (obere 25% aller Fonds) aus dem 1. Jahr (die 12 Monate bis März 2014) in den Jahren danach Top-Performer-Fonds geblieben wären (also bei perfekter Performance-Kontinuität), **müsste in allen Zellen der Tabelle der Wert "100%" stehen**. Tatsächlich ist jedoch die Wahrscheinlichkeit, dass ein Top-Performer-Fonds im zweiten Jahr immer noch im Top-Quartil ist, für beide Fondskategorien schlechter als 50% (= reiner Zufall). Schon im dritten Jahr haben sich beinahe alle ehemaligen Top-Fonds aus dem 1. Jahr aus der ursprünglichen Top-Gruppe verabschiedet.

Unterscheidung von Können und Zufall: Wie lange müssen wir warten?

Wie lange dauert es bis man aus statistik-wissenschaftlicher Sicht bei einem aktiv gemanagten Portfolio zufällige Outperformance von nicht-zufälliger Outperformance verlässlich unterscheiden kann?

		Angenommene durchschnittliche Outperformance ("Alpha") des Fonds während der Betrachtungsperiode		
		1,0% p.a.	2,0% p.a.	3,0% p.a.
Angenommene Standardabweichung des Alphas	4,0%	61 Jahre	15 Jahre	7 Jahre
	6,0%	138 Jahre	35 Jahre	15 Jahre
	8,0%	246 Jahre	61 Jahre	27 Jahre

► "Alpha" ist hier definiert als die Renditedifferenz nach allen Kosten in Prozentpunkten p.a. gegenüber der Jahresrendite der Benchmark (korrekt gewählter Vergleichsindex abzüglich geringer Indexfonds-Kosten) über den gesamten Messzeitraum hinweg. Die Annahmen in der zweiten Spalte (Volatilität des Alphas) entsprechen empirischen Beobachtungen. ► Die Berechnung basiert auf einem t-Test mit 95%-Signifikanz-Level.

Zur Person von Gerd Kommer

Dr. Gerd Kommer, LL.M.

München, Tel. 089-9200 8411
g.kommer@gerd-kommer-invest.de

Geschäftsführer der *Gerd Kommer Invest GmbH*, München. Das Anfang 2017 gegründete Unternehmen ist Vermögensverwalter. Mandanten sind vermögende Privatkunden, Stiftungen und kleine bis mittlere Unternehmen häufig in Bezug auf BAV-Mittel. Kommer leitete bis Ende 2016 die Niederlassung London und den Geschäftsbereich Infrastructure & Asset Finance eines deutschen Asset Management-Unternehmens. Bis dahin war er 24 Jahre im Firmenkundenkreditgeschäft und institutionellen Asset Management verschiedener Banken und Asset Manager in Deutschland, Südafrika und Großbritannien tätig.

Studium: BWL, Steuerrecht, Germanistik, Politikwissenschaft in Deutschland, USA und Liechtenstein (M.A., MBA, Dr. rer. pol., LL.M.).

www.gerd-kommer-invest.de

GERD KOMMER
INVEST GMBH

Haftungsbegrenzung

Die hier vorgestellten Berechnungsergebnisse basieren auf historischen Daten und der hier dargestellten spezifischen Methodik. **Es besteht keinerlei Garantie dafür, dass sich die zugrundeliegenden Variablen in Zukunft auch nur in ähnlicher Weise entwickeln werden.**

Generell dienen alle Informationen, Zahlen und Aussagen in diesem Dokument lediglich illustrativen und didaktischen Zwecken. Sie sind nicht durchgängig Darstellung von Tatsachen und sie sind ausdrücklich kein Angebot.

Inwieweit die Informationen in diesem Dokument korrekt sind, können wir nicht mit Gewissheit sagen, wenngleich wir uns bemüht haben, Fehler zu vermeiden.

Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an Mandanten und potenzielle Mandanten der Gerd Kommer Invest GmbH.

Investieren in Bankguthaben, Wertpapiere, Investmentfonds, Immobilien und Rohstoffe bringt hohe Verlustrisiken mit sich, bis hin zum Risiko des Totalverlusts. Es ist möglich, dass die Investmenttechniken, die in diesem Dokument genannt werden, zu beträchtlichen Verlusten führen. Historische Renditen bieten keine Gewähr für ähnliche Renditen in der Zukunft.

Nutzungsrechte

Dieses Dokument als ganzes und der Inhalt dieses Dokumentes ist das alleinige geistige Eigentum der Gerd Kommer Invest GmbH. Die kommerzielle Verwertung wie auch jede Weitergabe oder Verbreitung dieses Dokumentes oder der in ihm enthaltenen Informationen ist nur mit ausdrücklicher schriftlicher, einzelfallbezogener Genehmigung der Gerd Kommer Invest GmbH gestattet.