

Index-Anlagen und Theorien zu gemeinsamen Eigentümerstrukturen



Barbara Novick
Vice Chairman



Michelle Edkins
Global Head of
Investment
Stewardship



Gerald Garvey
Scientifically-
Driven Active
Equity



Ananth Madhavan
Global Head of
Research, ETF and
Index Investing



Sarah Matthews
Public Policy,
EMEA



Jasmin Sethi
Legal &
Compliance, US

Indexfonds, im Sinne von Index-basierten Investmentfonds und Exchange Traded Funds (ETFs)¹, spielen eine große Rolle bei der Demokratisierung der Geldanlage. Seit die ersten Indexfonds in den 1970er Jahren ins Leben gerufen wurden, hat ihr solides Wachstum, vor allem in den vergangenen zehn Jahren, diese Fonds und Index-Anlagen im Allgemeinen zu einem Eckpfeiler der Anlagepraxis gemacht. Sie haben auch den Privatanlegern breit diversifizierte Indexportfolios zugänglich gemacht und tragen dazu bei, Komplexität und Kosten zu reduzieren. Zudem bieten sie einen gewissen Schutz gegen übermäßige Risiken aus einzelnen Aktien. Kurz gesagt: Einzelpersonen und Institutionen ist es nun gleichermaßen möglich, sich an der Marktentwicklung anhand einer einzigen Transaktion zu beteiligen.

Index-Anlagen stützen sich auf eine breite Palette von Marktindizes, die als Leistungsmaßstab dienen.² Indexstrategien werden in vielen Anlageformen, wie zum Beispiel Investmentfonds, ETFs und Einzelmandaten, eingesetzt. Index-Anlagen werden von verschiedensten Investoren getätigt. Viele große institutionelle Investoren wie etwa Pensionsfonds und Staatsfonds betreiben selbst oder durch Asset Manager Index-Tracking. Globale Regulierungsinitiativen zur Verbesserung der Transparenz bei Anlageprodukten, Dienstleistungen und Kosten haben dazu beigetragen, dass die Produkte durch Finanzberater vermehrt angeboten werden. Daher haben sowohl Institutionen als auch Einzelpersonen einen breiten Zugang zu Indexstrategien erhalten und viele von Ihnen integrieren sie in ihr Gesamtanlageportfolio.

Trotz der erheblichen Vorteile der Indexfonds sind in letzter Zeit aus akademischen Literatur im Rechtsbereich regulatorische Vorschläge hervorgegangen, die ihr Wertversprechen grundlegend entgegnetreten könnten.³ Diese Vorschläge gehen aus wirtschaftswissenschaftlichen Arbeiten hervor, die vorgeben, Indexfonds mit dem Anstieg gemeinsamen Eigentümerstrukturen zu verbinden, und weiter behaupten, dass diese gemeinsamen Eigentümerstrukturen zu höheren Verbraucherkosten in bestimmten Branchen, nämlich der Luftfahrt- und Bankenindustrie führen.⁴ In diesem Diskurs werden Vermögenseigner, die Aktien mehrerer Unternehmen einer Branche halten, sowie Vermögensverwalter die in Ihrem Auftrag handeln, als ‚Common Owners‘, oder gemeinsame Eigentümer bezeichnet.⁵ Derzeit findet eine lebhafte Debatte zu dem Thema statt, ob und welche Art von Auswirkungen gemeinsame Eigentümer auf bestimmte wirtschaftliche Entwicklungen wie etwa Verbraucherpreise und Vergütung von Führungskräften haben könnten.⁶ Die jüngste Literatur hat Zweifel hinsichtlich der Methodik und der Grundannahmen der Arbeiten aufgeworfen, die eine Verbindung zwischen dem Anstieg der gemeinsamen Eigentümerstrukturen und den Verbraucherkosten behaupten.⁷

Mit diesem *ViewPoint* wollen wir zu dieser Debatte eine praxisbezogene Perspektive hinsichtlich der Gegebenheiten des Asset Managements beisteuern. Unsere Ansicht nach sollten in jedem Fall die unbeabsichtigten Folgen der gewichtigen regulatorischen Vorschlägen und den möglichen Schaden berücksichtigt werden, die zu

In diesem *ViewPoint*

Wesentliche Punkte	2
Index-Anlagen	3
Common Ownership: Theorien zu gemeinsamen Eigentümerstrukturen	6
Beurteilung der regulatorischen Vorschläge	14
Schlussfolgerung	17

WESENTLICHE PUNKTE

1. Indexfonds, nämlich Index-Investmentfonds und ETFs, bieten einen Zugang zu diversifizierten Portfolios, der einst nur großen, etablierten Investoren zur Verfügung stand.

- Nach der umfangreichen Annahme der Fonds durch institutionelle Anleger wie etwa Pensionskassen folgte das Wachstum bei Privatanlegern.
- Das starke Wachstum der Produkte ist auf ihre Nützlichkeit, niedrigen Kosten, Transparenz, Einfachheit und Diversifikation sowie der Entwicklung des globalen regulatorischen Umfelds zurückzuführen.

2. Einige akademische Arbeiten über gemeinsame Eigentümerstrukturen versuchen eine kausale Verbindung zwischen den Aktivitäten von Asset Managern, die auch als Index-Anlagen-Manager auftreten und negativen Folgen für Verbraucher herzustellen. Die angedachten regulatorischen Maßnahmen würden Privatanlegern schaden.

- Die wirtschaftswissenschaftliche Literatur, die einen Zusammenhang zwischen Indexfonds und höheren Preisen behauptet, basiert auf unzureichenden Belegen und grundlegenden Missverständnissen. Sie liefert keine plausible kausale Erklärung dafür, wie gemeinsame Eigentümerstrukturen zu höheren Preisen führen könnten.
- Neuere akademische Literatur hinterfragt die Methoden und Schlussfolgerungen der vorherigen Arbeiten.

3. Die in einigen rechtswissenschaftlichen Arbeiten vorgeschlagenen Maßnahmen würden die Investmentlandschaft grundsätzlich zum Nachteil der Anleger und der globalen Kapitalmärkte verändern.

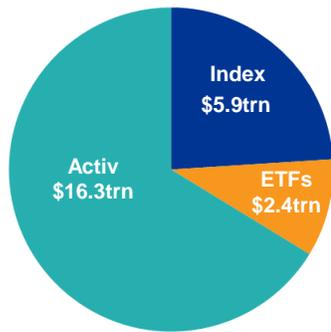
- Einer der Vorschläge würde die Stimmrechte der Asset Manager einschränken. Dies würde für Besitzer der Anlagegüter schädlich sein und in direktem Widerspruch zu Regulierungsbemühungen stehen, die sicherstellen sollen, dass Anleger und Asset Manager ihre Corporate Governance und Stimmrechte ausüben.
- Ein zweiter Vorschlag würde die Aktienbeteiligung von Asset Managern, im Auftrag ihrer Kunden, auf ein Unternehmen oder einen Prozentsatz pro Branche beschränken. Diese Beschränkung würde die grundlegenden Techniken der Diversifikation und des Risikomanagements untergraben, sowie den Interessen der Pensionskassen und anderen Investoren schaden.
- Derartiger regulatorische Kurswechsel würde sich sehr störend auf die Funktion der Kapitalmärkte bei der Allokation von Kapital an Unternehmen auswirken, und die enormen Vorteile aufheben, die Anleger in den vergangenen vier Jahrzehnten aus Index-Anlagen genossen haben.
- Angesichts des vorläufigen Stands der Forschung auf diesem Gebiet sind diese Vorschläge bestenfalls verfrüht.

Nachteilen für private und institutionelle Investoren führen könnten. Das ist besonders wichtig, da einige der Vorschläge verfrüht sind, und sich auf nur vorläufige Forschung stützen.⁸ Sie würden die Möglichkeiten der Anleger, eine Vielzahl von Anlagestrategien anzuwenden und insbesondere in Indexfonds zu investieren, erheblich einschränken. Obwohl sich die Diskussion größtenteils auf Index-Anlagen konzentriert hat, die in der Tat überproportional von den regulatorischen Vorschlägen betroffen sein würden, würden die Theorien über gemeinsame Eigentümerstrukturen auf alle von Vermögensverwaltern verwalteten Vermögenswerte zutreffen. Die vorgeschlagenen Maßnahmen würden auf diversifizierte Anlagestrategien Auswirkungen haben, ganz gleich, ob sie aktiv verwaltet oder indexbasiert sind.

In diesem *ViewPoint* skizzieren wir die Vorteile von Index-Anlagen und das Wachstum dieser Art von Vermögensverwaltung. Wir stellen dann die Einschränkungen der

Forschungsliteratur wie etwa bestimmte Missverständnisse hinsichtlich Index-Anlagen und der Mitbestimmung durch Aktionäre sowie den Mangel an einer plausiblen kausalen Theorie für einige der theoretischen statistischen Beziehungen dar. Ausgehend von einer Beschreibung des Wachstums der Index-Anlagen, die zuerst von institutionellen Investoren und anschließend von Beratern und Einzelpersonen angenommen wurden, erörtern wir die regulatorischen Initiativen, die das Wachstum von Indexprodukten bei Einzelpersonen antreiben. Wir überprüfen dann die Theorien, die Teilen der wirtschaftlichen Forschung zugrunde liegen, und erklären, warum sie die Realität des Asset Managements nicht hinreichend berücksichtigen. Abschließend beschreiben wir, warum die regulatorischen Empfehlungen von einigen dieser Akademiker die Vorteile von Index-Anlagen einschränken würden und warum sie dem durchschnittlichen Anleger erheblichen Schaden zufügen würden.

Abbildung 1: Das globale Aktienvermögen unter externer Vermögensverwaltung: \$24.6trn USD



Quelle: BlackRock Schätzungen basierend auf Daten von McKinsey, Markit, Bloomberg, Simfund und Broadridge data. Daten Jahresende 2015.

Index-Anlagen

Nachdem der erste Index-Publikumsfonds Mitte der 1970er Jahre ins Leben gerufen wurde, haben Index-Anlagen im Laufe der folgenden 40 Jahre stark an Popularität und Akzeptanz gewonnen. Sowohl private wie auch institutionelle Investoren haben davon profitiert, mit einer einzigen Transaktion an der Entwicklung eines ganzen Marktes teilzuhaben. Die Anbieter von Indexfonds handeln als treuhänderische Vermögensverwalter, die den Interessen ihrer Kunden, den Anlegern (zum Beispiel Pensionsfonds, Stiftungen, Versicherungen, Staatsfonds, und Millionen von Privatanleger, die für den Ruhestand, Bildung und andere finanzielle Ziele sparen), verpflichtet sind.

Nach unserer Einschätzung liegt der Anteil der Aktienanlagen über Indexfonds (einschließlich ETFs) bei rund 34%

der weltweit von externen Asset Managern kontrollierten Aktienanlagen.⁹ Extern verwaltete Vermögen (das, was nicht von einer Firma für sich selbst verwaltet wird) stellen rund 36% des weltweit börsennotierten Aktienvermögens.¹⁰ Es stehen keine Daten für eine Schätzung der intern verwalteten Portfolios zur Verfügung.

Der Index-Aufbau

Ein genaueres Verständnis von Index-Anlagen beginnt mit dem Marktindex, auf den sie sich beziehen. Index-Anbieter wie Morgan Stanley Capital International (MSCI), S&P, Dow Jones und Financial Times Stock Exchange (FTSE) veröffentlichen Tausende von verschiedenen Indizes, die eine Vielzahl von Ländern, Regionen, Branchen, Anlageklassen und Felder abdecken. Diese werden unter anderem für die Bestimmung des Messmarktverhaltens, ihre Reaktion auf Nachrichten, die Leistungsbewertung und die Vermögensallokation verwendet. Die Gewichtung eines Wertpapiers innerhalb des Indexes – und damit in einem auf den Index bezogenen Portfolio – kann sich an der Markt-kapitalisierung oder einer anderen Index-Methodologie (siehe Abbildung 2) orientieren. Im Gegensatz zu aktiven Beteiligungen, die einen Marktindex durch aktive Aktienauswahl durch eine breite Palette an Strategien übertreffen soll, versuchen Index-Anlagen, die Wertentwicklung eines Indexes möglichst genau nachzubilden. Das stellt ein alternatives Wertangebot dar, und viele Anleger, oder Asset Manager die in ihrem Namen handeln, setzen eine Mischung aus aktiver Vermögensverwaltung und Indexstrategien für verschiedene Zwecke ein. Zwischen der aktiven Aktienauswahl und den Index-Anlagen stellt eine neue Gruppe von Indizes einen Mittelweg dar, da sie zu einem gewissen Grad auf bestimmte Faktoren ausgerichtet sind.

Abbildung 2: Index-Methoden

Gewichtete Marktkapitalisierung	In der häufigsten Form des Aktienindex werden Wertpapiere nach der Marktkapitalisierung, also dem Marktwert der umlaufenden Aktien, gewichtet. Vereinfacht ausgedrückt stellen größere Unternehmen einen größeren Anteil am Index, und damit einen größeren Anteil des Indexfonds-Kapitals. Bekannte, nach der Marktkapitalisierung gewichtete Aktienindizes: S&P 500, FTSE 100, DAX, Hang Seng, Tokyo Stock Price Index (TOPIX).
Gewichtung nach Preis	Nach Preis gewichtete Indizes setzen sich aus der gleichen Anzahl von Aktien pro Indexbestandteil zusammen. Dieser Ansatz ist weniger verbreitet. Ein bekanntes Beispiel ist der Dow Jones Industrial Average.
Gleiche Gewichtung	In diesem Fall sind alle Wertpapiere im Index gleich gewichtet, wobei allerdings eine regelmäßige Neugewichtung erforderlich ist. Zwischen der Anpassung richtet sich die Gewichtung der Aktien nach ihrer relativen Entwicklung. Gleichgewichtete Indizes sind zum Nachteil der größeren Unternehmen zugunsten kleinerer Unternehmen gewichtet.
Der fundamentale Index	Die Gewichtung von Fundamental-Indizes bevorzugt Aktien auf der Grundlage von fundamentalen Kennzahlen, wie etwa Ergebnis oder Umsatz von Unternehmen.
Der Faktor-Index	Bei Faktor-Indizes sind die Aktien nach bestimmten Faktoren, wie etwa dem Wert, der Volatilität, der Dynamik, der Dividendenrendite und/oder der Menge gewichtet.

Quelle: BlackRock

Die Vielfalt der Indizes und Investmentansätze

Index-Anlagen sind ein vielfältiges Feld mit intensiven Wettbewerb. Je nach Index stehen für Anleger eine breite Palette an Index-Investmentfonds, ETFs und Einzelmandaten, bis hin zu Zertifikaten und Körben aus einzelnen Wertpapieren, Termin- und Swapgeschäften zur Verfügung. Institutionelle Anleger können auch bestimmen, ob die Indizes intern anhand eigener Investment-Portfolios oder über einen externen Vermögensverwalter mit Einzelmandaten oder Fonds abgebildet werden sollen. In jedem Fall sollten das Risiko und die Renditemerkmale dem Index entsprechen.

In Abbildung 3 zeigen wir einige Beispiele für weit verbreitete Marktindizes auf, die trotz der eingeschränkten Darstellung die Vielfalt der zur Verfügung stehenden Indizes aufzeigt. Die Indizes können durch eine Vielzahl von Anlagevehikeln abgebildet werden.

Abbildung 3: Die am weitesten verbreiteten Einzelländer/Regionalindizes (nach Volumen des abgebildeten 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, Stand Ende Dezember 2016. Die Popularität des Aktienindex wird auf der Grundlage der Vermögenswerte in USD berechnet, die den Indexfonds (Index-Investmentfonds und ETFs) in den drei ausgewählten Regionen zugrunde liegen.

Grundlagen der Fondsstruktur: Fonds, Vermögenseigner und Vermögensverwalter

Vereinfacht gesehen ist ein Fonds ein Wertpapierkorb. Das Fondsvermögen (also die Wertpapiere, in die der Fonds investiert) werden in der Regel für den Fonds bei einer externen Depotbank außerbilanziell vorgehalten. Fondsanleger (d.h. die Vermögenseigner, die ihr Kapital investieren) halten einen proportionalen Anteil an diesem Fonds, wobei der Wert dieser Anteile sich nach dem Kurs der Wertpapiere richtet, in die der Fonds investiert ist. Daher erlauben es aktive oder indexbasierte Fonds, unabhängig davon, ob sie an der Börse gehandelt werden, kleineren Investoren, Anteile an einem diversifizierten Korb von Wertpapieren zu erwerben, ohne selbst hunderte oder tausende von einzelnen Aktien zu kaufen, um den gleichen Grad der Diversifikation zu erreichen. Die Anleger, die in Fonds investieren, sind bei weitem nicht homogen; Anleger können Einzelpersonen, Pensionsfonds, Versicherer, Banken, wohltätige Organisationen und Staatsfonds sein. Die Anleger haben jeweils ihre eigenen Ziele, Einschränkungen und Überzeugungen.

Weltweit tätige Asset Manager verwalten oft tausende von separaten, aktiv gemanagte, wie auch indexbasierten Konten und Fonds mit einer Vielzahl von Strategien und Mandaten. Die Asset Manager sind jeweils dazu verpflichtet, gemäß den Angaben in den Angebotsunterlagen des Fonds (wie etwa dem Fondsprospekt) oder den Bestimmungen der Investment-Management-Vereinbarungen, die sie direkt mit den Kunden abschließen, zu handeln. Um eine breite Palette von Anlagedienstleistungen für die verschiedenen Kundengruppen anbieten zu können, können die unterschiedlichen Fonds und Anlagenkonten durch mehrere Portfoliomanagement-Teams innerhalb derselben Vermögensverwaltungsgesellschaft nach unterschiedlichen Anlagestrategien betreut werden. Diese Portfolio-Manager haben gegenüber den verschiedenen Anlegern in den von ihnen verwalteten Fonds und Anlagenkonten eine separate Treuepflicht, und haben hinsichtlich der Aktien, in die sie im Namen dieser Anleger Investitionen tätigen, unterschiedliche Perspektiven und Erwartungen.

Trotz der großen Vielfalt von Anlegern und Zielen, die auch unter den Kunden von einzelnen Asset Managern besteht, bestehen globale Meldepflichten für Asset Manager hinsichtlich des aggregierten Aktienbestands, sobald bestimmte Schwellenwerte oder ‚Thresholds‘ überschritten werden. Die Berichterstattungsvorschriften für Beteiligungen, auch als Schwellenberichterstattung oder ‚Threshold Reporting‘ bekannt, führen daher nicht zu den wirtschaftlich Berechtigten der Wertpapiere. Wir werden diesen Zusammenhang auf Seite 8 im Rahmen der Besprechung der für die Forschung eingesetzten Daten näher erörtern.

Die Vorteile von Index-Anlagen

Der Wachstum von Index-Anlagen wurde durch die beiden Faktoren des Produktnutzens und der regulatorischen Neuerungen vorangetrieben. Die Alleinstellungsmerkmale von Indexfonds sind ihre marktweite Diversifikation, die Kosteneffizienz, die Transparenz und der einfache Umgang. Ihre Popularität rührt nicht zuletzt aus ihrer Flexibilität, die diese modularen Anlagebausteine sowohl für private und wie auch für institutionelle Investoren aufweisen.

Diversifikation

Diversifikation ist eines der Grundprinzipien des Investitionsrisikomanagements, und ein wesentliches Merkmal von Index-Anlagen. Die von den Indexfonds abgebildeten Indizes bestehen typischerweise aus einer breiten Palette von ein paar Dutzend bis hin tausenden von einzelnen Wertpapieren. Diese Diversifikation kann die Auswirkung des Risikos einer einzelnen Aktie – das idiosynkratische Risiko – reduzieren, während der Zugriff auf den Markt gewährleistet bleibt. Da die Risiko- und Ertragstreiber eines Indexportfolios auf einem vordefinierten Satz von Regeln basieren, sind sie, in relativer Hinsicht, einfach zu modellieren und zu mindern.

Kosteneffizienz und Maßstab

Die durchschnittlichen Kosten von Indexfonds sind niedriger als bei aktiv gemanagten Fonds.¹² Das ist im Wesentlichen auf die regelbasierte Anlagestrategie zurückzuführen. Indexfonds haben in der Regel weniger Umsätze, da die Anteile fast ausschließlich gehandelt werden, um die Entwicklung des abgebildeten Indexes möglichst genau wiederzugeben. Skalierbarkeit kann auch die Kosten senken, da sie über eine große Investorenbasis verteilt werden. Skaleneffekte sind auch wichtig für die wirtschaftliche Rentabilität von bestimmten Produkten (z.B. Emerging-Markets-Indexfonds für ein einzelnes Land).

Transparenz

Da Index-Anlagen auf der Grundlage von einem vordefinierten Satz von Indexregeln getätigt werden, bieten sie den Anlegern auf mindestens zwei Arten Transparenz: Erstens sind die zugrunde liegenden Bestände bei Indexfonds regelbasiert, und zweitens sind die

Die moderne Portfoliotheorie

Anfang der 1950er Jahre hat Harry Markowitz, damals ein Doktorand an der University of Chicago, eines der wichtigsten Prinzipien bei Investitionen beschrieben, nämlich den Wert der Diversifikation. Seitdem haben Aufsichtsbehörden, Anleger und Asset Manager die wichtige Rolle der Diversifikation für die Lenkung von Portfoliorisiko und -Ertrag erkannt.

Im Jahr 1990 wurden Markowitz und seine Kollegen Merton Miller und William Sharpe gemeinsam für ihre Pionierarbeit in der Theorie der Finanzwirtschaft mit dem Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften ausgezeichnet.¹¹ Die Fähigkeit, Risiken durch die Streuung der Vermögenswerte über mehrere Sektoren, Branchen und Unternehmen zu mindern, ist weithin als grundlegende Komponente der angewandten Investitionstechniken anerkannt.

Transaktionskosten bei Indexstrategien leicht erkennbar. Daher ist die Kostentransparenz bei Indexfonds sehr hoch.

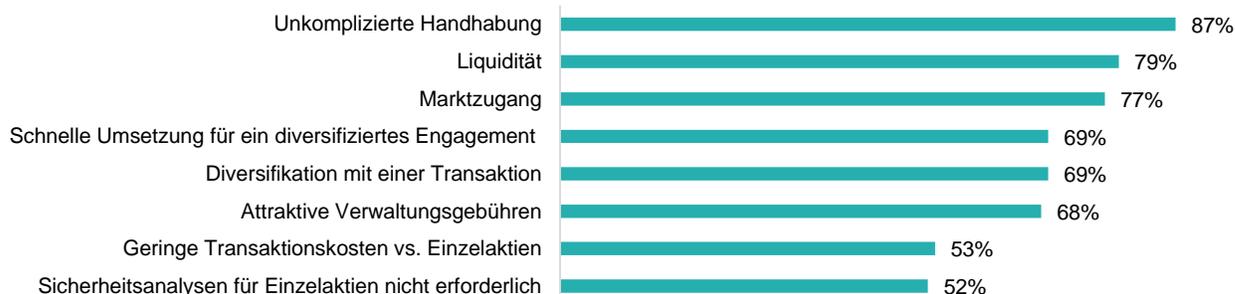
Einfache Handhabung

Indexfonds erlauben Privatanlegern unkomplizierte Anlagen in einen Investmentfonds über eine Fondsplattform oder in einen ETF über ein Brokerage-Konto oder eine große Vermögensverwaltungsgesellschaft. Der Einsatz von Indexfonds für Index-Anlagen reduziert die Anzahl der einzelnen Wertpapiergeschäfte von Hunderten oder Tausenden auf eine einzige Transaktion. Da die Anzahl der einzelnen Wertpapiergeschäfte zur Abbildung des Indexes wesentlich niedriger ist, verringern sich so die Komplexität des Umgangs und das Transaktionsrisiko wesentlich. Das gilt insbesondere für große Indizes mit vielen Bestandteilen, wie etwa der S&P 500 oder Russell 2000.

Gründe für die Verwendung von Equity ETFs

Die Studie Global Exchange Traded Funds von Greenwich Associates aus dem Jahr 2015 (siehe Abbildung 4) zeigt, dass die befragten institutionellen Anleger Aktien-ETFs aufgrund des einfachen Umgangs, der Liquidität und dem Marktzugang sowie aufgrund der schnellen Diversifizierung über eine einzige Transaktion einsetzen.

Abbildung 4: Die wichtigsten Gründe für die Verwendung von Aktien-ETFs



Hinweis: basiert auf 230 Antworten. Quelle: Greenwich Associates 2016 Global Exchange-Traded Funds Study

Früher Einsatz durch Pensionsfonds

Institutionelle Anleger haben Index-Anlagen früh angenommen, und Pensionsfonds waren vorne mit dabei. Heute setzen eine große Zahl von festgelegten Leistungsplänen und Staatsfonds Index-Anlagen bei dem Management des Risikobudgets als Kernteil ihres Portfolios ein. Darüber hinaus haben mehrere große beitragsorientierte Pläne Indexstrategien in ihr Angebot aufgenommen. Aus einer Reihe von Gründen haben sich diese Anleger dafür entschieden, ihre Index-Anlagestrategien mit unterschiedlichen Ansätzen hinsichtlich der ausgewählten Indizes und der angebotenen Anlagestrategien zu formulieren. Der Thrift Savings Plan (TSP) in den USA¹³ und der National Employment Savings Trust (NEST)¹⁴ im Vereinigten Königreich sind nur zwei Beispiele für beitragsorientierte Pläne, die Indexstrategien für einzelne Mitglieder anbieten. Der TSP wurde ursprünglich 1987 gegründet, während der NEST im Jahr 2012 eingeführt wurde. Mittlerweile sind über diese Pläne Millionen von einzelnen Mitgliedern in Indexstrategien investiert. Zum Jahresende 2015 bestand der TSP aus rund 4,8 Millionen Mitgliedern und einem verwalteten Gesamtvermögen (AUM) von insgesamt \$458 Milliarden.¹⁵ Der TSP bietet fünf verschiedene Investmentfonds und fünf Lifecycle-Fonds, die jeweils in einer Mischung aus den Einzelfonds investiert sind. Von den fünf Einzelfonds, die als modulare Bausteine dienen, investiert einer in kurzfristige Wertpapiere der US-Treasury, einer bildet den Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index ab, und die restlichen drei beziehen sich auf Aktienindexe.¹⁶ Mit Stand September 2016 hat der NEST £1,5 Milliarden.¹⁷ unter Verwaltung; davon entfielen 51,2% auf Indexfonds.¹⁸ Zu den abgebildeten Indizes zählen unter anderem der FTSE All World Developed Index, der HSBC Economic Scale Emerging Markets Index, und der

MSCI Emerging Markets Custom Environmental, Social and Governance (ESG) Index.¹⁹

Rückenwind für Index-Anlagen aus globalen Regulierungsinitiativen

In den zurückliegenden Jahren wurden Regulierungsinitiativen auf der ganzen Welt (siehe Abbildung 5) eingeführt, um die Kostentransparenz bei Anlageprodukten von den Vertriebskosten bis hin zu den Beratungs- und Verwaltungskosten zu verbessern. Das hat in einigen Ländern dazu geführt, dass in der Finanzberatung für Privatkunden bei Fonds die Gebührenstrukturen von Provisionen auf Honorarberatung umgestellt wurde. Die Umstellung auf Honorarbasis könnte kleinere Privatanleger ausschließen.²⁰ Eine der Lösungen, die vorgeschlagen wurden, um diese möglichen Lücke zu füllen, ist die Verwendung von digitalen Beratungsdiensten, die auch als ‚Robo-Berater‘ bezeichnet werden.²¹ Diese Dienste verwenden häufig Indexstrategien als Portfolio-Bausteine, was den Trend zu Index-Anlagen weiter fördern würde.

Common Ownership: Theorien zu gemeinsamen Eigentümerstrukturen

Der obige Rahmen für ein Verständnis der Rolle von Index-Anlagen ist die Grundlage für die folgende Besprechung der aktuellen Literatur zu Index-Anlagen und gemeinsamen Eigentümerstrukturen, auch als ‚Common Ownership‘ bekannt. Wir werden in diesem *ViewPoint* noch genauer erläutern, wieso die Berichterstattungsvorschriften über Beteiligungen (auch als Schwellenberichterstattung oder ‚Threshold Reporting‘ bekannt) nicht den anteiligen Aktienbesitz der einzelnen Vermögenseigner wiedergeben. Vielmehr zeigt Threshold Reporting die aggregierten Bestände, die in allen durch Asset Manager verwalteten individuellen

Abbildung 5: Globale Regulierungsinitiativen mit Fokus auf Gebührenstrukturen (nicht abschließend)

GB	2013	UK Retail Distribution Review (RDR)
Australien	2013	Future of Financial Advice
Niederlande	2014	Retail Distribution Review (RDR) der Niederlande
USA	2016	US Department of Labor - Fiduciary Rule
EU	2018	Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente II
Schweiz	2018	Bundesgesetz über Finanzdienstleistungen
GB	Laufend	UK DWP/FCA Offenlegungsstandards der Kosten für Rentensysteme.
Kanada, Indien, Südafrika	Verschiedene	Kanada, Indien und Südafrika führen auch Regelwerke im Stil der National Retail Distribution Reviews ein

Anlageinstrumente, einschließlich der Investmentfonds, ETFs, Hedge-Fonds, sowie der Einzel-konten gehalten werden. Auf der Grundlage dieser Zahlen sind zwei Forschungszweige auf wirtschaftswissenschaftlicher und juristischer Grundlage entstanden, wobei einige der juristischen Arbeiten Vorschläge zu regulatorischen Maßnahmen enthalten. Die Wirtschafts-literatur versucht teilweise einen Zusammenhang zwischen Verbraucherpreisen und gemeinsamen Eigentümerstrukturen herzustellen. In der juristischen Literatur wird unter anderem argumentiert, dass gemeinsame Eigentümerstrukturen kartellrechtliche Auswirkungen haben und regulatorische Reformen stattfinden sollten. Diese akademischen Arbeiten basieren größtenteils auf falschen Vorstellungen von der Vermögensverwaltung und den Index-Anlagen.

Einige wirtschaftswissenschaftliche Arbeiten haben etwa untersucht, ob gemeinsame Eigentümerstrukturen Verbraucher schädigen könnte, indem zum Beispiel in einem bestimmten Sektor höhere Preise entstehen.²² Diese Forschungsliteratur ist bisher nur vorläufig,²³ und wird von anderen Akademikern hinterfragt, wobei neuere Arbeiten die Methodik und die Schlussfolgerungen in Frage gestellt haben. Während einige der Arbeiten sich auf statistische Ergebnisse stützen, wird kein plausibler Kausalzusammenhang zwischen gemeinsamen Eigentümerstrukturen und höheren Preisen für Verbraucher aufgezeigt. Tatsächlich befindet sich die Forschung hinsichtlich einer etwaigen Verbindung zwischen den gemeinsamen Eigentümerstrukturen, dem Wachstum von Indexfonds und dem Wettbewerb in einem sehr frühen Stadium.

Trotz dieser erheblichen Einschränkungen wurden die angeblichen Erkenntnisse zu den Verbraucherpreisen in der juristischen Literatur teilweise als Grundlage für die Empfehlung von dramatischen regulatorischen Änderungen in Bezug auf Indexfonds und Vermögensverwaltern mit indexbasierten sowie auch aktiven Portfolios herangezogen.²⁴ Die Schlussfolgerung von regulatorischen Vorschlägen auf der Grundlage dieser Literatur ist unserer Ansicht nach sehr verfrüht, wobei die Vorschläge die Interessen von institutionellen Anleger und von Privatanlegern schädigen könnten. In diesem Abschnitt besprechen wir die Wirtschaftsliteratur, während im nächsten Abschnitt einige der regulatorischen Vorschläge aus der juristischen Literatur betrachtet werden.

Die Wirtschaftsliteratur

Wir besprechen sieben wirtschaftswissenschaftlichen Arbeiten zu diesem Thema, die zu prüfen versucht haben, ob eine Beziehung zwischen gemeinsamen Eigentümerstrukturen und wirtschaftlichen Ergebnissen, wie etwa Verbraucherpreisen und der Vergütung von Führungskräften, besteht.²⁵ Die ersten beiden Arbeiten die wir hier

besprechen erforschen die Beziehung zwischen gemeinsamen Eigentümerstrukturen und Verbraucherpreisen:

- **Azar et al., Luftfahrt:** Diese Arbeit vertritt die These, dass ein Anstieg der gemeinsamen Eigentümerstrukturen mit einer Erhöhung der Ticketpreise für Flugreisen zwischen drei und sieben Prozent in der Periode 2001-2014 zusammenhängen.²⁶
- **Azar et al., Bankindustrie:** Diese Arbeit behauptet, dass die Erweiterung der gemeinsamen Eigentümerstrukturen, die anhand der Aufnahme einer Aktie in einen Index identifiziert werden soll, bei Privatkonten zwischen 2004 und 2013 zu höheren Gebühren und niedrigeren Zinsen geführt hat.²⁷

Neuere Literatur hinterfragt die durch Azar et al., Luftfahrt und Azar et al., Bankindustrie angewandte Methodik:

- **Rock & Rubinfeld:** Diese Arbeit hinterfragt die Methoden, die in den Arbeiten, die eine statistisch signifikante Beziehung zwischen gemeinsamen Eigentümerstrukturen und Preisen nachgewiesen haben, verwendet wurden. Die Autoren schließen daraus, dass die in diesen Arbeiten angewandte Methodik speziell für Situationen entwickelt wurde, in denen umfangreiche Übernahmen die Kontrolle über ein Unternehmen geändert haben (auch als Überkreuzbeteiligung bekannt), so dass diese Methode für die allge-meinere Anwendung auf institutionelles Eigentum (auch als gemeinsame Eigentümerstruktur bezeichnet) ungeeignet ist.²⁸
- **O'Brien & Waehrer:** Die Methodik der Azar et al., Luftfahrt und Azar et al., Bankindustrie Arbeiten wurde durch diese Arbeit in Frage gestellt, die sich auf das Maß der Konzentration in der Arbeit über die Luftfahrt- und Bankindustrien bezieht.²⁹ Dabei wurde festgestellt, dass sich die wichtigste Variable in dieser Forschung auf die gleichen Faktoren stützt, die auch die Verbraucherpreise antreiben. Daher ist es möglich, dass die Arbeiten von Azar et al. zum Thema Luftfahrt und Azar et al. zum Thema Bankindustrie, eine Beziehung zwischen Preis und gemeinsamen Eigentümerstrukturen behaupten, wo keine besteht.³⁰
 - Ferner wird in dieser Arbeit die Theorie zu gemeinsamen Eigentümerstrukturen oft den theoretischen Modellen der Überkreuzbeteiligung zugeschrieben. Die Arbeit von Azar et al. zum Thema Luftfahrt stützt sich auf frühere Arbeiten zum Thema Überkreuzbeteiligung, was einen Sprung von einem Fall, in der ein Unternehmen Anteile an einem Wettbewerber hält zu einem Fall darstellt, in dem ein nicht am Wettbewerb beteiligter Anleger an untereinander konkurrierenden Unternehmen beteiligt ist.
 - Die Autoren erörtern in dieser Arbeit, dass diese Anwendung der Theorie die Vielfalt der Eigentümer in den verschiedenen Produktmärkten ignoriert.

- **Gramlich and Grundl, Bankindustrie:** Diese Arbeit verwendet eine weitere Methodik, um die Auswirkungen von gemeinsamen Eigentümerstrukturen zu bewerten. Die Autoren kommen vorläufig zu dem Schluß, dass die statistischen Ergebnisse der Azar et al. Studie zur Bankindustrie nicht schlüssig sind. Die Autoren kommentieren auch, dass weitere Forschung erforderlich ist bevor konkrete Schlussfolgerungen über die Auswirkungen von gemeinsamen Eigentümerstrukturen auf den Wettbewerb gezogen werden können.³¹

Zwei weitere Arbeiten untersuchen die Beziehung zwischen gemeinsamen Eigentümerstrukturen und der Vergütung von Führungskräften unter Verwendung verschiedener Methoden, und kommen zu gegensätzlichen Schlussfolgerungen:

- **Antón et al., Vergütung:** Diese Arbeit behauptet, dass gemeinsame Eigentümerstrukturen die Manager davon abhält, den Wettbewerb mit Rivalen aggressiv zu gestalten. Das ist gemäß den Autoren über die Vergütungspraktiken von Führungskräften nachweisbar.³²
- **Kwon, Vergütung:** Im Gegensatz dazu wird in dieser Arbeit, die auch die Vorstandsvergütung abdeckt, festgestellt, dass gemeinsame Eigentümerstrukturen die Anreize zu konkurrieren erhöht, da die Führungskräfte dazu angehalten werden, ihre Leistung an der ihrer Konkurrenten zu messen.³³

Wie in der O'Brien & Waehrer Arbeit argumentiert, müssen die Argumente dieser vorläufigen Forschung erst eingehend geprüft werden, um ihre Relevanz zu bestimmen.³⁴ Wir glauben, dass die statistischen Beziehungen, die in mehreren dieser Arbeiten aufgezeigt werden, für kausale Theorien herangezogen wurden, die nicht bewiesen sind und die in der realen Welt keine Plausibilität aufweisen. Die aktuelle Literatur wendet verschiedene Methoden an (die manchmal entgegengesetzte Ergebnisse liefern), wobei die

Debatte über die beste Methode für die Prüfung der (eventuell vorhandenen) Auswirkungen von gemeinsamen Eigentümerstrukturen wahrscheinlich in zukünftigen Arbeiten fortgesetzt wird. Da diese Fragen kontrovers debattiert werden ist es unserer Ansicht nach zu früh, um Schlussfolgerungen aus diesen Arbeiten zu ziehen, geschweige denn Gegenmaßnahmen für nicht erwiesene Gefahren vorzuschlagen.

Die Datenquellen: Das Meldewesen für Beteiligungen gibt das wirtschaftliche Eigentum nicht wieder

Obwohl wir die Besprechung der statistischen Methoden gerne den Akademikern überlassen, ist es aus unsere Sicht wichtig, die Theorien aus den Arbeiten mit Hinblick auf die Realität des Asset Management-Geschäfts zu prüfen. Dabei stellen wir fest, dass sich einige der wirtschaftlichen Arbeiten auf Daten stützen, die im Rahmen des Meldewesens für Beteiligungen im Rahmen der verschiedenen, nationalen Wertpapiergesetze für die Feststellung der gemeinsamen Eigentümerstrukturen an Unternehmen einzureichen sind. Diese Daten sind allerdings grundsätzlich ungeeignet für die Feststellung des wirtschaftlichen Eigentums, da die Vermögensverwalter nicht die Eigentümer der Vermögenswerte sind, die sie verwalten, sondern vielmehr mehrere ihrer Kunden vertreten. Die nachfolgende Tabelle erläutert den Prozess des Meldewesens für Beteiligungen, auch als ‚Threshold Reporting‘ oder ‚Schwellenberichterstattung, bekannt. Dabei wird schnell ersichtlich, dass dabei zwischen dem Eigentum an den Aktien und dem Management durch einen bestimmten Asset Manager nicht unterschieden wird. Daten sind jedoch nicht das gleiche wie Informationen. Daher führt der übermäßige Bezug auf diese leicht verfügbaren, jedoch beschränkten Datenquelle zu grundlegenden Missverständnissen hinsichtlich des Eigentums, und verfälscht damit die Debatte.

Transparenz, Threshold Reporting und das treuhänderische Modell im Asset Management: Wie Vermögensverwalter die Anlagen ihrer Kunden, der Anleger, melden

Finanzregulierungsbehörden schreiben weltweit vor, dass wesentliche Beteiligungen an börsennotierten Unternehmen in der Regel ab einer Schwelle von etwa 5% zu melden sind. Diese Daten werden in der Regel an die nationale Regulierungsbehörde weitergeleitet, und sind über Marktdatenanbieter und Online-Daten-Portale, wie etwa dem EDGAR-System in den USA, öffentlich verfügbar. Die akademische Literatur, die eine Beziehung zwischen gemeinsamen Eigentümerstrukturen und Verbraucherpreisen behauptet, stützt sich auf SEC-Daten, die gemäß Abschnitt 13F des Exchange Act offenzulegen sind.

Threshold Reporting Regelungen enthalten sehr spezifische Bestimmungen dazu, wie der "Besitzer" einer Aktie für die Berichterstattung festzustellen ist. In einigen Rechtssystemen bezieht sich die Berechnung auf die Stimmrechte an den Aktien, oder etwa die Möglichkeiten für die Veräußerung der jeweiligen Aktien.

Angesichts dieser Regeln kann anhand dieser Berichte nicht zwischen den Aktionären unterschieden werden, denen der wirtschaftlichen Nutzen der Beteiligungen zusteht, und Asset Manager, die die Beteiligungen lediglich im Auftrag von Drittkunden und Fonds investieren. Dies bedeutet, dass das Meldewesen von Beteiligungen nicht den wahren wirtschaftlichen Eigentümer der Wertpapiere wiedergibt.

Unterstellte kausale Zusammenhänge

Einige der wirtschaftswissenschaftlichen Arbeiten bieten keine Beweise für einen ursächlichen Mechanismus, nach dem gemeinsame Eigentümerstrukturen zu höheren Preisen führen könnten.³⁵ Sie nehmen an, dass mehrere mögliche Mechanismen existieren könnten. Wir besprechen diese Hypothesen der Reihe nach.

1. Anleger-Engagement

Zunächst besprechen die Autoren das Engagement der Asset Manager bei den Portfolio-Unternehmen, und schlagen vor, dass dadurch wettbewerbsschädliche Effekte entstehen könnten.³⁶

Das zeigt mangelndes Verständnis für das Engagement der Asset Manager und vernachlässigt die erheblichen Vorteile, die es Privatanlegern bietet.

2. Vergütung der Führungskräfte

Zweitens argumentieren sie, dass die Führungskräfte der Portfolio-Unternehmen selbst über ihre Vergütungspakete, die von den Asset Managern mitbestimmt werden, dazu verleitet werden, den Wettbewerb mit der Konkurrenz einzuschränken.³⁷

Diese Theorie berücksichtigt nicht, wie die Vergütungen von Führungskräften in der Realität festgelegt werden. Asset Manager sind dabei nämlich nur zu einem sehr geringen Grad beteiligt.

3. Beschränkung von Maßnahmen aktivistischer Anleger für die Wettbewerbssteigerung

Drittens wird argumentiert, dass die Index-Investmentmanager Kampagnen aktivistischer Anleger davon abhalten, die Unternehmen wettbewerbsfähiger zu machen.³⁸

Diese Theorie stützt sich nicht auf Daten und geht davon aus, dass aktivistische Aktionäre einen positiveren Einfluss haben als Index-Fondsmanager – eine Theorie, die angesehene Kommentatoren ablehnen.

4. Fehlende Wettbewerbsförderung

Viertens wird behauptet, dass die bloße Präsenz der Asset Manager als gemeinsame Eigentümer und das Bewusstsein der Unternehmensführung, dass Aktien von gemeinsame Eigentümern kontrolliert werden, die Motivation der Unternehmen im Wettbewerb verringert, was angeblich nicht der Fall wäre, wenn die Asset Manager keine Aktien an konkurrierenden Unternehmen in ihren Kundenportfolios halten würden.³⁹

Diese Theorie ist nicht plausibel und verkennt die wahren Anreize und Geschäftsmodelle der Asset Manager.

1. *Anleger-Engagement*

Die Literatur zu gemeinsamen Eigentümerstrukturen ist von Missverständnissen hinsichtlich des Anleger-Engagements geprägt. Die Auffassung von Engagement in diesen Arbeiten steht in starkem Kontrast zur zunehmenden Anerkennung von Kommentatoren und Politiker weltweit der Vorteile des Engagements.

Das Anleger-Engagement umfasst ein weites Spektrum von Aktivitäten, von Gesprächen, die zur Forderung von Abstimmungen durch die Aktionäre führen, bis hin zu einem laufenden Diskurs mit dem Vorstand und Management über kritische Fragen zur Governance des Unternehmens, wie etwa die Zusammensetzung des Vorstands und die Nachhaltigkeit. Die Interessen der Anleger, die ultimativ über ihre Aktien das Recht haben, für oder gegen das Management zu stimmen, sollen so repräsentiert werden.

Erstens entbehrt die Theorie, dass das Engagement und die Abstimmung den "Wettbewerb schwächen" jeder Grundlage, da Asset Manager keinen Einfluss auf die Wettbewerbsstrategie haben, wie die Forschung über öffentliche Abstimmungen aufgezeigt hat.⁴⁰ Die Vermögensverwalter engagieren sich und setzen ihre Stimmrechte im Namen der Anleger ein. Viele Asset Manager agieren in ihrem Engagement weder speziell als aktivistische noch als passive Aktionäre. Wie die jüngste Arbeit von Matthew J. Mallow und Jasmin Sethi, "Engagement: The Missing Middle Approach in the Bebchuk-Strine Debate",⁴¹ im Detail aufzeigt, wählen die meisten traditionellen Asset Manager einen moderaten Ansatz zwischen Aktivismus und Einklang mit dem Management. Diese Asset Manager fungieren gegenüber ihren Kunden als Treuhänder und vermitteln dem Vorstand die Perspektive der Anleger im Sinne der langfristigen wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit der Unternehmen, deren Aktien sie im Namen der Anleger halten.

Das Engagement ist für Indexfonds, die gemäß der mit dem Anleger vereinbarten Strategie so lange Aktien halten, wie sie in einem bestimmten Index enthalten sind, besonders wichtig. Das ist bei einem aktiv verwalteten Fonds, der die Aktie verkaufen kann, wenn ihre Asset Manager das Vertrauen in das Unternehmen verlieren, anders. Deshalb ist das treuhändische Engagement der Index-Investment-Manager hinsichtlich der Corporate Governance, und die Abgabe von Stimmen gegen das Management, falls das Engagement erfolglos bleibt, besonders wichtig. Das Engagement ist ein Weg, um Unternehmen hinsichtlich der Corporate Governance vor dem Einsatz des ultimativen Druckmittels, nämlich der Abstimmung gegen bestimmte Vorschläge oder Direktoren, zu beeinflussen und zu überwachen; das Engagement und die Abstimmungen sind also der Ausübung der Aufgaben und Verpflichtungen des Asset Managers komplementär.

Regulierungsbehörden, Asset Manager und unabhängigen Kommentatoren haben den Wert des Engagements bei einer Vielzahl von Fragen, einschließlich der ESG Faktoren erkannt, und fördern es entsprechend. Engagement zählt zu den treuhänderischen Pflichten, zu denen Asset Manager in den USA, Großbritannien, Japan und einer Reihe von anderen Ländern gegenüber ihren Kunden verpflichtet sind. In den USA hat das Department of Labor (DOL) befunden, dass "der treuhänderische Akt, aus Unternehmensaktien bestehende Planvermögen zu verwalten, Entscheidungen über Abstimmungen und die sonstige Ausübung der Aktionärsrechte beinhaltet."⁴² Der Leitfaden des DoL erkennt auch an, dass "Treuhänder auch sonstige Tätigkeiten der Aktionäre ausüben kann, um die Unternehmensführung zu

überwachen oder zu beeinflussen, insofern der zuständige Treuhänder vernünftigerweise erwartet, dass die Überwachung des oder Kommunikation mit dem Management... den Wert der Investitionen in dem Unternehmen unter Berücksichtigung der Kosten wahrscheinlich steigern würde."⁴³ Aus der Sicht des DoL ist, dass "im Rahmen der Investition in den Aktien des Unternehmens an Abstimmungen teilgenommen werden sollte, es sei denn, die Treuhänder des Plans entscheiden, dass der Zeitaufwand und die Kosten, die mit der Ausübung des Stimmrechts bei bestimmten Vorschlägen oder Emittenten verbunden sind, nicht im besten Interesse des Plans liegen."⁴⁴

Best Practice für das unternehmerische Engagement von Asset Managern

In Großbritannien werden Asset Manager dazu aufgefordert, den UK Stewardship Code des Financial Reporting Council zu unterzeichnen. Die freiwilligen Unterzeichner des Kodex verpflichten sich dazu, sich in den Unternehmensvorständen und dem Management zu engagieren.⁴⁵ Der Kodex besteht aus sieben Prinzipien der effektiven Steuerung durch Investoren, und verpflichtet die Unterzeichner dazu, anzugeben, wie sie diese Grundsätze erfüllen werden. Damit wird anerkannt, dass "für Investoren die Steuerung nicht nur aus Abstimmungen besteht. Zu den Aktivitäten zählen die Überwachung und das Engagement der Unternehmen zu Themen wie Strategie, Leistung, Risiko, Kapitalstruktur und Corporate Governance, wie auch Unternehmenskultur und Vergütung. Das Engagement ist der gezielte Dialog mit Unternehmen in diesen Angelegenheiten, sowie mit Hinblick auf Fragen, die bei der Hauptversammlung direkt abgestimmt werden."⁴⁶ Ähnliche Kodexe bestehen in Japan und in den Niederlanden, die von der Mehrzahl der Asset Manager angenommen wurden.

Der Stewardship-Kodex von Japan, der auch aus sieben Grundsätzen besteht, verpflichtet institutionelle Investoren zu "klaren Richtlinien zu Abstimmungen, und die Offenlegung der Teilnahme an Abstimmungen. Die Richtlinien für Abstimmungen sollten nicht aus einer einfachen Liste bestehen; vielmehr sollten sie dazu ausgelegt sein, zum nachhaltigen Wachstum der Beteiligungsgesellschaften beizutragen".⁴⁷ Weiter heißt es, dass die "institutionellen Investoren fundierte Kenntnisse über die Beteiligungsunternehmen, deren Geschäftsumfeld, sowie ihre Expertise und Ressourcen einholen sollten, um sich in geeigneter Weise in den Unternehmen engagieren und bei der Ausübung der Kontrolle die richtigen Entscheidungen treffen zu können."⁴⁸

In den Niederlanden heißt es in dem "Eumedion Best Practices für Engaged Share-Ownership", dass "die Unterzeichner ihre niederländischen Beteiligungsgesellschaften überwachen" und "klare Richtlinien im Hinblick auf die Ausübung ihrer Aktionärsrechte formulieren sollen. . . mindestens einmal pro Jahr zur Umsetzung ihrer Politik berichten sollen."⁴⁹ Darüber hinaus besagen die Leitlinien, dass "Teilnehmer bei der Formulierung ihrer Politik zur Ausübung der Aktionärsrechte die Aspekte Umwelt- und Sozialpolitik und Governance berücksichtigen sollen, was etwa den Dialog mit börsennotierten Unternehmen und andere Engagement-Aktivitäten beinhalten könnte."⁵⁰

Im Januar 2017 hat die Investor Stewardship Group (ISG), eine Gruppe einige der größten US-amerikanischen institutionellen Investoren und Vermögensverwaltern der Welt, das Framework for US Stewardship and Governance (Framework) herausgegeben, das im Januar 2018 in Kraft treten wird.⁵¹ Der Kodex setzt sich aus einer Reihe von freiwilligen, grundlegenden Standards zu Investitionsschutz und Corporate Governance für institutionelle Investoren und das Verhalten im Vorstand zusammen; er ist der erste Kodex für Steuerung und Governance in den USA. Die Gründungsmitglieder sind eine heterogene Gruppe von 16 US-Amerikanischen und internationalen institutionellen Investoren mit einem auf den US-Aktienmärkten investierten Gesamtvermögen von 17 Billionen US-Dollar. Die ISG wird von dem Senior-Corporate-Governance-Teams der Mitglieder kontrolliert.⁵² Die Unterzeichner dieser Stewardship-Richtlinien sind der niederländische Investmentmanager PGGM Investments, das State Teachers' Retirement System in Kalifornien, das Florida State Board of Administration, sowie eine Reihe von externen Vermögensverwaltern.⁵³

Zusätzlich zu diesen Kodexen haben seit ihrer Einführung im Jahr 2006 eine Reihe von Managern die Grundsätze der Vereinten Nationen für verantwortliche Investitionen (PRI) unterzeichnet.⁵⁴ Zu diesen Grundsätzen gehören "das Engagement der Anleger hinsichtlich der ESG-Themen und die Bereitstellung geeigneter Informationen zu ESG-Themen für Anleger."⁵⁵

In Anbetracht der Vorteile des Engagements und der Abstimmung durch Asset Manager und ihrer aktiven Förderung durch Regulierungssysteme nehmen wir an, dass ihre regulatorische Einschränkung den Anlegern schaden könnte. Im Rahmen der Beurteilung der regulatorischen Vorschläge auf Seite 14 werden wir die Vorteile des Engagements für die Anleger darstellen, da dies in den Vorschläge, das Abstimmungs- und Engagement-Rechte der Vermögensverwalter einzuschränken, nicht berücksichtigt werden.

2. Vergütung der Führungskräfte

Eine der wirtschaftswissenschaftlichen Arbeiten behauptet, dass gemeinsame Eigentümerstrukturen den Anreiz der Manager der Portfoliounternehmen einschränkt, mit Firmen zu konkurrieren, indem eher die absolute als die relative Performance in die Vergütungspakete der Manager betont wird,⁵⁷ die wiederum angeblich maßgeblich durch Vorschläge bei Abstimmungen zum Vergütungssystem ("Say-on-Pay") von den Asset Managern beeinflusst werden.

Die Methodik dieser Arbeit hat in der Literatur zu einer Reihe von Fragen und Kritikpunkten geführt.⁵⁸ Insbesondere hat eine weitere Arbeit die Ergebnisse in Frage gestellt, und ist dabei zu dem gegenteiligen Schluss gekommen: dass die relative Leistungsbewertung "positiv mit den gemeinsamen Eigentümerstrukturen korreliert. Die Vergütung der Führungskräfte ist daher wahrscheinlich nicht der kausale Faktor, der die Verbindung Eigentumsstruktur und Verringerung des Wettbewerbs in den Produktmärkten bestimmt."⁵⁹ Diese beiden Arbeiten basieren auf sehr unterschiedlichen Methoden, wobei sogar unterschiedliche Definitionen der jeweiligen Branche bei der Leistungsmessung zur Untersuchung der Vermögensdaten angewandt werden. Die Tatsache, dass zwei Papiere zum selben Thema zu entgegengesetzten Ergebnissen kommen, zeigt wieder auf, dass die Forschung sich in einem sehr frühen Stadium befindet und noch nicht als Grundlage für regulatorische Vorschläge dienen kann.

Bemerkenswerterweise stimmen Asset Manager über die Vergütung ab, insofern Abstimmungen zu diesem Thema vorgeschrieben sind. Da sie die Möglichkeit haben, abzustimmen, obliegt es ihnen im Rahmen ihrer Treuepflicht, dieses Recht auszuüben. Die Abstimmung wird häufig von den allgemeinen Vergütungsgrundsätzen geleitet, die nicht auf bestimmte Emittenten oder Industrien

Say-on-Pay: Abstimmungen zum Vergütungssystem

Die Terminologie kann je nach Markt abweichen, allerdings ist ‚Say-on-Pay‘ der allgemein anerkannte Ausdruck für Abstimmungen von Aktionären in Bezug auf die Vergütung von Führungskräften. Die Abstimmungen können konsultativ oder bindend mit zukünftiger oder retrospektiver Wirkung sein. Die Abstimmung kann sich auf einen bestimmten Vergütungsplan oder die Gesamtvergütung beziehen, die aus mehreren Komponenten, wie etwa typischerweise Festgehalt, Jahresbonus und langfristige Leistungsanreize, bestehen kann. Das Regulierungssystem bestimmt die Signifikanz von Say-on-Pay-Abstimmungen.

In den USA hat der Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act den Aktionären ein unverbindliches Stimmrecht zur Vergütung von namentlich bestimmten Führungskräften verliehen. Die Häufigkeit der Abstimmungen liegt zwischen einem und drei Jahren; sie wird alle sechs Jahre durch eine separate Abstimmung der Aktionäre bestimmt.

In Großbritannien haben die Aktionäre alle drei Jahre das Recht auf eine bindende Abstimmung (und jedes Mal, wenn Änderungen vorgenommen werden) über die Vergütungsregelung für Führungskräfte, sowie eine konsultative oder nicht bindende jährliche Abstimmung über den Vergütungsbericht, der die im letzten Geschäftsjahr geleisteten Zahlungen offenlegt. Die Abstimmung über den Bericht ist rückwirkend, und ähnelt in diesem Sinne dem Say-on-Pay in den USA. Das britische Ministerium Department of Business, Energy and Industrial Strategy (BEIS) prüft derzeit Möglichkeiten für eine Erweiterung der Kontrolle über die Vergütung von Managern im Rahmen einer breit angelegten Überprüfung für britische Corporate-Governance-Reformen.⁵⁶

In der Schweiz ist der Vorstand zu einer verbindlichen Abstimmung über das "Budget" oder vielmehr den Maximalbetrag für Managergehälter verpflichtet, die für ein Jahr im Voraus abgehalten wird. Der Vorstand behält weiterhin die Flexibilität darüber, ob die Aktionäre konsultativ über den rückblickenden Vergütungsbericht abstimmen sollen.

beschränkt sind, und nicht mit den Zielen im Zusammenhang stehen, die durch einige der wirtschaftswissenschaftlichen Autoren identifiziert wurden. Zum Beispiel bestehen bei Blackrock globale Grundsätze für die Vergütung,⁶⁰ sowie marktspezifische Richtlinien, die

unterschiedliche regionale Erwartungen und Praktiken reflektieren.⁶¹ Einige der globalen globalen Prinzipien sind zum Beispiel:

- (i) Richtlinien zur Offenlegung der Anreizpläne, und unsere Erwartungen zum Engagement, das vorzugsweise durch unabhängige Mitglieder des Vergütungsausschusses stattfinden sollte, um problematische Themen anzusprechen oder das Vergütungssystem für Führungskräfte des Unternehmens zu verstehen;
- (ii) Vorzug von Anreizplänen, die die Strategie und langfristige Leistungsziele berücksichtigen; und
- (iii) Richtlinien für erforderliche Offenlegungen, wenn Vergütungspläne von Marktpraktiken abweichen.⁶²

Anderen Asset Manager haben ähnliche Leitlinien und Grundsätze.⁶³

Des Weiteren ist es den Asset Managern nicht möglich, die Anreize für die Vergütung so genau zu bestimmen wie die Arbeit zum Thema Vergütung von Antón et al. behauptet. Die Vergütungspakete werden vom Management erstellt, die von den Aktionären lediglich genehmigt oder abgelehnt werden; die Aktionäre sind in der Regel nicht an der Strukturierung der Entschädigung beteiligt. Darüber hinaus wurden eine Reihe von anderen Faktoren, die die Vergütung von Führungskräften beeinflussen, nicht von den Autoren der Arbeit von Antón et al berücksichtigt. Die Erfahrungen aus der Praxis in der Branche zeigen, dass der Trend zur Offenlegung der Vergütung – hinsichtlich ihrer Menge und Strukturierung – den Vorständen, Aktionären und den Führungskräfte selbst mehr Informationen gebracht haben. Dank dieser Informationen weichen die Unternehmen wegen den Trends in ihrer Branche und der Verfügbarkeit von Informationen für die Vorstände und die Führungskräfte selbst kaum in ihrem Vergütungssystem von ihrem Umfeld ab. Die Vergütungsausschüsse der Vorstände sind etwa dazu verpflichtet, die Vergütungsentscheidungen offen zu legen, was häufig mit Bezug auf eine Vergleichsgruppe von Unternehmen stattfindet. Daher stehen den Beteiligten, die die Vergütung von Führungskräften beeinflussen, nämlich dem Vorstand, den Vergütungsberatern und auch den Führungskräften selbst, mehr Informationen als früher zur Verfügung. Außerdem ignorieren die Arbeiten den Einfluss von Beratungsfirmen für Abstimmungen, wie etwa Glass Lewis und Institutional Shareholder Services Inc.⁶⁴ Da diese Abstimmungsberater firmeneigene Modelle einsetzen, um die Anreizpläne zu bewerten, stehen die Unternehmen unter Druck, keine unternehmensspezifische Vergütungspläne einzusetzen. Letztendlich sind auch in der Luftfahrt- und Bankenbranche die Managergehälter in einer Transformationsphase, die Auswirkungen auf das Ergebnis der Studien hat: In den letzten 15 Jahren hat sich die Vergütung von Führungskräften auf eine marktbasiertere Ausrichtung verschoben; dadurch ist ihre Formulierung komplexer und unsicherer geworden.⁶⁵

Die Berücksichtigung aller genannten Faktoren ist wahrscheinlich schwierig für Forscher; sie ist allerdings notwendig, um ein ganzheitliches Verständnis der bestimmenden Faktoren der Vorstandsvergütung zu entwickeln. Die Erfolgshürden werden oft Jahre nach der Ausgabe der Aktien erreicht, wobei die Pläne von den zuvor definierten Werten abweichende Beträge auszahlen.⁶⁶ Diese Tatsache, sowie die langfristigen Anreizpläne⁶⁷, machen es zunehmend schwierig für Anleger, die tatsächlichen Zahlungen zu ermitteln; die Empfänger der Vergütung können auch unabhängig von der unternehmensspezifischen Leistung für die Marktrendite belohnt werden. Weitere Forschung ist notwendig, um die Auswirkungen der genannten Faktoren auf die Vergütung von Führungskräften zu verstehen.

3. Beschränkung von Maßnahmen von aktivistischen Aktionären für die Wettbewerbssteigerung

Eine weitere kausale Verbindung, die vorgeschlagen wurde, um die angebliche Verbindung zwischen den gemeinsamen Eigentümerstrukturen und den Verbraucherpreisen zu erklären, ist, dass Index-Investmentmanager aktiv die Kampagnen von aktivistischen Aktionären behindern.⁶⁸ Die Theorie postuliert, dass Index-Investmentmanager, die sich tatsächlich für die Wettbewerbsfähigkeit von einzelnen Unternehmen interessieren, immer aktivistische Aktionäre unterstützen sollten. Dieses Argument ist aus mindestens zwei Gründen falsch.

Zum einen setzt es voraus, dass aktivistische und nicht aktivistische Aktionäre, wie auch die Asset Manager, immer die gleichen Interessen im Auge haben sollten, was nicht unbedingt der Fall ist. Die Abstimmungen werden auf einer spezifischen Grundlage vorbehaltlich bestimmter Regeln durchgeführt, und die Abgabe einer Stimme gegen aktivistische Investoren deutet lediglich auf eine Meinungsverschiedenheit in der jeweiligen Angelegenheit hin. Die Erfolgsbilanz der aktivistischen Investoren sind gemischt; viele haben große Gewinne erbracht, allerdings haben einige auch große Verluste erzeugt. Allgemein haben die aktivistischen Aktionären eine kurzfristigere Perspektive als Index-Fondsmanager.⁶⁹

Zweitens ist die Behauptung, dass die Index-Investmentmanager routinemäßig die Kampagnen von aktivistischen Aktionären behindern, schlicht falsch. Die Daten zeigen, dass Asset Manager wie etwa Blackrock, Vanguard und State Street teilweise mit den aktivistischen Aktionären stimmen, und auf jedem Fall nicht routinemäßig gegen sie. Von 1. Juli 2014 bis 30. Juni 2015:

- ist Blackrock bei 39% der Abstimmungen den aktivistischen Aktionären und bei 33% dem Management gefolgt
- hat Vanguard die aktivistischen Aktionäre bei 17% der Abstimmungen unterstützt und das Management bei 72%
- ist State Street bei 27% der Abstimmungen den aktivistischen Aktionären und bei 53% dem Management gefolgt⁷⁰

4. Fehlende Wettbewerbsförderung

Schließlich ist der vierte vorgeschlagene Mechanismus, dass die bloße Präsenz der Index-Investmentmanager als gemeinsame Eigentümer den Wettbewerb unterdrückt unserer Ansicht nach vage und unglaubwürdig. Die Autoren vermuten, dass allein die Tatsache, dass die Manager des Unternehmens wissen, dass ein Teil ihrer Aktionäre Anteile an einem rivalisierenden Unternehmen hält, einen Anreiz darstellt, den Wettbewerbern keine Marktanteile abzunehmen.⁷¹

Die Theorie, dass ein Asset Manager, der "Eigentümer" von Aktien an konkurrierenden Unternehmen (gemäß der Definition der Autoren) ist, wirtschaftliche Anreize dazu hat, die Unternehmen davon abzuhalten, einander Marktanteile abzunehmen, ist grundsätzlich fehlerhaft. Asset Manager bieten oft sowohl auf der Grundlage von indexbasierten und aktiven Strategien eine breite Palette von Anlageprodukten an, wobei, wie zuvor in diesem Papier besprochen, die jeweiligen Portfolios gemäß einem separaten Anlagemandat verwaltet werden. Daher kann die Theorie, dass den Asset Managern eine einheitliche Sicht hinsichtlich bestimmter Wertpapiere zuschreibt, nicht der Realität entsprechen, und wir können nicht nachvollziehen, warum die Vorstände eine derart einheitliche Perspektive annehmen sollten. Zum Beispiel kann ein Index-Portfoliomanager in San Francisco dazu verpflichtet sein, Aktien in Delta Airlines zu halten, weil das Unternehmen in dem Index ist, den der Fonds abbildet. Der Portfoliomanager eines Fundamental-Indexes in Großbritannien könnte den Kauf von Aktien von American Airlines planen, da der Portfoliomanager auf der Grundlage von traditioneller Anlageforschung das Unternehmen positiv bewertet. Ein weiterer Portfoliomanager in New York City beabsichtigt eventuell eine Position in einer Ölgesellschaft, um die Aktien der beiden Luftfahrtgesellschaften abzusichern. Alle der genannten Portfoliomanager, die möglicherweise innerhalb derselben Firma arbeiten, könnten unterschiedliche Erwartungen an die wirtschaftlichen Aussichten der beiden Luftfahrtgesellschaften haben; allerdings werden im Rahmen der Threshold Reporting diese Beteiligungen allesamt und ohne Unterscheidung aggregiert.

Die Anwendung dieser Theorie auf Index-Investmentmanager würde als solche keinen Anreiz für die "Schwächung des Wettbewerbs" darstellen. Wie eine kürzlich zu diesem Thema erschienenen Arbeit bereits argumentiert hat, sind die Anreize der Index-Investment-

manager darauf ausgerichtet, über die Aspekte Kosten, Abweichung vom Index und Kundenservice zu konkurrieren, wobei keinem dieser Ziele eine Einschränkung des Wettbewerbs dienlich wäre.⁷² Wenn Verbraucher für Flugtickets mehr Geld bezahlen, können sie es nicht anderweitig, wie etwa für Mahlzeiten, Freizeit oder Kleidung ausgeben. Ferner sind Flugreisen, wie viele andere Waren, Teil der Kosten für andere Branchen im Portfolio der Asset Manager.⁷³ So lag etwa der Umsatz der Luftfahrt-industrie im Jahr 2015 bei etwa 188 Milliarden US-Dollar, von denen mehr als 40% an andere Branchen ging.⁷⁴ Die Tatsache, dass steigende Preise für Flugtickets die anderen Aktien im Portfolio des typischen Asset Managers direkt schaden, untergräbt die Theorie, dass die Anreize dem Wettbewerb nicht förderlich sind.

Die Vermögensverwalter haben einen Anreiz, ihren Kunden Erträge zu liefern. Ihre Kunden investieren anhand von einer ganzen Reihe von Strategien, darunter auch solche, die Anlagen in die Wettbewerber in der gleichen Branche beinhalten, wie auch Strategien, bei denen das nicht zutrifft. Die Annahme, dass die Asset Manager und die Unternehmen alle ein implizites Verständnis haben, dass zwischen Rivalen kein Wettbewerb stattfinden sollte, ist unrealistisch und sicherlich unbegründet. Weiterhin basiert diese Theorie auf der Annahme, dass das Management die Interessen von einem wesentlichen Anteil ihrer Aktionäre, die nicht Teil von gemeinsamen Eigentümerstrukturen sind, ignorieren würde, und sich stattdessen nach den Interessen der gemeinsamen Eigentümer richten würde. Sogar in den Branchen, die von einigen der Autoren, die sich mit gemeinsamen Eigentümerstrukturen befassen, ausgewählt wurden, beträgt der Anteil (auf der Grundlage von Threshold Reporting) im Besitz von Blackrock, State Street, Vanguard und Fidelity zusammen weniger als 21%; das bedeutet, dass die Interessen von fast 80% (in vielen Fällen mehr als 80%) der Aktionärsbasis in diesen Arbeiten nicht berücksichtigt werden.⁷⁵ In der akademischen Literatur wird nicht erklärt, warum das Management einen derart großen Anteil der Aktionäre ignorieren würde.

Kurz gesagt wurde keine plausible kausale Verbindung dargestellt, die sowohl die Realität des Asset Managements widerspiegelt und gleichzeitig die Ergebnisse der Arbeiten stützt; sie wurden allerdings dennoch als Grundlage für regulatorische Vorschläge in Teilen der juristischen Literatur übernommen, die wir als nächstes untersuchen werden.

Beurteilung der regulatorischen Vorschläge

Den zuvor besprochenen wirtschaftswissenschaftlichen Arbeiten folgend, sind zwei weitere Arbeiten im rechtlichen Bereich erschienen.⁷⁶ Unter Annahme der Theorien und Erkenntnisse der wirtschaftswissenschaftlichen Publikationen haben die Autoren erweiterte Theorien hinsichtlich der möglichen Schädlichkeit der gemeinsamen Eigentümerstrukturen und spezifische regulatorische Vorschläge formuliert, die insbesondere Index-Fonds betreffen.

Die Vorschläge umfassen:

- (i) Die Manager von Indexportfolios davon abzuhalten, Stimmrechte aus Aktien oder Engagement auszuüben;
- (ii) Die Begrenzung von Anlagen in ein Unternehmen pro Branche; und
- (iii) Die Beschränkung der von Managern gehaltenen Aktien auf 1% in konzentrierten Branchen, mit jährlichen Ausgleichstransaktionen, um die Einschränkung weiterhin zu erfüllen.

Diese Vorschläge würden das Umfeld für Anlagen zum Nachteil der Anleger und der Realwirtschaft grundsätzlich ändern. Diese Vorschläge konzentrieren disproportional auf die Indexfonds, während Threshold Reporting für alle von einem Asset Manager verwalteten Portfolios mit dem Eigentum an den Aktien zusammengeworfen wird. Wir werden diese regulatorischen Vorschläge der Reihe nach besprechen.

Das Engagement von Asset Managern verleiht Einzelinvestoren eine Stimme

Das Engagement im Unternehmen anhand von Abstimmungen ist ein Mittel für langfristig orientierte Anleger, deren Geld von Asset Managern treuhändisch verwaltet wird, sich an der Corporate Governance zu beteiligen. Dementsprechend haben bekannte Kommentatoren wie etwa Leo Strine, der Oberste Richter des Delaware Supreme Court, die Bedeutung der Stimmrechte betont, mit einer spitzen Kritik an Managern von Index-Anlagen, die sich nicht hinreichend über Engagement im Unternehmen und Stimmabgaben beteiligen.⁷⁷ Wirtschafts-experten haben die Unternehmen dazu aufgefordert, das Engagement von institutionellen Investoren und auch Asset Managern als Mittel der langfristigen Leistungssteigerung zu erleichtern.⁷⁸ Ökonomen haben festgestellt, dass das Engagement von Index-Investmentmanagern, unter Einbeziehung der Manager von Indexfonds, zu positiven Ergebnissen bei der Governance führt, wie etwa gesteigerte Unabhängigkeit des Vorstands.⁷⁹ Einzelinvestoren haben

oft ein Problem dabei, ihre oft langfristig orientierten Ansichten gemeinsam vorzubringen. Das Engagement sieht vor, dass Anhörungen und Abstimmungen einen Mechanismus für die Rechenschaftspflicht liefern, wenn ihre Ansichten nicht gehört werden. Eine große staatliche Pensionskasse hat dazu geschrieben, dass „Stimmrechte eines der wichtigsten verfügbaren Werkzeuge für die Ausübung unserer Eigentumsrechte darstellt. Das stellt eine wichtige formale Möglichkeit dar, ihre Ansichten zu äußern, Unternehmen zu beeinflussen, und den Vorstand zu unterstützen - oder, ihn zur Rechenschaft zu ziehen“.⁸⁰ Der Fonds hat weiter kommentiert, dass die „aktive Beteiligung den Weg zu langfristigen, profitablen Geschäftspraktiken ebnet und die Anlagen des Fonds sichert“ kann.⁸¹

Kommentatoren und regulatorischen Entscheidungsträger haben die Asset Manager auch dazu ermutigt, sich hinsichtlich einer Vielzahl von Themen, wie etwa ihrer langfristigen Entwicklung⁸² und der ESG-Faktoren⁸³, bei den Unternehmen einzubringen. Einige Kommentatoren haben sogar behauptet, dass " der derzeitige Grad der Kontrolle von Beteiligungsgesellschaften und das Engagement der institutionellen Investoren und Asset Manager oft unzureichend und zu sehr auf kurzfristige Renditen ausgerichtet ist, was zu suboptimaler Corporate Governance und Leistung von börsennotierten Unternehmen führen kann".⁸⁴

Abgesehen von den unterschiedlichen Ansichten darüber, ob das Engagement (über Abstimmungen oder Besprechungen) eingeschränkt werden sollte, könnten derartige Regelungen auch unbeabsichtigte schädliche Folgen nach sich ziehen. Eine derartige Regelung könnte etwa aktivistischen Investoren mehr Einfluss verleihen. Der Entzug oder die Entwertung der Stimmrechte der Asset Manager würden aktivistische Aktionäre und kurzfristigen Interessen mehr Macht geben.⁸⁵ Aktivistische Aktionäre verfolgen im Allgemeinen nicht die Interessen der einfachen, langfristig orientierten Anleger. Wenn den Asset Managern die Abgabe der Stimmrechte ihrer Kunden untersagt wird, werden damit die Anleger entmündigt, die nicht die Zeit oder die Expertise haben, um an der Abstimmung teilzunehmen, wenn sie ihnen direkt übertragen würde. Kurz gesagt würde der Entzug der Stimmrechte der Index-Investmentmanager in erster Linie verhindern, dass die Interessen der Anleger und sonstigen gewöhnlichen Aktionäre gegenüber dem Management effektiv vertreten werden.

Aus den genannten Gründen sind wir der Meinung, dass Vorschläge, die die Stimmrechte der Asset Manager einschränken, den Kunden dieser Asset Manager, wie etwa Rentenfonds und Einzelpersonen, schaden.

Diversifikation innerhalb einer Branche ist entscheidend für Anlageergebnisse

Zwei juristische Arbeiten empfehlen eine Begrenzung der Anlagen der Asset Manager auf ein Unternehmen pro Industrie.⁸⁶ Ein ähnlicher Politikvorschlag betrifft die Einschränkung von Anlagen durch Asset Manager in hochkonzentrierte Branchen oder in Unternehmen einer hochkonzentrierten Branche auf einen bestimmten Prozentsatz.⁸⁷ Die vorgeschlagene Grenze liegt bei nur einem Prozent.⁸⁸ Der Vorschlag beinhaltet, dass Manager, deren verwaltetes Vermögen nicht mehr als ein Prozent eines Unternehmens in einer hoch konzentrierten Industrie beträgt, keiner Beschränkung unterliegen, aber Beteiligungen auf ein Unternehmen pro konzentrierter Industrie für Asset Manager oberhalb der einprozentigen Anteilsgrenze zu begrenzen.⁸⁹ Die genannten Grenzwerte würden gemäß der Vorschläge der Autoren auf Asset Manager auf der Grundlage der Threshold Reporting angewendet. Derartige Änderungen würden die Strategien der Pensionskassen, institutionellen Anleger, Vorsorgepläne und Privatanleger, die die Dienstleistungen der Asset Manager nutzen, um ihre langfristigen Anlageziele zu verfolgen, erheblich benachteiligen. Das würde auch die in den Verordnungen geförderten Grundsätze der Diversifikation in Frage stellen, nach denen Index-Anlagen als gängiges Mittel für die Diversifizierung bei geringen Kosten anerkannt sind.

Aus praktischer Sicht sind derartige Grenzen fast unmöglich zu implementieren. Erstens wären Anlagegrenzen pro Industrie sehr schwierig zu definieren. Eine der am häufigsten verwendeten Industrie-Klassifikationen ist der Global Industry Classification Standard (GICS). Abbildung 6 zeigt die vielschichtige Zusammensetzung von GIC; eine ausführlichere Beschreibung findet sich im Anhang.⁹⁰ Das ist nur ein mögliches Klassifizierungssystem, hier als Bezugsrahmen für die Prüfung der Auswirkungen der regulatorischen Vorschläge vorgestellt.

Bei beiden Vorschlägen wären viele Investoren nicht mehr in der Lage, einen Index abzubilden, insbesondere, wenn ihre Anlagekonten von größeren Investmentmanagern verwaltet werden, die derartige Fonds zu niedrigen Kosten anbieten können. Stattdessen müssten die Portfoliomanager ein Unternehmen in der Branche auswählen oder ihre Investition auf die Unternehmen in der Branche auf ein Prozent begrenzen und in diesem Sinne gemäß ihrer Einschätzung der Leistungsfähigkeit von Unternehmen wie bei einem aktiv verwalteten Portfolio handeln. Als Beispiel wünscht die Pensionskasse ABC, weiterhin den Asset Manager X mit der Verwaltung ihrer Konten zu beauftragen und dass der Asset Manager X Vermögenswerte verwaltet, die insgesamt die Grenze von einem Unternehmen pro hochkonzentrierter Industrie überschreiten.⁹¹ In diesem Fall muss sich die Pensionskasse ABC entscheiden, ob sie Verlust der Diversifikation durch das Konto bei X akzeptiert und so auf nur ein Unternehmen pro Branche beschränkt ist. Falls die

Abbildung 6: Der Global Industry Classification Standard



Im Jahr 1999 haben MSCI und S&P Global GICS als effizientes Anlageinstrument entwickelt, um die Breite, Tiefe und Entwicklung von Branchen zu erfassen.

GICS ist ein vierstufiges, hierarchisches Klassifikations-system für Branchen. Es besteht aus 11 Sektoren, 24 Industriegruppen, 68 Branchen und 157 Teilbranchen.

Die Unternehmen werden quantitativ und qualitativ eingestuft. Jedem Unternehmen wird entsprechend seiner Hauptgeschäfts-tätigkeit eine einzige GICS-Klassifizierung in der Unterindustrie-ebene zugewiesen. MSCI, S&P und Dow Jones verwenden den Umsatz als Schlüsselfaktor, um den Geschäftsschwerpunkt eines Unternehmens zu bestimmen.

Quelle: MSCI, GICS, What We Offer, März 2017

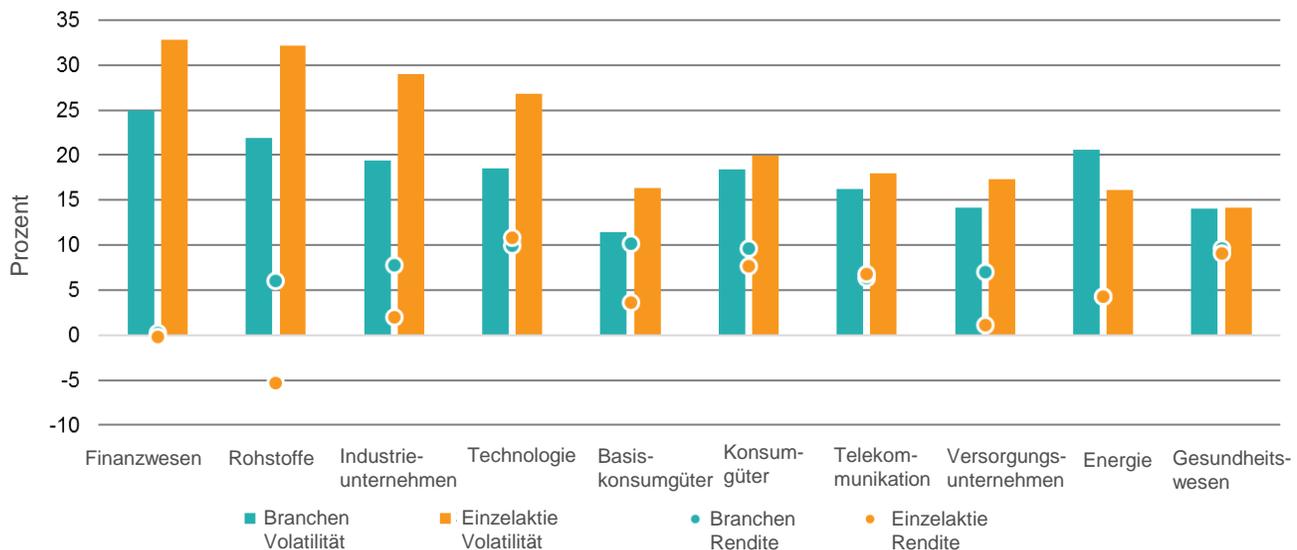
Pensionskasse ABC etwa durch Anteile an mehreren Unternehmen in beliebigen Branchen eine echte Diversifizierung erreichen will, müsste ABC einen zweiten Manager, Asset Manager Y, suchen, um die fehlende Investition für einen Teil des Portfolios zu liefern. Da Tausende von investierbaren Indexen existieren, und ein Unternehmen in Hunderten oder sogar Tausenden von Indexen enthalten sein könnte, sind die möglichen Auswirkungen auf die verfügbaren Strategien für ABC schwer zu ergründen. Falls die Pensionskasse ABC etwas sehr einfaches tun will, wie etwa sowohl in Apple wie auch Microsoft zu investieren, müssten ihre treuhändischen Asset Manager ihre Anlagemöglichkeiten über die Kundschaft verteilen, wenn sie die prozentuale oder absolute Anlage-grenze überschreiten. Das wird zwangsläufig zu Nachteilen hinsichtlich der Kosten, der betrieblichen Komplexität und der Transaktionseffizienz für ABC führen. Ferner könnten zwei Manager nicht hinreichend sein. Das Faktum, dass ABC wegen der Einschränkungen eine unbekannte Zahl von Asset Managern beschäftigen müsste, oder wie ABC die Grenzen überwachen könnte, sind ein klares Zeichen für die Undurchführbarkeit dieser regulatorischen Vorschläge. Wie mehrere Akademiker kürzlich geschrieben haben, würde dieser Vorschlag "das Index-Fonds-Geschäftsmodell, ein außerordentlich erfolgreiches Produkt für Investoren, dass sich als wertvolle und kostengünstige Anlage für den Ruhestand erwiesen hat, zerstören."⁹²

Letztendlich reduzieren diese Einschränkungen stark die Fähigkeit der Asset Manager, Kunden- und Fondsportfolios zu diversifizieren; dadurch erhöht sich das Risiko bei fallendem Ertrag der Portfolios. Eine der beunruhigendsten Aspekte dieser regulatorischen Vorschläge der Autoren ist die Idee, dass eine Diversifikation über Branchen hinreichend wäre, um die Diversifizierungsbedürfnisse der Anleger zu erfüllen.⁹³ Die Grundsätze der Portfoliotheorie beinhalten, dass das Branchenrisiko nicht dem von Einzelunternehmen entspricht. Die Anlageergebnisse können je nachdem, in welches Unternehmen innerhalb einer Branche investiert wird, erheblich voneinander abweichen.

Abbildung 7 unterstreicht die breite Palette von Aktienrenditen in verschiedenen Branchen. Die Prämisse von Indexfonds liegt darin, dass Anteile an allen im Index enthaltenen Unternehmen gehalten werden, um das Risiko und die Ertragsseigenschaften an den Index anzupassen.⁹⁴ Wie in Abbildung 7 dargestellt, kann es bei den Ergebnissen aus Anlagen in einem diversifiziertes Portfolio aus Aktien einer Industrie oder einer einzelnen Aktie, die die Industrie repräsentieren soll, zu signifikanten Unterschieden kommen.

Gemäß der regulatorischen Vorschläge wären die Anleger genau wie bei aktiven Fonds dazu gezwungen, zu entscheiden, welche Fondsmanager die leistungsstärksten Unternehmen in jeder Branche auswählen sollen. Das untergräbt das Konzept von Index-Anlagen und wirft kritische Fragen auf, wie etwa wie ein Asset Manager ein Unternehmen pro Branche auswählen soll. Könnten alle Asset Manager in jeder Branche das gleiche Unternehmen wählen, was sowohl den Kapitalfluss zu anderen Unternehmen wie auch die Diversifikationsmöglichkeiten für Anleger einschränken würde? Wie würden Asset Manager dieses Unternehmen auswählen, wenn das Unternehmen tausende von verschiedenen Anlagekonten, mit unterschiedlichen Anlagezielen, Zielen und Einschränkungen verwaltet? Diese Lösung würde innerhalb der Kundenbasis der Vermögensverwalter Gewinner und Verlierer schaffen, wobei sich der Prozess jedes Mal, wenn eine Fusion die Konzentration einer Branche erhöht, wiederholen würde. Darüber hinaus würden derartige Grenzen natürlich Index-Anlagestrategien und Indexfonds stark einschränken, so dass viele Fondsmanager die Fondsregistrierungs- und Anlagestrategie überdenken, und möglicherweise einige Fonds liquidieren würden.

Abbildung 7: Annualisierte Rendite und Volatilität, 2007-2016



Quelle: Thomson Reuters. Die Volatilität ist ein Jahresdurchschnitt über die letzten zehn Jahre, von 2007 bis 2016. Die wichtigste Einzelaktie wurde ab 2006 zum Ende jeden Jahres für die Jahre bis 2015 ausgewählt, um das größte Unternehmen nach Marktkapitalisierung für jeden Industriebereich (dem GICS nach) des S&P 500 zu bestimmen. So ändert sich die Einstufung von Unternehmen über Zeit; im Finanzsektor war etwa die Citigroup das größte Unternehmen im Jahr 2007, und die Bank of America im Jahr 2008. Die jährlichen Renditen für den Zeitraum 2007-2016 sind im Anhang aufgeführt.

Die historische Performance stellt keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance dar.

Schlussfolgerung

Index-Anlagen sind ein wichtiges Werkzeug für Anleger, um auf die Finanzmärkte zuzugreifen und Investitionen in Unternehmen der Realwirtschaft zu tätigen. Indexfonds spielen eine wichtige Rolle in den Portfolios von Rentenfonds, Versicherungen und Privatanleger. Sie bieten Marktrenditen zu niedrigen Kosten, und demokratisieren den Zugriff auf diversifizierte Anlageportfolios zu einem gewissen Grad, die für gewöhnliche Investoren für lange Zeit unerreichbar war.

Die Definition von Beschränkungen hinsichtlich der Investitionen von Asset Managern würde die Verantwortung für die Zusammenstellung von diversifizierten Portfolios im Wesentlichen auf die Anleger umwälzen. Einige Fonds oder Reihen von Fonds könnten den Anlegern kein voll diversifiziertes Angebot mit einer einzigen Transaktion anbieten. Stattdessen wären die Anleger dazu verpflichtet, eine Reihe von verschiedenen Anlagen über mehrere Asset Management-Unternehmen zu halten, eine Vermögensallokation zu erstellen, sie ständig zu prüfen, und das

Gleichgewicht zwischen den Portfolios wiederherstellen. Die heutige, umfangreiche Beteiligung von gewöhnlichen Anlegern an den Märkten sollte nicht durch regulatorische Vorschläge beeinträchtigt werden, die nicht im Interesse der Vermögenseigner sind.

Die jüngste Literatur, die gemeinsame Eigentümerstrukturen mit höheren Verbraucherpreisen zu verknüpfen sucht, enthält keine plausible kausale Theorie, die ihre eigenen Hypothesen stützt. Hinsichtlich der treuhänderische Vermögensverwaltung und des Engagements durch Aktionäre enthält sie Missverständnisse. Weiterhin hinterfragt eine ganze Reihe von neueren Arbeiten sowohl die Methoden wie auch die Schlussfolgerungen aus diesen Arbeiten. Regulatorische oder politische Vorschläge auf Grundlage dieser Literatur würden mehr Schaden als Nutzen nach sich ziehen. Damit einhergehende Veränderungen würden die Kosten der privaten finanziellen Altersvorsorge erhöhen und die Bildung entsprechender Rücklagen stören, und die enormen Vorteile aufheben, die Anleger in den vergangenen vier Jahrzehnten aus Index-Anlagen genossen haben.

Anhang

Der Global Industry Classification Standard (GICS)

Die GICS sind ein globaler Standard für die Klassifizierung, der von Tausenden von Marktteilnehmern in allen wichtigen Gruppen eingesetzt wird, die am Anlageprozess beteiligt sind: Vermögensverwalter, Makler (institutionelle und private), Depots, Berater, Forschungsteams und Börsen.

Der Global Industry Classification Standards (GICS)			
11 Sektoren	24 Industriegruppen	68 Branchen	157 Teilbranchen
Energie	Energie	Ausrüstungen & Dienstleistungen im Bereich Energie	Öl- & Gasgewinnung Öl & Gas Ausrüstung & Dienstleistungen
		Öl, Gas & Brennstoffe	Integrierte Öl- & Gaskonzerne Öl & Gas Exploration & Produktion Öl & Gas Raffinerie & Marketing Öl & Gas Lagerung & Transport Kohle & Verbrauchsstoffe
Rohstoffe	Rohstoffe	Chemikalien	Chemische Rohstoffe Diversifizierte Chemikalien Düngemittel & landwirtschaftliche Chemikalien Industriegase Spezialchemikalien
		Baumaterialien	Baumaterialien
		Behältnisse & Verpackungen	Metall- & Glasbehälter Papierverpackung
		Metalle & Bergbau	Aluminium
			Diversifizierte Metalle & Bergbau
			Kupfer
Gold			
Edelmetalle & Mineralien			
Silber			
Stahl			
Papier & Holzprodukte	Forsterzeugnisse Papierprodukte		
Industrieunternehmen	Kapitalgüter	Raumfahrt- & Verteidigungsindustrie	Raumfahrt- & Verteidigungsindustrie
		Bauprodukte	Bauprodukte
		Bauingenieurwesen	Bauingenieurwesen
		Elektrische Ausrüstung	Elektrische Komponenten & Geräte
			Schwere elektrische Ausrüstung
		Industriekonglomerate	Industriekonglomerate
	Maschinen	Baumaschinen & Schwerlastfahrzeuge	
		Agrar- und Landwirtschaftsmaschinen	
		Industriemaschinen	
	Handel & Vertrieb	Handel & Vertrieb	
	Kommerzielle & professionelle Dienstleistungen	Kommerzielle Dienstleistungen & Lieferungen	Kommerzieller Druck
			Umwelt- und Anlagendienste
Bürobedarf & Zubehör			
Diversifizierte Kunden Dienstleistungen			
Sicherheit & Alarm Dienstleistungen			
Professionelle Dienstleistungen	Personalwesen & Arbeitsvermittlung		
Transport	Transport	Luftfracht & Logistik	Luftfracht & Logistik
		Fluggesellschaften	Fluggesellschaften

Anhang

Global Industry Classification Standards (GICS)					
11 Sektoren	24 Industriegruppen	68 Branchen	157 Teilbranchen		
Industrieunternehmen	Transport	Marineindustrie	Marineindustrie		
		Straßenbau & Eisenbahnen	Eisenbahnen		
			LKW-Transport		
		Verkehrsinfrastruktur	Flughafendienstleistungen		
			Autobahnen & Bahnschienen		
			Marine Häfen & Dienstleistungen		
		Konsumgüter	Automobile & Komponenten	Automobilkomponenten	Automobilkomponenten & Geräte
					Reifen & Gummi
				Automobile	Automobilhersteller
Motorradhersteller					
Gebrauchsgüter & Bekleidung	Gebrauchsgüter		Konsumelektronik		
			Heimtextilien		
			Hausbau		
			Haushaltsgeräte		
			Haushaltswaren & Spezialitäten		
	Freizeitartikel		Freizeitartikel		
Verbraucherdienstleistungen	Hotels, Restaurants & Freizeit		Textilien, Bekleidung & Luxusgüter	Textilien, Bekleidung & Luxusgüter	
				Fußbekleidung	
		Textilien			
		Casinos & Glücksspiel			
		Hotels, Resorts & Kreuzfahrtlinien			
		Freizeiteinrichtungen			
	Diversifizierte Verbraucherdienstleistungen	Restaurants			
		Bildungsdienstleistungen			
	Medien	Medien	Werbung		
			Rundfunkmedien		
Kabel & Satellit					
Film & Unterhaltung					
Verlagswesen					
Einzelhandel	Vertrieb	Vertrieb			
	Internet- & Direktmarketing, Einzelhandel	Internet- & Direktmarketing, Einzelhandel			
	Diversifizierter Einzelhandel	Warenhäuser			
		Allgemeine Einzelhandel			
	Fachhandel	Bekleidung, Einzelhandel			
		Computer & Elektronik, Einzelhandel			

Anhang

Global Industry Classification Standards (GICS)				
11 Sektoren	24 Industriegruppen	68 Branchen	157 Teilbranchen	
Konsumgüter	Einzelhandel	Fachhandel	Home Improvement, Einzelhandel	
			Spezialitäten, Einzelhandel	
			Automotobil, Einzelhandel	
			Heimtextilien, Einzelhandel	
Basiskonsumgüter	Lebensmittel & Basiskonsumgüter, Einzelhandel	Lebensmittel & Basiskonsumgüter, Einzelhandel	Medikamente, Einzelhandel	
			Lebensmittelvertrieb	
			Lebensmittel, Einzelhandel	
			Verbrauchermärkte & Superzentren	
	Lebensmittel, Getränke & Tabak	Getränke	Brauereien	
			Destillers & Winzer	
			Alkoholfreie Getränke	
		Lebensmittelprodukte	Agrarprodukte	
	Verpackte Lebensmittel & Fleisch			
	Haushalt & Pflegeprodukte	Haushaltsprodukte	Haushaltsprodukte	
Pflegeprodukte				
Pflegeprodukte		Pflegeprodukte		
Gesundheitsvorsorge	Gesundheitsausrüstung & Dienstleistungen	Gesundheitsausrüstung	Gesundheitsausrüstung	
			Gesundheitswesen, Zubehör	
		Gesundheitsdienstleister & Dienstleistungen	Gesundheitswesen, Vertrieb	
			Gesundheitswesen, Dienstleistungen	
	Pharma, Biotechnologie, Biowissenschaften	Gesundheitstechnologie	Gesundheitseinrichtungen	
			Managed Health Care	
			Gesundheitstechnologie	
			Biotechnologie	
Finanzwesen	Banken	Banken	Diversifizierte Banken	
			Regionalbanken	
		Sparen & Hypothekenfinanzierung	Sparen & Hypothekenfinanzierung	
	Diversifizierte Finanzprodukte	Diversifizierte Finanzdienstleistungen	Sonstige Diversifizierte Finanzdienstleistungen	
			Multi-Sektor-Unternehmen	
			Spezialisierte Finanzen	
		Kapitalmärkte	Konsumentenkredite	Konsumentenkredite
				Vermögensverwaltung & Depotbanken
			Mortgage Real Estate Investment Trusts (REITs)	Investment Banking & Brokerage
				Diversifizierte Kapitalmärkte
Financial Exchanges & Data				
Hypotheken-REITs				

Anhang

Global Industry Classification Standards (GICS)				
11 Sektoren	24 Industriegruppen	68 Branchen	157 Teilbranchen	
Finanzwesen	Versicherungen	Versicherungen	Versicherungsmakler	
			Lebens- & Krankenversicherung	
			Diversifizierte Versicherungen	
			Schaden- und Unfallversicherung	
			Rückversicherung	
Technologie	Software & Dienstleistungen	Internet Software & Dienstleistungen	Internet Software & Dienstleistungen	
		IT-Dienstleistungen	IT-Beratung & andere Dienstleistungen	
		Software	Datenverarbeitung & Outsourced Services	
	Technologie Hardware & Ausrüstung	Kommunikationsausrüstung	Kommunikationsausrüstung	Kommunikationsausrüstung
			Technologie Hardware, Speichermedien & Peripherie	Technologie Hardware, Speichermedien & Peripherie
		Elektronische Geräte, Instrumente & Komponenten	Elektronische Geräte & Instrumente	Elektronische Komponenten
			Elektronische Fertigungsdienste	Technologievertrieb
	Halbleiter & Geräte	Halbleiter & Geräte	Halbleiterzubehör	Halbleiter
			Halbleiter	
	Telekommunikation	Telekommunikation	Diversifizierte Telekommunikationsdienstleistungen	Alternative Transportunternehmen
			Drahtlose Telekommunikationsdienstleistungen	Integrierte Telekommunikationsdienste
Versorgungsunternehmen	Versorgungsunternehmen	Stromversorgungsunternehmen	Drahtlose Telekommunikationsdienstleistungen	
		Gasversorgungsunternehmen	Stromversorgungsunternehmen	
		Diversifizierte Versorgungsunternehmen	Gasversorgungsunternehmen	
		Wasserversorgungsunternehmen	Diversifizierte Versorgungsunternehmen	
		Unabhängige Stromproduzenten und erneuerbare Elektrizität	Wasserversorgungsunternehmen	
Immobilien	Immobilien	Equity Real Estate Investment Trusts (REITs)	Unabhängige Energiehersteller & Energiehandel	
			Erneuerbare Elektrizität	
			Diversifizierte REITs	
			Industrie REITs	
			Hotel & Resort REITs	
			Büro REITs	
	Immobilienmanagement & Entwicklung	Immobilienmanagement & Entwicklung	Gesundheitswesen REITs	
			Wohnungs REITs	
			Spezialisierte REITs	
			Diversifizierte Immobilienunternehmen	
			Real Estate Operating Companies	
Real Estate Development				
Immobilien-Dienstleistungen				

Anhang

Jährliche Renditen für Abbildung 7 (einschließlich Dividenden und Reinvestitionen), 2007-2016

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Energie	Sektor	34.4%	-34.9%	13.8%	20.5%	4.7%	4.6%	25.1%	-7.8%	-21.1%	27.3%
	Einzel Aktie	24.3%	-13.1%	-12.6%	10.1%	18.7%	4.7%	20.2%	-6.1%	-12.8%	19.9%
Finanzwesen	Sektor	-18.6%	-55.3%	17.2%	12.1%	-17.1%	28.8%	35.6%	15.2%	-1.5%	22.8%
	Einzel Aktie	-44.7%	-63.1%	34.4%	2.3%	-20.0%	27.4%	36.7%	24.1%	1.8%	4.7%
Basis- konsumgüter	Sektor	14.2%	-15.4%	14.9%	14.1%	14.0%	10.7%	26.1%	16.0%	6.6%	5.4%
	Einzel Aktie	16.6%	-13.8%	-2.6%	3.2%	13.9%	17.0%	18.2%	11.9%	-26.6%	9.4%
Industrie- unternehmen	Sektor	12.0%	-39.9%	20.9%	26.7%	-0.6%	15.3%	40.7%	9.8%	-2.5%	18.9%
	Einzel Aktie	2.7%	-54.0%	-1.7%	24.3%	1.3%	21.2%	37.9%	-6.7%	27.5%	4.6%
Versorgungs- unternehmen	Sektor	19.4%	-29.0%	11.9%	5.5%	19.9%	1.3%	13.2%	29.0%	-4.8%	16.3%
	Einzel Aktie	9.0%	-29.9%	-8.4%	-10.4%	26.9%	-3.5%	13.0%	26.4%	-10.8%	13.5%
Konsumgüter	Sektor	-13.2%	-33.5%	41.3%	27.7%	6.1%	23.9%	43.1%	9.7%	10.1%	6.0%
	Einzel Aktie	-23.3%	8.5%	4.0%	26.9%	34.7%	-9.3%	58.9%	-22.2%	12.9%	11.0%
Gesundheits- wesen	Sektor	7.2%	-22.8%	19.7%	2.9%	12.7%	17.9%	41.5%	25.3%	6.9%	-2.7%
	Einzel Aktie	3.6%	-7.8%	11.3%	-0.6%	9.9%	10.8%	34.6%	17.3%	1.2%	15.3%
Technologie	Sektor	16.3%	-43.1%	61.7%	10.2%	2.4%	14.8%	28.4%	20.1%	5.9%	13.8%
	Einzel Aktie	20.8%	-44.4%	60.5%	-6.5%	25.6%	32.6%	8.1%	40.6%	-3.0%	12.5%
Rohstoffe	Sektor	22.6%	-45.6%	48.6%	22.2%	-9.7%	15.0%	25.6%	6.9%	-8.4%	16.7%
	Einzel Aktie	-6.6%	-36.5%	17.8%	-13.2%	-36.8%	1.7%	25.0%	4.1%	-2.7%	17.0%
Telekom- munikation	Sektor	12.0%	-30.5%	8.9%	19.0%	6.3%	18.3%	11.5%	3.0%	3.4%	23.5%
	Einzel Aktie	20.6%	-28.0%	4.8%	11.6%	9.0%	17.5%	9.8%	0.6%	3.6%	29.9%

Endnoten

1. Während einige aktive ETFs vor kurzem entwickelt wurden, ist die überwiegende Mehrheit indexbasiert.
2. Die Verwendung des Wortes „Benchmark“ bezieht sich in diesem Dokument auf Marktindizes (z.B. S&P 500) als abzubildende Leistungsbenchmarks, und nicht die wichtigen Benchmarks, wie etwa LIBOR oder EURIBOR, die für die Festlegung von Raten verwendet werden.
3. Eric A. Posner, Fiona Scott Morton, & E. Glen Weyl, A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors (11. Februar 2017), verfügbar unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2872754 (Posner et al.); Einer Elhauge, Horizontal Shareholding, 129 Harvard Law Review (10. März 2016), verfügbar unter <http://cdn.harvardlawreview.org/wp-content/uploads/2016/03/1267-1317-Online.pdf> (Elhauge).
4. José Azar, Martin C. Schmalz, and Isabel Tecu, Anti-Competitive Effects of Common Ownership (15. März 2017), verfügbar unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2427345&download=yes (Azar et al. Luftfahrt); 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 (Azar et al. Bankindustrie).
5. Assetmanager wären nicht die einzige Art gemeinsame Eigentümer. Im Allgemeinen umfassen gemeinsame Eigentümer alle Anleger, die Anteile an konkurrierenden Unternehmen innerhalb des gleichen Produktmarktes halten.
6. In dieser Debatte behauptet eine Reihe von wirtschaftswissenschaftlichen Arbeiten, dass gemeinsame Eigentümerstrukturen in der Luftfahrt- und Bankenbranche zu höheren Preisen führt. Siehe Azar et al. Luftfahrt; Azar et al. Bankindustrie. Die Autoren argumentieren, dass dieser Effekt teilweise durch die Wirkung der gemeinsamen Eigentümerstrukturen auf die Vergütung von Führungskräften hervorgerufen wird. Siehe 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=2885826 (Antón et al. Vergütung). Eine andere Arbeit hinterfragt die Ergebnisse zur Vergütung von Führungskräften direkt durch die Schlussfolgerung, dass gemeinsame Eigentümer genau die entgegengesetzte Wirkung zu der in der früheren Arbeit behaupteten auf die Vergütung von Führungskräften haben. Siehe Heung Jin Kwon, Executive Compensation under Common Ownership (30. Januar 2017), verfügbar unter https://065274c3-a-62cb3a1a-s-sites.googlegroups.com/site/heungjinkwon/files/HeungJinKwon_JMP.pdf (Kwon, Vergütung). Drei weitere Arbeiten kritisieren die Methoden und die Plausibilität der in dieser Literatur genannten Ergebnisse. Siehe Daniel P. O'Brien und Keith Waehrer, The Competitive Effects of Common Ownership: We Know Less than We Think (23. Februar 2017), verfügbar unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract_id=2922677 (O'Brien und Waehrer Paper); Edward B. Rock und Daniel L. Rubinfeld, Defusing the Antitrust Threat to Institutional Investor Involvement in Corporate Governance (1. März 2017), verfügbar unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract_id=2925855 (Rock und Rubinfeld); Jacob Gramlich und Serafin Grundl, Testing for Competitive Effects of Common Ownership (Feb. 19, 2017), verfügbar unter: <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2017029pap.pdf> (Gramlich und Grundl, Bankindustrie), 2-3, 12-13 (Schließt vorläufig, dass die Ergebnisse der Azar et al. Bankindustrie Arbeit weniger robust sind, wenn eine andere Methodik verwendet wird, und dass weitere Forschung benötigt wird bevor konkrete Schlussfolgerungen gezogen werden können).
7. Siehe O'Brien und Waehrer (Besprechung von einer Reihe von Annahmen und methodischen Grenzen des Ansatzes von Azar et al. Luftfahrtgesellschaften); Rock und Rubinfeld 11 (hinterfragt die kritische Annahme der Methodik in der Arbeit von Azar et al. zum Thema Luftfahrt mit dem Hinweis darauf, dass BlackRocks Übernahme von Barclays Global Investors zur etwa zur gleichen Zeit wie die Übernahme von Northwest Airlines durch Delta, senkende Luftfahrtkraftstoffkosten und steigende Ertrag stattgefunden hat).
8. Siehe O'Brien und Waehrer (umreißt eine Reihe methodischer Entscheidungen, die Fragen zu den Schlussfolgerungen der Arbeit von Azar et al. zum Thema Luftfahrt aufwerfen). Siehe auch Rock und Rubinfeld 12 („Unser erstes Anliegen [hinsichtlich der Arbeit von Azar et al. zum Thema Luftfahrt] bezieht sich auf die Definition des Marktes. Aus unserer Sicht werden relevante Märkte typischerweise durch Städtepaare und nicht durch Flughafenpaare bestimmt.“).
9. Die ETF Aktiendaten umfassen sowohl Index wie auch aktive ETFs. Allerdings bilden aktive ETFs einen sehr kleinen Teil dieser Daten und beeinflussen diese Einschätzung nicht wesentlich.
10. Dieser Prozentsatz ergibt sich aus dem durch den Gesamtwert der börsennotierten Aktien weltweit geteilten Gesamtaktienvermögens unter externem Management, also 69 Billionen US-Dollar. Jeff Desjardins, All of the World's Stock Exchanges by Size (23. Februar 2016), verfügbar unter <http://money.visualcapitalist.com/all-of-the-worlds-stock-exchanges-by-size/>.
11. Nobel Media AB 2014, The Prize in Economics (1990), verfügbar unter http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/1990/press.html.
12. Investment Company Institute (ICI), ICI Factbook (2016), verfügbar unter https://www.ici.org/pdf/2016_factbook.pdf at 96-97.
13. Thrift Savings Fund, Plan, Purpose and History, verfügbar unter <https://www.tsp.gov/PlanParticipation/AboutTheTSP/index.html>.
14. National Employment Savings Trust, verfügbar unter www.nestpensions.org.uk.
15. Thrift Savings Fund, Thrift Savings Plan Financial Statement (Dezember 2015), verfügbar unter <https://www.tsp.gov/PDF/formspubs/financial-stmt.pdf>.
16. Die drei angebotenen Aktienindizes sind S&P 500, Dow Jones US Completion Total Stock Market (kleine und mittlere US-Unternehmen, die nicht im Standard & Poors (S&P) 500 enthalten sind), und Morgan Stanley Capital International (MSCI), Europe, Australasia and the Far East (EAFE) Index (in Europa und Australien gelistete Aktien).
17. National Employment Savings Trust, NEST Quarterly Investment Report (Juni 2016 - September 2016), verfügbar unter https://www.nestpensions.org.uk/schemeweb/NestWeb/includes/public/docs/NEST-Quarterly-Investment-Report-June_2016-Sept_2016.PDF.pdf
18. National Employment Savings Trust, Investment Implementation Document (Juni 2016 - September 2016), verfügbar unter https://www.nestpensions.org.uk/schemeweb/NestWeb/includes/public/docs/Investment-implementation-document-June_2016-Sept_2016.PDF.pdf.
19. National Employment Savings Trust, NEST Quarterly Investment Report (Juni 2016 - September 2016), verfügbar unter https://www.nestpensions.org.uk/schemeweb/NestWeb/includes/public/docs/Investment-implementation-document-June_2016-Sept_2016.PDF.pdf.
20. HM Treasury and Financial Conduct Authority, Financial Advice Market Review Final Report (2016), verfügbar unter <https://www.fca.org.uk/publication/corporate/famr-final-report.pdf>, 5-6.
21. Barbara Novick, Bo Lu, Tom Fortin, Shahriar Hafizi, Martin Parkes, Rachel Barry, Digital Investment Advice: Robo Advisors Come of Age (Sept. 2016), verfügbar unter <https://www.blackrock.com/corporate/en-at/literature/whitepaper/viewpoint-digital-investment-advice-september-2016.pdf>.
22. Azar et al. Luftfahrt; Azar et al. Bankindustrie.
23. O'Brien und Waehrer; Rock und Rubinfeld.
24. Elhauge.
25. Azar et al. Luftfahrt; Azar et al. Bankindustrie; Antón et al. Vergütung; Kwon; O'Brien und Waehrer.
26. Azar et al. Luftfahrt, 37-38.
27. Azar et al. Bankindustrie, 1-4.
28. Rock und Rubinfeld, 6-8.
29. O'Brien und Waehrer, 4-5.
30. O'Brien und Waehrer, 4.

Endnoten

31. Gramlich und Grundl, Bankindustrie
32. Antón et al. Vergütung, 1-6.
33. Kwon, Vergütung, 1-5.
34. O'Brien und Waehrer, 2-7.
35. Azar et al. Luftfahrt; Azar et al. Bankindustrie
36. Azar et al. Luftfahrt, 4-5 und 32-36.
37. Antón et al. Vergütung; Azar et al. Bankindustrie, 5.
38. Azar et al. Luftfahrt, 31-37.
39. Azar et al. Luftfahrt, 4; Azar et al. Bankindustrie, 5
40. Rock und Rubinfeld, 9-10.
41. 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> (Engagement). Matthew J. Mallow ist der ehemalige Chief Legal Officer und derzeitige Vice Chairman bei Blackrock; Jasmin Sethi ist ein Vice President in der Abteilung Legal & Compliance bei Blackrock.
42. 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. Dezember 2016), verfügbar unter <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2016-12-29/pdf/2016-31515.pdf> (DoL-Richtlinien).
43. DoL-Richtlinien, 95880.
44. DoL-Richtlinien, 95881.
45. Financial Reporting Council, UK Stewardship Code (September 2012), verfügbar unter <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Stewardship-Code-September-2012.pdf> (GB-Kodex). Die Unterzeichner können den Kodex insgesamt oder teilweise einhalten. Sie verwenden den Kodex für Leitlinien über beste Praktiken.
46. GB-Kodex, 4.
47. International Corporate Governance Network, Principles for Responsible Institutional Investors-Japanese Stewardship Code (26. Februar 2014), verfügbar unter <https://www.icgn.org/sites/default/files/Japan%20Code.pdf> (Japan-Kodex), 6.
48. Japan-Kodex, 6.
49. Eumedion, Best Practices for Engaged Share-Ownership (Juni 2011), verfügbar unter http://eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/best-practices/best_practices-engaged-share-ownership.pdf (Eumedion Best Practices), 5.
50. Eumedion Best Practices, 7.
51. About the Investor Stewardship Group and the Framework for U.S. Stewardship and Governance (Januar 2017), verfügbar unter <https://www.isgframework.org/faq/> (U.S. Stewardship).
52. About U.S. Stewardship; Abe M. Friedman, CamberView Partners LLC, Investor Coalition Publishes U.S. Stewardship Code (9. Februar 2017), verfügbar unter <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/02/09/investor-coalition-publishes-u-s-stewardship-code/>.
53. Business Wire, Leading Investors Launch Historic Initiative Focused on U.S. Institutional Investor Stewardship and Corporate Governance (31. Januar 2017), verfügbar unter <http://www.businesswire.com/news/home/20170131005949/en/Leading-Investors-Launch-Historic-Initiative-Focused-U.S.>
54. PRI Association, The Six Principles for Responsible Investment (2006), verfügbar unter <http://www.unpri.org/about-pri/the-six-principles/> (PRI Six Principles).
55. PRI Six Principles. Blackrock ist Unterzeichner des PRI und der auf Seite 10 beschriebenen Stewardship Codes.
56. Antón et al. Vergütung, 1-6.
57. Department for Business, Energy & Industrial Strategy, Corporate Governance Reform (November 2016), verfügbar unter https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/584013/corporate-governance-reform-green-paper.pdf.
58. Kwon, Vergütung, 6; Rock und Rubinfeld, 14-16.
59. Kwon, Vergütung, 2.
60. BlackRock, Our Approach to Executive Compensation (März 2015), verfügbar unter <https://www.blackrock.com/corporate/en-br/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-approach-exec-comp.pdf> (BlackRock, Vergütung).
61. BlackRock, Our Approach to Executive Remuneration in Europe, the Middle East and Africa (Januar 2017), verfügbar unter <https://www.blackrock.com/corporate/en-br/literature/market-commentary/blk-approach-to-executive-remuneration-in-emea-jan2017.pdf>.
62. BlackRock, Vergütung.
63. Vanguard, Our Governance and Executive Compensation Principles, verfügbar unter <https://about.vanguard.com/vanguard-proxy-voting/corporate-governance/index.html>; State Street Global Advisors, Global Proxy Voting and Engagement Principles (März 2016), verfügbar unter <https://www.ssga.com/investment-topics/environmental-social-governance/2016/Global-Proxy-Voting-and-Engagement-Principles-20160301.pdf>.
64. Siehe United States Government Accountability Office, Proxy Advisory Firms' Role in Voting and Corporate Governance Practices (November 2016), verfügbar unter <http://gao.gov/assets/690/681050.pdf>, 13 (Die jüngsten Studien, Marktteilnehmer und anderen Beteiligten sind sich darüber einig, dass Abstimmungsberater einen Einfluss auf Abstimmungen von Aktionäre und Corporate-Governance-Praktiken haben, wobei allerdings gemischte Ansichten über das Ausmaß ihres Einflusses bestehen.) Siehe auch Rock und Rubinfeld, 16 („Weil ein wesentlicher Prozentsatz der mittelgroßen und kleineren institutionellen Investoren den ISS Empfehlungen folgen, werden sie auch von den Vergütungsausschüssen beachtet. Die wichtige Rolle der ISS-Richtlinien bei der Gestaltung der Vergütung von Führungskräften resultiert damit in zusätzlichen Fragen für den Einsatz von [Relative Performance Evaluation (RPE)] (oder die Abwesenheit von RPE) als Einflussfaktor.“).
65. „Die leistungsorientierte Vergütung stellt jetzt den Großteil der Vergütung des durchschnittlichen CEO für viele große öffentliche Unternehmen dar, wobei langfristige und kurzfristige aktienerefolgsabhängige Anreizprogramme eine besonders wichtige Rolle spielen.“ Goldman Sachs Global Markets Institute, Directors' Dilemma: Responding to the Rise of Passive Investing Directors' Dilemma: Responding to the Rise of Passive Investing (Januar 2017), verfügbar unter <http://www.goldmansachs.com/our-thinking/public-policy/directors-dilemma-freport.pdf>, 18.
66. MSCI ESG Research Inc., Are CEOs Paid For Performance? Evaluating the Effectiveness of Equity Incentives (Juli 2016), verfügbar unter <https://www.msci.com/documents/10199/91a7f92b-d4ba-4d29-ae5f-8022f9bb944d> (MSCI Study), 4-5.
67. „Im Durchschnitt entfallen auf den leistungsorientierten Anteil am Gesamtlohn rund 70% der jährlichen Summen.“ MSCI Study, 9.

Endnoten

68. Azar et al., Luftfahrt, 31-37.
69. „Viele aktivistische Investoren halten ihre Aktien für eine sehr kurze Zeit und können potenziell Gewinne auf der Grundlage von kurzfristigen Handelsstrategien auf der Grundlage von Arbitrage mit Konzernpolitik erzielen. Tatsächlich könnten sich Aktionäre über Aktivismus engagieren, während sie eine Netto-Short-Position halten, bei dem sie aus dem Rückgang des Ertrags der Kapitalgesellschaft Gewinne machen. Die Rechte, die den Aktionäre übertragen werden, um Vorschläge zu machen und über Angelegenheiten des Unternehmens abzustimmen, basieren auf der Theorie, dass die Aktionäre ein Interesse an der nachhaltigen Steigerung der Ertragskraft des Unternehmens haben. Allerdings können sich die Bürger im Gegensatz zu Nationalstaaten leicht abnabeln und müssen die Ergebnisse nicht mittragen. Als Ergebnis besteht die Gefahr, dass aktivistische Aktionäre Vorschläge machen, die nicht durch das Interesse der langfristigen, nachhaltigen Profitabilität des Unternehmens motiviert werden“. Leo E. Strine, Jr., One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term? (November 2010), verfügbar unter http://www.americanbar.org/tools/digitalassetabstract.html/content/dam/aba/publications/business_lawyer/2010/66_1/essay-corpgov-long-term-201011.pdf, 8.
70. Blackrock hat sich bei 28%, Vanguard bei 11%, und State Street bei 20% der Abstimmungen enthalten. Houlihan Lokey, Activist Situations Practice, (November 2015), verfügbar unter http://www.hl.com/email/pdf/2015/HL-Activist-Shareholder-Update-Nov-15_v2.pdf.
71. Azar et al., Luftfahrt, 4
72. Rock und Rubinfeld, 27.
73. Rock und Rubinfeld, 7.
74. Bureau of Economic Analysis, Use of Commodities by Industry Valued at Producers' Prices, 71 Industries (2015) verfügbar unter 71 Industries.
75. Azar et al. Luftfahrt, Tabelle 1. Illustrative Cases of Within-industry Common Ownership Links; Eric Posner, Fiona Scott Morton and Glen Weyldec, New York Times, A Monopoly Donald Trump Can Pop (7. Dezember 2016), verfügbar unter http://www.nytimes.com/2016/12/07/opinion/a-monopoly-donald-trump-can-pop.html?_r=0 (Posner Editorial).
76. Elhauge; Posner et al..
77. Siehe z.B. Leo E. Strine, Jr., Can We Do Better By Ordinary Investors? A Pragmatic Reaction to the Dueling Ideological Mythologists of Corporate Law, (Mar. 1, 2014), verfügbar unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2421480 („Die Corporate Finance Theorie lehrt, dass die meisten irrationalen Investoren ihre Portfolios konstant verändern und dabei versuchen, ständig den Markt zu verstehen, und dass die vernünftigsten Investoren diejenigen sind, die geduldig eine solide Markttrendite über eine umsichtig diversifizierte Buy&Hold-Strategie formulieren, die den Kauf von breiten Marktindizes beinhaltet. Allerdings ist das Segment der Investorengemeinschaft, die für Abstimmungen hinsichtlich der nachhaltigen Wertschöpfung prädestiniert ist, bei der Ausübung der Stimmrechte und der Beurteilung der amerikanischen Corporate Governance am passivsten: Indexfonds ... Gerade weil Indexfonds Aktien in ihrem Zielindex nicht verkaufen, haben diese Fonds ein einzigartiges Interesse daran, dass Unternehmen fundamental solide Strategien verfolgen, die nachhaltigen Wohlstand für die Aktionäre generieren. Die Anleger in Indexfonds profitieren nicht von Blasen, die platzen. Anleger in Indexfonds haben auch ein nachhaltigeres Interesse an den Aussichten der Unternehmen im Index als Investoren in gehandelten Fonds.“), 29-30.
78. John A. Kay, The John Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making Final Report, (Juli 2012), verfügbar unter https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf, 42
79. Ian R. Appel, Todd A. Gormley, und Donald B. Keim, Passive investors, not passive owners, Journal of Financial Economics, (12. September 2015), verfügbar unter <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X16300319> (Passive Investors), 134.
80. Norges Bank Investment Management, Ownership, verfügbar unter <https://www.nbim.no/en/responsibility/ownership/>, (Norges Bank Investment Management).
81. Norges Bank Investment Management.
82. Leo E. Strine, Jr., Can We Do Better By Ordinary Investors? A Pragmatic Reaction to the Dueling Ideological Mythologists of Corporate Law, (1. März 2014), verfügbar unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2421480, 29-30.
83. 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. Dezember 2016) (Shareholder Rights Directive), verfügbar unter <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-15248-2016-INIT/en/pdf>.
84. Shareholder Rights Directive.
85. Rock und Rubinfeld, 28.
86. Elhauge, 1303; Posner et al., 33-34.
87. Posner et al. 33-36. Posner et al. argumentieren an einigen Stellen für eine prozentuale Grenze auf Anteile in der Industrie, und in anderen Fällen für eine Begrenzung der prozentualen Beteiligung an Unternehmen. Insbesondere im Antitrust Proposal Paper liegt die regulatorische Empfehlung bei einer einprozentigen Begrenzung auf Anteile innerhalb einer Branche. Posner et al. haben einen Leitartikel herausgegeben, der eine einprozentige Begrenzung auf das Beteiligungen an einem bestimmten Unternehmen innerhalb von konzentrierten Industrien vorschlägt. Posner Leitartikel. Wir glauben, dass beide Formen der prozentualen Begrenzung ähnliche, problematische Folgen für Anleger hat.
88. Posner et al., 33-34.
89. Posner et al., 34-35.
90. MSCI, MSCI: The Global Industry Classification Standard (GICS®), available at <https://www.msci.com/gics>.
91. Das würde zutreffen, wenn die Beteiligungen im Auftrag der Kunden die Grenze ein Prozent der Aktien pro Unternehmen in einer konzentrierten Industrie überschreiten würden.
92. Rock und Rubinfeld, 25.
93. Posner et al., 10.
94. In einigen Fällen wird von Indexfonds und ETFs ein ausreichender, repräsentativer Datensatz genutzt.

Weiterführende Beiträge

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

Dieses Dokument „ViewPoint“ ist Teil einer entsprechenden Serie von Veröffentlichungen von BlackRock. Es 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 März 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

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

Alle anderen Marken sind Eigentum ihrer jeweiligen Rechteinhaber.

20170327-128320-349500