

Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis	13
Abkürzungsverzeichnis	25
Abbildungsverzeichnis	31
1. Teil Einführung	32
§ 1 Untersuchungsgegenstand	32
A. Problemaufriss	32
I. Die Erfolgsgeschichte von ETFs	32
II. ETFs als Lösung für die private Rentenlücke	33
III. Komplexitätssteigerung als Regulierungsherausforderung	34
B. Der Markt für indexbezogene Kapitalanlagen	35
I. Investmentfonds	35
II. ETFs	37
III. Abgrenzung zu wirtschaftlich vergleichbaren Produkten	45
IV. Vergleich der Produkte im Überblick	47
C. Gang der Untersuchung	49
2. Teil Ökonomische Untersuchung von ETFs	50
§ 2 Der Mehrwert von ETFs	50
A. Ziele einer optimalen Anlageentscheidung	50
B. Der theoretische Hintergrund passiver Kapitalanlagen	52
I. Die Moderne Portfoliotheorie	52
II. Kapitalmarkttheorie: Das CAPM	57
III. Die Effizienz der Märkte und Behavioral Finance	59
C. Rendite- und Kostenvergleich von aktiven und passiven Anlagen	68
I. Performancevergleich aktiver Fonds mit ihren Vergleichsindizes	68
II. Niedrige Kosten als oberstes Ziel der Kapitalanlage	75
III. Aktives vs. passives Portfoliomanagement: “It’s all about the costs”	87
D. Der Einsatz von ETFs in der Asset Allocation	88
	9

Inhaltsübersicht

I.	Diversifikationseffekte im Rahmen der Asset Allocation	88
II.	Umsetzung der Asset Allocation mit Hilfe von ETFs	93
III.	Die Core-Satellite Strategie als optimale Portfoliostrategie	100
E.	Ergebnis von § 2	102
§ 3	Die Risiken von ETFs	104
A.	Die zunehmende Komplexität im ETF-Markt	105
I.	Die Evolution des ETF-Marktes	105
II.	Die grundsätzlichen Risiken einer ETF-Anlage	107
III.	Zusätzliche Risiken der ETF-Innovationen	113
VI.	Zwischenergebnis: Transparenz als Erfolgsfaktor für ETFs	121
B.	Risiken bei synthetischen ETFs	122
I.	Das Kontrahentenrisiko bei einem Swap-basierten ETF	122
II.	Interessenkonflikte bei der Swap-Konstruktion	127
III.	Beurteilung des Kontrahenten- und Liquiditätsrisikos	130
C.	Die Risiken physischer ETFs im Rahmen der Wertpapierleihe	134
I.	Das Kontrahentenrisiko bei der Wertpapierleihe	134
II.	Interessenkonflikte und Moral Hazard bei der Wertpapierleihe	137
III.	Welche Replikationsart ist zu bevorzugen?	139
D.	Systemische Risiken	140
I.	Die Schattenseite der Erfolgsgeschichte von ETFs	140
II.	Gefahren für die Finanzstabilität	142
III.	Einfluss auf den Preisfindungsprozess der Basiswerte	145
IV.	Beurteilung der systemischen Risiken	150
E.	Risiken des Index	151
I.	Das Indexinvesting Konzept	151
II.	Die erforderliche Index-Transparenz	153
III.	Prozyklik und Klumpenrisiken bei marktwertgewichteten Indizes	157
IV.	Interessenkonflikte beim Self-Indexing	159
F.	Ergebnis von § 3	160
3.	Teil Rechtliche Untersuchung von ETFs	162
§ 4	Der rechtliche Rahmen von ETFs	162
A.	Relevante Rechtsquellen für ETFs	163
I.	Europäische Rechtsquellen	163
II.	Nationale Rechtsquellen	171
III.	Zwischenergebnis	179

B.	Anforderungen an KVG, Verwahrstelle und ETF unter dem Investmentdreieck	179
I.	Rechtsbeziehungen im Investmentdreieck	179
II.	Pflichten der KVG	180
III.	Die Verwahrstelle	185
IV.	Die Organisationsformen eines ETFs	187
C.	Die Rückgabe von ETF-Anteilen	193
I.	Das Rückgaberecht der Anleger im KAGB	193
II.	Nachteile einer Rücknahme für ETFs	194
III.	Lösungsmöglichkeiten	195
IV.	Vorschlag für eine Ausnahmeregelung nach Vorbild des InvStG	200
D.	Rechtsvergleichende Betrachtung	201
I.	Der rechtliche Rahmen von ETFs in den USA	201
II.	Der rechtliche Rahmen von ETFs in der Schweiz	212
E.	Ergebnis von § 4	215
§ 5	Anlegerschutz bei ETFs durch Information und Anlagegrenzen	216
A.	Anlegerschutz durch Information	217
I.	Vertriebs- und Rechnungslegungspublizität	217
II.	Keine Irreführung in Bezug auf die Ziele eines ETFs	219
III.	Kostentransparenz	221
IV.	Hinweise auf besondere Risiken bei ETFs	225
V.	Laufende Kontrollinformationen	226
B.	Anlagegrenzen und Vorgaben zur Diversifikation	227
I.	Begrenzung der zulässigen Anlagen zur Risikovermeidung	228
II.	Grundsatz der Risikomischung	231
III.	Die Zulässigkeit und Grenzen von Derivaten und Wertpapierleihgeschäften	234
C.	Beurteilung des neuen Regulierungsregimes für ETFs	254
I.	Vorpreschen durch die ESMA auf europäischer Ebene	254
II.	Nationale Ebene	256
D.	Rechtsvergleichende Betrachtung	257
I.	Anlagemöglichkeiten von ETFs nach dem Investment Company Act	257
II.	Anlagevorschriften nach dem Schweizer Recht	263
E.	Ergebnis von § 5	263
4.	Teil Regulierungsansätze de lege ferenda	265
§ 6	Vorschlag für einen künftigen Regulierungsrahmen bei ETFs	265

Inhaltsübersicht

A.	Maßstäbe für eine angemessene Regulierung	266
I.	Regelungsziele des Kapitalmarkt- und Investmentrechts	266
II.	Ziele einer angemessenen Regulierung von ETFs	270
III.	Vorschlag einer getrennten Regulierung komplexer und nicht komplexer ETFs	271
B.	Verbesserung des Anlegerschutzes bei nicht-komplexen OGAW-ETFs	275
I.	Produktregulierung durch Begrenzung der zulässigen Anlagen	276
II.	Verbesserung der Transparenz	282
III.	Vermeidung von Interessenkonflikten	287
C.	Die Regulierung komplexer ETFs	289
I.	Einordnung komplexer ETFs unter das AIFM-Regime	289
II.	Der Vertrieb von komplexen ETFs	294
III.	Überwachung systemischer Risiken	296
IV.	Vorschlag zur Erweiterung KAGB-konformer Rohstoff-ETFs	298
D.	Ergebnis von § 6	302
§ 7	ETFs als Baustein eines optimierten Anlegerschutzregimes	303
A.	Grenzen des bisherigen Anlegerschutzregimes	304
I.	Die Entwicklung des Anlegerschutzes und fehlendes Anlegervertrauen	304
II.	Behavioral Finance und der überforderte Anleger	305
III.	Grenzen der provisionsbasierten Anlageberatung	307
B.	Die optimale Anlageentscheidung als Ziel des Anlegerschutzes	309
I.	Diversifikation und Kostenbegrenzung als oberste Ziele	309
II.	Anlegerleitbilder und notwendiges Schutzniveau	310
C.	Optimierungsansätze	311
I.	Der Nutzen von ETFs als Portfoliobaustein	311
II.	Stärkung alternativer Anlageberatungsmodelle	312
III.	ETFs als Standard-Anlageempfehlung in der provisionsbasierten Anlageberatung	315
D.	Ergebnis von § 7	318
5.	Teil Zusammenfassung	319
	Literaturverzeichnis	326
	Stichwortverzeichnis	355

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	25
Abbildungsverzeichnis	31
1. Teil Einführung	32
§ 1 Untersuchungsgegenstand	32
A. Problemaufriss	32
I. Die Erfolgsgeschichte von ETFs	32
II. ETFs als Lösung für die private Rentenlücke	33
III. Komplexitätssteigerungen als Regulierungsherausforderung	34
B. Der Markt für indexbezogene Kapitalanlagen	35
I. Investmentfonds	35
II. ETFs	37
1. Produkteigenschaften von ETFs	37
2. Bereitstellung von Liquidität durch den Creation/Redemption-Prozess	39
3. Replikationsmethoden zur Abbildung von Indizes	42
4. Abbildbare Anlageklassen und Strategien	43
III. Abgrenzung zu wirtschaftlich vergleichbaren Produkten	45
1. Nicht OGAW-konforme Exchange Traded Products (ETPs)	45
2. Zertifikate	45
IV. Vergleich der Produkte im Überblick	47
C. Gang der Untersuchung	49
2. Teil Ökonomische Untersuchung von ETFs	50
§ 2 Der Mehrwert von ETFs	50
A. Ziele einer optimalen Anlageentscheidung	50
B. Der theoretische Hintergrund passiver Kapitalanlagen	52
I. Die Moderne Portfoliotheorie	52
1. Diversifikation als oberstes Ziel der Kapitalanlage	52
2. Das optimale Portfolio	53
	13

Inhaltsverzeichnis

3. Voraussetzungen für eine hinreichende Diversifizierung	55
4. Praktische Relevanz des Modells	55
II. Kapitalmarkttheorie: Das CAPM	57
1. Die Kapitalmarktlinie: Vergütung des Risikos im Gleichgewicht	57
2. Passive Anlagen als Konsequenz aus der Wertpapierlinie	58
III. Die Effizienz der Märkte und Behavioral Finance	59
1. Die Effizienzmarkthypothese	60
2. Markt anomalien	61
3. Behavioral Finance und der nicht rationale Anleger	63
a) Individuelles irrationales Anlegerverhalten	64
b) Systematische Verhaltensanomalien als Erklärung für Markt anomalien	66
4. Konsequenzen für den Anlagestil	67
C. Rendite- und Kostenvergleich von aktiven und passiven Anlagen	68
I. Performancevergleich aktiver Fonds mit ihren Vergleichsindizes	68
1. Die Performance aktiver Fonds	68
a) Performancemessung mit risikoadjustierten Renditen	68
b) Aktive Fonds sind im Durchschnitt schlechter als die Vergleichsindizes	69
2. Die Auswahl des richtigen Fonds	71
a) Gibt es Gewinnerfonds?	71
b) Ex-Ante Unsicherheit über die zukünftige Performance	73
c) Aktivität der Fondsmanager	74
II. Niedrige Kosten als oberstes Ziel der Kapitalanlage	75
1. Die Bedeutung der Kosten für den Anlageerfolg	75
a) Der Markt ist ein Nullsummenspiel	75
b) Die Kosten als Haupttreiber der Portfolio-performance	75
2. Kostenvergleich von Fonds und ETFs	77
a) Kostenkomponenten	77
b) Kosten für den Erwerb und Verkauf	77
aa) Ausgabeauf- und Rücknahmeeabschlag	77
bb) Geld-Brief-Spanne	78
cc) Weitere Handelskosten	79
c) Laufende Kosten	80

aa) Die Total Expense Ratio (TER)	80
bb) Versteckte Kosten	82
(1) Explizite Transaktionskosten	82
(2) Implizite Kosten	83
d) Kostenvergleich von Fonds und ETFs in der Praxis	84
aa) Die TER im Vergleich	84
bb) Praxisbeispiel	85
III. Aktives vs. passives Portfoliomanagement: “It’s all about the costs”	87
D. Der Einsatz von ETFs in der Asset Allocation	88
I. Diversifikationseffekte im Rahmen der Asset Allocation	88
1. Asset Allocation als Teil des Portfoliomagements	88
2. Die einzelnen Stufen der Asset Allocation	89
3. Erfolgsfaktoren bei der Asset Allocation	91
II. Umsetzung der Asset Allocation mit Hilfe von ETFs	93
1. Einsatzmöglichkeiten für ETFs	93
2. ETFs zur privaten Altersvorsorge	94
3. Market Timing-Strategien	95
4. Outperformance mithilfe aktiver ETFs	97
a) Erfolgsversprechende aktive Strategien	97
b) Umsetzung mit Smart-Beta ETFs	98
III. Die Core-Satellite Strategie als optimale Portfoliostrategie	100
E. Ergebnis von § 2	102
§ 3 Die Risiken von ETFs	104
A. Die zunehmende Komplexität im ETF-Markt	105
I. Die Evolution des ETF-Marktes	105
II. Die grundsätzlichen Risiken einer ETF-Anlage	107
1. Marktrisiken	107
2. Liquiditätsrisiko	108
3. Abweichungen der ETF-Rendite von der Indexrendite	110
a) Tracking Error	110
b) Tracking-Unterschied	112
III. Zusätzliche Risiken der ETF-Innovationen	113
1. Komplexe Renditeerzielung bei gehebelten und inversen ETFs	113
a) Auswirkungen des konstanten Hebels	113
b) Renditenachteile durch das tägliche Rebalancing	115
c) Konsequenzen für die Anleger	117
2. Schlechtere Transparenz bei aktiv gemanagten	

Inhaltsverzeichnis

ETFs	119
3. Hedgefonds-ETFs	120
VI. Zwischenergebnis: Transparenz als Erfolgsfaktor für ETFs	121
B. Risiken bei synthetischen ETFs	122
I. Das Kontrahentenrisiko bei einem Swap-basierten ETF	122
1. Der unfunded Swap-ETF	122
2. Der fully-funded Swap-ETF	125
II. Interessenkonflikte bei der Swap-Konstruktion	127
1. Informationsasymmetrien und falsche Anreiz- strukturen	127
2. Vorteile eines Tauschs liquider gegen illiquide Wertpapiere	128
3. Das Liquiditätsrisiko in Abhängigkeit von der Qualität der Sicherheiten	130
III. Beurteilung des Kontrahenten- und Liquiditätsrisikos	130
1. Möglichkeiten zur Reduzierung des Kontrahenten- risikos	130
2. Die Anforderungen an die Sicherheiten	131
3. Schlussfolgerungen für die Anlageentscheidung	133
C. Die Risiken physischer ETFs im Rahmen der Wertpapier- leihe	134
I. Das Kontrahentenrisiko bei der Wertpapierleihe	134
1. Funktionsweise der Wertpapierleihe	134
2. Das Kontrahenten- und Liquiditätsrisiko bei der Wertpapierleihe	136
II. Interessenkonflikte und Moral Hazard bei der Wertpapier- leihe	137
III. Welche Replikationsart ist zu bevorzugen?	139
D. Systemische Risiken	140
I. Die Schattenseite der Erfolgsgeschichte von ETFs	140
II. Gefahren für die Finanzstabilität	142
1. Systemisches Risiko als Folge des Gegenpartei- und Liquiditätsrisikos	142
2. Die Rolle von ETFs im Flash-Crash 2010	143
III. Einfluss auf den Preisfindungsprozess der Basiswerte	145
1. Rückwirkung auf die abgebildeten Basiswerte	145
2. Preisverzerrungen durch gehebelte und inverse ETFs	146
3. Risiken durch leerverkaufte ETFs	148
IV. Beurteilung der systemischen Risiken	150
E. Risiken des Index	151
I. Das Indexinvesting Konzept	151

1. Der Einsatz von Finanzindizes als Benchmark	151
2. Die Bedeutung der richtigen Indexauswahl	152
II. Die erforderliche Index-Transparenz	153
1. Transparenz als Hauptanforderung an den Index	153
2. Mangelnde Transparenz bei spezialisierten und komplexen Indizes	154
3. Front-Running als Nachteil transparenter Indexzusammensetzungen	156
III. Prozyklik und Klumpenrisiken bei marktwertgewichteten Indizes	157
IV. Interessenkonflikte beim Self-Indexing	159
F. Ergebnis von § 3	160
 3. Teil Rechtliche Untersuchung von ETFs	162
 § 4 Der rechtliche Rahmen von ETFs	162
A. Relevante Rechtsquellen für ETFs	163
I. Europäische Rechtsquellen	163
1. Europäische Rahmenrechtsakte	163
a) OGAW-Richtlinien	163
b) Weitere Rahmenrechtsakte mit ETF-Relevanz	165
2. Europäische Durchführungsrechtsakte	166
3. ESMA-Leitlinien und Empfehlungen	168
a) Die ESMA-Leitlinien zu ETFs	168
b) Die Bindungswirkung der ESMA-Leitlinien	169
c) Überschreitung der Befugnisse mit der Schaffung neuen Rechts?	171
II. Nationale Rechtsquellen	171
1. Die Neuregelung des Investmentrechts durch das KAGB	171
a) Die Abkehr vom formellen Investmentfonds-begriff	171
b) Eröffnung des materiellen Anwendungsbereichs des KAGB für ETFs	173
aa) ETFs als Investmentvermögen	173
bb) Eröffnung des Anwendungsbereichs auch für Indexzertifikate?	175
2. Verordnungen mit ETF-Relevanz	177
3. Verlautbarungen der BaFin	178
III. Zwischenergebnis	179
B. Anforderungen an KVG, Verwahrstelle und ETF unter dem Investmentdreieck	179

Inhaltsverzeichnis

I.	Rechtsbeziehungen der beteiligten Parteien im Investmentdreieck	179
II.	Pflichten der KVG	180
1.	Die Rechtsnatur der Verhaltenspflichten	180
2.	Die Verhaltens- und Organisationspflichten ggü. ETF-Anlegern	183
3.	Vermeidung von Interessenkonflikten	184
III.	Die Verwahrstelle	185
1.	Aufgaben der Verwahrstelle ggü. ETF-Anlegern	185
2.	Haftung und Geltendmachung von Ansprüchen	187
IV.	Die Organisationsformen eines ETFs	187
1.	ETFs als offene Publikumsinvestmentvermögen	187
2.	Das Sondervermögen als vertragliche Form des Investmentvermögens	188
3.	Die Investmentaktiengesellschaft mit variablem Kapital	190
4.	Vertrieb europäischer OGAW-ETFs in Deutschland	191
C.	Die Rückgabe von ETF-Anteilen	193
I.	Das Rückgaberecht der Anleger im KAGB	193
II.	Nachteile einer Rücknahme für ETFs	194
III.	Lösungsmöglichkeiten	195
1.	Gleicher Anlegerschutz bei Rückgabe über die Börse	195
2.	Unnötige Abweichung von der OGAW-Richtlinie	195
a)	Gleichstellung der Rücknahme durch einen liquiden Börsenhandel	195
b)	Nachteile für den ETF-Standort Deutschland	197
3.	Systemischer Widerspruch zum Begriff des Investmentfonds nach dem InvStG?	198
IV.	Vorschlag für eine Ausnahmeregelung nach Vorbild des InvStG	200
D.	Rechtsvergleichende Betrachtung	201
I.	Der rechtliche Rahmen von ETFs in den USA	201
1.	Die vier Säulen der US-Investmentregulierung	201
a)	Securities Act of 1933	201
b)	Securities Exchange Act of 1934	202
c)	Investment Advisers Act of 1940	203
d)	Investment Company Act of 1940	204
2.	ETFs unter dem Investment Company Act of 1940	204
a)	Einordnungsschwierigkeiten von ETFs	204
aa)	Die fehlende Rückgabemöglichkeit von ETFs auf dem Primärmarkt	204
bb)	Mögliche Rechtsformen eines ETFs	205

b)	Zulassung von ETFs nur mit Ausnahmegenehmigungen der SEC	206
aa)	Die Rolle der SEC	206
bb)	Nötige Ausnahmegenehmigungen für ETFs	207
cc)	Alternative Regulierungsinstrumente zur Sicherstellung fairer Preise	208
c)	Das Fehlen einer ETF-Rule	209
3.	Die Vermeidung von Interessenkonflikten	210
a)	Anlegerschutz durch Corporate Governance Vorgaben	210
b)	Untersagung von Geschäften mit verbundene Personen	211
4.	Bewertung	212
II.	Der rechtliche Rahmen von ETFs in der Schweiz	212
1.	ETFs als Anlageklasse sui generis unter dem Schweizer KAG	212
2.	Keine Eröffnung des Anwendungsbereichs für funded Swap-ETFs	214
E.	Ergebnis von § 4	215
§ 5	Anlegerschutz bei ETFs durch Information und Anlagegrenzen	216
A.	Anlegerschutz durch Information	217
I.	Vertriebs- und Rechnungslegungspublizität	217
II.	Keine Irreführung in Bezug auf die Ziele eines ETFs	219
1.	Verbot der irreführenden Bezeichnung	219
2.	Vorgaben für ETFs nach der Fondskategorien-Richtlinie	220
III.	Kostentransparenz	221
1.	Verbesserung der Transparenz durch die Gesamtkostenquote	221
2.	Schwächen der Gesamtkostenquote	222
3.	Tracking-Unterschied als Alternative	224
IV.	Hinweise auf besondere Risiken bei ETFs	225
V.	Laufende Kontrollinformationen	226
B.	Anlagegrenzen und Vorgaben zur Diversifikation	227
I.	Begrenzung der zulässigen Anlagen zur Risikovermeidung	228
1.	Zulässige Vermögensgegenstände	228
2.	Keine Durchschau bei 1:1 Zertifikaten	229
3.	Systemischer Widerspruch bei Anlagen in Edelmetallzertifikaten	230
II.	Grundsatz der Risikomischung	231
1.	Vorgaben zur Diversifizierung	231

Inhaltsverzeichnis

2. Ausnahme für Wertpapierindex-OGAWs	232
III. Die Zulässigkeit und Grenzen von Derivaten und Wertpapierleihgeschäften	
1. Der Einsatz von Derivaten	234
a) Liberalisierung des Derivateeinsatzes	234
b) Finanzindizes als zulässiger Basiswert für den Derivateeinsatz	236
2. Die Wertpapierleihe	238
a) Zulässigkeit der Wertpapierleihe	238
b) Pflicht zur Besicherung	239
3. Begrenzung der Risiken durch die ESMA-Leitlinien und die DerivateV	241
a) Eröffnung des Anwendungsbereichs auch für Wertpapierdarlehen	241
b) Anforderungen an den Einsatz von Derivaten und Wertpapierdarlehen	242
aa) Anlagecharakter, Interessenkonflikte und Auslagerung	242
bb) Zulässigkeit von inversen ETFs	243
c) Begrenzung des Marktrisikopotenzials bei gehebelten ETFs	245
d) Anrechnungsbeträge für die Emittentengrenzen nach § 206 ff. KAGB	246
aa) Anrechnung auf das Emittentenrisiko	246
bb) Anrechnungsbetrag für das Kontrahentenrisiko	247
e) Anforderungen an die Sicherheiten	248
aa) Einheitliche Standards für synthetische und physische ETFs	248
bb) Keine verpflichtende Umsetzung in der DerivateV	250
cc) Fehlende Harmonisierung der Regelungen zu Haircuts	251
f) Erhöhte Transparenzpflichten für Swaps und Wertpapierleihen	252
C. Beurteilung des neuen Regulierungsregimes für ETFs	254
I. Vorpreschen durch die ESMA auf europäischer Ebene	254
II. Nationale Ebene	256
D. Rechtsvergleichende Betrachtung	257
I. Anlagemöglichkeiten von ETFs nach dem Investment Company Act	257

1.	Grundprinzipien des Anlegerschutzes im US-Investmentrecht	257
2.	Grenzen des Derivateeinsatzes	258
a)	Die Konkretisierung der Leverage-Vorgaben durch die SEC	258
b)	Die Regulierung von inversen und gehebelten ETFs in den USA	259
c)	Transparenzanforderungen an aktive ETFs	260
3.	Grenzen der Wertpapierleihe	261
4.	Bewertung	261
II.	Anlagevorschriften nach dem Schweizer Recht	263
E.	Ergebnis von § 5	263
4.	Teil Regulierungsansätze de lege ferenda	265
§ 6	Vorschlag für einen künftigen Regulierungsrahmen bei ETFs	265
A.	Maßstäbe für eine angemessene Regulierung	266
I.	Regelungsziele des Kapitalmarkt- und Investmentrechts	266
1.	Funktionsschutz	266
2.	Anlegerschutz	267
3.	Schutzzweck des Investmentrechts	268
II.	Ziele einer angemessenen Regulierung von ETFs	270
1.	Sehr gutes Schutzniveau bereits erreicht	270
2.	Vertrauen als oberstes Ziel der ETF-Regulierung	270
III.	Vorschlag einer getrennten Regulierung komplexer und nicht komplexer ETFs	271
1.	Notwendigkeit einer differenzierten Regelung	271
2.	Kriterien zur Einstufung von ETFs als komplexe Produkte	272
3.	Vergleich mit den Wertungen der PRIIPs-Verordnung	274
B.	Verbesserung des Anlegerschutzes bei nicht-komplexen OGAW-ETFs	275
I.	Produktregulierung durch Begrenzung der zulässigen Anlagen	276
1.	Grenzen von komplexen ETFs unter dem OGAW-Regime	276
a)	Ansatzpunkte einer künftigen OGAW-Regulierung	276
b)	Stärkere Anforderungen an den Index	277
2.	Zusätzliche Anforderungen an weiterhin zulässige Anlagetechniken	278

Inhaltsverzeichnis

a)	Synthetische ETFs	278
aa)	Kein Verbot von fully-funded Swap-ETFs	278
bb)	Best Practice Lösung zur Senkung des Kontrahentenrisikos	279
b)	Wertpapierleihe	280
c)	Vorschlag für ein festes Besicherungssystem	280
II.	Verbesserung der Transparenz	282
1.	Verbesserung der Kostentransparenz	282
a)	Erweiterung der laufenden Kosten	282
b)	Kosten der Wertpapierleihe	283
c)	Total Cost of Ownership (TCO)	284
2.	Informationen zu den Risiken Swap-basierter ETFs	285
3.	Informationen zum Risiko der Wertpapierleihe	286
4.	Umbenennung aktiver ETFs	286
III.	Vermeidung von Interessenkonflikten	287
1.	Swap-Partner und Leihe-Agent	287
2.	Interessenkonflikte beim Index	288
C.	Die Regulierung komplexer ETFs	289
I.	Einordnung komplexer ETFs unter das AIFM-Regime	289
1.	Keine Einordnung als Spezial-AIFs	289
2.	Komplexe ETFs als offene Publikums-AIFs	291
a)	Vorteile einer Einordnung als offener Publikums-AIF	291
b)	Anlagemöglichkeiten und -grenzen der einzelnen Publikums-AIFs	292
II.	Der Vertrieb von komplexen ETFs	294
1.	Anforderungen an den Vertrieb nach dem KAGB	294
2.	Kein Vertrieb über Execution Only?	294
3.	Unterschiedliche Bezeichnung	296
III.	Überwachung systemischer Risiken	296
1.	Bessere Überwachung systemischer Risiken unter dem AIFM-Regime	296
2.	Verbesserung der Transparenz auch für OGAW-ETFs	297
IV.	Vorschlag zur Erweiterung KAGB-konformer Rohstoff-ETFs	298
1.	Notwendigkeit einer liberaleren Regelung	298
2.	Neubewertung des Grundsatzes der Risikomischung im KAGB?	299
3.	Die Einführung eines Gold-ETFs de lege ferenda	301
D.	Ergebnis von § 6	302
§ 7	ETFs als Baustein eines optimierten Anlegerschutzregimes	303

Inhaltsverzeichnis

A. Grenzen des bisherigen Anlegerschutzregimes	304
I. Die Entwicklung des Anlegerschutzes und fehlendes Anlegervertrauen	304
II. Behavioral Finance und der überforderte Anleger	305
1. Grenzen des informationsbasierten Anlegerschutzes	305
2. Auswirkungen auf die Portfolios der Anleger	306
III. Grenzen der provisionsbasierten Anlageberatung	307
B. Die optimale Anlageentscheidung als Ziel des Anlegerschutzes	309
I. Diversifikation und Kostenbegrenzung als oberste Ziele	309
II. Anlegerleitbilder und notwendiges Schutzniveau	310
C. Optimierungsansätze	311
I. Der Nutzen von ETFs als Portfoliobaustein	311
II. Stärkung alternativer Anlageberatungsmodelle	312
1. Honoraranlageberatung	312
2. Robo-Beratung	314
III. ETFs als Standard-Anlageempfehlung in der provisionsbasierten Anlageberatung	315
1. Die Förderung von ETFs in der Beratungspraxis	315
2. Grenzen des Vorschlags	316
D. Ergebnis von § 7	318
5. Teil Zusammenfassung	319
Literaturverzeichnis	326
Stichwortverzeichnis	355