

Geldanlage

So gefährlich können ETF werden

Viele Anleger investieren in Indexfonds. Der Siegeszug bringt Probleme mit sich: Er verändert den Kapitalismus womöglich mehr, als uns lieb sein kann.

Von DENNIS KREMER



© dpa

Das Auf und Ab der Börsenkurse

Vonovia, Deutschlands größter Wohnungskonzern, will es wissen: Am vergangenen Montag gab Vorstandschef Rolf Buch bekannt, dass sein Unternehmen ein weiteres Mal versuchen werde, mit dem Berliner Immobilienunternehmen Deutsche Wohnen zu fusionieren. Beim ersten Mal, fünf Jahre ist das mittlerweile her, hatte Buch sich ohne Erfolg an einer feindlichen Übernahme des Konkurrenten versucht. Beim zweiten Mal, im Frühsommer dieses Jahres, war die Führung von Deutsche Wohnen zwar dafür, aber Hedgefonds waren dagegen – so zumindest stellt es Rolf Buch dar. Nun also, beim dritten Mal, soll es endlich klappen. Vonovia hat das Angebot noch einmal verbessert, der Vorstand gibt sich zuversichtlich.

Doch auch dieses Mal könnte die Sache knapp werden. Und zwar nicht, weil vor allem die ach so bösen Hedgefonds wieder etwas dagegen haben könnten oder weil es sich die Führung von Deutsche Wohnen auf einmal anders überlegt. Nein, stattdessen könnte es sein, dass die Fusion ausgerechnet an speziellen Fonds scheitert, mit denen viele Anleger in jüngster Zeit eigentlich sehr gute Erfahrungen gemacht haben.

Die Rede ist von ETF. Das Kürzel steht für Exchange-Traded Funds (zu Deutsch: börsengehandelte Indexfonds) und beschreibt ein einfaches Prinzip. Solche ETF nämlich bilden die Wertentwicklung eines Index wie beispielsweise des Dax eins zu eins nach. Steigt der Dax also um zwei Prozent, gewinnt auch der ETF zwei Prozent an Wert. Verliert der Dax zwei Prozent, gibt der ETF ebenfalls um zwei Prozent nach. Anders gesagt: ETF versuchen gar nicht erst, den Aktienmarkt als solchen zu schlagen, woran viele klassische

Fondsmanager ohnehin kläglich scheitern. Stattdessen bilden ETF den Aktienmarkt einfach nach.

Ein Beispiel im Kleinen: Vonovia

Diese leicht verständliche Funktionsweise in Verbindung mit niedrigen Gebühren hat Indexfonds zu echten Stars der Investmentwelt gemacht. Zuletzt hatten Anleger mehr als 9000 Milliarden Dollar in ETF investiert, eine atemberaubende Entwicklung. Ein ETF-Sparplan ist fester Bestandteil vieler Portfolios geworden.

Doch der Siegeszug der ETF, so sinnvoll sie für den einzelnen Anleger auch sein mögen, bringt Probleme mit sich. Er könnte dem Kapitalismus Schaden zufügen, ungewollt zwar, aber mit womöglich erheblichen Folgen. Womit wir wieder bei Vonovia und Deutsche Wohnen wären.

Ob diese Fusion gelingt, mag man für eine Angelegenheit von eher nachgeordneter Bedeutung halten. Aber an ihr zeigt sich im Kleinen, wie ETF den Kapitalismus verändern. Denn zum Prinzip der Indexfonds gehört es, dass sie mit dem Geld ihrer Anleger – entsprechend der jeweiligen Gewichtung – alle Aktien kaufen, die Teil eines bestimmten Börsenindex sind. Sie halten darum an allen relevanten, börsennotierten Firmen dieser Welt Anteile. Die Krux daran ist: Kommt es zu einem Übernahmeangebot für eine Aktiengesellschaft, stimmen die ETF üblicherweise nicht darüber ab – obwohl sie zusammengenommen nicht selten zu den größten Anteilseignern zählen. So ist der Fall bei Deutsche Wohnen und Vonovia gelagert: Bei Deutsche Wohnen kommen ETF auf einen Anteil von fast 20 Prozent.

Warum enthalten sich ETF bei Fusionen?

Die Enthaltung hat damit zu tun, dass ETF im Kern einer einfachen Regel folgen: Sie bilden stur den Index nach. Erst wenn aus den beiden Dax-Konzernen Vonovia und Deutsche Wohnen ein einziger Dax-Konzern würde, würden auch die ETF diese Änderung nachvollziehen. Aber eben nicht früher. Das ist es, was die Übernahme für Vonovia noch schwerer macht: Auf gut ein Fünftel der Anteilseigner können Rolf Buch und seine Leute also nicht zählen – egal, wie gut ihre Argumente für die Fusion auch sein mögen. „Da könnte man auch mit der weißen Wand reden“, sagt einer voller Bitterkeit. Das Beispiel zeigt, warum ETF in der Finanzbranche auch als passives Geld bezeichnet werden. „Sie üben wesentliche Elemente ihrer Rolle als Eigentümer nicht aus“, sagt Thomas Schweppe, einer der einflussreichsten Berater auf dem deutschen Kapitalmarkt, der auch Deutsche Wohnen berät. „Sie verzichten auf jede inhaltliche Auseinandersetzung mit dem Unternehmen und entscheiden nur danach, was gemäß den eigenen ETF-Regeln zu tun ist.“



F+Newsletter – das Beste der Woche auf FAZ.NET

Samstags um 9.00 Uhr

[ANMELDEN](#)

Aber nicht nur bei Zusammenschlüssen von Firmen kann die neue Marktmacht der ETF zum Problem werden. Sie kann sich auch auf gegenteilige Weise ausdrücken: und zwar indem die ETF dem Management einer Aktiengesellschaft zu viele Freiheiten lassen. Mit Ausnahme des Spezialfalls einer Fusion finden es Vorstände nämlich häufig recht angenehm, große Indexfonds im Kreis der Aktionäre zu haben. Anders als ein Investor, der sich aktiv für eine bestimmte Aktie entschieden hat, können ETF die Aktie schließlich nicht verkaufen, solange sie Teil des Index bleibt. Die Indexfonds haben also kein ultimatives Druckmittel in der Hand, um den Vorstand eines Unternehmens zu einer bestimmten Handlung zu drängen, und sie wollen dies ja auch gar nicht. Denn im Unterschied zum klassischen Aktionär bilden sich ETF und diejenigen, die sie kaufen, in der Regel gar keine Meinung zu einer bestimmten Aktie. Sie besitzen diese ja nur, weil diese Aktie Teil eines Börsenindex wie des Dax ist.

Es fehlt an Kontrolle

Die Folge ist: Es fehlt an einem Korrektiv und an jener Kontrolle, die Eigentümer (nichts anderes sind ja die Aktionäre) eigentlich ausüben sollten. So können Vorstände und Aufsichtsräte mit weniger Gegenwind aus dem Aktionärskreis rechnen, wenn ETF einen höheren Anteil an einem Unternehmen halten. „Im schlimmsten Fall verkommt eine Aktiengesellschaft dann zum Selbstbedienungsladen für Vorstände und Aufsichtsräte“, sagt Berater Schweppe.

Natürlich wissen die ETF-Anbieter um das Problem. Offen dazu äußern möchte sich kaum jemand, aber ein Brancheninsider sagt: „Mittlerweile wird von ETF erwartet, mehr Einfluss auf die Unternehmen auszuüben. Dem kommen wir als Branche zunehmend nach.“ Tatsächlich haben alle großen ETF-Verkäufer in den vergangenen Jahren eigene Teams aufgebaut, die prüfen sollen, ob sich die Aktiengesellschaften in ihren Portfolios an die Grundsätze guter Unternehmensführung halten. In jüngster Zeit ist es sogar immer wieder vorgekommen, dass ETF-Anbieter auch einmal gegen die Konzernführung oder den

Aufsichtsrat gestimmt haben. So geschehen beispielsweise auf der Hauptversammlung des Ölkonzerns ExxonMobil im Mai.

Trotzdem wirkt die Zahl der Analysten, die sich für die Indexfonds mit den Unternehmen auseinandersetzen, noch immer bescheiden. Blackrock, mit seiner Marke iShares der größte ETF-Anbieter der Welt, beschäftigt in seinem sogenannten Investment Stewardship Team gerade einmal 70 Analysten, die über sage und schreibe 13.000 Aktiengesellschaften abstimmen. Die Teams anderer Anbieter sind noch kleiner.

Berater Thomas Schweppe kritisiert: „Häufig sind die ETF mit einer Schablone unterwegs, die sie allem überstülpen. Sonst würden sie diese Menge an Unternehmen gar nicht überblicken können. Eine Untersuchung jedes Einzelfalls ist ihnen schwer möglich.“ Brancheninsider räumen ein, dass man dazu nicht immer in der Lage sei. Aber auch mit einer eher geringen Anzahl an Analysten könne man Druck ausüben, heißt es: „Wenn diese Analysten die großen Unternehmen strenger in den Blick nehmen, kann davon ein Dominoeffekt ausgehen, der am Ende alle Aktiengesellschaften beeinflusst.“

Auch die Anleger stecken in einem Dilemma

Ohnehin stecken ETF-Anbieter in einem Dilemma. Je mehr sie dem Wunsch nach stärkerer Einflussnahme nachkommen, den sich insbesondere junge Anleger in Fragen der Nachhaltigkeit und des Umweltschutzes wünschen, umso mehr Analysten brauchen sie. Das aber nähme den ETF ab einem bestimmten Punkt einen entscheidenden Vorteil, der sie gegenüber klassischen Fonds immer ausgezeichnet hat: ihre extrem niedrigen Gebühren. Denn Analysten erwarten zu Recht für ihre Arbeit eine angemessene Bezahlung, die sich wiederum in höheren Kosten für die ETF-Anbieter niederschlagen würde. Niemand kann mit Sicherheit sagen, ab wann diese höheren Kosten an die Anleger weitergegeben würden. Große Anbieter wie Blackrock könnten das womöglich lange vermeiden. Aber es zeigt, dass am Ende auch die Anleger in einem gewissen Dilemma stecken: Kostengünstige ETF und zugleich sinnvolle Kontrolle aller Aktiengesellschaften gehen nur schwer zusammen.

Die Idee einer Stewardship-Gebühr, die manch einer ins Feld führt, wäre ebenfalls zweischneidig: Diese Gebühr könnten die Regulierungsbehörden beispielsweise für alle ETF-Anbieter einführen. Die Anbieter müssten die Gebühr von ihren Kunden erheben und sie dann verpflichtend zur Unternehmenskontrolle einsetzen. Auch das jedoch würde die Gesamtgebühren für die Anleger vermutlich erhöhen.

Aber könnte der Siegeszug der ETF nicht zum Stillstand kommen, ehe all die negativen Effekte in voller Stärke zum Tragen kommen? Noch immer liegt schließlich das meiste Anlegergeld in klassischen Fonds. Zudem hat sich gerade in den Vereinigten Staaten eine große Gruppe junger Anleger gebildet, die Spaß am Investieren in einzelne Aktien hat und sich darüber auf dem Onlineportal Reddit rege austauscht. Dass ETF in Zukunft alles dominieren, ist also längst nicht sicher.

Zugleich aber sollte man sich eine Zahl ins Gedächtnis rufen, die das Magazin Economist unlängst veröffentlicht hat. Demnach sind die Aktiengesellschaften aus Amerikas wichtigstem Börsenbarometer, dem S&P 500, im Schnitt bereits zu fast 20 Prozent in der Hand von Indexfonds. Tendenz weiter steigend. So praktisch ETF aus Sicht des einzelnen Anlegers auch sind: Mit den Folgen der ETF-Revolution wird sich die Finanzwelt wahrscheinlich noch lange beschäftigen müssen.

Quelle: F.A.S.

© Frankfurter Allgemeine Zeitung GmbH 2001–2021
Alle Rechte vorbehalten.