

John Bogle hat etwas Bemerkenswertes gesagt: Wenn alle Investoren ihr Geld in börsengehandelte Indexfonds (ETF) steckten, so der Gründer des US-Indexfondsriesen Vanguard, dann könne man das nur als Chaos bezeichnen, als Katastrophe.

Indexfonds bauen Börsenindizes wie den Dax in Fonds einfach nach. Manager von ETFs machen sich keine Gedanken darüber, wie gut einzelne Aktien sind. Doch wenn niemand mehr börsennotierte Unternehmen bewerte, so Bogle, also klassisches Research und Analyse betreibe, würden Qualitätsunterschiede zwischen Unternehmen nicht mehr sichtbar. Alle kaufen die gleichen Aktien, die im Index sind. Wenn alle das Gleiche wollen, kommt kein Markt zustande, die Börse wäre tot. Werden die ETFs ihrem Erfinder-Vater am Ende unheimlich?

Aktuell sind weltweit 4900 Milliarden Dollar in ETFs angelegt. Allein 2017 haben Anleger den Aktien-ETFs 600 Milliarden Dollar mehr anvertraut, als andere Anleger aus ihnen abgezogen haben. Die ETF-Verkäufer verweisen stets darauf, dass die Summen – gemessen am gesamten Kapitalmarkt – nach wie vor eher bescheiden seien.

Und dass es noch sehr viele aktive Investoren gebe, die mit ihrer Analysearbeit dafür sorgten, dass der Markt gut funktioniere. Also kein Problem mit deren Trittbrettfahren?

Ganz so einfach ist die Sache nicht. Denn das gesamte Volumen passiv verwalteter Anlagegelder ist deutlich größer, als die in ETFs angelegte Summe vermuten lässt. Insgesamt dürften es weit mehr als 10 000 Milliarden Dollar sein, die für Großanleger wie Unternehmen, Pensionskassen oder Versicherer indexnah angelegt werden oder in klassische Indexfonds geflossen sind, die nicht an der Börse gehandelt werden. In den USA halten die sogenannten passiven Investoren schon knapp 20 Prozent der dortigen Aktien. Rund acht Prozent entfallen auf ETFs, die von den drei großen US-Häusern Blackrock, Vanguard und State Street angeboten werden. Weltweit liegt der Anteil passiver Investoren geschätzt bei gut zwölf Prozent.

Auch hiervon verteilt sich der größte Teil auf das Dreier-Oligopol, das zu einer Art Deus ex Machina der Finanzwelt mutiert ist. Einer Gottheit also, die in der griechischen Tragödie die Bühne betritt und das Geschehen bestimmt. Selbst Goldman-Sachs-Chef Lloyd Blankfein, der – wie er selbst zu sagen pflegt – Gottes Werk verrichtet, dürfte es bei einem Blick auf die Aktionärsstruktur seines Hauses mulmig werden: Knapp 19 Prozent der Anteile an der US-Investmentbank liegen bei den großen drei ETF-Anbietern – den neuen Göttern.

Wachsen die drei in den nächsten fünf Jahren mit ähnlicher Geschwindigkeit weiter, würden sie ihre Vermögenswerte verdoppeln, und ihr Anteil an allen börsennotierten US-Konzernen würde auf 40 Prozent steigen. Da inzwischen auch ihr Geschäft in Europa stark wächst, gibt es auch hier den Trend, dass sich die Macht zunehmend auf einzelne Investoren konzentriert.

Der 2017 gekürte Wirtschafts-Nobelpreisträger Richard Thaler sieht darin (noch) kein Problem: Solange das Wachstum der ETF-Häuser ein Ergebnis ihrer niedrigen Gebühren sei, würde ihm das nicht den Schlaf rauben, sagte der Nobelpreisträger. Ein mangelnder Preiswettbewerb ist angesichts der ständig fallenden Konditionen tatsächlich nicht erkennbar. Aber genau dieser Preiskampf lässt kleinere Wettbewerber verkümmern wie Sträucher im Schatten großer Eichen. Und anders als Facebook, Google und Amazon dominiert das Dreier-Oligopol nicht nur seinen eigenen Markt, sondern gleich die ganze Unternehmenswelt.

Die US-Häuser sind die wichtigsten Investoren bei vielen deutschen Konzernen. Blackrock dominiert dabei die Aktionärsregister. Mittlerweile hält der mit 6280 Milliarden Dollar Anlagevolumen größte Vermögensverwalter der Welt an 18 Dax-Konzernen einen Anteil von mehr als fünf Prozent. Bei Allianz, BASF, Bayer, Deutsche Börse, E.On, Munich Re, Siemens und Vonovia ist Blackrock sogar der größte Einzelaktionär. Diese Machtfülle versucht Blackrock, ebenso wie die anderen ETF-Anbieter, zu delegieren, indem es mit externen Aktionärsberatern zusammenarbeitet, allen voran mit den

führenden US-Stimmrechtsberatern ISS und Glass Lewis. Beide teilen 90 Prozent des Markts unter sich auf. Öffentlich beschwerten sich die Vorstände heimischer Aktiengesellschaften nicht über ihre Großaktionäre. In persönlichen Gesprächen höre ich aber stets eine gewisse Sorge über die wachsende Macht der Indexfonds heraus. Für aktive Investoren, die gezielt in handverlesene Unternehmen investieren, erscheint die Praxis ohnehin skurril; so als würde ein Wähler sein Stimmrecht an einen Berater abtreten, der für ihn in der Wahlkabine das Kreuzchen macht. Die großen ETF-Anbieter sind in Kooperation mit den Stimmrechtsberatern die neue moralische Instanz der Unternehmenswelt. Sie legen die Richtlinien guter Unternehmensführung fest, definieren, was nachhaltig sein soll – und was nicht. Sie nehmen Einfluss auf die Bezahlung der Vorstände.

Diese Machtkonzentration ist eine Schattenseite des ETF-Booms. Wir können nur hoffen, dass das Schattenregime im Sinne der Unternehmen und aller Investoren handelt. Ein frommer Wunsch, wie wir neulich auf der Hauptversammlung eines großen britischen Unternehmens feststellten, als völlig überzogene Boni mit 96 Prozent Zustimmung durchgewinkt wurden.

Wächst das Oligopol weiterhin so stark, kann die Machtfülle auch den Kartellbehörden und Regierungen nicht länger egal sein. Ein ETF mag für den einzelnen Anleger eine sinnvolle, kostengünstige Anlage sein. Wenn aber ein Großteil der Investoren sein Geld in diese Anlagevehikel packt – dann gute Nacht!

Bert Flossbach, 56, machte sich 1998 mit seinem ehemaligen Goldman-Sachs-Kollegen Kurt von Storch als Vermögensverwalter in Köln selbstständig und betreut heute 35 Milliarden Euro.

Neue Götter

Der Einfluss passiver Investoren, die automatisch nur noch die in einem Index enthaltenen Aktien kaufen, wächst rasant. Das wird ein Problem für die Marktwirtschaft – wenn nicht gar für die gesamte Gesellschaft.

Gastkommentar
Bert Flossbach