

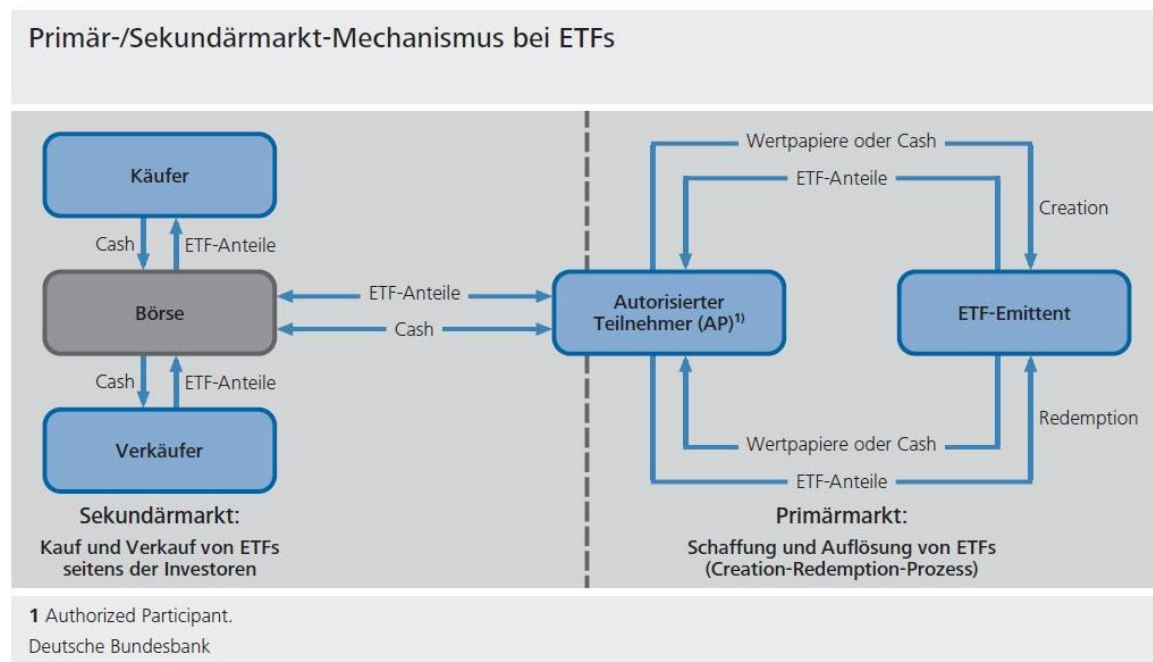
## Nachhaltige ETFs – macht das Sinn?

Stefan Fritz

Das Wachstum von ETFs („Exchange-Traded Funds“) scheint unaufhaltsam. Gemäß einer Studie des Datenanbieters Morningstar stieg das Volumen der im europäischen Markt angebotenen ETFs Ende 2017 auf 670 Milliarden Euro. Vier Jahre zuvor waren es erst 284 Milliarden Euro. Weltweit wurden sogar 5,15 Billionen US-Dollar in ETFs verwaltet. Die Rekordzuflüsse erklären sich unter anderem dadurch, dass diese Fonds landläufig als leicht nachvollziehbare und günstige Produkte gelten. Mit nachhaltigen ETFs würden Anleger\*innen demnach günstige Fonds erwerben, die gut fürs Gewissen sind. Wer daran zweifelt und überlegt, ob diese Fonds eine ökonomisch sowie sozial-ökologisch sinnvolle Anlagemöglichkeit sind, ist auf dem richtigen Weg.

### ETF-Markt weist risikoreiche Strukturen auf

Schaut man sich ETFs genauer an, so stellt sich heraus, dass die Strukturen hinter einem ETF alles andere als leicht nachvollziehbar sind. Der Kauf und Verkauf von ETF-Anteilen erfolgt über die Börse. Im Gegensatz zur einmal täglichen Preisfeststellung bei aktiv gemanagten Publikumsfonds findet bei ETFs eine fortlaufende Preisstellung statt. Dies erfordert eine komplexe Handelsarchitektur. Anleger\*innen handeln nicht direkt mit dem ETF-Emittenten. Dazwischen geschaltet ist ein sogenannter Authorized Participant (AP). Er agiert als Mittelsmann zwischen Käufern/Verkäufern, bzw. dem Börsenhandel und dem ETF-Emittent. APs sind typischerweise große Finanzinstitute, wie etwa Bank of America, Barclays, Deutsche Bank, HSBC und weitere, die in vielen Fällen ebenfalls als ETF-Anbieter aktiv sind. Sie ermöglichen in einem mehrstufigen Prozess den Handel und bringen je nach Bedarf neue Anteile („Creation Units“) in Umlauf.



In Stressphasen, wenn es zu heftigen Kursverlusten an den Aktienmärkten kommt, hat diese Konstellation mitunter fatale Folgen. Es besteht das Risiko, dass die Wertverluste von ETFs die Verluste ihres Referenzindizes übersteigen. Auf einen Grund dafür wies das „Financial Stability Board“ 2017 ausdrücklich hin. So seien APs nicht dazu verpflichtet, ETF-Anteile jederzeit auszugeben oder zurückzunehmen. Sie tun dies nur dann, wenn dies in ihrem eigenen Interesse liegt. Kommt es also zu einer Marktsituation, in der wenige oder keine APs mehr bereit sind, ETF-Anteile zu handeln, sind diese nur noch mit deutlichen Abschlägen oder gar nicht mehr verkäuflich.

Dies ist auch deswegen als kritisch anzusehen, weil der Markt mittlerweile oligopolistische Strukturen angenommen hat. Drei Anbieter vereinen den überwiegenden Anteil des globalen Anlagevolumens der ETFs auf sich: Vanguard, BlackRock (iShares) und State Street Global Advisors. Hohe Markteintrittshürden verhindern Wettbewerb. Bei weiter steigenden ETF-Volumina kann dies sogar dazu führen, dass eine Handvoll von ETF-Vermögensmanagern in hohem Maße Stimmrechte großer Aktiengesellschaften ausüben und somit die Kontrolle über diese Unternehmen erlangen könnte – mit unabsehbaren Folgen für die Governance von Unternehmen und Finanzmärkten. Davor warnte nicht irgendwer, sondern John Bogle, der „Erfinder“ von ETFs, in einem kurz vor seinem Tod erschienen Beitrag für das Wall Street Journal.

### **Synthetische ETFs ohne positive sozial-ökologische Wirkung**

Aus Nachhaltigkeitsicht betrachtet sind die Probleme noch gravierender. Auch wenn es am Markt (bisher) keine allgemein anerkannte Definition gibt, was eine nachhaltige Kapitalanlage ausmacht, so gibt es zumindest einen gemeinsamen Nenner: Projekte und Unternehmen finanzieren, die bestimmte sozial-ökologische Kriterien erfüllen. Um dies zu erreichen, muss Kapital in der realen Wirtschaft allokiert werden. Bereits hier lauert der erste Stolperstein. Denn ETFs unterscheiden sich deutlich voneinander. Auf der einen Seite gibt es replizierende (oder „physische“) ETFs, die einen Fonds durch Kauf bzw. Verkauf der Inhalte des Referenzindex nachbilden. Bei der Vollreplikation geschieht dies zu 100%, (also bspw. alle Titel des DAX in der entsprechenden Gewichtung enthält), beim „Sampling“ nur teilweise. So weit, so gut.

Auf der anderen Seite gibt es aber auch so genannte synthetische ETFs. Dabei handelt es sich um Fonds, die gar nicht direkt in Indextitel investieren. Das Portfolio setzt sich vielmehr aus Swaps, also derivativen Finanzinstrumenten zusammen, mit denen künstlich der Index nachgebildet werden soll. Eine positive gesellschaftliche Wirkung ist bei diesen ETFs nicht erkennbar.

### **Der sozial-ökologische Auswahlprozess vieler ETFs bleibt ohne Wirkung**

Doch welche Wirkung haben replizierende ETFs, die Nachhaltigkeitskriterien berücksichtigen? Die überwiegende Mehrheit der am Markt verfügbaren ETFs bilden die großen Börsenindizes ab (MSCI World, FTSE Russell, etc.). Für diese Börsenindizes haben ETF-Anbieter in den vergangenen Jahren Nachhaltigkeits-ETF-Paletten entwickelt. Die Praxis zeigt, dass Anbieter ihre Referenzindizes vorrangig anhand von Finanzkennzahlen wie der Marktkapitalisierung erstellen. Erst danach spielen Nachhaltigkeitskriterien eine Rolle. Die bekannten Indizes setzen sich demnach aus großen Unternehmen zusammen. Kleine und mittlere Unternehmen, die z.B. in Deutschland die Energiewende vorangetrieben haben und häufig innovative Geschäftsmodelle vorantreiben, finden keine Beachtung.

Der sozial-ökologische Auswahlprozess orientiert sich dabei in der Regel an der gängigen Branchenaufteilung. Es sollen die Unternehmen jeder Branche mit der besten Nachhaltigkeitsleistung ausgewählt werden (Best-in-Class). Ein Fokus auf Branchen mit positiver nachhaltiger Wirkung wird selten gelegt oder hat nur Einfluss auf die Gewichtung, nicht die Auswahl von Indextiteln. Dadurch bleiben häufig kontroverse Branchen und Unternehmen im Portfolio. Dies hat beispielsweise zur Folge, dass aktuell im FTSE All-World Russell Green Revenues Index ein Ölkonzern, im Dow Jones Sustainability Index World sogar zwei andere Ölkonzerne unter den Top 10-Werten gelistet sind.

Einzelne aktiv gemanagte Nachhaltigkeitsfonds, darunter diejenigen der GLS Bank, nehmen gezielt an Anleiheemissionen und Kapitalerhöhungen teil, um Unternehmen Kapital direkt zur Verfügung zu stellen. Denn gerade die Direktfinanzierung stellt einen Hebel für eine hohe sozial-ökologische Wirkung dar. Diese Zielsetzung steht bei ETFs aufgrund ihrer Handelsstruktur nicht im Vordergrund.

### **Was ein strenger Nachhaltigkeits-ETF leisten sollte**

Doch wie könnte dann ein strenger Nachhaltigkeits-ETF aussehen? Die gute Nachricht: viele der genannten Defizite sind kein inhärentes Problem von ETFs. So kann bei der Definition des Ausgangsuniversums bereits sichergestellt werden, dass sozial-ökologische Kriterien eine wesentliche Rolle spielen. Dies ist am Markt bei kleinen Indizes wie dem Natur-Aktien-Index (30 Werte) oder dem Global Challenges Index (50 Werte)

der Börsen Hamburg-Hannover der Fall. Auch stellt die Direktfinanzierung von Unternehmen kein unüberwindbares Problem dar. Die schlechte Nachricht: Idealerweise sollte ein wirkungsvolles Nachhaltigkeitsresearch die Qualität der Indextitel überwachen und Mechanismen entwickeln, kontroverse Titel auszuschließen bzw. durch Engagement bzw. Einflussnahme auf die Unternehmen auf eine Verbesserung hinarbeiten. Hier zeigt sich die Kehrseite von ETFs. Denn geringe Kosten führen zu geringen Einnahmen, die diese Mechanismen ggf. nicht finanzierbar machen.

**Fazit: Bei der Auswahl von ETFs müssen Anleger genau hinschauen**

So unkompliziert und einleuchtend das Konzept passiv verwalteter Fonds auf den ersten Blick erscheint, so wichtig ist es, sich kritisch mit ETFs auseinanderzusetzen. Bereits die Abwicklung des ETF-Börsenhandels ist hochkomplex. Anleger stoßen auf eine vielschichtige Handelsstruktur, die zum Teil schwer durchschaubare finanzielle Risiken birgt. Um keine Fehlentscheidung zu treffen, müssen Investoren sehr aufmerksam die Fondsbestimmungen durchlesen. Auch aus Nachhaltigkeitssicht weist der derzeitige ETF-Markt klare Defizite aus. Denn passive Fonds bilden die derzeitige Marktentwicklung ab. Für eine nachhaltigere Welt müssen Finanzströme aber bewusst in soziale und ökologische Geschäftsmodelle umgelenkt werden. Daher sollte ein Index strenge Nachhaltigkeitskriterien aufweisen. Dies können am Markt (bisher) noch sehr wenige Indizes leisten.