

# Indexnahes Investieren unterstützt dynamische Kapitalmärkte



**Barbara Novick**  
Vice Chairman



**Samara Cohen**  
ETF and Index Investments



**Ananth Madhavan**  
Global Head of Research, ETF and Index Investments



**Theodore Bunzel**  
Corporate Strategy



**Jasmin Sethi**  
Legal & Compliance, US



**Sarah Matthews**  
Global Public Policy Group, EMEA

Indexnahes Investieren hat die Art und Weise, in der Anleger Renditen anstreben, Risiken steuern und Portfolios aufbauen, tiefgreifend verändert. Seit fast 50 Jahren senken Indexanlage-Instrumente die Kosten und vereinfachen den Zugang zu diversifizierten Investments für alle Investoren, von anspruchsvollen Finanzinstituten bis hin zu Einzelpersonen. Technologien und Daten haben auch das Anlagespektrum verändert, das von einem Index abgebildet werden kann. Zur Wahl stehen nun nicht mehr nur traditionelle Aktienindizes, die Aktien im Verhältnis zu ihrer Marktkapitalisierung enthalten, sondern auch eine ganze Reihe dynamischerer Indizes, die nach anderen Methoden zusammengestellt werden.<sup>1</sup> Diese können verwendet werden, um Anlageprodukte zu schaffen, die eine Vielzahl von Bedürfnissen bedienen – zum Beispiel Produkte, die Indizes mit bestimmten Anlagestilen wie Wert- oder Qualitätsaktien abbilden.

Veränderung wirkt allerdings oft zerstörerisch auf gängige Normen. Es gibt eine bestimmte Tendenz bei Kommentatoren, die Bedenken über das Wachstum von Indexanlagen äußern. Einige der Schlagzeilen waren aufsehenerregend,<sup>2</sup> aber viele der zugrunde liegenden Argumente werden entweder nicht durch Daten gestützt oder würden von größerer Klarheit und einem gemeinsamen Verständnis der Schlüsselkonzepte profitieren, wie z. B. Vermögensbesitz versus Vermögensverwaltung, Größe der von externen Managern verwalteten Vermögenswerte im Verhältnis zum Gesamtmarktwert der investierbaren Vermögenswerte, sowie Aktionärsaktivismus versus aktivistische Anleger. Obwohl die Vorteile des indexnahen Investierens weithin anerkannt sind, haben sich diese Bedenken auf ihre Marktauswirkungen konzentriert. Wir sehen zwei aufkommende Themen.

Zunächst haben einige Kommentatoren versucht, die Rolle, die das indexnahe Investieren auf den Kapitalmärkten spielt, zu analysieren. Insbesondere fragen sie, ob Indexfonds – worunter wir in dieser Abhandlung Index-Publikumsfonds und Exchange Traded Funds (ETFs) verstehen – das Potenzial haben, Investitionsflüsse zu verzerren, Aktienkursblasen zu generieren oder umgekehrt einen Rückgang der Marktpreise zu verschärfen.<sup>3</sup>

Zweitens haben andere Kommentatoren den Komplex des indexorientierten Investierens, des Aktienbesitzes und Wettbewerbes erforscht und haben Indexanlageprodukten höhere Verbraucherpreise, steigende Vergütungen von Führungskräften und sogar Aspekte der ungleichen Vermögensverteilung zugeordnet.<sup>4</sup> Dieser akademische Diskurs wird oft als die Literatur über "gemeinsame Eigentümerstrukturen" bezeichnet – eine Kurzformel für das Halten von Aktien mehrerer Unternehmen einer Branche durch einen einzelnen Marktteilnehmer.

In diesem ViewPoint skizzieren wir einige Schlüsselemente der Debatte um das indexnahe Investieren mit dem Ziel, Kernkonzepte zu differenzieren und eine praktische Perspektive zu bieten. Wir konzentrieren uns hier speziell auf Indexanlagen in Bezug auf Aktien und die Aktienmärkte.<sup>5</sup> Wir beginnen damit, das Spektrum der Investmentstile im Zentrum dieser Debatte zu definieren, von den mehr aktiven zu den mehr indexgetriebenen, und setzen die Stile ins Verhältnis zueinander. Dann arbeiten wir einige der konkreten Konzepte aus und sprechen über die Auswirkungen des indexnahen Investierens auf die Aktienmärkte. Schließlich untersuchen wir, aufbauend auf unserem ViewPoint mit dem Titel "Index-Anlagen und Theorien zu gemeinsamen Eigentümerstrukturen", die Theorien rund um gemeinsamen Eigentümerstrukturen.

## In diesem ViewPoint

<b>Wesentliche Punkte</b>	2
<b>Das Aktiv-Index-Kontinuum: keine binäre Wahl</b>	4
<b>Investmentstile im Vergleich: Wie verbreitet ist das indexnahe Investieren?</b>	5
<b>Kernkonzepte</b>	8
<b>Einfluss des indexnahen Investierens auf die Aktienmärkte</b>	11
<b>Theorien über gemeinsame Eigentümerstrukturen</b>	16
<b>Schlussfolgerung</b>	17

## WESENTLICHE PUNKTE

### 1. Indexnahes Investieren hat die Art und Weise, wie Anleger Renditen anstreben, Risiken steuern und Portfolios aufbauen, tiefgreifend verändert.

- Indexorientierte Anlagen waren ausschlaggebend für den kostengünstigen Zugang zu diversifizierten Investments für alle Anleger von Institutionen bis zu Einzelpersonen.
- Technologien haben die Palette der indexierbaren Anlagen erweitert. Sie ermöglichen über die traditionellen, nach Marktkapitalisierung gewichteten Indizes hinaus dynamischere Indizes, wie z. B. solche, die bestimmte Investmentstile oder Wert- oder Qualitätsaktien nachbilden.
- Zu den globalen Trends, die die Entwicklung des indexnahen Investierens vorantreiben, gehören:
  - (i) ein steigendes Bewusstsein für die gebotenen Leistungsversprechen, indem sie versuchen, einen Benchmark-Index abzubilden, statt ihn zu schlagen,
  - (ii) eine stärkere Konzentration auf Gebühren und Transparenz seitens Aufsichtsbehörden und Investoren und
  - (iii) eine Veränderung bei den Vermittlungs- und Beratungsmodellen, bei der Anlageberater sich zunehmend weniger auf einzelne Aktien oder Fonds, sondern sich mehr auf den Aufbau diversifizierter Portfolios konzentrieren, die oft in Form von Indexfonds angeboten werden.

### 2. Trotz ihrer Beliebtheit sind Indexanlagen noch relativ wenig verbreitet. Indexnahes Investieren macht weniger als 20% der weltweiten Aktienanlagen aus. Indexfonds und ETFs machen zusammen etwas mehr als 12% des US Aktienuniversums, und 7% des globalen Aktienuniversums aus.<sup>7</sup>

- Obwohl Indexanlagen derzeit schneller wachsen als aktive Strategien, reguliert sich das Verhältnis zwischen aktivem und indexorientierten Managements von selbst:
  - Die Underperformance vieler aktiver Strategien hat dazu beigetragen, die Attraktivität von Indexstrategien zu erhöhen. Wenn indexorientierte Geldanlagen so weit wachsen würden, dass sie die Preisfindung beeinträchtigen, würden kurzfristige Kursschwankungen bei einzelnen Aktien von aktiven Managern genutzt, um ihre Performance zu verbessern.
  - Verbesserte aktive Performance würde Zuflüsse wieder in aktive Strategien leiten. Der Markt wird sich somit intuitiv kontinuierlich in Richtung eines Gleichgewichtes bewegen.
- Obwohl die einfache Unterscheidung zwischen aktiven Anlagen einerseits und Indexstrategien andererseits oftmals eine nützliche Verkürzung ist, bietet die Investmentlandschaft in der Praxis keine binäre Wahl zwischen zwei Stilen, sondern ein Kontinuum von Anlagestrategien, die von den mehr aktiven bis zu den mehr indexgetriebenen reichen. Als Manager sowohl aktiver als auch indexbasierter Investmentlösungen sehen wir wichtige und komplementäre Rollen für beide Formen.

### 3. Durch die Entwicklung von Anlagenormen entsteht gerade eine wichtige Debatte über den Einfluss von indexnahem Investieren auf Investitionsströme, Aktienkurse und die Effizienz der Kapitalmärkte.

- Größere Klarheit und ein gemeinsames Verständnis der Kernkonzepte würden eine konstruktivere Diskussion erleichtern, inklusive:
  - des Unterschiedes zwischen Vermögensbesitzern und Vermögensverwaltern,
  - der Unterscheidung der verschiedenen Arten der Indexanlageprodukte und
  - der Schwellenberichterstattung, auch Threshold Reporting, und was sie bedeutet, sowie
  - des Unterschiedes zwischen einem "aktiven Anlageverwalter" und einem "aktivistischen Anleger".

## WESENTLICHE PUNKTE

### 4. Investitionsströme in verschiedene Anlageklassen und Branchen werden durch die gesamten von Vermögensbesitzern getroffenen Entscheidungen über die Allokation ihrer Vermögenswerte angetrieben, nicht durch die Attraktivität bestimmter Produkte oder Anlageprodukte/-formen.

- Einige Kommentatoren sind besorgt darüber, dass Indexfonds Investitionsströme in eine momentan favorisierte Anlageklasse, Branche oder Region treiben können, nur um sich schnell wieder daraus zurückzuziehen.<sup>8</sup>
- In der Praxis sind Anlageprodukte Instrumente für die Umsetzung der individuellen von Vermögensbesitzern getroffenen Entscheidungen über die Allokation ihrer Vermögenswerte. Gäbe es keine Indexfonds würden diese Entscheidungen auf eine andere Weise, beispielsweise durch einzelne Aktien oder aktive Fonds, realisiert.
  - Entscheidungen über die Allokation von Vermögenswerten werden u. a. von makroökonomischen Entwicklungen und der globalen Zinspolitik, nicht aber durch die Produktwahl getrieben.
- Die große Vielfalt der Index-Benchmarks, -strategien und -produkte bedeutet, dass Indexanlagen nicht nur in wenige statische Strategien (oder aus ihnen heraus) fließen, sondern vielmehr im gesamten investierbaren Universum verteilt sind. Darüber hinaus sind die Indizes selbst nicht statisch. Stattdessen wird die Zusammensetzung der in ihnen enthaltenen Aktien regelmäßig angepasst.

### 5. Die Effizienz der Preisfindung hat von technologischen Sprüngen profitiert, die zusätzliche Informationen und Transparenz auf die Aktienmärkte bringen. Obwohl indexorientierte Anlagen auch eine Rolle spielen, wird der Preisfindungsprozess immer noch von der aktiven Aktienausswahl dominiert.

- Die Preisfindung, der Prozess, bei dem neue Informationen in die Bewertung einer Aktie einfließen, wird durch Handelsaktivitäten unter Käufern und Verkäufern angetrieben. Das geschieht mit großer Geschwindigkeit und wird immer schneller.
- Aufgrund des relativ Umsatzes und der relativ geringen Verbreitung im Vergleich zu aktiven Strategien spielt der Handel mit indexgetriebenen Anlagen nur eine kleine Rolle bei der Preisfindung für einzelne Aktien.
  - Auf den US-Aktienmärkten handeln Manager, die aktive Renditen (über der Benchmark) anstreben, ca. 22 US-Dollar für jeden US-Dollar des durch Indexstrategien angetriebenen US-Aktienhandels.<sup>9</sup>
- Der Handel von ETF-Anteilen an Börsen am Sekundärmarkt treibt Käufe und Verkäufe der zugrunde liegenden Aktien nicht direkt an. Käufe und Verkäufe von Aktien, die durch den ETF-Creation/Redemption-Prozess angetrieben werden, machen nur 5% des gesamten US-Börsenhandels aus.<sup>10</sup>
- Dennoch tragen ETFs auf zwei wichtige Weisen zur Preisfindung bei, und zwar:
  - etwa durch den Handel mit Fonds, die in internationale Aktien investieren und die während der US-Börsenzeiten gehandelt werden. Dieser hilft bei der Preisfindung, wenn deren Heimatmärkte geschlossen sind, und
  - als eine Möglichkeit, über den Handel von ETFs zur Bewertung von Branchen, Regionen oder Anlageklassen beizutragen.

### 6. Wissenschaftler streiten weiterhin über beide Seiten der Debatte um Indexanlagen und gemeinsame Eigentümerstrukturen. Angesichts der Frühphase der Forschung in diesem Bereich sind regulatorische Vorschläge verfrüht.

- In Teilen der jüngsten akademischen Literatur zu diesem Thema wurde versucht, Vermögensverwalter und indexnahe Investitionen mit negativen Ergebnissen für die Verbraucher, einschließlich höherer Preise für Waren und Dienstleistungen, in Verbindung zu bringen. Einige Autoren haben regulatorische Maßnahmen empfohlen. Allerdings glauben wir, dass diese Theorien auf Fehlannahmen beruhen und keine plausible, kausale Erklärung liefern.
- Eine wachsende Zahl neuerer akademischer Arbeiten stellt die Annahmen, die Methodik und die Schlussfolgerungen der ursprünglichen akademischen Arbeit zu diesem Thema als Teil eines konstruktiven akademischen Dialoges infrage.
- Wie bei allen akademischen Theorien braucht es Zeit, Hypothesen zu überprüfen und zu einem Fazit zu kommen. Angesichts des vorläufigen Charakters dieser Arbeit und der widersprüchlichen Schlussfolgerungen, könnten voreilige regulatorische oder politische Vorschläge auf Grundlage dieser Literatur mehr Schaden als Nutzen nach sich ziehen.

## Das Aktiv-Index-Kontinuum: keine binäre Wahl

Die Unterscheidung zwischen aktiven und Indexstrategien ist oft eine nützliche Verkürzung, und wir verwenden diese grobe Unterscheidung in dieser Abhandlung. Allerdings ist die Investmentlandschaft in der Praxis nuancierter, während ein Großteil des derzeitigen Diskurses aktive und Indexanlagestrategien als Gegensätze ansieht. Diese Feststellung am Anfang ist wichtig, da die Rolle jedes dieser Anlagestile in der Konsequenz auch differenziert betrachtet werden muss. Wie in Abbildung 1 dargestellt, wird die Investmentlandschaft besser als Kontinuum von Anlagestilen verstanden, die jeweils mehr oder weniger aktive oder Indexkomponenten enthalten und eine mehr oder weniger starke Beziehung zu einem Vergleichsindex aufweisen.<sup>11</sup> Diese Stile werden dann über eine Vielzahl von Anlageprodukten geliefert, die verwendet werden können, um in verschiedene Anlageklassen, Regionen und Branchen zu investieren. Besitzer von Vermögen können viele dieser Strategien auch direkt umsetzen.

Zur Vereinfachung identifizieren wir vier gebräuchliche Anlagestile, die die meisten der von Asset Managern verwalteten Aktienvermögen umfassen:

### Aktiv – absolute Rendite

Ziel einer Absolute Return-Strategie ist es, eine positive Rendite zu erzielen, unabhängig von der Gesamtp performance der Anlageklasse. Diese Kategorie beinhaltet in erster Linie Hedgefonds, die in der Regel als private Investmentgesellschaften aufgebaut sind. Sie verwenden Anlagetechniken, die normalerweise nicht in traditionellen Vermögensverwaltungsprodukten verfügbar sind, wie z. B. Leerverkäufe, Verwendung von Fremdkapital, ausgefeiltere Finanzverträge und/oder physische Commodity-Positionen. In zunehmendem Maße werden viele dieser Techniken in bestimmten Arten von regulierten Strukturen, wie z. B. Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), repliziert und werden oft als liquide Alternativen bezeichnet. Diese Strategien neigen dazu, die höchsten

Gebühren für ihr Investment-Research sowie für die Analyse der einzelnen Aktien, anderer Vermögenswerte und weiterer struktureller Merkmale der Fonds zu berechnen.

### Aktiv – relative Rendite

Ziel einer Relative Return-Strategie ist es, einen bestimmten Benchmark-Index zu übertreffen. Diese Kategorie umfasst sowohl konzentrierte Portfolios mit weniger Aktien als die Benchmark und einen höheren Tracking-Error (positive oder negative Renditen im Verhältnis zur Benchmark) sowie diversifiziertere Portfolios, die besser an den Vergleichsindex angepasste Renditen liefern. Zwischen diesen beiden Extremen gibt es sehr viele weitere Portfolios. Die Gesamtkosten der aktiven Anlagestrategien sind in der Regel höher als die für Strategien, die die Benchmark enger abbilden sollen, was zum Teil auf die Kosten der Investment-Research und der Analyse einzelner Aktien zurückzuführen ist.

### Aktiv und Index – Faktorstrategien

Die Faktoren Größe und Stil – wie Small-Cap-Aktien und Wertaktien – werden seit langem von Anlegern genutzt und beruhen auf der in die 1930er Jahre zurückgehende Forschung der Ökonomen Benjamin Graham und David Dodd.<sup>12</sup> Nichtsdestotrotz sind Indizes, die auf die Abbildung von Größe, Stil und anderer Faktoren ausgerichtet sind, relativ neue Teilnehmer auf dem Markt.<sup>13</sup> Faktorstrategien können auf aktive oder Indexportfolios angewendet werden. Im Zusammenhang mit Indexanlagen werden Faktorstrategien oft als "Smart Beta" bezeichnet.

Index-Anlageprodukte, die Faktoren einbeziehen, sind im Wesentlichen konzipiert, um spezifische Faktoren wie Wert, Volatilität, Momentum, Dividendenrendite und/oder Größe zu gewichten. Auf diese Weise integriert Smart Beta sowohl aktive als auch Indexelemente: die Benchmark ist das Produkt eines aktiven Prozesses und das daraus resultierende Portfolio repliziert die Benchmark bzw. bildet sie ab. Faktorstrategien haben zu einem erhöhten Interesse geführt, da die Anleger versuchen, Anlagestrategien zu implementieren, die auf Risiko- und Renditeprofile abzielen und sich von den traditionellen Marktkapitalisierungsindizes unterscheiden.

Abbildung 1: Kontinuum von Investmentstilen



Quelle: BlackRock: Nur zur Veranschaulichung.

## Indexstrategien

Diese Kategorie wird manchmal als "Index Investing" bezeichnet, wobei diese Bezeichnung jedoch den falschen Eindruck eines vollautomatischen Ansatzes für das Investmentmanagement vermitteln kann. Diese Strategien versuchen tatsächlich, die Zusammensetzung und die Performance eines Index genau abzubilden, erfordern aber spezielle Portfolio-Managementkompetenz, um das zu erreichen.

Indexstrategien werden in verschiedenen Produktstrukturen angeboten, inklusive indexbasierter Fonds,<sup>14</sup> kollektiver Investmentfonds (CIFs) und Separate Accounts. Indexanbieter und Anbieter von Indexfonds versuchen in der Regel Benchmarks zu konstruieren und nachzubilden, die (i) transparent, (ii) investierbar und (iii) streng regelbasiert sind.

- Transparent bedeutet, dass die Indexregeln, sein Risiko-Rendite-Profil und seine Bestandteile offengelegt werden.
- Investierbar bedeutet, dass ein wesentlicher Kapitalbetrag in die Indexbestandteile investiert und die veröffentlichte Rendite des Index zurückverfolgt werden kann.
- Streng regelbasiert bedeutet, dass kein Portfoliomanager bei der Bestimmung des Anlageuniversums und der Zusammensetzung der Fondsbeteiligungen interveniert (außer bei der Minimierung des Tracking-Errors, der Transaktionskosten oder anderer Einschränkungen). Der Prozess des Portfoliomanagements für indexnahes Investieren beruht nicht auf einer fundamentalen Analyse einzelner Aktien und behält Skaleneffekte bei, die tendenziell geringere Kostenquoten ermöglichen.

Nachdem wir das Kontinuum von Investitionsstilen definiert haben, die das Fundament dieser Debatte bilden, untersuchen wir im nächsten Schritt jeden Stil im Kontext, einschließlich seiner relativen Verbreitung und Akzeptanz.

## Investmentstile im Vergleich: Wie verbreitet ist das indexnahe Investieren?

Investmentstile werden durch eine Vielzahl von Instrumenten, einschließlich Hedgefonds, aktiven und Indexfonds, Separate Accounts und CIFs, abgebildet. Bei der Betrachtung der Beliebtheit eines Stiles gegenüber einem anderen müssen wir zunächst die praktische Realität ansprechen, dass einige Arten von Vermögensverwaltungsdaten relativ einfach zu ermitteln und zu überprüfen sind, während Daten, für die es keine maßgebliche öffentliche Quelle gibt, nur geschätzt werden können. Die Dimensionierung verschiedener Investitionsstile ist ein Beispiel für diese Herausforderung.

Die Kommentatoren verwenden oft Daten über Indexfonds, um Rückschlüsse auf den Aktienmarkt als Ganzes zu ziehen. Diese Extrapolation ist jedoch unvollständig, da Indexfonds nur eine Teilmenge der möglichen Arten, in Aktienmärkte zu investieren, darstellen. Die Kommentatoren konzentrieren sich tendenziell auch auf das verwaltete Vermögen (im Englischen: Assets under Management, AUM) – das heißt, auf das Kapital, das entsprechend dem ein oder anderen Stil verwaltet wird – als eine Möglichkeit, die indexnahen Investitionen im Verhältnis zu anderen Investmentstilen zu messen. Das AUM eines Investmentstiles gegenüber anderen bietet Einsichten in Bezug auf die Stilpräferenzen von Investoren, aber es sagt uns nichts über die Höhe des in diesem Stil betriebenen Aktienhandels oder den Anteil am gesamten Aktienmarkt, der einem bestimmten Investmentstil zugeordnet werden kann oder von ihm gehandelt wird. Darüber hinaus wird in der Diskussion über aktive und Index-AUM oftmals gern die Tatsache übersehen, dass die Mehrheit der globalen Aktienanlagen von einzelnen Eigentümern (Institutionen oder individuellen Anlegern) gehalten wird, statt in ihrem Auftrag von externen Vermögensverwaltern verwaltet

## Ein Blick auf die Entwicklung von Indizes und Indexanlagen

Finanzindizes sind zu unentbehrlichen Teilen der Kapitalmärkte und des Investmentprozesses geworden. Sie werden für unzählige Zwecke verwendet: zur Verfolgung der Performance von Märkten oder Branchen, zur Messung der Fähigkeiten des Portfoliomanagers im Vergleich zu einer Benchmark und als Inputs bei der Aktienkursfindung auf globalen Märkten.

In den 1970er Jahren haben Vermögensverwalter Anlageprodukte geschaffen, die die Aktien und die Performance von Finanzindizes in Form von gesondert verwalteten Mandaten und indexbasierten Investmentfonds abbildeten. Diese Entwicklung beruhte auf Konzepten, die in der von den Wirtschaftswissenschaftlern William Sharpe, John Lintner, Eugene Fama und Paul Samuelson<sup>15</sup> aufgestellten Markteffizienzhypothese verwurzelt sind, wodurch Finanzindizes von Informationen in Investitionen transformiert werden.

In den 1980er Jahren haben Börsen und Börsenmakler Aktienindex-Futures eingeführt – Kapitalmarktverträge, die Anlagemöglichkeiten in einem Aktienindex bieten. Zu diesem Zeitpunkt behaupteten einige Kommentatoren, dass Aktienindex-Futures die Kapitalmärkte dominieren und sie eher beeinträchtigen als ihnen nutzen würden.

Heute ist das Wachstum der Indexanlagen, vor allem durch ETFs, nicht nur signifikant, sondern 2016 und 2017 sind auch die Wachstumsraten noch gestiegen.<sup>16</sup> Dies hat neue Fragen über das indexnahe Investieren und das Eigentum an Aktien ausgelöst und auch die Fragen, die in den frühen Jahren der Indexmärkte hinsichtlich der Auswirkungen von Indexanlagen auf eine effiziente Preisbildung für Aktien gestellt wurden, neu aufgeworfen.

zu werden. Stattdessen analysieren wir den Prozentsatz und die Dollarmenge der gesamten Aktienmarktkapitalisierung, die einem bestimmten Anlagestil zugeordnet werden kann oder von ihm gehandelt wird, nach Produkttyp oder Eigentümerstruktur, um die tatsächliche Dimension seiner Beteiligung am Markt zu verstehen.

In Abbildung 2 schätzen wir die Eigentumsverhältnisse der Börsenkapitalisierung nach Anlagestil und Instrumenten.

**Abbildung 2: Anlagestile und Instrumente im Kontext: Besitz von globalen Aktien, untergliedert nach indexorientierten, aktiven und nicht verwalteten Vermögenswerten**

	Besitz an der Marktkapitalisierung in USD Billionen	Besitz an der Marktkapitalisierung insgesamt in %
<b>Indexstrategien</b>	<b>11,9</b>	<b>17,5%</b>
Publikumsfonds	2,3	3,4%
ETFs <sup>17</sup>	2,7	4,0%
Institutionelle Investitionen in Indexanlagen*	5,4	7,9%
Interne Investitionen in Indexanlagen*	1,4	2,1%
<b>Aktive Strategien</b>	<b>17,4</b>	<b>25,6%</b>
Investmentfonds	8,0	11,8%
Institutionelle*	7,5	11,0%
Hedgefonds*	1,9	2,8%
<b>Nicht von externen Managern verwaltete Vermögenswerte (exkl. interner Indexanlagen)</b>	<b>38,7</b>	<b>57,0%</b>
Unternehmen (Finanzinstitute und andere)**	25,2	37,0%
Versicherungen und Renten (mit definierten Leistungen und Beiträgen)*	8,5	12,5%
Öffentliche Institutionen*	5,0	7,4%
<b>Gesamt</b>	<b>67,9</b>	<b>100%</b>

Quelle: BlackRock

Hauptquellen: World Federation of Exchange Database (WFED), Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), European Central Bank (ECB), Bank for International Settlements (BIS), Hedge Fund Research (HFR), Cerulli, Simfund (Daten per Dez. 2016), iShares Government Bond Index (GBI) (Daten per Dez. 2016), und McKinsey-Daten. "Nicht verwaltete Vermögenswerte" sind Vermögenswerte, die nicht von einem externen Asset Manager verwaltet werden (ohne interne Indexanlagen). Nicht verwaltete Aktien (z. B. auf einzelnen Depotkonten) werden von finanziellen und nichtfinanziellen Unternehmen gehalten. \*Geschätzt. \*\*Anmerkung: beinhaltet einzelne Aktien individueller Anleger auf ihren Depotkonten

Das globale investierbare Aktienuniversum – der Wert aller börsennotierten Unternehmensaktien – beträgt in der Marktkapitalisierung geschätzt 68 Billionen Dollar (aufgelistet in Abbildung 2). Wie in Abbildung 2 gezeigt, halten die traditionellen offenen<sup>18</sup> Investmentfonds (indexorientierte

und aktive kombiniert) etwa 10,3 Billionen und die Aktien-ETFs 2,7 Billionen Dollar dieses Betrages, was 15,2% bzw. 4 % des investierbaren Aktienuniversums entspricht. Wir können die offenen Investmentfonds weiter aufschlüsseln und stellen fest, dass Indexstrategien USD 2,3 Billionen Dollar repräsentieren. Insgesamt belaufen sich diese Index-Investmentfonds und ETFs auf USD 5 Billionen Dollar oder 7,4 % des Aktienuniversums. Alle anderen Zahlen in Abbildung 2 setzen bestimmte Annahmen voraus, um sinnvolle Schätzungen vornehmen zu können. Wenn wir unsere Schätzungen der institutionellen Indexanlagen und die Strategien der internen Indexanlagen einbeziehen, beträgt die gesamte Marktkapitalisierung aller Indexstrategien USD 11,9 Billionen Dollar oder 17,5 % des gesamten Aktienuniversums.

Angesichts der globalen Natur dieser Diskussion ist es hilfreich zu beachten, dass der relative Anteil der Investitionen über Indexfonds in Europa, Mittlerer Osten und Afrika (EMEA) deutlich niedriger ist als in den USA, wie in Abbildung 3 dargestellt.

**Abbildung 3: Prozentuale Anteile von Investmentfonds und ETFs am Aktienmarkt in den USA und EMEA**

	US	EMEA
<b>Aktienmarktwert insgesamt (USD)</b>	USD 27,3 Billionen	USD 12,0 Billionen
<b>Anteil des Aktienmarktwertes gehalten von:</b>		
aktive Investmentfonds	16,8%	14,4%
indexorientierte Investmentfonds	6,3%	2,5%
ETFs	6,1%	4,0%

Quelle: BlackRock

Hauptquellen: (WFED), (SIFMA), (ECB), (BIS), (HFR), Cerulli, Simfund (Daten per Dez. 2016), iShares GBI (Daten per Dez. 2016), und McKinsey-Daten.

Diese Zahlen zeigen, dass nicht nur die Aktieninvestitionen durch indexorientierte Investmentfonds und ETFs im Vergleich zu den aktiven Investmentfonds gering sind, sondern dass traditionelle aktive Investmentfonds selbst nur einen kleinen Anteil des gesamten Aktienmarktes ausmachen – etwa 16,8% in den USA, 14,4% im EMEA und 11,8% weltweit.<sup>19</sup>

Darüber hinaus sind Futures<sup>20</sup> und andere Instrumente kritische Elemente der globalen Aktienmärkte, wobei der Handel mit Futures weitaus größere Volumina ausweist als der mit ETFs (wie in Abbildung 10 dargestellt). US-Futures werden mit fast USD 250 Milliarden Dollar pro Tag gehandelt, eine weit höhere Summe als bei den ETFs.<sup>21</sup> Der Handel mit Futures übersteigt den Handel auf ihren Referenz-Cash-Aktienmärkten oft erheblich.<sup>22</sup> Die Märkte für Aktienfutures haben sich als wichtiges Instrument bei Sicherungsgeschäften und risikobehaftetem Verhalten aktiver Manager bewährt und eine effiziente Preisfindung gefördert.<sup>23</sup>

## Trends bei Investmentströmen

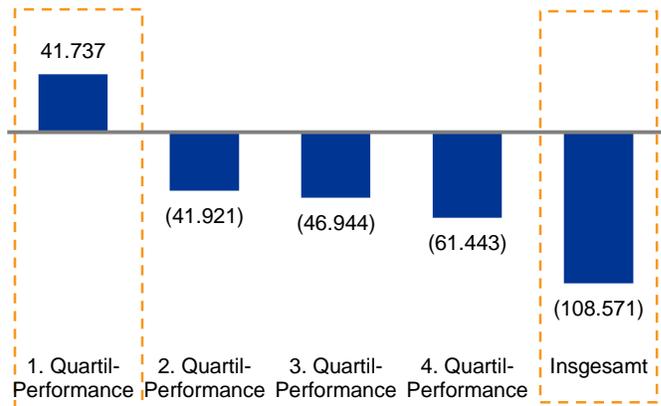
Nachdem wir den derzeitigen Umfang von indexorientierten und aktiven Anlagen skizziert haben, untersuchen wir jetzt die Investmentströme in beide Stile – und wie sich diese Trends im Laufe der Zeit verändert haben.

Vor vierzig Jahren waren Mischfonds Fonds beliebt, die sowohl Aktien als auch Anleihen enthielten und in den USA von den Treuhandabteilungen der Banken und in Europa durch Rentenkassen, Banken und Versicherer geführt wurden. Eine Reihe von Anlagespezialisten ist dann gegangen, um ihre eigenen Firmen zu gründen und sich vor allem auf Aktienfonds zu konzentrieren.<sup>24</sup> Die breit gefächerten Aktienportfolios wurden in der Folge weiter segmentiert, etwa nach Unternehmensgröße, Branche oder Region.

In den vergangenen Jahrzehnten haben sich Privatanleger eher vom Besitz einzelner Aktien verabschiedet und über Investmentfonds in den Aktienmarkt investiert. Zuletzt gab es eine Verschiebung von den traditionellen aktiven Strategien zu Indexstrategien. Allerdings ist dies nur ein Teil der Geschichte, da Indexstrategien oft als kostengünstige Bausteine in aktiv verwalteten Asset Allocation-Portfoliostrategien verwendet werden – was suggeriert, dass es zwischen aktiven und indexorientierten Fonds keine klaren Unterschiede gibt.<sup>25</sup> Außerdem konnten aktive Fonds, die nach Abzug von Gebühren eine starke Performance verzeichnen haben, nach wie vor erhebliche Zuflüsse generieren (siehe Abbildung 4) – was darauf hinweist, dass diese Verschiebung aufgrund der Performance und der Gebühren und nicht wegen des Stiles an sich geschieht.

Obwohl sich Anlagen von den traditionellen aktiven zu den Indexorientierten Strategien verlagern, ist der Nettoeffekt der

**Abbildung 4: Aktienfonds mit starker Performance haben 2017 bis dato Zuflüsse erlebt – selbst, wenn aktive Strategien in der Regel Abwanderungen verzeichnen – (USD millionen)**

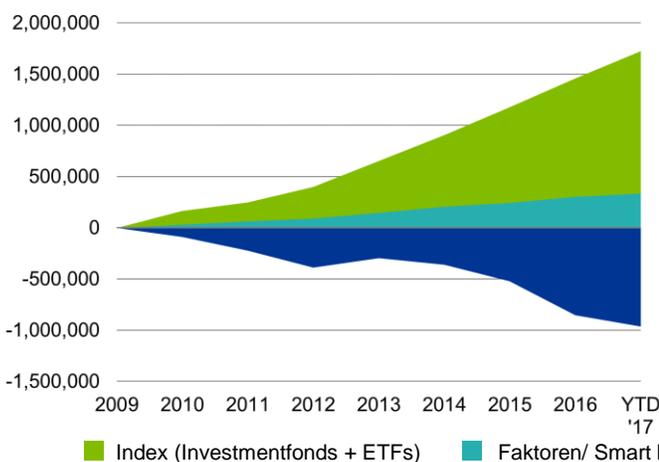


Quelle: Simfund MF. Nur aktive Aktienfonds – ohne geschlossene Fonds, Dachfonds und Geldmarktfonds. Daten per 31. Juli 2017. \*Die Daten schließen Investmentfonds mit einer weniger als 3-jährigen Leistungsbilanz aus, die nicht bewertet werden. Performance-Quartile basierend auf jeweiligen Morningstar-Kategorien.

Ströme weniger ein marktweiter Treiber der Aktienpreise als eine Veränderung der Art, wie Anlagen gehalten werden. Wie von Fraser-Jenkins angemerkt, kommen Investitionsströme in Indexstrategien in erster Linie "aus aktiven Fonds, die oft selbst mit einem passiven Index verglichen werden, in den sie als Vergleichsmaßstab einfließen. Es ist durchaus möglich, dass diese Zuflüsse in einer Weise stattfinden, die keine Nettoänderung in der Nachfrage nach den jeweiligen Aktien nach sich zieht."<sup>26</sup> Es ist auch erwähnenswert, dass Zuflüsse in Aktienfonds als Kategorie positiv gewesen sind, was die Entscheidungen der Anlagebesitzer über ihre Vermögens-

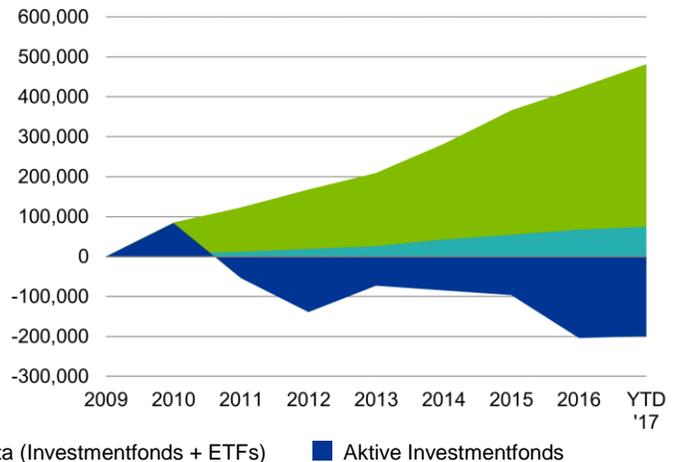
**Abbildung 5: Kumulative Zuflüsse in Aktienfonds und ETFs nach Anlagestil, von 2009 – 2017 bis dato**

### US-ansässige kumulative Ströme von Aktienfonds & ETFs (USD Millionen)



Quellen: Für Investmentfonds Simfund, für ETFs iShares Global Business Intelligence. Nur Aktienfonds – ohne geschlossene Fonds, Dachfonds und Geldmarktfonds. US- Investmentfonds- und ETF-Daten per 31. Juli 2017.

### Nicht US-ansässige kumulative Ströme von Aktienfonds & ETFs (USD Millionen)



Quellen: Für Investmentfonds BroadRidge und Simfund Global, für ETFs iShares Global Business Intelligence. Nur Aktienfonds – ohne geschlossene Fonds, Dachfonds und Geldmarktfonds. Handelsdaten der nicht US-ansässigen Investmentfonds enthalten Kanada, EMEA ex Iberia/LatAm Iberia, APAC und grenzübergreifende ETF-Daten per 31. Juli 2017; Daten für nicht US-ansässige Investmentfonds per 30. Juni 2017.

Vermögensallokation widerspiegelt. Abbildung 5 zeigt Zu- und Abflüsse (netto) der Investmentstile in den vergangenen Jahren.

## Wesentliche Treiber für den Trend in Richtung Indexanlagen

Das Verständnis der bedeutendsten Treiber für die Verschiebung hin zu Indexanlagen ist von wesentlicher Bedeutung. Drei der wichtigsten Überlegungen sind: (i) das wachsende Bewusstsein für die Leistungsversprechen, dass Index-Anlagestrategien danach streben, einen Vergleichsindex abzubilden statt ihn zu schlagen, (ii) der verstärkte Fokus von Regulierungsbehörden und Investoren auf Gebühren und (iii) die Verlagerung des Maklermodells hin zu Beratern als Portfoliomanager.

### Leistungsversprechen von Indexanlagestrategien

Zahlreiche Studien haben die Performance verschiedener aktiver Strategien untersucht. Obwohl verschiedene Investmentfonds und verschiedene Marktsektoren jeweils unterschiedliche Erfahrungen gemacht haben, haben es etliche aktive Anlageprodukte nicht geschafft, ihre Vergleichsindizes zu schlagen, vor allem, wenn Gebühren berücksichtigt werden. In den vergangenen Jahren haben viele Hedgefonds ihre Investoren in ähnlicher Weise enttäuscht. Wenig überraschend ist daher, dass Anleger ihr Geld von Produkten abgezogen haben, die underperformed haben. Auf der anderen Seite haben viele dieser Investoren Geld in Indexfonds und aktive Fonds verschoben, die outperformed haben.

### Stärkere Fokussierung auf Gebühren durch Regulierungsbehörden und Investoren

Eine verstärkte Fokussierung auf die Gebühren wurde auch durch globale Regulierungsinitiativen angeheizt. Im Jahr 2013 führte das Vereinigte Königreich (UK) seine Retail Distribution Review (RDR) ein, die die Zahlung von Retrozessionen an unabhängige Finanzberater effektiv beseitigte, während in der EU die Richtlinie über die Märkte für Finanzinstrumente II (MiFID II) mit Wirkung vom Januar 2018 die Umstände, unter denen Retrozessionen gezahlt werden dürfen, erheblich einschränkt.

In den USA hat das Arbeitsministerium (DoL) eine erhöhte Transparenz bei Gebühren für 401k-Pläne<sup>27</sup> angeordnet und ist dann mit seiner Fiduciary Rule vorangegangen.<sup>28</sup> Jede der genannten Regulierungsinitiativen hat Auswirkungen auf die Kosten der einzelnen Produkte sowie auf die potenziellen Ergebnisse der Investmentprogramme insgesamt.

Viele Vermittler und andere, die daran beteiligt sind, einzelnen Investoren Produkte anzubieten, haben diese Regulierungsmaßnahmen dahingehend interpretiert, dass Low-Cost-Produkte ein "sicherer Hafen" sind; durch die Wahl von Produkten, auf die geringe Gebühren entfallen, werden sie im Wesentlichen ihrer Verantwortung gegenüber ihren Kunden gerecht. Dieser Regulierungsdruck hat auch dazu beigetragen, dass sich die Beratungsgeschäftsmodelle von provisions-

basierten Zahlungen – in denen der Berater eine Provision auf Grundlage der von ihm oder ihr verkauften Produkte verdient – zu beratungsbasierten Zahlungen, bei denen der Berater eine jährliche Gebühr in Höhe eines prozentualen Anteils vom Gesamtvermögen des Kunden erhält, verlagert.

### Verschiebung von Brokerage-Modellen: vom Berater zum Portfoliomanager

Diese Verlagerung begann von der Fokussierung auf "Produkte" hin zu "Portfolios" in der Brokerage- und Beratungsbranche begann bereits vor den jüngsten Regulierungsschritten, da viele Finanzberater ihr Geschäftsmodell von dem eines "Börsenmaklers", der bestimmte Aktien oder Fonds empfiehlt – und für solche Verkäufe eine Provision erhält –, in Richtung eines für das Gesamtportfolio seiner Kunden handelnden Beraters geändert hatten. Bei diesem Modell liegt der Schwerpunkt auf einer Allokation von Vermögenswerten, die eigene oder externe verwendet. In diesen gebührenbasierten, mehr beratungsorientierten Modellen nehmen die Berater in steigendem Maße eher die Portfolioallokation für Ihre Kunden wahr, als dass sie Entscheidungen über Produkte treffen. Da diese Berater eine Beratungsgebühr für das Gesamtportfolio erheben, wählen sie häufig auf Grundlage ihrer makroökonomischen Prognosen Bausteine mit niedrigen Gebühren, die ihnen bei geringen Kosten für ihre Kunden Anlagen in bestimmte Branchen oder Anlageklassen ermöglichen.

Abbildung 5 spiegelt die disruptiven Veränderungen wider, die in der Branche auftreten. Änderungen der Geschäftsmodelle, Änderungen bei der Regulierung und Änderungen der Kundenpräferenzen tragen alle zu diesem Ergebnis bei. Allerdings arbeiten viele Marktteilnehmer die Herausforderungen der Umstellung auf neue Normen und Geschäftspraktiken ab und vermitteln ihren Kunden diese geänderten Leistungsversprechen. Die Entscheidungsträger in Politik und Behörden untersuchen diese Entwicklungen in ähnlicher Weise, um die den Zuflüssen zugrunde liegende Dynamik, und die Auswirkungen auf die Aktienmärkte besser zu verstehen.

## Kernkonzepte

Eine der Herausforderungen bei der Erörterung des Asset Managements ist, dass Kernkonzepte manchmal miteinander verschmolzen werden, was Verwirrung stiftet. Im Dialog rund um aktives- und Indexmanagement würde eine größere Klarheit und ein gemeinsames Verständnis der Kernkonzepte eine konstruktivere Diskussion erleichtern, inklusive:

- (i) Der Unterschied zwischen Vermögensbesitzern und Vermögensverwaltern
- (ii) Entscheidungen über die Vermögensallokation, nicht Produkte, treiben Investmentströme an
- (iii) Die Schwellenberichterstattung und was sie uns sagt
- (iv) Der Unterschied zwischen "aktiv als Vermögensverwalter" und "aktivistischer Anleger"

## Der Unterschied zwischen Besitzern und Verwaltern von Vermögen

Der Unterschied zwischen Vermögensbesitzern und Vermögensverwaltern ist fundamental für das Verständnis, wer die Investmententscheidungen trifft und wer von ihnen profitiert. Im Mai 2014 haben wir diesen Punkt im ViewPoint "Who Owns the Assets" angesprochen,<sup>29</sup> da dieser wichtige Unterschied oft nicht verstanden wird. Wie wir damals betont haben:

- **Zu den Vermögensbesitzern** gehören beispielsweise die Rentenfonds, Versicherungsgesellschaften, offizielle Institutionen, Banken, Stiftungen, Family Offices und Einzelanleger weltweit. Vermögensbesitzer haben Kapital zum Investieren und können wählen, ob sie ihr Geld direkt selbst verwalten, ob sie diese Funktion an Vermögensverwalter abgeben oder ob sie beide Varianten kombinieren. Vermögensbesitzer akzeptieren das Anlagerisiko sowie die Möglichkeit von Gewinnen oder Verlusten aus solchen Anlagen.

- **Vermögensverwalter** sind Treuhänder, die im besten Interesse ihrer Kunden, der Vermögensbesitzer, handeln müssen. Sie investieren das Kapital ihrer Kunden nach den Richtlinien, die in der rechtlichen Dokumentation des Mandates festgelegt sind, oder entsprechend des anwendbaren Rechtsrahmens für das ausgewählte Anlageinstrument.

Die beiden kritischen Punkte hier sind, dass Vermögensverwalter (i) die Vermögenswerte ihrer Kunden nicht besitzen und (ii) in den meisten Fällen nicht über die Allokation von Vermögenswerten ihrer Kunden bestimmen.

Wichtig ist, dass es die Vermögensbesitzer sind, die die strategischen Entscheidungen über ihre Portfolios treffen, einschließlich der über die Allokation von Vermögenswerten.

### Das meiste Vermögen wird direkt von den Vermögensbesitzern verwaltet

Laut McKinsey werden rund 76% des investierbaren Vermögens (entweder in Aktien oder in festverzinsliche Papiere) direkt vom Vermögensbesitzer verwaltet.<sup>30</sup> Etwa 24% des investierbaren Vermögens werden von externen Vermögensverwaltern verwaltet, wie in Abbildung 6 dargestellt.<sup>31</sup> Die Betrachtung des von Asset Managern extern verwalteten Vermögens bietet daher nur eine eingeschränkte Sicht auf das gesamte Universum des investierbaren Vermögens.

Während Daten über Investitionen in Indexfonds leicht zu bekommen sind, lassen sich die Anlagestile und -Präferenzen der Besitzer der 76% des direkt selbst verwalteten Vermögens nur schätzen.

## Abbildung 6: Prozentsätze des intern und extern verwalteten Vermögens sowie der Anteil des extern verwalteten Vermögens in Indexfonds



Quelle: Zahlen McKinsey, Abbildung, BlackRock. Nur zur Veranschaulichung.

Bei der isolierten Betrachtung von Aktienanlagen schätzen wir, dass 43 % der investierten Aktien extern von Vermögensverwaltern verwaltet werden, wie in Abbildung 2 dargestellt (17,5 % über Indexstrategien und 25,6 % aktiv).

### Vermögensverwalter sind vielfältig

Wie auch bei den Vermögensbesitzern gibt es Vermögensverwalter unterschiedlichster Couleur, und diese können sich auf eine bestimmte Anlageklasse, Region oder Strategie spezialisieren oder eine breite Palette von Produkten und Dienstleistungen anbieten.

Auch die juristischen Personen und die Kapitalstrukturen unterscheiden sich, da Unternehmen als Partnerschaften, öffentliche Unternehmen, Tochtergesellschaften von Banken oder Versicherern oder sogar als kooperative Unternehmen organisiert sein können.

### Entscheidungen über die Vermögensallokation und nicht Produkte treiben Investitionsströme an

Entscheidungen über die Allokation von Vermögenswerten beginnen mit einer Entscheidung über Anlage- oder Sub-Anlageklassen. Eine typische Pensionskasse oder eine Versicherung wird beispielsweise ihre Gesamtanlagenpolitik festlegen und dann Kapital auf bestimmte Anlageklassen (d. h., Aktienkapital, festverzinsliche Papiere, Rohstoffe) und oft auf spezifische Sub-Anlageklassen (d. h., entwickelte Märkte, Schwellenländer) aufteilen. Die Anleger können dann einen externen Vermögensverwalter engagieren, um diese Anlageentscheidungen umzusetzen, oder entscheiden, das Vermögen selbst zu verwalten. Neben der Entscheidung, wie die Anlageentscheidungen umgesetzt werden sollen, ist auch die Wahl der Investmentstile eine Umsetzungsentscheidung.

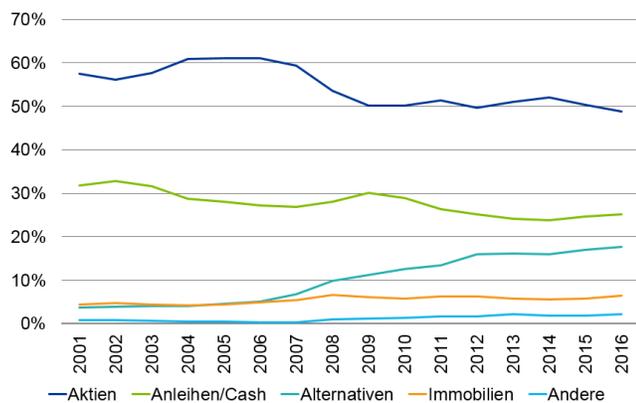
## Anlageentscheidungen

1. Anlageklasse oder Sub-Anlageklasse
2. Selbst verwalten oder einen Verwalter engagieren
3. Wahl der Investmentstile und -instrumente

Da der Vermögensbesitzer zunächst Entscheidungen über die Vermögensallokation trifft und dann wählt, wie sie umzusetzen sind, sind Indexstrategien nur eine der Aktienanlagenstile, die er wählen könnte. Indexfonds sind einfache Instrumente, die die Entscheidungen der Vermögensbesitzer über die Allokation seiner Vermögenswerte repräsentieren. Infolgedessen ist die An- oder Abwesenheit von Indexstrategien, einschließlich Indexfonds, nicht der Treiber für die Menge der in Aktien investierten Vermögenswerte. Gäbe es keine Indexfonds, könnten Anleger in aktive Investmentfonds investieren oder sie könnten sich entscheiden, direkt in Aktien zu investieren und versuchen, die Benchmark zu replizieren.

Um darzustellen, wie sich die Allokation von Vermögenswerten ändert, zeigt Abbildung 7, dass die US-Rentenfonds in den vergangenen zehn Jahren ihre Allokation auf Aktien um mehr als zehn Prozentpunkte reduziert haben (von 61 % im Jahr 2006 auf 49 % im Jahr 2016).

**Abbildung 7: Die Vermögensallokation des staatlichen Rentensystems der USA in % im Zeitverlauf**



Quelle: Public Plans Database, Stand August 2017.

### Schwellenberichterstattung und was sie uns sagt

Zahlen über Aktienbesitz, die häufig Vermögensverwaltern zugerechnet werden und auf einer regulatorischen Schwellenberichterstattung beruhen, beziehen sich nicht auf Aktien im

Besitz eines Vermögensverwalters, sondern auf die im Auftrag von diversen Vermögensbesitzern verwalteten Aktien (wie im nächsten Abschnitt weiter erörtert wird). Investoren, darunter sowohl Vermögensbesitzer als auch im Auftrag von Kunden investierende Vermögensverwalter sind in der Regel verpflichtet, Regulierungsbehörden in allen Gerichtsbarkeiten, in denen ihre Vermögenswerte den Offenlegungspflichten unterliegen, Bericht über ihre Beteiligungen zu erstatten. Obwohl die spezifischen Anforderungen je nach zuständiger Gerichtsbarkeit unterschiedlich sind, besteht das gemeinsame Ziel darin, Beteiligungen an einem bestimmten Unternehmen sowie Derivate und andere Positionen für regulatorische Zwecke identifizieren zu können.

In unserem ViewPoint "Index-Anlagen und Theorien zu gemeinsamen Eigentümerstrukturen" haben wir erklärt, dass die Schwellenberichterstattung nicht das Gleiche wie das Eigentum an Aktien ist, es sei denn, der Vermögensbesitzer verwaltet seine eigenen Vermögenswerte.<sup>32</sup> Im Falle von Vermögensverwaltern spiegeln die berichteten Zahlen generell die aggregierten Beteiligungen am Aktienbestand eines einzelnen Unternehmens wider, die in mehreren Portfolios von diversen Vermögensbesitzern gehalten werden können.<sup>33</sup> In der Praxis können Dutzende oder sogar Hunderte von Portfolios – mit verschiedenen Investmentstilen – bei einem einzigen Vermögensverwalter jeweils einen eigenen Aktienbestand des gleichen Unternehmens haben. Infolgedessen ist die Schwellenberichterstattung von begrenztem Nutzen für das Verständnis der Beteiligungen eines einzelnen Fonds oder sogar einer Produktpalette, die von einem Vermögensverwalter im Auftrag verschiedener Kunden verwaltet werden.

### Der Unterschied zwischen "aktiv als Vermögensverwalter" und "aktivistischer Anleger"

Alle Vermögensverwalter, unabhängig davon, ob sie absoluten Rendite-, relativen Rendite-, Faktor- oder Indexstrategien folgen, haben die Möglichkeit, ihre Stimmrechte auf der Grundlage der Anzahl der Aktien, die sie über verschiedene Portfolios halten, auszuüben.<sup>34</sup> Eine der Befürchtungen, die von Kommentatoren in den letzten zehn Jahren formuliert wurden, war, dass "Indexmanager" in Bezug auf das unternehmerische Engagement bei den Unternehmen, deren Aktien die Indexfonds halten, zu passiv seien.<sup>35</sup>

Heute gibt es seitens der Kommentatoren und Entscheidungsträger zunehmenden Druck auf externe Vermögensverwalter und Vermögensbesitzer, sich bei einer Vielzahl von Themen in Unternehmen zu engagieren, einschließlich langfristiger Performance und ESG-Fragen.<sup>36</sup> Manche sind so weit gegangen zu erklären, dass "das derzeitige Niveau der Überwachung der jeweiligen

Unternehmen und das Engagement von institutionellen Investoren und Vermögensverwaltern oft unzureichend ist und sich zu sehr auf kurzfristige Renditen konzentriert, was zu einer suboptimalen Corporate Governance und Performance von börsennotierten Unternehmen führen könnte." <sup>37</sup>

Eine ähnliche Position vertritt in den USA das DoL, nämlich, dass "das treuhänderische Handeln bei der Verwaltung von Versorgungsplänen (Planvermögen), die Anteile an Aktien Unternehmensaktien sind, Entscheidungen über die Ausübung der Stimmrechte durch Vertreter und die Wahrnehmung anderer Aktionärsrechte beinhaltet..."<sup>38</sup> In der Stellungnahme des DoL wurde auch erkannt, dass "Treuhande sich bei anderen Aktionärsaktivitäten engagieren können, die die Unternehmensführung überwachen oder beeinflussen sollen, wenn der verantwortliche Treuhänder zu dem Ergebnis kommt, dass vernünftigerweise erwartet werden kann, eine solche Überwachung oder Kommunikation mit dem Management ... erhöhe wahrscheinlich unter Berücksichtigung der damit verbundenen Kosten den Wert der Anlagen des Planes in das Unternehmen." <sup>39</sup> Die Sichtweise des DoL ist, dass "Stimmrechtsvertreter als Teil des Prozesses der Verwaltung von Plananlagen in Aktien gewählt werden sollten, sofern nicht ein verantwortlicher Plantreu-händer entschieden hat, dass die Zeit und die Kosten, die mit Stimmrechtsvertretern bzgl. bestimmter Arten von Vor-schlägen oder Emittenten verbunden sind, nicht im besten Interesse des Planes sein können..."<sup>40</sup>

### Aktivistische Anleger

Aktivistische Anleger sind in erster Linie Hedgefondsmanager, deren Strategie es ist, einen großen Anteil an einem Unternehmen zu übernehmen und dann in Richtung erheblicher Veränderungen im Unternehmen zu agitieren. Der Aktivist könnte nach einem Sitz im Aufsichtsrat streben<sup>41</sup> oder das Management dazu ermutigen, eine Fusion in Betracht zu ziehen<sup>42</sup> oder ein Unternehmen in mehrere Unternehmen zu zerschlagen.<sup>43</sup> Obwohl sie oft kritisiert werden, weil sie Unternehmensstrategien befürworten, die kurzfristige Gewinne maximieren, statt eine längerfristige Sicht einzunehmen, argumentieren Aktivisten, dass sie den Wert für die Aktionäre steigern.

## Ansatz für das unternehmerische Engagement

Vermögensbesitzer und Vermögensverwalter unterscheiden sich in ihrem Ansatz für das unternehmerische Engagement bei den einzelnen Unternehmen, in die sie investieren.

Ein Vermögensbesitzer möchte vielleicht mehr an der Führung von Unternehmen in seinem Portfolio beteiligt sein und könnte in diesem Fall vielleicht einen Sitz im Aufsichtsrat fordern und sich bemühen, an der Strategieentwicklung und -ausführung zu partizipieren.<sup>49</sup>

Index-Vermögensverwalter beschränken im Allgemeinen ihr Engagement bei Unternehmen auf Corporate Governance-Themen wie die Qualifikationen der Direktoren, die Zeit, die diese haben, um sich ihren Pflichten zu widmen, die Bezahlung von Führungskräften oder Umwelt-, Sozial- oder Governance (ESG)-Fragen.

Eine der Befürchtungen ist, dass Indexfonds die Aktivisten an der Verbesserung der Unternehmen hindern. In der Praxis besagen die Abstimmungsdaten, wie in Abbildung 8 gezeigt, dass Manager von Indexfonds manchmal die Vorschläge der Aktivisten unterstützen und ihnen manchmal widersprechen.

**Abbildung 8: Häufigkeit, mit der BlackRock, Vanguard und State Street zugunsten von Aktivisten oder Management gestimmt haben, 1. Juli 2014 bis 30. Juni 2015<sup>44</sup>**

	Abstimmungen im Sinne der Vorschläge von Aktivisten	Abstimmungen im Sinne aller Vorschläge des Managements
<b>BlackRock</b>	39%	33%
<b>Vanguard</b>	17%	72%
<b>State Street</b>	27%	53%

Quelle: Houlihan Lokey, Activist Situations Practice, Nov. 2015

### Aktive Verwalter

Obwohl es eine Vielzahl aktiver Investmentstile gibt, üben diese Vermögensverwalter in der Regel ihre Stimmrechte über Vertreter aus, streben aber nicht nach Sitzen in den Aufsichtsräten von Portfoliounternehmen. OGAW beispielweise hat den Verwaltern effektiv verboten, einen Sitz im Aufsichtsrat einzunehmen oder die Abstimmung zu beherrschen, und hat dargelegt, dass "eine Investment- oder Verwaltungsgesellschaft, die im Zusammenhang mit allen von ihr verwalteten Investmentfonds handelt und die in den Geltungsbereich dieser Richtlinie fällt, keine Aktien mit Stimmrechten erwerben soll, die es ihr ermöglichen würden, einen maßgeblichen Einfluss auf das Management eines emittierenden Unternehmens auszuüben." <sup>45</sup>

Bei der Ausübung ihrer Stimmrechte über einen Vertreter führen einige Manager ihre eigene Analyse durch und

könnten sich direkt bei den Unternehmen in ihren Portfolios engagieren; andere verlassen sich weitgehend auf Stimmrechtsberater.<sup>46</sup> Wichtig ist, dass ein aktiver Manager, der beschließt, nicht im großen Umfang in ein Unternehmen zu investieren, seinen Anteil reduzieren oder die Aktien vollständig verkaufen kann.

### Aktives Engagement

Im Gegensatz dazu wird ein Indexmanager eine Aktie halten, solange sie "Name" in der Benchmark enthalten ist, und wird sich bei den Unternehmen engagieren und seine Stimmrechte über Vertreter ausüben, um seine Positionen zum Ausdruck zu bringen, wobei er sich immer auf den langfristigen Wert der Unternehmen konzentrieren muss. In ihrem Papier "Engagement: The Missing Middle Approach in the Bebchuk-Strine Debate," erklären Matthew Mallow und Jasmin Sethi, dass man in einem Unternehmen aktiv engagiert sein kann, ohne Aktivist zu sein.<sup>47</sup>

Investoren definieren Engagement als jede Kommunikation mit einem Unternehmen, die das gegenseitige Verständnis verbessert, oder als Prozess, der Veränderungen im Ansatz oder Verhalten eines Unternehmens bewirken soll, oder sogar als Kontinuum, das all dies und mehr abdeckt – und potenziell den voll ausgeprägten Aktivismus einschließt. BlackRocks Investment Stewardship-Team engagiert sich pro Jahr weltweit in rund 1.500 Unternehmen bei einer Reihe von ESG-Themen, die die langfristigen wirtschaftlichen Interessen des Unternehmens beeinflussen könnten.<sup>48</sup>

### Auswirkungen indexnahen Investierens auf Aktienmärkte

Während die Vorteile der indexnahen Geldanlagen bei Investoren weitgehend anerkannt sind, konzentrieren sich die jüngsten Kommentare auf die Rolle dieser Investments in Bezug auf effiziente Kapitalmärkte. Im Einzelnen haben einige Kommentatoren argumentiert, dass indexnahes Investieren das Funktionieren der Aktienmärkte beeinträchtigen könnte.

In diesem Abschnitt skizzieren wir zunächst die Vorbehalte, die geäußert wurden, und sprechen dann die tatsächlichen Marktverhältnisse für jeden im Einzelnen an. Danach klären wir die wichtigen Konzepte, die sich auf die Auswirkungen der indexorientierten Investments auf die Märkte beziehen, einschließlich: (i) der Informationsquellen, die zur Preisfindung beitragen, (ii) der Frage, inwiefern Investitionsströme von Entscheidungen über die Vermögensallokation und nicht von denen über einzelne Produkte angetrieben werden, (iii) der Vielfalt der Index-strategien, die die Marktkonzentration verringern, und (iv) der Rolle der makroökonomischen Faktoren bei Korrelationen zwischen den Aktienkursen. Darüber hinaus beschreiben wir, warum wir niemals ein Extrem erreichen können, in dem die Indexierung den Markt komplett dominieren kann, da, wenn Indexströme die Preise beeinflussen würden, Chancen für ein aktives Management geschaffen würden.

### Informationsquellen, die zur Preisfindung beitragen

Die Aktienkurse werden durch Angebot und Nachfrage auf dem Markt bestimmt. Preisfindung bezieht sich auf den dynamischen Prozess, durch den sich die Preise als Reaktion auf neue Informationen entwickeln. Nach Einbeziehung dieser Informationsquellen pendelt sich die Aktie auf einen "Marktpreis" ein.

In der Praxis wird der Preisfindungsprozess durch den Umsatz und den Handel der zugrunde liegenden Aktien durch die Marktteilnehmer angetrieben. Obwohl einige Kommentatoren auf die Größe der durch Index- oder aktive Strategien verwalteten Vermögenswerte verwiesen haben, tragen die Transaktionen mit einzelnen Aktien, sei es durch aktive Fonds, Indexstrategien oder alleinige Besitzer, am meisten zu den Marktpreisen bei.

### Daten, Technologie und Preisfindung

Die Aktienmärkte nutzen zunehmend Technologie und bewegen sich vom Handel durch Zuruf in Richtung Elektronisierung. Kundenorientierte Händler haben auch Privatanleger mit den wichtigsten Börsen verbunden.

US-Aktien werden täglich in Höhe von etwa 175 Milliarden Dollar gehandelt, 50 wobei der Kauf und Verkauf von Anlegern dominiert ist, die versuchen, mit Einzeltiteln den Markt zu schlagen oder von kurzfristigen Preisschwankungen zu profitieren: einzelne Investoren über Brokerage-Plattformen, Fondsmanager, eigene Investmentteams bei Vermögensbesitzern wie staatlichen Investmentfonds, professionellen Arbitrageuren und Hochfrequenzhändlern sowie Hedgefonds.

Preisfindung findet heute mit außergewöhnlicher Geschwindigkeit statt. Die beispiellose Verfügbarkeit von Daten, Fortschritte in der Technik und Änderungen bei der Regulierung verlangen von diesen Anlegern, auf immer neue Weise einen Informationsvorteil zu generieren. Diese Investoren sind durchgängig auf der ganzen Welt aktiv und nehmen mit großer Geschwindigkeit neue Informationen über ein Unternehmen auf.

### Indexnahes Investieren und Preisfindung im Kontext

Trotz seiner Beliebtheit spielt indexnahes Investieren immer noch eine relativ geringe Rolle im Preisfindungsprozess. Um die Auswirkungen des indexorientierten Investierens auf die Preisfindung in den Kontext zu stellen: Indexfonds repräsentieren 7,4 %<sup>51</sup> des globalen Aktienmarktes,

## Verzerrt indexnahes Investieren die Zuflüsse in Branchen oder Anlageklassen?

Diese Theorie beruht auf Bedenken, dass Indexfonds die Investmentströme potenziell verzerren. Allerdings sind es die Entscheidungen der Vermögensbesitzer über die Allokation der Vermögenswerte, die Ströme in verschiedene Sektoren treiben, und nicht die Produkte. Zu den Treibern der Vermögensallokation gehören makroökonomische Entwicklungen wie die globale Zinspolitik.

THEORIEN	MARKTGEGEBENHEITEN
<p><b>Ströme in indexnahes Investieren treiben die Bewertungen an der Börse in die Höhe und könnten Preisblasen erzeugen oder Abwärtsbewegungen von Aktien verschärfen, wenn sich die Stimmung ändert.</b></p>	<p><b>Die Allokation von Vermögenswerten – nicht Produkte – treibt Ströme in verschiedene Branchen, Stile oder Regionen. Indexnahes Investieren ist einfach ein Weg, um Exposure zu gewinnen.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Wenn Investoren eine bestimmte Region oder Branche bevorzugen, können sie über Einzelaktien, ETFs, Investmentfonds und Derivate investieren. Würde indexnahes Investieren nicht existieren, könnten sie einen dieser Stile verwenden, um ihre Sichtweisen auszudrücken.</li> </ul> <p><b>Das Indexuniversum ist über Produkte, Instrumente und Anbieter hinweg extrem vielfältig.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Die Indexvermögenswerte sind im gesamten investierbaren Universum weit verbreitet.</li> </ul>
<p><b>ETF- und Index-Modeerscheinungen treiben Ströme in „Super“- Aktien, die Bewertungen aufblähen.</b></p>	<p><b>Die Allokation von Vermögenswerten – nicht Produkte – treibt Ströme in verschiedene Branchen.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Indizes sind nicht statisch – ihre Bestandteile werden periodisch (z. B. vierteljährlich) angepasst. Indexgewichte sowie die Auswahl der ergänzten oder entfernten Aktien ändern sich im Laufe der Zeit.</li> </ul>

## Behindern indexnahe Geldanlagen die Preisfindung?

Diese Theorie fragt, ob indexnahes Investieren den Mechanismus behindert, durch den die Anleger eine Reihe von Informationsquellen interpretieren, um den Kurs einer Aktie zu bestimmen (oder zu finden). In der Praxis hat die Effizienz der Kapitalmärkte von Technologiesprüngen profitiert. Eine Vielzahl von Informationsquellen und Marktteilnehmern tragen zur Preisfindung bei.

THEORIEN	MARKTGEGEBENHEITEN
<p><b>Indexinvestoren verursachen eine Abweichung der Aktienkurse von ihren korrekten Bewertungen, indem sie auf "Autopilot" investieren – und damit die Märkte ineffizient machen</b></p>	<p><b>Der aktive Handel dominiert immer noch die Preisfindung.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Aktive Strategien haben mehr AUM und höhere Umschlagshäufigkeiten von Aktien. Auf jeden, von Indexfonds an US-Aktienmärkten gehandelten US-Dollar entfallen geschätzte 22 US-Dollar, die durch aktive Manager gehandelt werden.</li> </ul> <p><b>Damit der Kurs einer Aktie länger als einen Tag von ihrer korrekten Bewertung abweicht, müssten Ströme und Neuinvestitionen durch Indexfonds dauerhafte Auswirkungen auf die Kurse haben.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Kurzfristige Preisschwankungen bieten Chancen für aktive Manager und werden schnell weggehandelt.</li> </ul> <p><b>Jede künftige Auswirkung auf die Preisfindung durch indexnahes Investieren ist letztlich selbstregulierend – was zu einem Gleichgewicht zwischen aktiven und Indexfonds führt.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Wenn indexorientierte Geldanlagen so stark wachsen würden, dass sie die Preisfindung zu beeinträchtigen, würden kurzfristige Kursschwankungen bei einzelnen Aktien von aktiven Managern genutzt, um ihre Performance zu verbessern. Dies würde wahrscheinlich Ströme zurück in aktive Fonds ziehen und zu einer kontinuierlichen Anpassung an ein Gleichgewicht zwischen aktiven und Indexfonds führen.</li> </ul>
<p><b>Indexfonds sind Trittbrettfahrer der harten Arbeit aktiver Manager bei der Bestimmung von Aktienkursen, ohne zu effizienten Märkten beizutragen.</b></p>	<p><b>Der Börsenhandel mit ETFs ist ein wichtiger Beitrag zur Preisfindung über Märkte, Sektoren und einzelne Aktienbestände hinweg.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Internationale ETFs, die während der US-Marktstunden gehandelt werden, tragen jeden Tag zu einer effizienten Preisfindung bei, wenn die Märkte außerhalb der USA geschlossen sind.</li> <li>• Während der Aussetzung internationaler Aktien oder Märkte sind US-domizilierte ETFs oft die primäre Quelle für die den Marktteilnehmern zur Verfügung stehende Preisinformationen.</li> </ul>
<p><b>Indexorientiertes Anlegen erhöht die Korrelation zwischen Aktienkursen und verringert die Fähigkeit aktiver Manager, Renditen durch Aktienausswahl zu generieren.</b></p>	<p><b>Korrelationen bei Renditen werden durch Faktoren im Zusammenhang mit der Makroumgebung – einschließlich der Zinsniveaus – nicht durch indexnahes Investieren getrieben.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Korrelationen zwischen Aktien waren in den 1930er Jahren, als es noch keine Indexanlagen gab, höher.</li> <li>• Auch Korrelationen zwischen den Währungen – ein Markt mit wenigen Indexanlagen – sind in den letzten zehn Jahren gestiegen, was die Zinspolitik und das makroökonomische Umfeld widerspiegelt.</li> <li>• Wenn allgemeine Faktoren (wie die globale Zinspolitik, die Veränderung der Gesamtnachfrage oder der Rohstoffpreise) einen großen Teil der Renditebewegungen erklären, werden die Korrelationen größer.</li> </ul> <p><b>Der wachsende Marktanteil der Indexstrategien könnte Chancen für aktive Manager bieten, wenn wir jemals das Stadium erreichen sollten, in dem Indexströme die Preise beeinflussen.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Diese Möglichkeit scheint weit entfernt und ist natürlich selbstregulierend. Auswirkungen von Indexstrategien auf die Preisfindung würden aktiven Managern die Möglichkeit bieten, kurzfristige Kursschwankungen einzelner Aktien zu nutzen um Performance zu verbessern.</li> </ul>

während alle Indexstrategien zusammen (einschließlich institutioneller und interner indexnaher Investitionen) 17,5 % des globalen Aktienmarktes ausmachen. Darüber hinaus haben die Portfolien aktive Manager deutlich höhere Umschlags-häufigkeiten als Indexfonds. In Abbildung 9 schätzen wir die Gesamtmenge der Aktien, die pro Jahr durch aktive und Indexstrategien in US-Aktien umgeschlagen wurden, berechnet durch Multiplikation der relativen AUM-Größe mit den jeweiligen Umschlags-häufigkeiten der zugrunde liegenden Aktien. Bei der Multiplikation der jeweiligen AUM-Größe mit ihren jeweiligen Umschlagshäufigkeiten stellen wir fest, dass von aktiven Aktieninvestoren rund 22 US-Dollar für jeden von Indexmanagern gehandelten US-Dollar gehandelt werden.<sup>52</sup> Angesichts der Tatsache, dass die durch aktives Stock Picking platzierten Transaktionen die überwiegende Mehrheit der Handelsaktivitäten ausmachen, ist das aktive Management der kritische Treiber bei der Preisfindung.

**Abbildung 9: Insgesamt durch aktive und Indexstrategien umgeschlagene Aktien (US-Aktien), berechnet durch Multiplikation der jeweiligen AUM-Größe mit ihren jeweiligen Umschlagshäufigkeiten**

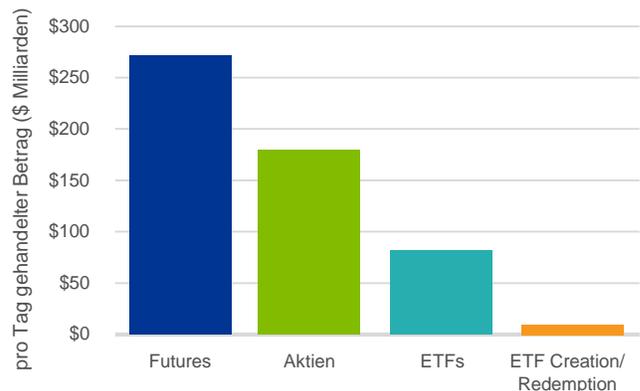
Form der Vermögensverwaltung	AUM	Umschlag	Jährlich umgeschlagene Aktien insgesamt
<b>Aktive Aktienausswahl</b>	USD 12,5 Billionen	80%	USD 10,0 Billionen
<b>Index-Tracking</b>	USD 6,5 Billionen	7%	USD 0,46 Billionen

Quelle: BlackRock, McKinsey, und Investment Company Institute (2015)  
Anmerkungen: Aktives Stock Picking umfasst institutionelle, Publikums- und Multi-Asset-Hedgefonds. Index-Tracking umfasst alle Index-Investmentstrategien und ETFs.

Neben dem Umsatz mit Einzelaktien tragen einige andere aktienbezogene Transaktionen wichtige Informationen zur Preisfindung bei. Hierzu zählen Aktienfutures, Aktienemissionen, Rückkäufe, einzelne Aktienoptionen und andere relevante Marktbewertungen wie Private Equity.

Abbildung 10 zeigt die relative Größe des Handels mit Futures, Aktien und ETFs. Die Futures-Handelsvolumina übersteigen nicht nur den Aktienhandel, sondern übertreffen auch bei weitem den Sekundärmarkt in ETFs oder die Creation/Redemption von ETF-Aktien (mehr zu dieser Unterscheidung unten). Ihr Beitrag zur Preisfindung auf der Branchenebene ist weithin anerkannt. Aber während sich der Handel im Futures-Markt weitgehend in zwei US-Indizes konzentriert – den S&P 500 und den Russell 2000 –, werden ETFs breiter gehandelt und tragen zur Preisfindung über Branchen, Länder und Anlageklassen hinweg bei.

**Abbildung 10: ETF Creations stellen einen Bruchteil des Dollar-Handelsvolumens mit US-Aktien- dar**



Quelle: Bloomberg, KCG Market Commentary: ETF Insights (8. Feb. 2017)

ETFs weisen eine Reihe wichtiger Merkmale auf, die für das Verständnis ihrer Auswirkungen auf die Märkte entscheidend sind. Anteile in ETFs werden wie Aktien an der Börse gehandelt, was als "Sekundärmarkt" bezeichnet wird. Diese Handelstransaktionen erfolgen, ohne dass zwangsläufig die dem ETF zugrunde liegenden Aktien gehandelt werden. Im Falle einer Abweichung zwischen dem Marktwert der zugrunde liegenden Aktien und dem Preis der ETF-Anteile kann ein autorisierter Teilnehmer (AP) beschließen, in eine Ausgabe- oder Rückkauftransaktion einzusteigen, um solche Arbitrage-Chancen zu nutzen, und entweder einen Aktienkorb liefern (Ausgabe/Creation) oder einen Aktienkorb verlangen (Rückkauf/Redemption).<sup>54</sup> Obwohl dieser Creation/Redemption-Prozess zum Handel der zugrunde liegenden Aktien eines ETF-Portfolios führt, entspricht dies nur 5% des gesamten US-Börsenhandels.<sup>55</sup>

Die Auswirkungen von ETF-Strömen in einzelne Wertpapiere oder Branchen wurden als Beitrag zur Volatilität angeführt. Tatsächlich ist, wie oben erwähnt, der mögliche Einfluss der Ströme auf das zugrunde liegende Handeln mit spezifischen Wertpapieren recht gering. Als Beispiel betrachten wir Apple Inc. (AAPL), das Unternehmen mit der größten Marktkapitalisierung. Im Juli 2017, einem Monat mit großen Zuflüssen bei ETFs, wurden USD 65,9 Milliarden Dollar an Apple-Aktien gehandelt. Obwohl Apple von 331 ETFs weltweit gehalten wurde, stellen wir fest, dass mindestens 95 % des Handelsvolumens der Apple-Aktie im Juli 2017 nicht direkt mit ETF-Strömen zusammenhing.<sup>56</sup> Im Falle von Leveraged und Inverse Exchange Traded Products könnte weitere Analyse gerechtfertigt sein.

Auch wenn der ETF-Handel vergleichsweise wenig zum Handel der zugrunde liegenden einzelnen Aktien beiträgt, leisten ETFs dennoch in zwei wichtigen Weisen einen Beitrag zur Preisfindung.

Auch wenn der ETF-Handel vergleichsweise wenig zum Handel der zugrunde liegenden einzelnen Aktien beiträgt, leisten ETFs dennoch in zwei wichtigen Weisen einen Beitrag zur Preisfindung.<sup>57</sup>

- **Internationale ETFs, die Wertpapiere halten, die außerhalb der US-Börsenzeiten gehandelt werden:** Internationale ETFs, die während der US-Börsenhandelszeiten gehandelt werden, bieten jeden Tag ein Beispiel für eine effiziente Preisfindung auf den zugrunde liegenden Märkten, zu Zeiten, in denen die Börsen außerhalb der USA geschlossen sind.
- **Preisfindung auf der Ebene von Regionen, Branchen oder Anlageklassen:** In zunehmendem Maße hat der Handel mit ETFs, der auf breiten Indizes, Branchen, Stilen, Ländern und Regionen basiert, zur Preisfindung über Anlageklassen hinweg beigetragen. Zum Beispiel könnten Hedgefonds ETFs benutzen, um Sichtweisen über die Bewertung von Branchen zum Ausdruck zu bringen, nämlich, indem sie Technologie-werte verkaufen und Energiewerte kaufen. Ähnlich wäre es, wenn ein einzelner Investor Anlagen von einem US-Large-Cap-Index in den DAX-Index verlagern würde; diese ETF-Transaktionen, die Änderungen der Allokation durch Vermögensbesitzer ausdrücken, würden sich auf regionale oder Länderbewertungen auswirken.

### Entscheidungen über die Allokation von Vermögenswerten – statt einzelner Produktentscheidungen – treiben Investitionsströme an

Die Theorie, dass indexorientierte Geldanlagen die Investitionsströme in bestimmte Marktsegmente oder spezifische Aktien oder aus ihnen heraus beschleunigen können, versteht das Wesen von Investitionsentscheidungen, die Vielfalt bei den Vermögensbesitzern und ihre Ziele sowie die Fülle der investierbaren Indizes falsch.

### Zuerst erfolgt die Vermögensallokation

Zunächst, wie auf Seite 9 diskutiert, beginnt die Entscheidung über die Vermögensallokation mit der Entscheidung über eine Anlage- oder Sub-Anlageklasse. Bei der Frage, ob Anleger die Verwaltung selbst übernehmen oder outsourcen oder eine Kombination dieser beiden Ansätze verwenden, geht es um die Umsetzung der Allokationsentscheidung. Ebenso ist die Entscheidung, eine Indexstrategie anstelle einer aktiven Strategie zu wählen, eine Umsetzungsentscheidung.

Wenn es keine Indexfonds gäbe, würden diese Entscheidungen über die Allokation von Vermögenswerten immer noch durchgeführt, nur durch andere Mittel nur mit anderen Mitteln – und wir würden das gleiche Ergebnis durch die im Wesentlichen gleichen Ströme in verschiedene Anlageklassen, Regionen oder Branchen bzw. aus ihnen heraus sehen.

### Indexstrategien sind sehr unterschiedlich

Zweitens unterstellt das Argument, Indexanlagen würden Investitionsströme oder Aktienkurse verzerren, implizit, dass nur eine kleine Anzahl von Indizes verfügbar ist und dass diese nicht ausreichend breit aufgestellt sind. In der Praxis sind Indexstrategien in verschiedenen Dimensionen sehr unterschiedlich. Es gibt zahlreiche Indexanbieter, darunter Morgan Stanley Capital International (MSCI), Russell und Standard & Poor's (S&P). Die Indexanbieter stellen Regeln für die Indexaufnahme auf und bringen diese Indizes regelmäßig gemäß der Konstruktionsregeln wieder ins Gleichgewicht, um Veränderungen in den Märkten widerzuspiegeln. Indizes sind daher dynamisch und nicht statisch, und die Aktienbestände umfassen die sich im Laufe der Zeit ergebenden Veränderungen, sodass sie die Wettbewerbslandschaften wiedergeben, die sie abbilden.

**Abbildung 11: Die am weitesten verbreiteten Einzelländer-/Regionalindizes** (nach Volumen des abgebildeten Index-Vermögens)

Regionen	Indizes
EMEA	SIX Swiss Performance Index
	Financial Times Stock Exchange (FTSE) All-Share
	Morgan Stanley Capital International (MSCI) Europe
	Financial Times Stock Exchange (FTSE) 350
	Morgan Stanley Capital International (MSCI) EMU
	Euro STOXX 50
US	Standard & Poor's (S&P) 500
	Center for Research in Security Prices (CRSP) US Total Market
	Standard & Poor's (S&P) MidCap 400
	CRSP US Mid Cap
	CRSP US Small Cap
	MSCI US REIT
APAC	Nihon Keizai Shimbun (Nikkei) 225
	Tokyo Stock Price (TOPIX) Index
	Hang Seng (HSI)
	CSI 300
	S&P/ASX 300
	KRX KOSPI 200 Korea

Quelle: Morningstar, per Ende Dezember 2016. Die Beliebtheit des Aktienindex wird auf der Basis der Vermögenswerte in USD des Indexfonds (der Indexfonds) berechnet, die diese Indizes in jeder der drei ausgewählten Regionen abbilden.

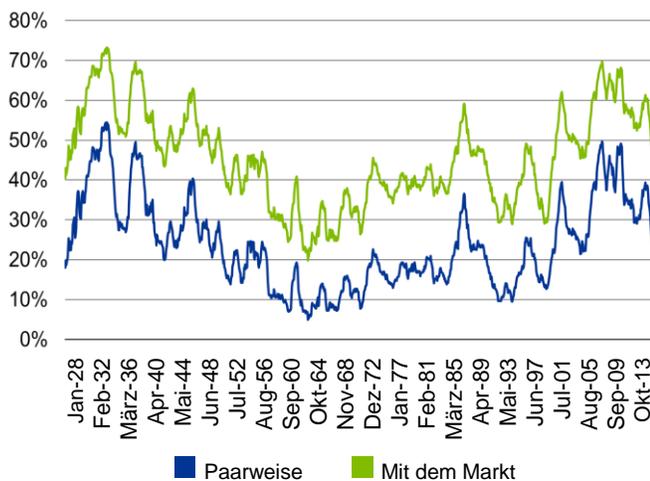
Darüber hinaus bietet jeder dieser Anbieter eine breite Palette von Indizes, die verschiedene Segmente des investierbaren Aktienuniversums abdecken. Dazu gehören Indizes mit einem eher umfassenden Marktschwerpunkt, andere mit geografischem Fokus und wieder andere mit einer branchenspezifischen Fokussierung. Anleger können den Index auswählen, der ihren Anlagebedürfnissen am besten entspricht. Die Diversität der Indexstrategien spiegelt die Vielfalt des Benchmark-Universums und, noch wichtiger, die Nachfrage der Investoren wider. Abbildung 11 unterstreicht diese Vielfalt und konzentriert sich dabei auf die beliebtesten regionalen Indizes.

## Die Rolle makroökonomischer Faktoren bei der Korrelation zwischen Aktienkursen

Einige Kommentatoren suggerieren, dass das Wachstum der Indexanlagen eine größere Korrelation zwischen den Aktienrenditen verursacht.<sup>58</sup> Das Ergebnis, so heißt es, sind größere Korrelationen der Bewegungen von Aktienrenditen innerhalb der gleichen Branche.

In der Realität wird die Korrelation zwischen Aktienkursen eher durch das makroökonomische Umfeld getrieben – einschließlich der Zinsniveaus – als durch Anlagestrategien oder spezifische Produkte. Zum Beispiel, wie Abbildung 12 zeigt, waren solche Korrelationen in den 1930er Jahren – vor dem Aufkommen der indexorientierten Investments – höher als heute. Ein wichtiger makroökonomischer Faktor in den letzten zehn Jahren war eine globale Geldpolitik, die niedrige (und sogar negative) Zinsen in den Vordergrund stellte. Ein Aspekt dieser Politik war die quantitative Lockerung, durch

**Abbildung 12: Durchschnittliche Korrelationen zwischen US-Aktien (Trailing-Durchschnitte über 12 Monate)**

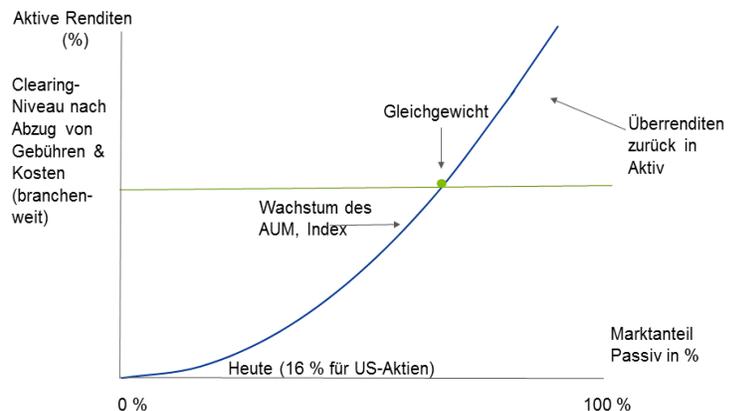


Quelle: BlackRock, gestützt auf Daten von CRSP, Bloomberg. "Paarweise"-Korrelation stellt die durchschnittliche Renditekorrelation zwischen zwei beliebigen Paaren von Aktien im Index dar; "mit dem Markt" repräsentiert die durchschnittliche Korrelation der Rendite jeder Aktie mit der S&P 500 Indexrendite, gestützt auf die Methodik von Madhavan and Morillo (2014).<sup>59</sup>

die die Zentralbanken große Vermögenswerte erwarben und damit ihre Bilanzen deutlich vergrößerten. Diese Strategien und Maßnahmen haben eine Aktienhaushaus angeheizt und die Korrelationen zwischen Vermögenswerten erhöht.

Die Chance, dass aktive Strategien outperformen, während Indexstrategien beim Marktanteil zulegen, kann eine kontinuierliche Anpassung in Richtung eines Gleichgewichtes zwischen Index- und aktiven Anlagen vorantreiben. Statt Korrelationen anzufachen, die den aktiven Managern schaden, könnte der wachsende Marktanteil der Index-strategien neue Chancen für aktive Manager eröffnen, weil sie in der Lage sind, kurzfristige Kursschwankungen einzelner Aktien zu nutzen, um die Erwartungen zu übertreffen. In der Tat bedeutet diese Dynamik, dass jegliche Marktwirkung des Anstieges von Indexanlagen letztlich selbstregulierend ist; verbesserte Performance würde wahrscheinlich Ströme in das aktive Management zurückfließen lassen, was zu einer kontinuierlichen Anpassung an ein Gleichgewicht zwischen aktiven und Indexstrategien führen würde.

**Abbildung 13: Gleichgewicht bei Investmentstilen**



Quelle: BlackRock, nur zur Veranschaulichung.

Einige Kommentatoren haben darauf hingewiesen, dass der Anstieg der Indexanlagen kurzfristige Kursschwankungen verursachen kann, die von aktiven Investoren genutzt werden können. 2016 stellte Seth Klarman in seinem Brief an die Baupost-Investoren fest: "Die inhärente Ironie der Markteffizienzhypothese ist, dass, je mehr Menschen an sie glauben und entsprechend aktives Management scheuen, desto ineffizienter wird sich der Markt wahrscheinlich entwickeln."<sup>60</sup> Ebenso haben Grossman und Stiglitz lange daran festgehalten, dass es immer aktive Investoren auf dem Markt geben wird, weil der Kurs niemals das Ergebnis perfekter Informationen ist.<sup>61</sup>

Während sich der Anteil der Indexanlagen erhöht und Chancen für aktive Investoren eröffnet, kurzfristige Aktienkursschwankungen zu nutzen, kann sich im

## Vorteile der Indexaufnahme für Unternehmen

Indexfonds sind effizient beim Lenken unterschiedlicher Kapitalpools aus der ganzen Welt in Richtung der Unternehmen, die Aktien ausgeben.

Dies ist wichtig für Start-ups, ebenso wie für etablierte Unternehmen, und viele Unternehmen streben danach, einem Index hinzugefügt zu werden, um diese Vorteile genießen zu können.

Kleine Unternehmen hätten mehr Schwierigkeiten, eine stabile Kapitalbasis aufzubauen, wenn es keine Indexfonds gäbe, die spezialisierte Indizes abbilden.

Gegenzug die Performance aktiver Anlagen verbessern. Angesichts der Tatsache, dass aktive Strategien mit einer starken Performance nach Abzug der Gebühren weiterhin Ströme anziehen (siehe Abbildung 4), würde jede Erhöhung der allgemeinen aktiven Performance wahrscheinlich dazu führen, dass einige Vermögensbesitzer ihr Kapital wieder auf aktive Fonds aufteilen, was naturgemäß zu einer kontinuierlichen Anpassung an ein Gleichgewicht zwischen aktiven und Indexanlagen führt (wie in Abbildung 13 veranschaulicht).

## Akademische Theorien rund um gemeinsame Eigentümerstrukturen

Nachdem wir die Theorien untersucht haben, die sich auf die Auswirkungen des indexnahen Investierens auf die Aktienmärkte beziehen, wenden wir uns nun denjenigen zu, die dem Anstieg von Indexanlageprodukten und Indexmanagern Wettbewerbseffekte zuschreiben – von höheren Verbraucherpreisen, ausufernden Vergütungen von Führungskräften und anderen wirtschaftlichen Effekten.<sup>62</sup> Dieser akademische Diskurs wird oft als die Literatur über 'gemeinsame Eigentümerstrukturen' bezeichnet, mit dem wir uns in unserem ViewPoint vom März 2017 "Index-Anlagen und Theorien zu gemeinsamen Eigentümerstrukturen" ausführlich befasst haben.

### Akademischer Diskurs

Diejenigen, die behaupten, dass Indexanlagen negative Auswirkungen auf den Wettbewerb haben, argumentieren, dass das Eigentum an einzelnen Unternehmen durch einen starken Indexmanager über eine Branche hinweg bedeutet, dass diese Unternehmen einen Anreiz haben, nicht miteinander zu konkurrieren, und damit die Gewinne der gesamten Branche hochhalten. Einige Autoren behaupten, Beweise für solche Anreize zu finden; es hat sich eine akademische Debatte über die Gültigkeit dieser Ergebnisse ergeben, und auch darüber, ob es politische Abhilfemaßnahmen geben sollte, um diese behaupteten Missstände

zu beheben. Diese Debatte über 'gemeinsame Eigentümerstrukturen' hat im April 2015<sup>63</sup> durch ein Arbeitspapier, titulierte "Anti-Competitive Effects of Common Ownership", in der Luftfahrtbranche erhebliche Aufmerksamkeit erregt. In dem Papier wird behauptet, dass die Erhöhung der gemeinsamen Eigentümerstrukturen mit der Verteuerung von Flugtickets zusammenfällt, deren Preise von 2001 bis 2013 irgendwo zwischen drei und sieben Prozent gestiegen sind.<sup>64</sup>

Auf diesen Beitrag folgte im Juli 2016 ein weiteres Arbeitspapier über den Bankenwettbewerb mit dem Titel "Ultimate Ownership and Bank Competition", in dem behauptet wurde, dass größere gemeinsame Eigentümerstrukturen, repräsentiert durch die Aufnahme einer Aktie in einen Index, für einzelne Einlagenkonten zwischen 2004 und 2013 zu höheren Gebühren und niedrigeren Zinsen geführt haben.

Ein drittes Arbeitspapier, betitelt "Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives", das im November 2016 erschien, postuliert, dass gemeinsame Eigentümerstrukturen die Manager von Unternehmen davon abhalten, aggressiv mit Wettbewerbern zu konkurrieren, wie dies durch Praktiken bei der Managervergütung nachgewiesen ist.<sup>65</sup> In diesen Papieren fanden die Autoren Korrelationen in den Daten, allerdings äußert die aktuellere Forschung Zweifel an ihrer Fähigkeit, Kausalzusammenhänge nachzuweisen. Wie wir in "Index-Anlagen und Theorien zu gemeinsamen Eigentümerstrukturen" erklärt haben, vernachlässigen diese Theorien außerdem die Realität des Asset Management-Geschäftes, das den Bedürfnissen und Interessen einer Vielzahl von Kunden gerecht werden muss. Diese Kunden haben ein Spektrum von Anlagemandaten, was ein solches Interesse an höheren Verbraucherpreisen (womit letztlich den Renditen eines anderen Unternehmens im Portfolio des Vermögensverwalters geschadet würde) nicht plausibel macht.

Diesen ersten akademischen Arbeiten folgte eine wachsende Zahl von akademischen Papieren, die die Annahmen, die Methodik und die Schlussfolgerungen der ursprünglichen akademischen Arbeit in Frage stellen. "Executive Compensation under Common Ownership" kommt zu den entgegengesetzten Schlüssen über Managervergütungen und findet stattdessen, dass gemeinsame Eigentümerstrukturen die Anreize von Führungskräften zu konkurrieren erhöht, weil sie bzgl. ihrer Performance im Vergleich zu der ihrer Konkurrenten sensibilisiert werden.<sup>66</sup>

Ebenso stellt "Testing for Competitive Effects of Common Ownership" von Mitarbeitern der US-Notenbank fest, dass die Ergebnisse des früheren Papiers über die Bankenbranche nicht robust sind und dass statistische Nachweise dafür, dass gemeinsame Eigentümerstrukturen Auswirkungen auf den Wettbewerb haben, gemischt sind.<sup>67</sup>

Wie wir in "Index-Anlagen und Theorien zu gemeinsamen Eigentümerstrukturen" <sup>68</sup> diskutiert haben, führten diese Papiere zu einer Reihe von Vorschlägen für Maßnahmen, die Indexfonds bspw. auf nur ein Unternehmen pro Branche beschränken und/oder ihnen das Recht verweigern würde, ihre Stimmrechte über Vertreter auszuüben. Etliche Arbeiten reagierten auf diese Vorschläge, indem sie diese Lösungen in Frage stellten und suggerierten, die Abhilfe könnte schlimmer sein als das angebliche Problem, wenn es überhaupt ein Problem gäbe.

### Jüngste Entwicklungen

Zuletzt haben von anderen Ökonomen verfasste Papiere die Argumente derjenigen, die behaupten, gemeinsame Eigentümerstrukturen seien eine Quelle für wettbewerbswidriges Verhalten, weiter abgeschwächt.<sup>69</sup> In "The Competitive Effects of Common Ownership: Economic Foundations and Empirical Evidence", kommen O'Brien et al., die sich ausschließlich auf die Luftfahrtbranche konzentrieren, zu dem Schluss, dass es keinen Beweis dafür gibt, dass gemeinsame Eigentümerstrukturen zu einer Erhöhung der Airline-Preise geführt haben. Das Papier verwendet zwei verschiedene empirische Ansätze, um die Auswirkungen der gemeinsamen Eigentümerstrukturen auf Airline-Preise zu schätzen. Die beiden Ansätze dienen als gegenseitiges Korrektiv und überprüfen darüber hinaus die vergangene Forschung zum Thema, und, auffallend ist, dass beide Methoden keinen Nachweis dafür erbringen, dass gemeinsame Eigentümerstrukturen zu Preiserhöhungen geführt haben.<sup>70</sup>

Weiterhin argumentieren in "Proposal to Remedy Horizontal Shareholding Is Flawed", Buckberg et al., die vorgeschlagenen Abhilfemaßnahmen seien ein teurer und störender Weg, das Verhalten von Vermögensverwaltern zu ändern, und würden so die Möglichkeiten der Haushalte beeinträchtigen, ihre langfristigen finanziellen Ziele zu erreichen. Dieses Papier behauptet dann, es sei mehr Forschung darüber notwendig, ob zwischen institutionellen Beteiligungen und reduziertem Wettbewerb eine Beziehung besteht, bevor irgendeine Lösung im Zusammenhang mit der Minimierung des wettbewerbswidrigen Verhaltens formuliert werden kann.<sup>71</sup>

Trotz allgemeiner Bedenken hinsichtlich der zunehmenden Konzentration in der Wirtschaft insgesamt gibt es keinen eindeutigen Beweis dafür, dass Indexfonds eine Quelle für wettbewerbswidriges Verhalten sind. Wissenschaftler haben auf der Grundlage von Korrelationen Hypothesen formuliert. Andere Wissenschaftler haben diese Hypothesen überprüft und darauf geantwortet. Angesichts des vorläufigen Charakters dieser Arbeiten und der widersprüchlichen Schlussfolgerungen verschiedener Wissenschaftler wäre es verfrüht, in irgendeine Art von Aktionismus zu verfallen.<sup>72</sup>

## Schlussfolgerung

Veränderung verursacht Verschiebung und schnelles Wachstum weckt Aufmerksamkeit. In Anbetracht der Verlagerungen von aktiven zu Indexanlagen und der zunehmenden Beliebtheit von Indexfonds erkennen wir die Notwendigkeit, diese Fragen zu berücksichtigen, und eine auf Fakten basierende Diskussion zu führen. Der Meinungs-austausch muss mit einer gemeinsamen Sprache beginnen und würde auch von qualitativ hochwertigen Daten profitieren – von denen einige schwer zu bekommen sind.

Ein wichtiger Aspekt dieser Diskussion ist die Rolle der Vermögensbesitzer an den Kapitalmärkten, da alle Entscheidungen von diesen ausgehen. Am wichtigsten ist, dass die Vermögensbesitzer über die Allokation ihrer gesamten Vermögenswerte entscheiden, z. B. darüber, was in Aktien und/oder Anleihen bzw. in unterschiedlichen Sub-Anlageklassen angelegt werden sollte. Fonds sind eine von mehreren Alternativen, die es den Vermögensbesitzern ermöglichen, ihre makroökonomischen Sichtweisen zum Ausdruck zu bringen. Unterm Strich sind Indexfonds einfach ein Instrument, um die Ansichten von Vermögensbesitzern auszudrücken, und diese Fonds selbst sind nicht die Treiber von Aktienmarktpreisen oder einzelnen Aktienkursen.

Aktuell dominieren immer noch aktive Strategien sowohl den Handel mit Aktien als auch die bei der Preisfindung verwendeten Informationsquellen. Trotz der Schlagzeilen sind wir weit davon entfernt, eine extreme Konzentration von indexnahen Investitionen auf dem Markt zu erreichen, da diese Anlagen weniger als 20% der weltweiten Aktien abbilden, wobei Indexfonds nur 7,4% des globalen Aktienuniversums ausmachen.<sup>73</sup> Darüber hinaus sind wir der Meinung, dass sich die Balance im Marktanteil von Index- und aktiven Anlagen letztlich selbst reguliert. Obwohl wir noch keine Trendwende beim Marktanteil der Indexanlagen verzeichnet haben, durch die es zu Preisineffizienzen gekommen ist, hätten aktive Manager, auch wenn wir diesen Punkt überwinden würden, enorme Chancen, von kurzfristigen Schwankungen der einzelnen Aktienkurse zu profitieren – die aktive Performance würde verbessert und wahrscheinlich würden Ströme wieder zurück in das aktive Management gezogen. Dies wiederum würde zu einem Gleichgewicht zwischen den beiden Stilen führen.

Indexnahes Investieren bietet eine Reihe wichtiger Vorteile. Angesichts der Vielfalt der Indizes und der Breite ihrer Beteiligungen, stellen Indexfonds erstens über Größe, Geographie und Branche hinweg einer Vielzahl von Unternehmen Kapital zur Verfügung. Zweitens betrachten Indexanleger die langfristigen Perspektiven der Unternehmen, deren Anteile sie halten. In Zeiten, in denen solch ein langfristiges Denken selten ist, bieten diese Fonds

Stabilität. Drittens engagieren sich Anbieter großer Indexfonds aktiv im Investment Stewardship. Die Größe dieser Fonds ermöglicht es Unternehmen, mehr Mittel in diesem Bereich zu investieren. Infolgedessen üben die meisten großen Indexfonds ihre Stimmrechte über ihre Vertreter aus, statt diese Funktion an stellvertretende Beratungsunternehmen abzugeben. Schließlich demokratisieren die Indexfonds den Zugang zu diversifizierten Anlageportfolios. Seit Jahrzehnten haben institutionelle Anleger breit gefächerte Portfolios zu niedrigen Kosten etabliert. Indexfonds erlauben es Privatanlegern, dieselben Vorteile zu nutzen.

Die wichtigsten Treiber für diese Verschiebung in Richtung Indexstrategien sind Performance, Gebühren, regulatorische Veränderungen und Änderungen von Geschäftsmodellen.

Wenn sich diese irgendwelche dieser Schlüsseltreiber ändern, sind am Ende zusätzliche Verschiebungen zu erwarten. Wie oben erwähnt, wird beispielsweise das Wachstum des indexnahen Investierens voraussichtlich Verwaltern aktiver Strategien mehr Chancen bieten, Preisineffizienzen wirksam auszunutzen. Die daraus resultierende Outperformance wird wahrscheinlich wiederum Ströme anziehen. Zwischenzeitlich müssen sich die Marktteilnehmer an diesen Paradigmenwechsel anpassen und ein neues Gleichgewicht finden – und dabei erkennen, dass die Verlagerung auf Indexstrategien zwar sehr störend für die Asset Management-Branche zwar verändert, nicht aber die Märkte verzerrt.

---

## Weiterführende Beiträge

[\*ViewPoint: Index Investing and Common Ownership Theories\*](#)

[\*ViewPoint: A Primer on ETF Primary Trading and the Role of Authorized Participants\*](#)

[\*ViewPoint: Who Owns the Assets?\*](#)

Sämtliche ViewPoint-Beiträge sowie Positionspapiere, Kommentare und Antworten auf Konsultationen von BlackRock stehen unter [www.blackrock.com/corporate/en-us/insights/public-policy](http://www.blackrock.com/corporate/en-us/insights/public-policy) in englischer Sprache zur Verfügung.

## Endnoten

1. Siehe BlackRock, Index Investing and Common Ownership Theories, BlackRock Public Policy (März 2017), verfügbar unter <https://www.blackrock.com/corporate/en-de/literature/whitepaper/viewpoint-index-investing-and-common-ownership-theories-eng-march.pdf> unter 3 (Common Ownership ViewPoint).
2. Siehe z. B. Frank Partnoy, Are Index Funds Evil?, The Atlantic (August 2017), verfügbar unter <https://www.theatlantic.com/magazine/archive/2017/09/are-index-funds-evil/534183/>; Simone Foxman, Paul Singer Says Passive Investing Is 'Devouring Capitalism.', Bloomberg (August 2017), verfügbar unter <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-08-03/singer-s-elliott-hedge-fund-returns-3-5-in-the-first-half>; Matt Levine, Are Index Funds Communist?, Bloomberg (August 2016), verfügbar unter <https://www.bloomberg.com/view/articles/2016-08-24/are-index-funds-communist>.
3. Siehe z. B. Chris Flood, Record ETF Inflows Fuel Price Bubble Fears, Financial Times (Aug. 2017), verfügbar unter <https://www.ft.com/content/8720939e-7e82-11e7-9108-edda0bcbc928>; Natasha Doff, Traders Fear Hard Landing in Emerging Markets, Bloomberg (Juli 2017), verfügbar unter <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-07-24/traders-fear-hard-landing-in-emerging-markets-as-bond-etf-swells>; Robin Wigglesworth und Adam Samson, EM worries over swelling influence of ETF flows, Financial Times (Aug. 2017), verfügbar unter <https://www.ft.com/content/6f0350be-8295-11e7-a4ce-15b2513cb3ff>.
4. Siehe z. B. Einer Elhauge, Horizontal Shareholding, 129 Harvard Law Review 1268 (10. März 2016), verfügbar unter <http://cdn.harvardlawreview.org/wp-content/uploads/2016/03/1267-1317-Online.pdf> (Horizontal Shareholding).
5. Wir konzentrieren uns auf Aktienmärkte, weil (1) der Eigentümeranteil von Indexfonds an Schuldenmärkten immer noch De-minimis ist (~5 %), (2) Schuldner üblicherweise nicht die gleichen Governance-Rechte haben wie Aktienbesitzer und (3) Schuldenmärkte im Freiverkehr und nicht an Börsen, mit verschiedenen Ebenen der Transparenz bei der Preisfindung handeln, die vom Trade Reporting und Compliance Engine (TRACE) Reporting über "nach Verabredung" bis zu keiner Berichterstattung reichen.
6. Common Ownership ViewPoint.
7. Indexnahes Investieren Index investing bildet weniger als 20% der weltweiten Aktien ab. Index-Investmentfonds und ETFs machen etwas mehr als 12% des US Aktienuniversus, und 7% des globalen Aktienuniversums aus.
8. The Business Times, *Citi Says Emerging Markets Increasingly Reliant on ETF Flows*, Bloomberg (Aug. 2017), verfügbar unter <http://www.businesstimes.com.sg/banking-finance/citi-says-emerging-markets-increasingly-reliant-on-etf-flows>; Robin Wigglesworth und Adam Samson, *EM worries over swelling influence of ETF flows*, Financial Times (Aug. 2017), verfügbar unter <https://www.ft.com/content/6f0350be-8295-11e7-a4ce-15b2513cb3ff>; Chris Flood, *Record ETF inflows fuel price bubble fears* (Aug. 2017) verfügbar unter <https://www.ft.com/content/8720939e-7e82-11e7-9108-edda0bcbc928>.
9. Wie in Abbildung 10 dieser Abhandlung dargestellt, schätzen wir den Gesamtbetrag der von aktiven Investmentfonds und Indexfonds umgesetzten US-Aktien, berechnet durch Multiplikation der jeweiligen AUM-Größe mit ihren jeweiligen Umschlagshäufigkeiten. Wir schätzen, dass aktive Fonds mehr US-Aktien umsetzen als Indexfonds, was zeigt, dass aktive Fonds eindeutig die Aktienhandelsströme dominieren.
10. Phil MacKintosh, 5 Reasons ETFs Impact Stocks Less Than You Think, Virtu Financial (früher KCG) Market Commentary: ETF Insights (8. Feb. 2017), verfügbar unter <https://ptportal.kcg.com/kresearch/do/research/getDownload?attachmentId=4728&username=8FEW5ecT13JtdHAY7Qm0TA> (ETF-Insight-Report). Der Create/Redeem-Strom beträgt durchschnittlich USD 8,9 Milliarden pro Tag. Das sind 11 % des gesamten ETF-Handels, aber nur etwa 5 % des gesamten US-Aktienhandels. 2016 wurden US-Aktien von Höhe von USD 190 Milliarden gehandelt.
11. Investitionspraktiken, die den Tracking-Error in Bezug auf einen Marktkapitalisierungs-Benchmark erhöhen oder verringern, könnten zum Beispiel dynamischer Markt, Faktor- und Branchen-Timing, taktische Asset Allocation (TAA), Aktienausswahl und Erwerb von Positionen außerhalb der Benchmark sowie Hedging- und Marktrisikomanagementtechniken sein.
12. Siehe BlackRock, A Matter of Style: The Long and the Short of Style Factor Investing (Sept.2016), verfügbar unter <https://www.blackrock.com/institutions/en-us/literature/whitepaper/blk-a-matter-of-style-september-2016.pdf> at 4 (Matter of Style).
13. Siehe im Allgemeinen Ang, Andrew, Asset Management: A Systematic Approach to Factor Investing, Oxford University Press (2014) (Factor Investing Book); siehe Matter of Style unter 4.
14. Obwohl vor kurzem einige aktive ETFs entwickelt wurden, ist die überwiegende Mehrheit indexbasiert.
15. Siehe im Allgemeinen Factor Investing Book.
16. Nachdem die Vermögenswerte in Indexfonds über mehrere Jahre eine konstante organische Wachstumsrate von 10 - 12 % verzeichneten, ist diese auf über 20 % gestiegen.
17. Equity-ETF-Daten beinhalten sowohl indexorientierte als auch aktive ETFs. Allerdings stellen aktive ETFs einen sehr kleinen Teil dieser Daten dar und wirken sich nicht wesentlich auf diese Schätzung aus.
18. Ein offener Fonds ist eine Art von Investmentfonds, der keine Beschränkungen bzgl. der Menge der Aktien hat, die er herausgeben kann.
19. Die Zahl 11,8 % wurde von BlackRock auf Grundlage der Daten von Simfund und Broadridge berechnet.
20. Futures sind derivative Wertpapiere, da sie Side Bets auf den Wert der zugrunde liegenden Wertpapierkurse sind. Da ETFs Aktienportfolios sind, sind sie keine Derivate.
21. ETF Insights Report.
22. CME Group, Stock Index Futures vs. Exchange Traded Funds (ETFs): TEXPERS 2015 San Antonio Educational Conference (2015), verfügbar unter [http://www.texpers.org/files/Lerman\\_CME ETFs\(1\).pdf](http://www.texpers.org/files/Lerman_CME ETFs(1).pdf).
23. William L. Silber, The Economic Role of Financial Futures, American Enterprise Institute for Public Policy Research (1985), verfügbar unter [http://www.farmdoc.illinois.edu/irwin/archive/books/Futures-Economic/Futures-Economic\\_chapter2.pdf](http://www.farmdoc.illinois.edu/irwin/archive/books/Futures-Economic/Futures-Economic_chapter2.pdf).

24. In den frühen 1970er Jahren entwickelten John A. McQuown und William L. Fouse von Wells Fargo die Prinzipien und Techniken, die zu Indexanlagen führten. Dies war der Startschuss für ein USD 6 Millionen-Indexkonto für den Pensionsfonds der Samsonite Corporation. Siehe John C. Bogle, *The First Index Mutual Fund: A History of Vanguard Index Trust and the Vanguard Index Strategy*, Vanguard: Bogle Financial Markets Research Center (2006), verfügbar unter [https://www.vanguard.com/bogle\\_site/lib/sp19970401.html](https://www.vanguard.com/bogle_site/lib/sp19970401.html). 1981 gründeten David Booth und Rex Sinquefeld Dimensional Fund Advisors (DFA), und McQuown wurde viele Jahre später Mitglied des Verwaltungsrates. DFA entwickelte dann indexierte Investmentstrategien. Siehe Della Bradshaw, *Chicago gets \$300m naming gift*, Financial Times (7. Nov. 2008), verfügbar unter <https://www.ft.com/content/ceb1907a-acbb-11dd-971e-000077b07658>. 1989 kaufte Gary P. Brinson mit einer Gruppe von Investoren und Partnern seine Firma von der First Chicago Bank auf und etablierte Brinson Partners, die sich auf passives Management konzentrierten. Die Firma wuchs und kontrollierte innerhalb von fünf Jahren USD 36 in AUM. Siehe Joel Chernoff, *How market's shift dislodged Gary Brinson* (11. März 2000), verfügbar unter <http://www.chicagobusiness.com/article/20000311/ISSUE01/100013446/how-markets-shift-dislodged-gary-brinson>.
25. Institutionelle Anleger profitierten auch von der Entwicklung von Aktienindexderivaten, einschließlich Futures, Optionen und Swaps Anfang bis Mitte der 80er Jahre.
26. Inigo Fraser-Jenkins, *Fund Management Strategy: Nearing the 50% passive milestone*, Alliance-Bernstein Report (25. April 2017) unter 3.
27. Department of Labor, *Fiduciary Requirements for Disclosure in Participant-Directed Individual Accounts Plans - Timing of Annual Disclosure* (29 C.F.R. 2550.404a-5) (29. März 2015), verfügbar unter <http://webapps.dol.gov/federalregister/HtmlDisplay.aspx?DocId=28129&AgencyId=8&DocumentType=2>.
28. Department of Labor, *Definition of the Term "Fiduciary"; Conflict of Interest Rule—Retirement Investment Advice* (29 C.F.R. 2510.3-21) (April 2016), verfügbar unter <https://webapps.dol.gov/federalregister/PdfDisplay.aspx?DocId=28806>.
29. BlackRock, *Who Owns the Assets? Developing a Better Understanding of the Flow of Assets and the Implications for Financial Regulation* (Mai 2014), verfügbar unter <http://www.blackrock.com/corporate/en-us/literature/whitepaper/viewpoint-who-owns-the-assets-may-2014.pdf> (Who Owns the Assets ViewPoint).
30. McKinsey & Company, *Strong Performance but Health Still Fragile: Global Asset Management in 2013. Will the Goose Keep Laying Golden Eggs?* (Juli 2013), verfügbar unter [http://www.asset-management-summit-2015.com/pdf/2013\\_Asset\\_management\\_brochure\\_20130723.pdf](http://www.asset-management-summit-2015.com/pdf/2013_Asset_management_brochure_20130723.pdf) (McKinsey Report).
31. McKinsey Report. Beachten Sie, dass der Prozentsatz der extern verwalteten Vermögenswerte niedriger ist als vom IWF ermittelt, da die Berechnung der IWF-Kredite in die gesamten globalen finanziellen Vermögenswerte einschließt. Siehe auch *Who Owns the Assets ViewPoint*.
32. McKinsey Report.
33. Common Ownership ViewPoint unter 7 - 8.
34. Soweit kein externer Manager beteiligt ist und der Vermögensbesitzer berichtet, spiegelt der Bericht die Sicht des Vermögensbesitzers wider. Da Vermögensinhaber eine Kombination aus internen und externen Quellen verwenden können, ist die Schwellenberichterstattung nicht sinnvoll.
35. In bestimmten Märkten umfasst die Stimmrechtsvertretung logistische Fragen, die die Fähigkeit BlackRocks, Stimmrechte über solche Vertreter auszuüben sowie die Attraktivität, Stimmrechte über diese auszuüben, beeinflussen. Diese Themen beinhalten, sind aber nicht beschränkt auf: (1) vorzeitige Bekanntmachung der Gesellschafterversammlungen, (2) Beschränkungen für die Fähigkeit von Ausländern, das Stimmrecht auszuüben, (3) Anforderungen, dass Stimmrechte über Vertreter persönlich ausgeübt werden, (4) "Aktiensperrung" (Anforderungen, dass Anleger, die ihr Stimmrecht ausüben, das Recht abgeben, ihre Beteiligungen in einer bestimmten zeitlichen Nähe zur Aktionärsversammlung zu veräußern), (5) potenzielle Schwierigkeiten bei der Übersetzung der Vollmacht (6) regulatorische Einschränkungen und (7) Anforderungen, die lokalen Vertreter mit uneingeschränkten Vollmachten auszustatten, um die Weitergabe der Abstimmungsanweisungen zu erleichtern.
36. "Wenn große Teile des Geldes institutioneller Anleger passiv sind, könnte dies bedeuten, dass nur wenige von ihnen Interesse daran haben, Vorstände von Beteiligungen zur Rechenschaft zu ziehen. Die Sorge ist, dass, wenn Vorstände sich nicht für die Aktionäre verantwortlich fühlen, Anreize für eine gute Governance nach und nach verloren gehen könnten. In letzter Zeit haben wir uns mehr mit Unternehmen und Vermögensverwaltern über die Auswirkungen beschäftigt. Grundsätzlich wollen wir alle Vermögensverwalter ermutigen, sich darauf zu konzentrieren, wie Unternehmen verwaltet werden und wie sie Risiken bewältigen, und sich, wenn notwendig, einzumischen. Vor gut einem Jahr haben wir einen neuen Stewardship-Code eingeführt, den wir die Principles of Responsible Ownership nennen. Die Grundsätze zielen darauf ab, Anleger zu ermutigen, konstruktiv mit Unternehmen zusammenzuarbeiten und klare Abstimmungsrichtlinien festzulegen." Siehe Ashley Alder, *Keynote Speech at Companies Registry Corporate Governance Roundtable, Hong Kong Securities and Futures Commission* (13. März 2017), verfügbar unter [http://www.sfc.hk/web/EN/files/ER/PDF/Speeches/AIA\\_20170313.pdf](http://www.sfc.hk/web/EN/files/ER/PDF/Speeches/AIA_20170313.pdf) unter 5.
37. Shareholder Rights Directive.
38. DoL Guidelines at 95880.
39. DoL Guidelines at 95880.
40. DoL Guidelines at 95880.
41. Es sind Fälle bekannt, in den Elliott/Hess und Jana Partners Sitze in den Vorständen von Unternehmen, in die sie investieren, einnehmen oder darüber verhandelt haben (z. B. Elliott/Hess bei Arconic und Jana Partners bei Agrium).
42. Pershing Square und Valeant riefen eine Entität von Mitbieter ins Leben, die die Absicht hatte, in Allergan zu investieren und Valeants Fusion mit Allergan zu unterstützen. Letztendlich scheiterte dies und Allergan fusionierte mit Actavis.
43. Zu den jüngsten Engagements des Fonds von Carl Icahn gehörte die Förderung von Spin-Offs bei Zielunternehmen und dann Lobbyarbeit für die Verabschiedung von aktionärsfreundlichen Corporate Governance-Bestimmungen bei diesen Zielen. Einigungen sorgen oft sowohl bei der Muttergesellschaft als auch beim Spin-Off-Unternehmen für die Repräsentation in Vorständen, wie in den Fällen von eBay und Manitowoc.
44. BlackRock hat sein Stimmrecht in 28 % der Fälle nicht abgegeben, Vanguard in 11 % der Fälle und State Street in 20 % der Fälle nicht ausgeübt. Houlihan Lokey, *Activist Situations Practice* (Nov. 2015), verfügbar unter [http://www.hl.com/email/pdf/2015/HL-Activist-Shareholder-Update-Nov-15\\_v2.pdf](http://www.hl.com/email/pdf/2015/HL-Activist-Shareholder-Update-Nov-15_v2.pdf). Appel et al., *Standing on the Shoulders of Giants: The effect of passive investors on activism* (Sept. 26, 2016), verfügbar unter: [https://finance.eller.arizona.edu/sites/finance/files/gormley\\_4.28.17.pdf](https://finance.eller.arizona.edu/sites/finance/files/gormley_4.28.17.pdf).

45. Europäisches Parlament und Europarat, Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council, Article 56 (13. Juli 2009), verfügbar unter [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/docs/ucits-directive/directive\\_2009\\_65\\_ec\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/ucits-directive/directive_2009_65_ec_en.pdf).
46. Siehe United States Government Accountability Office, Proxy Advisory Firms' Role in Voting and Corporate Governance Practices (Nov. 2016), verfügbar unter <http://gao.gov/assets/690/681050.pdf>.
47. Matthew J. Mallow, und Jasmin Sethi, Engagement: The Missing Middle Approach in the Bebchuk–Strine Debate, 12 NYU JLB 385 (2016), verfügbar unter <https://www.blackrock.com/corporate/en-is/literature/publication/mallow-sethi-engagement-missing-middle-approach-may-2016.pdf>. Als diese Arbeit verfasst wurde, war Matthew J. Mallow der Chief Legal Officer bei BlackRock, derzeit ist er Vice-Chairman bei BlackRock. Jasmin Sethi ist Vice-President in der Abteilung Legal & Compliance bei BlackRock.
48. BlackRock, Investment Stewardship Protecting our clients' assets for the long-term (Juli 2017), verfügbar unter <https://www.blackrock.com/corporate/en-gb/literature/publication/blk-profile-of-blackrock-investment-stewardship-team-work.pdf> unter 6.
49. Zum Beispiel ist Berkshire Hathaway eine Abteilung eines amerikanischen multinationalen Konglomerates, das eine Reihe von Tochtergesellschaften beaufsichtigt und verwaltet. Verbunden mit Berkshire Hathaways Investition in The Coca-Cola Company ist die Anwesenheit von Warren Buffets Sohn im Coca-Cola Company Board. Im Juni 2016 haben wir einen ViewPoint mit dem Titel "Exploring ESG: A Practitioner's Perspective" veröffentlicht, der die Ansichten BlackRock's zu den ESG-Themen aus der Perspektive eines im Auftrag von Vermögensbesitzern handelnden treuhänderischen Investors darlegt. BlackRock, Exploring ESG: A Practitioner's Perspective (Juli 2016), verfügbar unter <https://www.blackrock.com/corporate/en-us/literature/whitepaper/viewpoint-exploring-esg-a-practitioners-perspective-june-2016.pdf>. In jüngster Zeit gingen die Empfehlungen der FSB Task Force on Climate-related Financial Disclosures noch weiter und legten eine spezielle Unternehmensberichterstattung nahe. Task Force on Climate-related Financial Disclosures, Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures (Juni 2017), verfügbar unter <https://www.fsb-tcf.org/wp-content/uploads/2017/06/FINAL-TCFD-Report-062817.pdf>. Siehe auch Department of Labor, Interpretive Bulletin Relating to the Exercise of Shareholder Rights and Written Statements of Investment Policy, Including Proxy Voting Policies or Guidelines, 81 Fed. Reg. 95880 (29. Dez. 2016), verfügbar unter <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2016-12-29/pdf/2016-31515.pdf> (DoL Guidelines); Council of the European Union, Directive of the European Parliament and of the Council Amending Directive 2007/36/EC as Regards the Encouragement of Long-Term Shareholder Engagement (13. Dez. 2016), verfügbar unter <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-15248-2016-INIT/en/pdf> (Shareholder Rights Directive).
50. ETF Insights Report unter 1.
51. ETF Insights Report.
52. Wie in Abbildung 9 dieser Abhandlung dargestellt, schätzen wir den Gesamtbetrag der von aktiven Investmentfonds und Indexfonds umgesetzten US-Aktien, berechnet durch Multiplikation der jeweiligen AUM-Größe mit ihren jeweiligen Umschlagshäufigkeiten. Wir schätzen, dass aktive Fonds mehr US-Aktien umsetzen als Indexfonds, was zeigt, dass aktive Fonds eindeutig die Aktienhandelsströme dominieren.
53. Siehe ETF Insights Report unter 2; Credit Suisse, US Chartbook: Market Structure Review 2016/2017 (9. Januar 2017)
54. Für eine genauere Erläuterung dieses Prozesses siehe BlackRock, A Primer on ETF Primary Trading and the Role of Authorized Participants (Mar. 2017), available at <https://www.blackrock.com/corporate/en-us/literature/whitepaper/viewpoint-etf-primary-trading-role-of-authorized-participants-march-2017.pdf> (eine Einführung in ETFs).
55. ETF Insights Report. Create/Redeem-Ströme bilden einen Durchschnitt von USD 8,9 Milliarden pro Tag. Das sind 11 % aller ETF-Transaktionen, aber nur etwa 5 % des gesamten US-Aktienhandels. Der US-Aktienhandel betrug im Jahr 2016 USD 190 Milliarden.
56. Insbesondere rechneten wir die unterstellten Auswirkungen der Tagesströme über den Juli 2017 auf alle 331 ETFs um, mit der konservativen Annahme, dass die zugrunde liegende Aktie (AAPL) im Verhältnis zu ihrer Gewichtung in jedem ETF, in dem sie vertreten war, gehandelt wurde. Wenn AAPL 3 % eines Fonds ausmachte, der Gesamtströme von USD 100 Millionen verzeichnete (definiert als die Summe der absoluten Tagesströme über die 22 Handelstage im Juli), würden wir USD 3 Millionen der damit verbundenen Create/Redeem-Aktivitäten unterstellen. Diese Schätzung stellt eine Obergrenze für die Menge der durch Strömungen induzierten Primärmarktaktivität dar, weil die Market Maker in der Realität normalerweise mehr als einen Tag oder so warten werden, bis sie Käufe und Verkäufe vor dem Handel der zugrunde liegenden Aktie herausnehmen. Wir schätzen die maximalen Create/Redeem-Aktivitäten auf dem Primärmarkt auf 5,11 % der AAPL-ADV im Juli 2017 nach dem von Madhavan umrissenen Ansatz. Siehe Ananth N. Madhavan, Exchange Traded Funds and the New Dynamics of Investing, Oxford University Press (2016) in Kapitel 15 (Diskussion über den in dieser Analyse verwendeten Ansatz). Die Top fünf beitragenden ETFs sind: QQQ mit einem Beitrag von 2,52 %, SPY mit einem Beitrag von 0,88 %, IVV mit einem Beitrag von 0,27 %, XLK mit einem Beitrag von 0,24 % und DIA mit einem Beitrag von 0,13 %. Die restlichen 326 ETPs tragen rund 1,06 % zu Apples ADV bei. (Die Daten in dieser Analyse stammen von Bloomberg und Morningstar, per 1. August 2017).
57. Siehe David Perlman, Passive Investing: Rise of the Machines, UBS (Sept. 2017), in Abbildung 6: "Das Wachstum der passiven Strategien hat die Preisfindung nicht beeinflusst.,
58. Siehe Doron Israeli, Charles M. C. Lee und Suhas A. Sridharan, Is there a Dark Side to Exchange Traded Funds? An Information Perspective, Review of Accounting Studies (13. Jan 2017), verfügbar unter [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2625975&download=yes](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2625975&download=yes).
59. Ananth N. Madhavan und Daniel Morillo, The Impact of Flows into Exchange-Traded Funds: Volumes and Correlations (23. Jan. 2014); ETFs and New Dynamics in Kapitel 15.
60. Dieses Zitat wurde von Medienquellen weitgehend Seth Klarman, Chief Executive der Baupost Group, zugeordnet, 2016 Investor Letter.
61. Sanford Grossmann und Joseph Stiglitz, On the Impossibility of Informationally Efficient Markets (Juni 1980), verfügbar unter <http://people.hss.caltech.edu/~pbs/expfinance/Readings/GrossmanStiglitz.pdf> unter 393.
62. Horizontaler Aktienbesitz.
63. José Azar, Martin C. Schmalz und Isabel Tecu, Anti-Competitive Effects of Common Ownership (15. März 2017), verfügbar unter [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2427345](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2427345) (Azar et al. Luftfahrt); José Azar, Sahil Raina und Martin C. Schmalz, Ultimate Ownership and Bank Competition (July 23, 2016), verfügbar unter [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2427345](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2427345).
64. José Azar, Sahil Raina und Martin C. Schmalz, Ultimate Ownership and Bank Competition (23. Juli 2016), verfügbar unter [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2710252](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2710252).

65. Miguel Antón, Florian Ederer, Mireia Giné und Martin C. Schmalz, Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives (15. Nov. 2016), verfügbar unter [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2710252](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2710252)
66. Heung Jin Kwon, Executive Compensation under Common Ownership (30. Jan. 2017), verfügbar unter <http://fmaconferences.org/Boston/ExecutiveCompensationunderCommonOwnership.pdf>.
67. Jacob Gramlich und Serafin Grundl, Testing for Competitive Effects of Common Ownership (19. Feb. 2017), verfügbar unter <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2017029pap.pdf>.
68. ViewPoint über gemeinsame Eigentümerstrukturen
69. Daniel P. O'Brien et al. The Competitive Effects of Common Ownership: Economic Foundations and Empirical Evidence (Juli 2017), verfügbar unter [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3008331](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3008331) (O'Brien et. al Paper); Elaine Buckberg et al. Proposal To Remedy Horizontal Shareholding Is Flawed, (Juli 2017), verfügbar unter [http://www.brattle.com/system/publications/pdfs/000/005/470/original/Proposal\\_To\\_Remedy\\_Horizontal\\_Shareholding\\_Is\\_Flawed.pdf?1500409920](http://www.brattle.com/system/publications/pdfs/000/005/470/original/Proposal_To_Remedy_Horizontal_Shareholding_Is_Flawed.pdf?1500409920) (Buckberg et al.).
70. O'Brien et al. unter 1, 22-23.
71. Buckberg et al.
72. José Azar, Martin Schmalz, und Isabel Tecu, *Why Common Ownership Creates Antitrust Risks*, Antitrust Chronical Volume 3 (June 2017), verfügbar unter <https://www.competitionpolicyinternational.com/category/antitrust-chronicle/antitrust-chronicle-2017/spring-2017-volume-1-number-3/?submit=View> unter 17.
73. ETF Insights Report.

---

Dieses Dokument „ViewPoint“ ist Teil einer entsprechenden Serie von Veröffentlichungen von BlackRock. Es und darf weder als verlässliche Prognose noch als Finanzanalyse oder Anlageberatung verstanden werden. Weder stellt es eine Empfehlung, ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar noch ist es als Basis für die Übernahme einer speziellen Anlagestrategie zu betrachten. Die geäußerten Meinungen datieren vom Oktober 2017 und unterliegen möglicherweise Änderungen, sollten zugrunde liegende Umstände sich ändern. Die Informationen und Meinungen in diesem Dokument stammen sowohl aus eigenen als auch externen Quellen, die von BlackRock als verlässlich eingestuft werden, sind aber jedoch nicht unbedingt vollständig mit der Folge, dass ihre Richtigkeit nicht garantiert wird. Daraus kann auch keine Gewähr oder Verantwortung für Fehler oder Versäumnisse (einschließlich Fahrlässigkeit gegenüber natürlichen oder juristischen Personen) gegenüber BlackRock, seinen Angestellten, Mitarbeiter oder Vertriebspartnern abgeleitet werden.

Dieses Dokument enthält zukunftsgerichtete Aussagen. Diese zukunftsgerichteten Aussagen schließen bspw. Schätzungen, Projizierungen, Ansichten, Modelle und hypothetische Darstellungen ein. Die hier dargelegten zukunftsgerichteten Aussagen stellen die Beurteilung zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Materials dar. Gegenstand derartiger Aussagen sind wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben könnten. Tatsächliche Ergebnisse können daher möglicherweise wesentlich von den hier enthaltenen Ergebnissen abweichen. BlackRock gibt keine Stellungnahme ab und leistet keine Gewähr hinsichtlich der Angemessenheit oder Vollständigkeit dieser zukunftsgerichteten Erklärungen oder anderer, hier enthaltener, Wenn sich der Leser auf die Informationen in diesem Dokument verlässt, liegt das in seinem eigenen Ermessen.

In der EU herausgegeben von BlackRock Investment Management (UK) Ltd. (zugelassen und beaufsichtigt durch die Financial Conduct Authority), eingetragener Geschäftssitz: 12 Throgmorton Avenue, London, EC2N 2DL, Registernummer in England: 2020394, Tel.: +44 207 743 3000. Zu Ihrer Sicherheit können Telefongespräche aufgezeichnet werden. Die deutsche Übersetzung wird zur Verfügung gestellt von der BlackRock Investment Management (UK) Limited, German Branch, Frankfurt am Main, Bockenheimer Landstraße 2 – 4, 60306 Frankfurt am Main. Diese Dokument enthält lediglich allgemeine Informationen und dient nicht als allgemeiner oder spezifischer Anlage- oder professioneller Rat. BlackRock hat nicht geprüft, wie geeignet ein Investment für Ihre speziellen Bedürfnisse und Risikotoleranz ist. Vergangene Wertentwicklung, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung und sollten bei der Auswahl eines Produkts nicht als alleiniges Kriterium herangezogen werden. Sowohl die Höhe der Steuer als auch ihre Berechnungsgrundlage können sich in der Zukunft ändern, beide sind außerdem abhängig von den persönlichen Verhältnissen des Anlegers.

WEITERE INFORMATIONEN: [www.blackrockinvestments.de](http://www.blackrockinvestments.de)

©2017 BlackRock, Inc. Sämtliche Rechte vorbehalten. iSHARES und BLACKROCK sind Handelsnamen von BlackRock.

Alle anderen Marken sind Eigentum ihrer jeweiligen Rechteinhaber.

**BLACKROCK®**

GR1017G-274051-834267