

## ETF-HANDEL

### Börsenhandel

In Europa laufen etwa 30 Prozent des ETF-Umsatzes über die verschiedenen Börsen. Diese Umsätze und Kurse sind für alle Marktteilnehmer sofort sichtbar.

### OTC-Handel

Rund 70 Prozent des ETF-Handelsvolumens entfallen in Europa auf den außerbörslichen Handel (OTC). Diese Transaktionen werden erst mit Verzögerung sichtbar.

### Liquidität der Wertpapiere in ihrem Primärmarkt

Die wichtigste Quelle der Liquidität eines ETF ist der unterliegende Markt, also beispielsweise Xetra. Authorised Participants können diese Liquidität leicht nutzen.

**Liquidität im ETF-Handel:** Nicht alles ist sichtbar

# Tiefer und liquider Markt

**ETFs nutzen tiefe Märkte und geniale Prozesse. Doch nur wenige Anleger wissen genau, wie der Handel hinter den Kulissen abläuft – und wie sie zu den besten Preisen kaufen und verkaufen**

VON FRANK MOHR

**W**er in ETFs investiert, verbringt mit der Auswahl des geeigneten Produkts typischerweise mehr Zeit als mit dem Kauf oder Verkauf an sich. Zwei Klicks bei der Online-Bank – fertig. Aber wie kommen eigentlich die Preise zustande und woran erkennt man, ob ein ETF liquide ist? Wer sorgt dafür, dass der Handel reibungslos abläuft? Und worauf sollten Anleger bei der Ausführung von ETF-Orders achten?

Neben dem ETF-Anbieter selbst spielen im Markt vor allem drei Akteure die Hauptrollen: Market Maker, Designated Sponsor und Authorized Participant oder AP. Sie übernehmen unterschiedliche, ineinandergreifende Aufgaben. Ziel ist es, dass jeder ETF mit Kauf- und Verkaufspreisen versehen ist – auch wenn nicht alle Märkte geöffnet sind oder es an der Börse einmal etwas turbulenter zugeht.

Um in Deutschland einen ETF an der Börse zu registrieren, müssen die Fondsgesellschaften mit ETF-Market-Makern Kontakt aufnehmen. An

Xetra, der größten europäischen Börse für ETFs mit derzeit rund 2000 gelisteten Produkten, sind insgesamt 19 Market Maker registriert. Anders als im Aktienhandel, wo sich Käufer und Verkäufer direkt an der Börse treffen und damit den Kurs einer Aktie feststellen, sorgen im ETF-Handel die Market Maker dafür, dass die ETFs jederzeit mit einem Kauf- sowie Verkaufskurs versehen sind.

Die Kurse werden täglich vor Beginn des Handels neu berechnet. Beispiel für einen Dax-ETF: Der Anbieter des ETF stellt den Market Makern in Form der sogenannten Portfolio Composition Files (PCF) die genaue Zusammensetzung des ETF zur Verfügung. Aus dieser Datei geht die tagesaktuelle Gewichtung jeder einzelnen Aktie im Dax-ETF hervor. Damit sind die Market Maker in der Lage, den exakten – beziehungsweise inneren – Wert des ETF zu berechnen.

Auf dieser Basis legen sie die Kauf- und Verkaufskurse für den ETF fest. Diese Spanne wird Spread genannt und enthält alle Kosten, die bei dem Market Maker anfallen, wenn er die unterlie-

>>>

genden Wertpapiere kaufen oder verkaufen muss. Ebenfalls enthalten sind eventuelle Steuern oder Gebühren auf Fremdwährungsgeschäfte sowie der Ertrag, den der Market Maker erzielen will.

Anders als ein Market Maker, der ungebunden agieren kann, muss der Designated Sponsor nach den Vorgaben der Deutschen Börse handeln. Zu beachten sind beispielsweise Grenzen für maximale Preisspannen sowie Mindestgrößen für Handelsvolumina, um eine hohe Qualität bei der Bereitstellung von Liquidität zu gewährleisten. Mindestens ein Market Maker muss sich auch als Designated Sponsor registrieren lassen, damit ein ETF an der Börse gehandelt werden kann. Zurzeit arbeiten 14 der an Xetra registrierten Market Maker auch als Designated Sponsoren. Häufig sind zwei bis drei Designated Sponsoren pro ETF registriert – etwa 80 Prozent der ETFs werden von mindestens zwei betreut.

**Entscheidende Funktion.** Eine dritte Rolle im ETF-Handel nimmt der Authorized Participant (AP) ein. Er hat das Recht, neue ETF-Anteile bei einem Anbieter zu zeichnen oder ETF-Anteile in dem sogenannten Creation-Redemption-Prozess zurückzugeben. In der Regel, aber nicht zwangsläufig sind Market Maker und Designated Sponsoren auch AP bei den ETF-Anbietern.

Einige dieser Marktteilnehmer sind Unternehmen, die sich mit ihren Handelssystemen auf das Quotieren von ETFs spezialisiert haben. Nur wenige Banken verfügen über die technologischen Voraussetzungen, um ETFs in der benötigten Prä-

zision zu berechnen und entsprechend an den Sekundärmärkten, also den Börsen oder alternativen Handelsplätzen, zu quotieren. Die Société Générale ist einer der größten ETF-Market-Maker in Europa und agiert an allen großen europäischen Börsen.

**Einzigartiger Prozess.** Es gibt im ETF-Business noch einen bedeutenden Unterschied zum Handel mit Aktien und zur Geldanlage in klassischen Investmentfonds: Der ETF-Handel gewinnt seine Liquidität vor allem durch den Creation-Redemption-Prozess, mit dem fortlaufend Nachfrage und Angebot ausgeglichen werden können.

Dieser Prozess läuft im Primärmarkt ab: Wenn ein Market Maker eine Kauforder für einen ETF erhält, den er nicht selbst im Bestand hat, dann kann er die gewünschte Anzahl an ETF-Anteilen „kreieren“ und so seine Lieferverpflichtung erfüllen. In der Rolle als AP zeichnet er bei dem ETF-Anbieter neue Anteile zum Net Asset Value (NAV), also zum Gesamtwert aller im ETF enthaltenen Wertpapiere. Im Ausgleich liefert der AP dann die notwendigen Aktien mit der passenden Gewichtung an den ETF-Anbieter. Diese Aktien hat der Market Maker bereits als Hedge-Position gekauft, als er die ETF-Anteile an den Anleger verkauft hat.

Im Zuge dieser „Creation“ bekommt der ETF die Aktien, die er halten muss, um den Index abzubilden, und der Market Maker erhält die ETF-Anteile, die er an den ursprünglichen Käufer an der Börse liefern muss – in der Regel innerhalb von zwei Tagen. Spiegelverkehrt läuft der Vorgang,

>>>

## Drei Möglichkeiten, ETFs zu handeln

Bei Kauf und Verkauf eines ETF können Investoren zwischen drei grundsätzlichen Ausführungsmethoden wählen – abhängig vom Ordervolumen und ihren individuellen Bedürfnissen:

<b>Risk-Price</b>	Investor sendet eine Anfrage zur sofortigen Ausführung. Mehrere Market Maker können konkurrieren. Investor erhält einen Preis für das gesamte Geschäft. Sofortiger Risikotransfer vom Investor auf den ETF-Market-Maker.
<b>Agency/Algo</b>	Investor beauftragt einen Agency Broker mit der Ausführung. Auswirkungen der Ausführung werden begrenzt. Ausführung kann mit dem Fair Value verglichen werden. Investor ist bis zur finalen Ausführung den Marktschwankungen ausgesetzt.
<b>Net Asset Value (NAV)</b>	Investor möchte Ausführung zum Net Asset Value (NAV). Investor bekommt einen Spread +/- zum NAV angezeigt. Finaler Ausführungspreis steht erst nach Veröffentlichung des NAV fest. Risikotransfer findet erst mit Festlegung des NAV statt.

Quelle: Société Générale

wenn die Nachfrage sinkt und Anleger ETF-Anteile verkaufen möchten. Dann werden im Zuge der „Redemption“ ETF-Anteile gegen Dax-Aktien zurückgetauscht.

Der Creation-Redemption-Prozess erlaubt es den Market Makern jederzeit, Kauf- und Verkaufskurse für die ETFs zu stellen. Ausschlaggebend ist immer der Markt, der für den jeweiligen ETF die Grundlage bildet – seien es Dax-Aktien, Unternehmensanleihen oder bestimmte Themen, wie Digitalisierung oder Cybersicherheit. Solange dieser Markt liquide ist, wird ein Market Maker in gewöhnlichen Marktphasen Preise für einen ETF stellen, unabhängig davon, ob man an der Börse zehn, 100 oder 1000 Stück auf der Kauf- oder Verkaufsseite sieht.

ETF-Investoren könnten auch ein Vielfaches dieser Mengen handeln, da die Market Maker in der Rolle des AP durch den beschriebenen Primärmarkt-Mechanismus stets auf den unterliegenden Wertpapiermarkt zugreifen können. Dabei ist der unterliegende Primärmarkt sogar größer als der für alle Anleger sichtbare Handel des ETF im Sekundärmarkt – ähnlich einem Eisberg, dessen größter Teil sich unter der Wasseroberfläche befindet (s. Schaubild S. 36).

**Regelmäßig faire Kurse.** Bei ETFs mit höheren Volumina ist in der Regel auch der Handel aktiver, da deutlich mehr Käufer und Verkäufer im Orderbuch stehen. Die Liquidität eines ETF definiert sich also nicht nur über die Anzahl der Anteile, die man an der Börse sieht. Auch ETFs mit einem geringen ausstehenden Volumen können hochliquide gehandelt werden, solange der unterliegende Markt liquide ist.

Etwas komplexer ist der Prozess bei globalen Indizes. Da nicht immer alle Märkte gleichzeitig geöffnet sind, arbeiten die Market Maker mit Annahmen. Ihre Handelsprogramme berechnen die Aktien von geschlossenen Märkten mit Werten aus anderen Informationsquellen, etwa aus Futures-Märkten, die deutlich längere Handelszeiten haben als die unterliegenden Kassa-Märkte. Dies versetzt die Market Maker in die Lage, Preise für ETFs zu stellen – auch in volatilen Marktphasen.

Dank des einzigartigen Creation-Redemption-Prozesses sind ETFs bisher stets handelbar geblieben; teilweise mit weiteren Spreads, aber immerhin handelbar. Erhebungen von ETF-Anbietern zeigen, dass während volatiler Marktphasen sogar mehr Market Maker und APs aktiv sind als in normalen Zeiten, da der Handelsumsatz typischerweise mit der Volatilität am Aktienmarkt steigt. Grund-

sätzlich gilt: Sind die unterliegenden Märkte liquide, werden auch die entsprechenden ETFs liquide handelbar sein.

**Verschiedene Wege.** Im institutionellen Bereich findet ein großer Teil des Handels – teils bis zu 80 Prozent – im Over the Counter (OTC)-Segment statt. Die Investoren gehen dabei in direkten Kontakt mit Market Makern, sehr häufig über sogenannte Request-for-Quote-Plattformen. Dabei fragt der Investor mehrere Market Maker an, die er dazu in Konkurrenz setzt, und der beste Preis erhält in der Regel den Zuschlag. Investoren können auf diese Weise ihre „Best Execution“-Vorgaben erfüllen – wobei sich „Best Execution“ nicht nur über den Preis definiert. Durch die schiere Vielfalt europäischer ETFs, zusammen mit ihren einzigartigen Liquiditäts- und Risikomerkmale, sind verschiedene Ausführungsstrategien durch die Marktteilnehmer entwickelt worden (siehe Tabelle S. 38).

Im ETF-Handel gibt es allerdings nicht „den“ besten Weg. Es ist wichtig, sich vor der Ausführung der Geschäfte über die Auswirkungen zu informieren. Vor einem Auftrag sollten sich Anleger in jedem Fall mit dem infrage kommenden ETF beschäftigen: einerseits mit dem Index, den Kosten und den Performance-Daten sowie andererseits mit der Ausführung des Geschäfts – damit nicht wertvolle Basispunkte verloren gehen, die man vorher aufwendig in der Produktanalyse erarbeitet hat. III



## DER AUTOR

**FRANK MOHR** ist Global Head ETF Sales Trading bei der Société Générale. Zuvor leitete er die ETF-Market-Making-Plattform der Commerzbank, deren Aufbau er seit 2005 verantwortete.

Foto: Société Générale

### STATISTIK

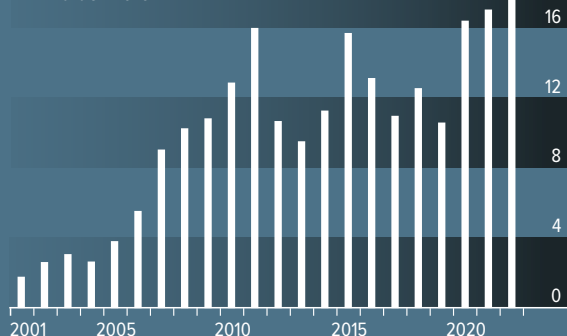
## Neues Rekordjahr für ETFs

Trotz schwacher Aktien- und Anleihenmärkte entpuppte sich 2022 als sehr starkes Jahr für den ETF-Handel in Deutschland. An Xetra, der Handelsplattform der Deutschen Börse, erreichten sowohl die ETF-Handelsumsätze als auch die Zahl der notierten ETFs neue Höchstmarken. Im vergangenen Jahr kamen zudem so viel neue ETFs an die Börse wie nie zuvor. Nach Angaben der Börse wurden 480 neue ETFs gelistet. Am Jahresende 2022 notierten damit insgesamt 2002 ETFs an Xetra. Der ETF-Handelsumsatz auf Xetra erhöhte sich im vergangenen Jahr um 14 Prozent und erreichte die Rekordmarke von 232,8 Milliarden Euro.

Unter den Neuzugängen dominierten wieder einmal die ESG-ETFs. „ETFs mit Nachhaltigkeitsansätzen zählten zu den besonderen Wachstumstreibern, wie schon in den vergangenen Jahren“, berichtet Stephan Kraus, Leiter des ETF-Segments der Deutschen Börse. ESG-ETFs machten 2022 mit 198 Produkten oder 41 Prozent den größten Teil der Neuzulassungen im ETF-Segment der Deutschen Börse aus. Auch beim Handelsumsatz spielten die ESG-ETFs mit einem Zuwachs von elf Prozent vorn mit. Zum Jahresende waren 733 ETFs mit Nachhaltigkeitsfokus auf Xetra handelbar. Jeder dritte auf Xetra gehandelte ETF verfolgt damit inzwischen einen nachhaltigen Ansatz. Das von ESG-ETFs verwaltete Vermögen erreichte bis Ende 2022 ein Volumen von 236 Milliarden, das war ein Zuwachs um 18 Prozent gegenüber dem Vorjahr.

### Umsätze im Aufwind

Handelsvolumen mit ETFs im Xetra-Handel in Milliarden Euro



Quelle: Deutsche Börse

## Exchange Traded Funds an Xetra

### Die größten ETFs

	Fondsvolumen* in Millionen Euro
iShares Core S&P 500 (Acc)	49 237
iShares Core MSCI World	44 127
Vanguard S&P 500	26 621
iShares Core MSCI EM IMI (Acc)	14 766
iShares Core FTSE 100 (Dist)	12 836
iShares Core S&P 500 (Dist)	11 644
Invesco S&P 500 Acc	11 075
iShares Core EUR Corp Bond (Dist)	9 395
Vanguard FTSE All-World	8 908
Xtrackers MSCI World 1C	8 070

### Die umsatzstärksten ETFs

	Handelsvolumen** in Millionen Euro
iShares Core MSCI World	458
iShares Core DAX (Acc)	449
iShares Core MSCI Europe (Dist)	369
iShares Core EURO STOXX 50 (DE)	357
iShares STOXX Europe 600 (Dist)	278
iShares Core S&P 500 USD (Acc)	226
iShares EURO STOXX (DE)	201
Xtrackers DAX 1C	187
iShares Global Clean Energy (Dist)	174
iShares EURO STOXX Banks 30-15 (Dist)	156

### Die umsatzstärksten ESG-ETFs

	Handelsvolumen** in Millionen Euro
iShares Global Clean Energy USD (Dist)	173,6
iShares MSCI USA SRI USD (Acc)	121,8
iShares MSCI World SRI EUR (Acc)	81,2
iShares MSCI USA ESG Enhanced USD (Acc)	77,8
UBS ETF MSCI World Socially Responsible	50,2
VanEck Semiconductor – USD Acc	48,9
iShares EUR Corp Bond 0–3yr ESG	48,3
iShares MSCI Europe SRI EUR (Acc)	42,0
iShares Automation & Robotics USD (Acc)	40,8
iShares EUR Corp Bond ESG EUR (Dist)	37,4

\*Stand: 28.2.23; \*\*Monatsdurchschnitt 1.12.22 bis 28.2.23; Quelle: Deutsche Börse