



## Gar nicht so passiv!

Der Erfolg der börsengehandelten Indexfonds (ETF) beruht auf wissenschaftlichen Erkenntnissen über den Erfolg oder eben den Misserfolg aktiv gemanagter Fonds im Vergleich zu einer rein abbildenden Investmentstrategie, die fälschlicherweise mit dem Adjektiv 'passiv' Eingang in die Umgangssprache gefunden hat. Nun gibt es immer wieder Kritik an den ETF. Zum Teil bezieht sich diese auf die Struktur der Fonds, welche eben nicht immer die zugrundeliegenden Wertpapiere erwerben, sondern teilweise die Wertentwicklung über Derivate abbilden, was im Prinzip der reinen Lehre widerspricht. In manchen Fällen ist dies aus Gründen der Effizienz unumgänglich, andererseits haben die Fondsgesellschaften auf die Anlegersorgen reagiert und eine Vielzahl von Fonds auf die physische Abbildung umgestellt. Oftmals wird kritisiert, dass die Manager der ETF bei einer Abwärtsbewegung der Märkte den negativen Effekt verstärken würden, da sie auf die Rückgaben der Fondsanleger ebenfalls mit Verkäufen reagierten. Diese Argumentation vergisst jedoch, dass auch andere Anbieter Aktien verkaufen müssen, wenn die Investoren ihre Anteile aus Angst vor Kursverlusten zurückgeben. Die Indexfonds reagieren in diesem Fall nur und agieren nicht eigenständig.

Auf einen ganz anderen Aspekt, der so bisher nicht diskutiert wurde, macht nun mit Hans-Joachim Voth ein international hoch dekoriertes und historisch beschlagenes Wirtschaftsprofessor aufmerksam. Er vergleicht die Mega-Fondsgesellschaften - wie etwa BlackRock oder Vanguard - und ihre wirtschaftliche Macht mit den Trusts rund um die Jahrhundertwende von 1900. Deren Erfolgsmodell bestand zum großen Teil darin, dass sie

den Wettbewerb unter den Gesellschaften, an denen sie mehrheitlich beteiligt waren, ausschalteten und sich über Kartelle und Monopole weit überdurchschnittliche Gewinne sicherten. BlackRock und Vanguard verwalten heute zusammen die schwer vorstellbare Summe von 7.500 Milliarden US-Dollar. Der wirtschaftliche Einfluss dieser Gesellschaften beruht nun auf den Beteiligungen an den Aktiengesellschaften, die in dem jeweiligen Index vertreten sind. Konkret: In jedem BlackRock - ETF auf den DAX befinden sich 9 Prozent Bayer und Siemens Aktien, rund 8 Prozent SAP und Daimler und so weiter.

Mit solchen Beteiligungsgrößen sind die Fondsgesellschaften bei den DAX Unternehmen bedeutende Anteilseigner, deren Gewicht sich bei den Hauptversammlungen überproportional niederschlägt, da in der Regel deutlich weniger als die Hälfte der Aktionäre überhaupt bei den jährlichen Zusammenkünften vertreten ist. In ganzen Industrien in den USA besitzen die Indexfonds mittlerweile so viele Aktien, dass sie „ihre“ Unternehmen überreden können, doch weniger in den Wettbewerb zu treten. Voth zählt in seinem jüngst erschienenen Artikel die Pharma-Branche, Fluglinien und den Bankenmarkt als Beispiele dafür auf, dass Preise und Konzentration immer dann höher sind, wenn bei den Unternehmen dieselben Großaktionäre auftauchen. Ob die Indexinvestoren dabei aktiv für die Preisabsprachen sorgen oder subtilere Methoden wählen, lässt sich derzeit nicht beantworten. Wirtschaftliche Gründe für „passive Investoren“ aktiv auf den Wettbewerb einzuwirken, gibt es jedoch. Schließlich liegt es im Interesse der Fondsgesellschaften, dass „ihr“ ETF eine möglichst gute Wertentwicklung aufweist. All dies kann für die Anleger bis zu einem gewissen Punkt durchaus positiv sein. Sollten die Aufsichtsbehörden ähnlich zögerlich auf mögliche Wettbewerbsverzerrungen reagieren, wie damals im Falle der Trusts, dürften noch Jahrzehnte ins Land gehen, bevor Einschnitte zu befürchten wären.