

Flaschenhals Basiswert

Am Morgen des 24. August 2015 gerieten die Preise von ETF enorm unter Druck. Ein Rückschluss auf eine mangelnde Liquidität ist jedoch voreilig. Ein ETF kann immer nur so liquide sein wie die Aktien seines zugrundeliegenden Index.

Am 24. August sahen sich die amerikanischen Börsenwächter gezwungen, aktiv ins Geschehen einzugreifen, da sie aufgrund schlechter Zahlen aus China Turbulenzen befürchteten. Sie riefen die Regel 48 aus. Diese besagt, dass die Market Maker die Preisindikation für Wertpapiere nicht, wie es üblich ist, vor Handelsstart bereitstellen müssen. Diese Massnahme soll starke Kursauschläge zu Handelsbeginn und panikartige Verkäufe verhindern. In den vergangenen Jahren wurde die Regel immer wieder dazu genutzt, um eine sanfte Börseneröffnung zu ermöglichen.

Bei einzelnen ETF führte die Inkraftsetzung der Regel zu einem Kursrückgang von bis zu 30 Prozent; die Produkte lagen weit unter dem fairen Wert ihrer Basiswerte. Bei den Aktien dagegen funktionierte die Massnahme. Grund dafür ist die spezielle Konstruktion von ETF.

ETF können keine Wunder bewirken und mehr Liquidität bieten, als tatsächlich vorhanden ist.

Im Primärmarkt werden neue ETF-Anteile durch den Creation-Prozess kreiert. Dabei tauschen die Market Maker Aktienkörbe gegen Fondsanteile, wobei die jeweiligen Wertpapiere vorgängig gekauft werden müssen. Die neu geschaffenen Anteile können anschliessend den Investoren verkauft werden. Der Redemption-Prozess beschreibt den umgekehrten Vorgang: Die Fondsgesellschaft verkleinert die Anzahl der Fondsanteile, der Market Maker er-

hält den Wertpapierkorb zurück.

Der Creation-/Redemption-Prozess führt zu einer guten Handelsqualität, also einem Preis, der nahe beim indikativen Nettoinventarwert (iNAV) liegt. Dieser beschreibt den aktuellen Wert des Aktienkorbs, der dem ETF zugrunde liegt. Entfernt sich der Preis des ETF zu weit vom Nettoinventarwert, bieten sich den Arbitrageuren Chancen. Befindet sich der ETF-Preis über dem

iNAV, kaufen Market Maker oder andere autorisierte Teilnehmer die zugrundeliegenden Aktien am Kapitalmarkt und tauschen sie mit dem Emittenten gegen ETF-Anteile. Im Anschluss können sie die Produkte auf dem Sekundärmarkt weiterveräußern. So steigern die Market Maker ihren Verdienst und die Preise nähern sich wieder ihrem eigentlichen Wert an. Doch Market Maker müssen sich selber auch absichern. Dies ist schwieriger, wenn beispielsweise die Märkte illiquide oder sogar geschlossen sind. In einem solchen Fall muss der faire Wert des ETF geschätzt werden.

Market Marker können nicht zaubern

An besagtem Tag im August geschah genau das: Die Kurse einiger S&P-500-Werte waren nicht verfügbar. «ETF können dann auch keine Wunder bewirken und mehr Liquidität bieten, als tatsächlich vorhanden ist», sagt Andreas Homberger von Hinder Asset Management. «Aufgrund der vielen nicht aufeinander abgestimmten Handelsunterbrechungen

WEITER S. 05 >>>

>>> bei Einzelaktien, ETF und anderen Finanzinstrumenten war der Arbitragemechanismus ausser Kraft gesetzt, der normalerweise dafür sorgt, dass Preisdifferenzen sofort ausgeglichen werden. Das kann zu den enormen Kursdifferenzen beigetragen haben», sagt Eric Wiegand, ETF-Strategie bei der Deutschen Asset & Wealth Management, gegenüber der Frankfurter Allgemeinen Zeitung. Für die Market Maker war es eine Herausforderung, Preise zu stellen. Die Phantasiepreise verwundern somit nicht. Zwar versuchten Vermögensverwalter die Arbitragemöglichkeit zu nutzen, konnten aber nicht handeln. Laut Marktteilnehmern war es den Market Makers wohl lieber, die Phase abzuwarten und nicht zu handeln.

Laut Homberger müsste es eine vernünftige Regel geben, wodurch auch ETF von einer Handelsaussetzung einzelner Aktien betroffen wären. Über eine solche Lösung oder andere Massnahmen in einer Stresssituation diskutieren nun Börsenvertreter, Market

Maker und ETF-Anbieter. «Dass ETF sich an diesem Morgen als so fragil erwiesen haben, wirft viele Fragen auf und zeigt, dass es Zeit sein dürfte, das gesamte ETF-Ökosystem erneut zu überprüfen», so Luis A. Aguilar, Kommissar der US-Aufsichtsbehörde SEC.

Nach knapp zwei Stunden hatten sich die Preise wieder an ihren fairen Wert angeglichen. Wer Ruhe bewahrte, musste keine grossen Verluste verzeichnen. Anleger mit Stop-Loss-Orders dagegen verkauften ihre Positionen – quasi unfreiwillig – mit hohen Abschlägen. Bei solchen Aufträgen werden die ETF bei einer bestimmten Kurslimite automatisch verkauft. In der Regel erfolgen sie, um sich vor hohen Verlusten zu schützen. Am 24. August jedoch sorgten die Stopp-Loss-Orders dafür, dass der Preissturz zusätz-

lich angetrieben wurde. In der Schweiz ist ein solcher Fall nicht möglich. «Die aktive Marktüberwachung der SIX Swiss Exchange sorgt dafür, dass die in einer solchen Situation getätigten Abschlüsse rückgängig gemacht würden», erklärt Alain Picard, Head Product Management bei der Schweizer Börse. Doch Anleger können auch selber etwas tun, um dieses Risiko zu senken.

Zum einen sollte nur gehandelt werden, wenn die Märkte offen sind, wenn möglich nicht unbedingt zu Handelsaufstart und -schluss. Zum anderen sollten Aufträge mit tagesgültigen Limiten aufgegeben und täglich angepasst werden.

Wer Ruhe bewahrte, musste keine grossen Verluste verzeichnen. Anleger mit Stop-Loss-Orders dagegen verkauften ihre Positionen mit hohen Abschlägen.

Mehr Grösse, mehr Einfluss

Mittlerweile ist auch der Internationale Währungsfonds [WEITER S. 06 >>>](#)

verlinkte Anzeige

Meistern Sie
das Auf und Ab
anhaltender
Währungsschwankungen.

Verstehen: Investoren könnten sich bei der Suche nach höheren Renditen unnötigen Währungsrisiken aussetzen.

Handeln: Minimieren Sie Währungsrisiken und erhöhen Sie Ihre Renditechancen mit unserem CHF-abgesicherten Aktien- und Obligationenangebot.

Intelligentes Investieren. [iShares.ch](#)

Erfahren Sie Mehr ➔

iShares
by BLACKROCK®

Die iShares ETFs sind in Irland domiziliert. BlackRock Asset Management Schweiz AG, Bahnhofstrasse 39, CH-8001 Zürich, fungiert als Schweizer Vertreter und JPMorgan Chase Bank, National Association, Columbus, Niederlassung Zürich, Dreikönigstrasse 21, 8002 Zürich, ist die Zahlstelle der Fonds. Der Prospekt, die Wesentlichen Informationen für die Anlegerinnen und Anleger, die Satzung sowie die jüngsten und sämtliche früheren Jahres- und Halbjahresberichte sind kostenlos beim Schweizer Vertreter erhältlich. Die Anleger sollten die in den Wesentlichen Informationen für die Anlegerinnen und Anleger und im Prospekt erläuterten fondsspezifischen Risiken lesen. © 2015 BlackRock, Inc. Sämtliche Rechte vorbehalten. BLACKROCK, iSHARES und das stilisierte i-Logo sind eingetragene und nicht eingetragene Handelsmarken von BlackRock, Inc. oder ihren Niederlassungen in den USA und anderen Ländern. Alle anderen Marken sind Eigentum der jeweiligen Rechteinhaber. Ref: EMEAIS-1937.

>>> involviert. Bereits im Frühjahr haben sich die Aufseher kritisch zu ETF geäußert, als sie vor Liquiditätsproblemen und einem Austrocknen der Märkte warnten – gerade bei einem unerwarteten Ereignis wie eben am 24. August. Auch Ali Masarwah, Anlageexperte beim Analysehaus Morningstar, hält Liquiditätsprobleme infolge von Marktverwerfungen für möglich. Sogar der norwegische Staatsfonds hat sich kürzlich zu dieser Problematik geäußert. Gegenüber Bloomberg sagte der Chefinvestor von Norges Bank Investment Management, dass mit der zunehmenden Verbreitung von ETF ihr Einfluss auf die zugrundeliegenden Wertpapiere und damit das Risiko wachse. Insbesondere die Interaktion zwischen Futures an den Terminmärkten und den von ETF abgebildeten Wertpapieren nehme zu.

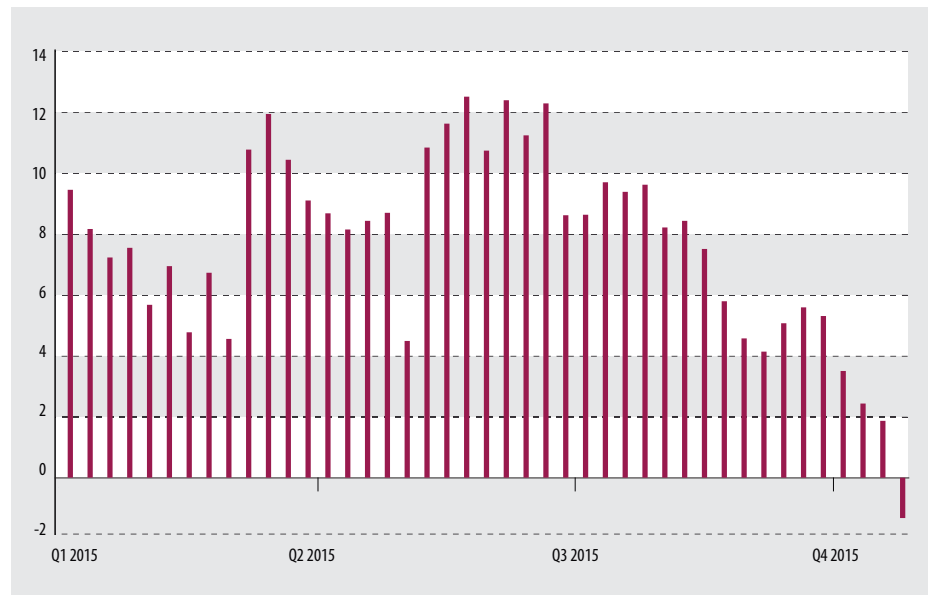
Der norwegische Staatsfonds greift darum zu einem Trick: Um seine Aktivitäten vor anderen Marktteilnehmern zu verschleiern, die sie möglicherweise vorwegnehmen könnten, verkauft er seine Aktien in Blocks.

Auch an den Anleihenmärkten ist Liquidität derzeit ein Thema. Strengere regulatorische Richtlinien haben dazu geführt, dass sich immer mehr Banken und Versicherungen als Käufer und Verkäufer von Unternehmensanleihen zurückziehen. Gemäss Daten von Bloomberg sind die Bestände stark gesunken. Warnungen kommen von unterschiedlicher Seite, beispielsweise

Die Gründe, warum Investoren zu High-yield-Produkten greifen: Sie sind auf der Suche nach Rendite.

ANTEILE VON UNTERNEHMENSANLEIHEN IN MR. USD

Quelle: Bloomberg



se vom US-Grossinvestor Carl Icahn oder Goldman Sachs. Die Gründe, warum Investoren zu High-Yield-Produkten greifen, sind klar: Sie sind auf der Suche nach Renditen.

Positiver Beitrag Laut Statistiken von Bloomberg hätte ein Anleger von 100 000 Dollar mit dem iShares 3-7 Year Treasury Bond in den letzten fünf Jahren 1300 Dollar pro Jahr verdient. Beim SPDR Barclays High Yield Bond ETF hingegen waren es 6200 Dollar. Die Opportunitätskosten, diese Renditen aufzugeben, sind bedeutender als die Bedenken eines möglichen Liquiditätsmangels, schreibt der Bloomberg-Analyst

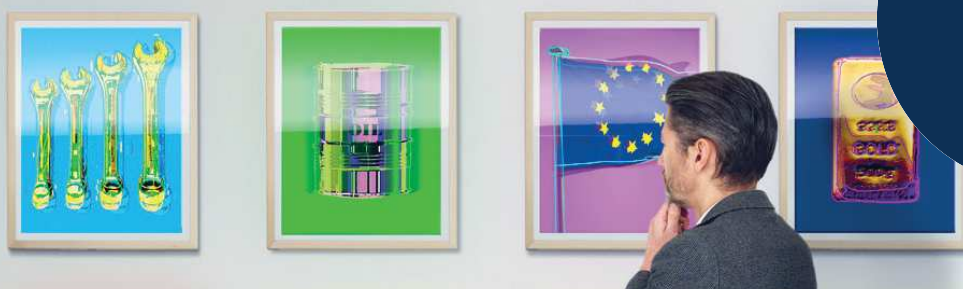
Eric Balchunas. In den vergangenen Jahren ist der Junk-Bond-Markt auf 40 Milliarden Dollar angestiegen. Dadurch wurde die Frage aufgeworfen, ob die Regierung in einem Notfall einschreiten würde. Das vermittelt den Investoren ein gewisses Mass an Sicherheit. Letztlich nutzen Anleger ETF auch, um aktiv in den Märkten zu agieren. Dies, obwohl ETF wie erwähnt nur so liquide wie ihr Basiswert sein können. Im iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond ETF werden laut dem Nachrichtenunternehmen täglich rund 840 Milliarden Dollar gehandelt. Gemäss Balchunas hat das zu einem konstanten Sinken der Prämien und Discounts des Produkts geführt.

Dennoch leisten ETF einen wichtigen Beitrag zur Liquidität an den Märkten. Linda Zhang, Leiterin [WEITER S. 07 >>>](#)

verlinkte Anzeige

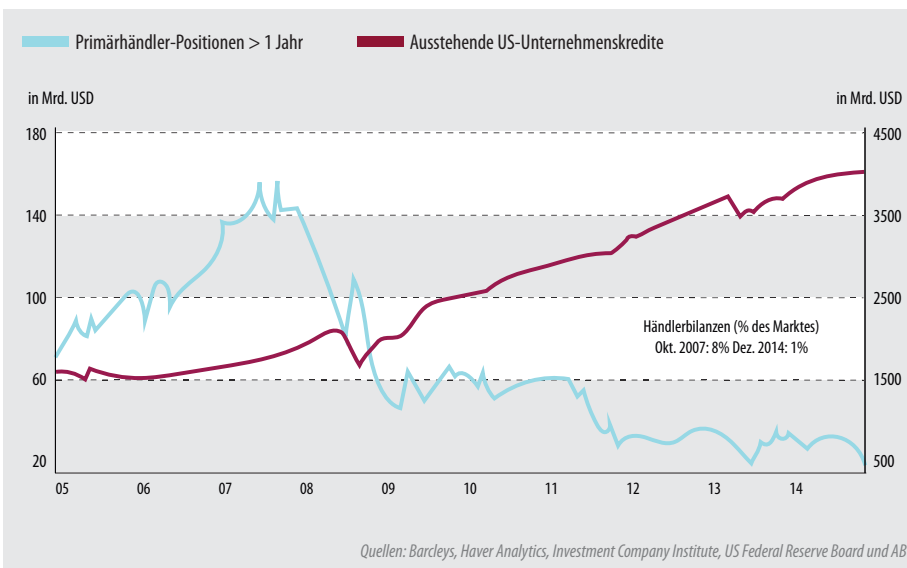


State of the Art – unsere Auswahl an ETFs



15 Jahre ETFs
an SIX Swiss Exchange

MARKTWACHSTUM IM VERGLEICH ZU HÄNDLERBILANZEN IN MRD. USD



>>> Research bei Windhaven Investment Management, sagt gegenüber Bloomberg, die ETF-Struktur Sorge zwar nicht dafür, dass die Liquiditätsprobleme einzelner Wertpapiere verschwinden. ETF mit einer

gewissen Grösse und einem aktiven Sekundärmarkt würden jedoch einen gewissen Puffer schaffen. Dies vor allem in Stresssituationen, wenn der Handel von Einzeltiteln schwierig werden kann.

Anleger müssen sich im Klaren darüber sein, dass ETF kein Wundermittel gegen Liquiditätsengpässe an den Märkten sind und dass Stresssituationen nicht ohne Schaden vorüberziehen. Wobei die Risiken in Europa durch die Marktstrukturen und die im Vergleich zu den USA geringere Grösse tiefer sind. Wenn es sich um weniger liquide Produkte handelt, kann es durchaus zu Verwerfungen kommen – beispielsweise, wenn alle durch die gleiche Tür hinaus wollen. Daher gilt es, in den Bond-Märkten genau wie bei anderen Anlagen den Index sorgfältig auszuwählen, eine breite Diversifikation anzustreben und Klumpenrisiken zu vermeiden.

Ali Masarwah von Morningstar sagt zusammenfassend: «Obacht! Es gibt auch bei ETF unschöne Situationen, für die man gewappnet sein muss.» In diesen gilt es, Ruhe zu bewahren und nicht unüberlegt zu handeln. **✖ BK**

Web-Link: www.10x10.ch/etf-wissen

verlinkte Anzeige

Deutsche Asset
& Wealth Management

db X-trackers Currency Hedged ETFs

¥€\$!

Entdecken Sie eines der grössten Angebote an
währungsgesicherten ETFs – db X-trackers ETFs.

Mehr auf www.dbxtrackers.com

Leistung aus Leidenschaft

db X-trackers ETFs – Einfach den Index kaufen.

www.dbxtrackers.com | Hotline: +41 (58) 111 3747 | E-Mail: etf@db.com

Dieses Werbematerial wurde durch die Deutsche Asset & Wealth Management genehmigt und kommuniziert. Deutsche Asset & Wealth Management steht für die Asset- und Wealth-Management Aktivitäten durchgeführt von Deutsche Bank AG oder einer ihrer Tochtergesellschaften. Dieses Werbematerial ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung oder Empfehlung, einen Geschäftsabschluss zu tätigen. Die beschriebenen Dienstleistungen werden von der DB in Einklang mit relevanten lokalen Gesetzen und Vorschriften angeboten. Die vollständigen Angaben zu den Teilfonds einschließlich der Risiken sind den jeweiligen Verkaufsprospekten in der geltenden Fassung zu entnehmen. Diese sowie die jeweiligen wesentlichen Anlegerinformationen stellen die allein verbindlichen Verkaufsdokumente der Teilfonds dar. Anleger können diese Dokumente sowie Kopien der Sitzungen und der jeweiligen zuletzt veröffentlichten Jahres- und Halbjahresberichte bei dem Schweizer Vertreter kostenlos in Papierform und deutscher Sprache erhalten und unter www.etf.db.com herunterladen. Vertreter und Zahlstelle in der Schweiz ist die Deutsche Bank (Suisse) S.A., Place des Bergues 3, 1201 Genf und ihre Niederlassungen in Zürich und Lugano. Gerichtsstand ist der eingetragene Geschäftssitz des Vertreters in der Schweiz. Die Deutsche Bank AG verfügt über eine Lizenz nach deutschem Bankgesetz von der zuständigen Aufsichtsbehörde BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Die Deutsche Bank (Schweiz) AG verfügt über eine Lizenz nach schweizerischem Bankgesetz von der zuständigen Aufsichtsbehörde FINMA – Eidgenössische Finanzmarktaufsicht. Copyright 2015 (C) Deutsche Bank (Schweiz) AG.