



Foto: istockphoto | yangqi

Was passiert mit meiner Stimme?

ETFs werden immer beliebter. Rund ein Drittel des globalen Anlagevolumens in Aktien wird mittlerweile passiv verwaltet. Damit steigt auch die Macht globaler Vermögensverwalter. Vor allem in stark nachgefragten Indizes bündeln sie signifikante Anteile an den Stimmrechten. Haben die Unternehmen damit leichteres Spiel als mit kritischen und bewussten Aktionären?

Von Matthias von Arnim

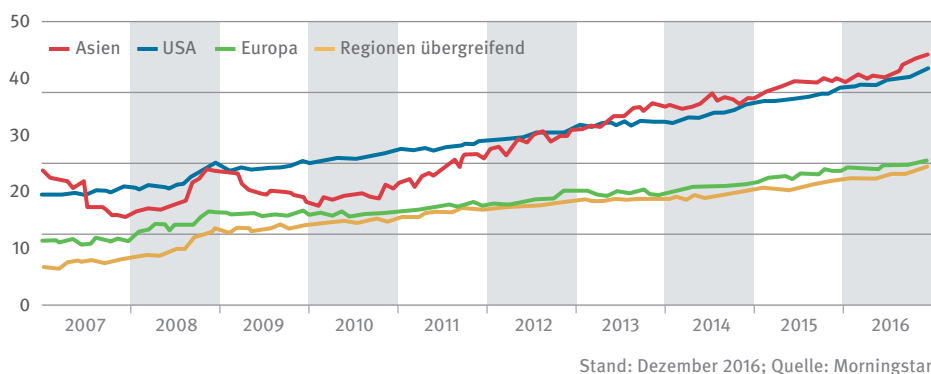
Bei US-Aktien liegt der Anteil passiv gemanagter Fonds inzwischen über 40 Prozent – ihr Gewicht bei Abstimmungen steigt

Exchange Traded Funds (ETFs) sind eine der erfolgreichsten Finanzinnovationen der vergangenen Jahre. Ihr Siegeszug ist leicht zu erklären: Es sind vor allem die Kostenvorteile gegenüber klassischen, aktiv verwalteten Fonds, die Investoren dazu veranlassen, auf passive Instrumente zu vertrauen. Die vergleichsweise hohen Gebühren bei aktiven Fonds liefern indirekt auch ein zweites Argument: Denn aufgrund der damit einhergehenden Kosten schaffen es wenige aktive Fonds, auch über längere Zeiträume ihre Benchmark zu schlagen. Die Idee, in günstigere Produkte zu investieren, die einfach den Index nachbilden, liegt also nahe. Doch der Erfolg der Indexprodukte hat auch

ungewollte Nebeneffekte, die immer deutlicher zutage treten, je mehr Aktien von den einfachen Index-Portfolios geschluckt werden. Der erste kritische Punkt ist eine eher mathematische Frage: Was passiert, wenn die Mehrzahl der Aktien nicht mehr von aktiven Investoren nach dem Prinzip von Angebot und Nachfrage gehandelt, sondern von Fonds gehalten werden, die nur blind auf Marktbewegungen reagieren? Dies dürfte schon sehr bald keine rein theoretische Frage mehr sein. Denn schon heute ist nach Schätzungen von Marktbeobachtern weltweit rund ein Drittel der Aktienanlagen in passiven Instrumenten investiert. Vorreiter sind dabei wie so oft die USA. Dort findet

Weltweit werden immer mehr Aktien von passiven Fonds gehalten

Anteil passiver Fonds am Aktienvermögen in Prozent, Entwicklung der vergangenen zehn Jahre in Prozent



seit Jahren eine massive Umschichtung von aktiven zu passiven Fonds statt. Der Anteil indexbasierter Fonds am amerikanischen Aktienmarkt liegt nach Berechnungen von Morningstar bereits bei mehr als 40 Prozent. Der Trend hat sich zuletzt sogar beschleunigt. Im vergangenen Jahr haben US-Investoren nach Morningstar-Zahlen netto 204 Milliarden Dollar aus aktiven Aktienfonds abgezogen, während den passiven 500 Milliarden zuflossen. Es ist also nur eine Frage der Zeit, bis die Mehrheit des US-Aktienvermögens in passiven Instrumenten steckt.

Konzentration der Stimmrechte

Daraus folgt die zweite kritische Frage, die eine mindestens ebenso große Tragweite hat: Was passiert mit den Stimmrechten der Aktien, die in den passiven Portfolios der großen ETF-Anbieter verwahrt werden? Wie wirkt es sich aus, wenn immer mehr Stimmrechte gar nicht oder nur zögerlich eingesetzt werden? Dass dies kein abstraktes Problem mehr ist, zeigt sich beim Blick auf den Dax: Das US-amerikanische Analyse- und Beratungsunternehmen Ipreo geht davon aus, dass sich rund ein Drittel der Aktien von Dax-Unternehmen mittlerweile in passiv ausgerichteten Portfolios befindet. Und da die meisten Unternehmen mit ihren Stammaktien in den Indizes berücksichtigt werden, wird auf den Hauptversammlungen bei Daimler, Allianz und Co. ein großer Teil der Stimmen direkt oder indirekt von großen institutionellen Vermögensverwaltern über Indexprodukte kontrolliert. In der Öffentlichkeit wird darüber noch wenig debattiert. Fakt ist aber: Privatanleger als

Anteilseigner passiver Produkte üben keine Stimmrechte der in den ETFs verwalteten Aktien aus – bei den Fondsgesellschaften bündelt sich somit immer mehr Macht.

Doch wie gehen sie damit um? „Auf den Hauptversammlungen treten ETF-Anbieter wie iShares, Lyxor oder Vanguard derzeit noch nicht sehr exponiert auf“, erklärt Christiane Hölz von der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW). Einige Anbieter wie Source, die ihre ETFs in Deutschland von Assenagon managen lassen, halten sich sogar komplett zurück. Ein Grund dafür dürfte sein, dass die Indexnachbilder schlicht und einfach nicht alle Unternehmen in jedem Index ständig im Blick behalten können. Um dennoch möglichst einheitliche und stringente Entscheidungskriterien für die trotzdem anfallenden Abstimmungen anzuwenden, haben die meisten großen ETF-Anbieter Regelkataloge entwickelt, die vorgeben, wie bei welcher Managemententscheidung abzustimmen ist. Diese Guidelines berücksichtigen unter anderem ökologische, soziale und politische Aspekte, sogenannte ESG-Kriterien (*Environmental, Social & Governance*).

Das ist im Prinzip gut gemeint. Schließlich sollen Vorstände und Aufsichtsräte möglichst nicht in Personalunion wirken, die Mitarbeiter gut behandelt und wichtige ethische Grundsätze des Geschäftsbereichs beachtet werden. Trotzdem bleibt problematisch, dass sich die Regeln der verschiedenen Fondsgesellschaften zwar in den Formulierungen, meist aber nicht wesentlich in den Zielen und den Inhalten unterscheiden. Bei den Abstimmungen auf

Der Anteil passiv verwalteter Aktienportfolios nimmt seit Jahren zu. Vor allem in den USA. Nach Daten von Morningstar ist der Passiv-Anteil dort in den letzten zehn Jahren kontinuierlich gestiegen und liegt mittlerweile bei 42 Prozent. Für Deutschland schätzt Ipreo das Gewicht auf 29 Prozent. Etwas zurück ist die Schweiz. Im SMI wird nur jede fünfte Aktie passiv verwaltet. Ein Sonderfall ist Asien, wo die massiven ETF-Käufe der Bank of Japan die Statistik verzerren.

Hauptversammlungen verhalten sich die Gesellschaften, die hauptsächlich passive Instrumente anbieten, damit meist ähnlich.

Gesetzgeber verlangt Wahrnehmung

Warum das so ist, wird klar, wenn man sich die Mechanismen im Hintergrund ansieht: Bei der Ausformulierung der Kriterienkataloge für das Abstimmungsverhalten lassen sich die Fondsgesellschaften von sogenannten Proxy Advisors beraten. Dabei handelt es sich um externe Dienstleister, die den Fondsgesellschaften dabei helfen, bei den vielen verschiedenen Hauptversammlungen den Überblick zu behalten. Sie liefern Vorschläge, wie die Stimmen eingesetzt werden sollten, treten bei Bedarf auch stellvertretend auf den Aktionärsversammlungen auf und nehmen die Stimmrechte im Auftrag der Fondsgesellschaft wahr. Dass solche Stimmrechtsberatungen immer wichtiger werden, dürfte nicht zuletzt auch daran liegen, dass institutionelle Investoren zunehmend zur Ausübung ihrer Stimmrechte verpflichtet werden. In Frankreich müssen Investmentfonds seit 2005 ihre Stimmrechte ausüben, in den USA sind die Fondsverwalter seit 2003 dazu aufgefordert, eigene Stimmrichtlinien zu erarbeiten und Abstimmungsempfehlungen von unabhängigen Stimmrechtsberatern zu befolgen, um Interessenkonflikte zu vermeiden. Auch die Schweiz kennt seit 2014 die Stimmrechtspflicht für Pensionskassen, allerdings nicht umfassend, sondern nur bei einigen Themenfeldern, zum Beispiel, wenn es um die Vergütung von Verwaltungsräten und Geschäftsleitung geht. In Deutschland

gibt es solche Auflagen bislang zwar noch nicht. Trotzdem ist die Problematik für die Anbieter sehr präsent, da sie auch in Brüssel längst auf der Agenda steht (siehe Kasten).

Marktmacht bei externen Beratern

Der Einsatz von Proxy Advisors macht vor diesem Hintergrund für die Fondsgesellschaften durchaus Sinn. Problematisch ist allerdings die Machtkonzentration – sowohl bei den ETF-Anbietern als auch bei den Stimmrechtsberatern. Bei den Indexfonds werden 85 Prozent des Kapitals in Europa von nur sechs Anbietern kontrolliert, wobei allein BlackRock mit iShares auf einen Anteil von 49 Prozent kommt. Und bei den Proxy Advisors ist die Konzentration sogar noch weiter fortgeschritten. Das legt eine Untersuchung des Deutschen Investor Relations Verbands offen: Demnach hat der Marktführer ISS (Institutional Shareholder Services) in den USA mit der deutlich kleineren Glass Lewis nur einen bedeutenden Mitbewerber. Seriöse Untersuchungen schätzen, dass dieses Duopol in den USA auf einen Marktanteil von 97 Prozent kommt. In Deutschland teilen sich die beiden den Markt sogar vollständig auf, nachdem der einzige sonst noch am deutschen Markt präsente Anbieter Ivox vor zwei Jahren von Glass Lewis übernommen wurde. Folge der Konzentration ist ein sehr passives Verhalten und auffallende Homogenität bei wichtigen Abstimmungen.

Einer Auswertung des amerikanischen Analysehauses Fundvotes zufolge haben die

meisten Anbieter von Indexprodukten bei Hauptversammlungen von Unternehmen in Nordamerika und Kanada im vergangenen Jahr im Schnitt in mehr als 90 Prozent der Fälle für die Vorschläge des Unternehmensmanagements gestimmt (siehe Grafik Seite 48). Die Zustimmungsquote bei den Fondsgesellschaften mit überwiegend aktiv gema-

Mit den Stimmen der passiven Anbieter konnten Bankvorstände in den USA ihre sportlichen Gehaltswünsche durchsetzen

nagten Portfolios liegt zwar ähnlich hoch. Es gibt jedoch auch Beispiele von Fondsgesellschaften, die ihre Mandate deutlich aktiver wahrnehmen. Dazu zählen etwa die Deka und Union Investment. So hat die Deka eigenen Aussagen zufolge im vergangenen Jahr in 21 Prozent der Fälle gegen Vorschläge des Managements gestimmt, und in dem öffentlichen Bericht zum eigenen Abstimmungsverhalten zeigt Union detailliert auf, dass die Fondsgesellschaft des Genossenschaftsverbands sogar bei jedem dritten Abstimmungsvorschlag gegen das jeweilige Management gestimmt hat. Solche Zahlen zeigen, dass sich gerade Deka und Union durchaus ihrer Verantwortung bewusst sind.

Und das ist auch gut so. Denn welchen Effekt es haben kann, wenn Proxy Advisors zu defensiv agieren, wird an einem Beispiel

aus den USA deutlich: Anfang 2016 wollten sich die Vorstände von Goldman Sachs und Citigroup saftige Gehaltszulagen gönnen, obwohl sie mit ihren Millionengehältern international ohnehin schon zu den Spitzenverdienern unter den Bankvorständen zählten. So sollte etwa Citigroup-CEO Mike Corbat mit dann 20,1 Millionen Dollar pro Jahr 49 Prozent mehr verdienen als im Jahr zuvor. Ein Drittel der Aktionäre lehnte die Gehaltssprünge kategorisch ab. Darunter größere aktive Vermögensverwalter wie die Deutsche Bank, Allianz oder Schroders.

Gehaltswünsche durchgewunken

Doch für die Phalanx der großen passiven Anbieter wie Vanguard, BlackRock und State Street stellten die Gehaltsvorstellungen der Bankmanager kein Problem dar, da sie nicht gegen ihre Kriterien verstießen. Ergebnis: Mit Hilfe der Stimmen aus dem passiven Lager konnten die Vorstände der beiden amerikanischen Großbanken ihre sportlichen Gehaltswünsche schließlich durchsetzen.

Die Branche nahm diese Nebenwirkungen eines allzu passiven Abstimmungsverhaltens sehr bewusst wahr. Rakhi Kumar, Chefin für Corporate Governance bei der Asset-Management-Sparte von State Street, kündigte nach den Abstimmungen bei Goldman und Citigroup an, dass man die Vorgänge zum Anlass nehme, die Regeln zur Managementvergütung noch einmal zu prüfen. Vielleicht ist es deshalb auch kein Zufall, dass sich in den vergangenen Monaten Be-

Proxy Advisors in Deutschland – Brüssel will bestehende Regulierungslücke schließen

Der Markt der Stimmrechtsberater ist de facto nicht reguliert. Mit der Reform der Aktionärsrechte-Richtlinie soll dies nun aber grundlegend geändert werden. Denn auch den Experten und Politikern in Brüssel ist

bewusst geworden, dass institutionelle Anleger, Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater eine immer größere Rolle spielen. Deshalb sollen diese ihre Anlagestrategien, ihre Politik zur Ausübung der

Aktionärsrechte und eventuelle Interessenkonflikte jährlich in einem Bericht offenlegen. Selbst große Player wie ISS und Glass Lewis, die schon heute ihre Abstimmungsleitlinien veröffentlichen, müssen in Zukunft noch tiefere Einblicke in ihre Arbeitsweisen zulassen. Geht es nach den Plänen des EU-Parlaments, könnte die Änderungsrichtlinie noch im ersten Halbjahr 2017 in Kraft treten. Anschließend hat der deutsche Gesetzgeber 24 Monate Zeit, um die Richtlinie umzusetzen. In welchem Umfang dies geschieht, muss sich allerdings zeigen. Zwischen EU-Verabschiedung und deutscher Umsetzung liegt nicht nur viel Zeit, sondern auch eine Bundestagswahl.

Unternehmen	ISS	Glass Lewis	IVOX (Glass Lewis)
Hauptsitz	USA	USA	Deutschland
Mitarbeiter	700	300	10
Kunden weltweit	1.700	1.000	30
Gecoverte Unternehmen	39.000 in 115 Ländern	20.000 in über 100 Ländern	2.200, davon 350 in Deutschland
Guidelines	www.issgovernance.com/policy-gateway/2014-policy-information	www.glasslewis.com/resource/guidelines	Keine eigenen Guidelines. Richtlinien des BVI

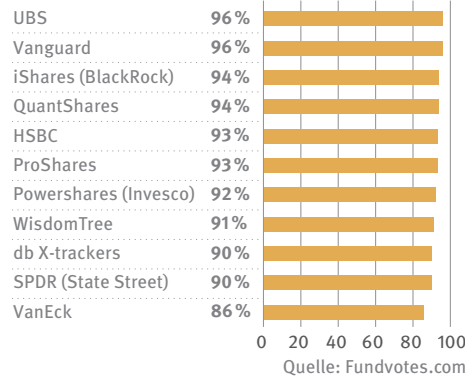
Quelle: Deutscher Investment Relations Verband, IR-GUIDE BAND IX

richte häufen, in denen die Stimmrechtsberater auf Hauptversammlungen gegen Wünsche des Managements votieren – insbesondere, wenn es um die Vergütung der Vorstandsmitglieder geht. Jüngstes Beispiel sind die abweisenden Voten der Stimmrechtsberater gegen den Vergütungsbericht der Credit Suisse. Angesichts der Milliardenverluste der schweizerischen Großbank in den vergangenen beiden Jahren seien die Vergütung für den Verwaltungsrat und die Boni für die Geschäftsleitung zu hoch, monierten der Schweizer Anbieter Ethos und die beiden amerikanischen Marktführer Glass Lewis und ISS einhellig. Die Führungsriege der Credit Suisse beugte sich schließlich und vermeldete einen „freiwilligen“ Verzicht auf 40 Prozent der ihnen vertragsgemäß zustehenden Bonuszahlungen.

Während ISS und Co. zuletzt im Namen ihrer Kunden mehrfach Flagge zeigten, nehmen Fondsgesellschaften wie BlackRock das Heft des Handelns schon länger selbst aktiv in die Hand. „Wir führen unsere Diskussionen mit den Unternehmen allerdings im Vorfeld und nicht auf Hauptversammlungen“, sagt Roland Leithäuser von BlackRock. Der Marktführer unter den Vermögensverwaltern verlässt sich dabei nicht nur auf Proxy Advisors. Man hole zwar bei mehreren Beratern Empfehlungen ein, entscheide dann aber selbst, wie die Stimmrechte eingesetzt werden. BlackRock hat einen globalen Verhaltenskatalog erarbeitet, in dem vorgegeben ist, wie bei verschiedenen Themen abgestimmt wird. Dieser Katalog umfasst neben Fragen zur Vorstandsvergütung auch Aspekte wie Nachhaltigkeit, Mitarbeiterbehandlung oder Diversity Management. „Wir haben ein globales Team, das diese Themen berücksichtigt und sich Gedanken macht, wie wir unsere Stimmkraft einsetzen“, so Leithäuser. BlackRock ist damit Trendsetter. Auch andere große Vermögensverwalter wie Vanguard oder State Street wollen ihren Einfluss zunehmend jenseits der Öffentlichkeit geltend machen. „Wir beobachten, dass die aus Anlegersicht passiven Investoren immer häufiger auf Hauptversammlungen oder bei M&A-Transaktionen aktiv werden und so auch in Geschäftsprozesse und Strategien der Unternehmen eingreifen“, bestätigt Andreas Posavac von Ipreo. Einige Anbieter stimmten mittlerweile bei jeder zehnten Abstimmung gegen die Managementvorgabe.

So stimmten Vermögensverwalter passiver Fonds 2016 in den USA ab

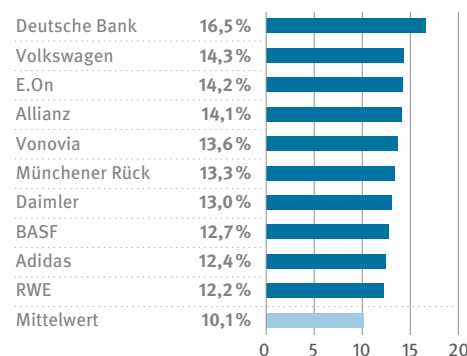
Vorstandsentscheidungen angenommen ...



Fluch und Segen aktiven Verhaltens

Werden Fondsgesellschaften aktiver, sind allerdings ganz andere Nebenwirkungen denkbar. Schließlich könnten sie auch eigene Interessen verfolgen. Mit welchen Zielsetzungen und in welcher Art und Weise passive Verwalter von großen Aktienpaketen ihre geliehene Macht aktiv nutzen könnten, hat im vergangenen Jahr die deutsche Monopolkommission in ihrem Jahresbericht in einem eigens den passiven Investments gewidmeten Kapitel beschrieben. Die Autoren warnen: Wer Investmentprodukte anbietet, die beispielsweise mithilfe eines Index eine bestimmte Branche abbilden, könnte ein Interesse daran haben, dass möglichst alle im Index vertretenen Unternehmen gut performen. Eine scharfe Konkurrenzsituation

Anteile von 10 großen ETF-Anbietern an Dax-Unternehmen (Auswahl)*



*Amundi, BlackRock, ComStage, db X-trackers, Deka, Lyxor, Source, State Street, UBS, Vanguard; Quelle: Ipreo, Stand: Januar; nur öffentlich zugängliche Daten

unter den im Index vertretenen Unternehmen ist dieser Annahme zufolge nicht wünschenswert. Die Gesamtmarktrendite gehe vor. Die Folge könnte sein, so die Autoren, dass die Shareholder mit ihrem Einfluss insgesamt auf weniger Wettbewerb hinwirken. Dazu müssten die verschiedenen Investoren nicht einmal miteinander verflochten sein. Die Interessengleichheit reiche schon als Ansporn. Verschärfend kämen jedoch tatsächlich auch Verbandlungen unter den Fondsgesellschaften hinzu, deckt die Monopolkommission in dem Bericht auf. So hielten beispielsweise Vanguard, State Street und Wellington Anteile von jeweils über sechs Prozent direkt an BlackRock. Zusätzlich halten alle drei Gesellschaften bis über zehn Prozent an der Beteiligungsgesellschaft PNC Financial Services Group, die wiederum der größte Anteilseigner von BlackRock ist. Umgekehrt hält BlackRock Anteile an State Street und Vanguard. „Diese Verflechtung unter institutionellen Investoren unterstreicht zusätzlich die Annahme einer Interessengleichheit“, resümiert die Monopolkommission. Die Fondshäuser sehen diese Gefahr erwartungsgemäß nicht. „Den Vorwurf der Wettbewerbsverzerrung können wir nicht nachvollziehen. Wir haben ein großes Interesse daran, dass es in allen Branchen Wettbewerb gibt und Fortschritte erzielt werden“, so Leithäuser von BlackRock. Auch die Deka sieht sich als aktiver Akteur, der vor allem das Wohl der Anteilseigner im Blick hat. „Corporate Governance ist für uns ein besonderes Anliegen, weil wir in verantwortungsvoller Unternehmensführung den Schlüssel für nachhaltige Wertsteigerung sehen“, erklärt Deka-Geschäftsführer Michael Schmidt im hauseigenen ETF-Newsletter. Die Vertretung der Interessen und die Stimmrechte der Fondsanleger hätten deshalb einen hohen Stellenwert.

So bleibt der Markt in einem schwierigen Spannungsfeld: Auf der einen Seite kommen die ETF-Anbieter angesichts ihrer stetig steigenden Marktanteile nicht umhin, sich auch Gedanken zu machen, wie mit der zunehmenden – von den Anlegern geliehenen – Stimmengewalt umzugehen ist. Andererseits verstehen sie sich als passive Investoren per Definition nicht als aktive Mitgestalter in den Unternehmen. Dass die Lücke von einigen wenigen Proxy Advisors gefüllt wird, dürfte kaum die richtige Lösung sein.