

Rize^{etf}

MAI 2020

**WHITEPAPER -
ENTLARVUNG DER MYTHEN
ZUR ETF-LIQUIDITÄT**

Obwohl ETF-Liquidität ein Thema ist, das viel Aufmerksamkeit erhält, wird es von Angehörigen der Investmentbranche weitgehend missverstanden. Und angesichts der außergewöhnlichen Zeiten, in denen wir heute leben, war das Verständnis von ETF-Liquidität noch nie so wichtig wie heute. In diesem Beitrag räumen wir mit einigen der in diesem Zusammenhang seit langem bestehenden Missverständnisse auf, die wir immer wieder von Vertretern der Branche hören.

WAS IST EIN ETF?

Ein ETF ist ein an einer Börse gehandeltes Anlagevehikel, das es Anlegern aller Couleur ermöglicht, dieses während des gesamten Handelstages zu kaufen oder zu verkaufen (so wie man Anteile eines öffentlich gehandelten Unternehmens kaufen und verkaufen kann). Aus regulatorischer Sicht unterscheidet sich ein ETF in Europa nicht von einem Investmentfonds. Beide sind typischerweise als UCITS-Fonds strukturiert. Der Hauptunterschied zwischen einem ETF und einem Investmentfonds besteht darin, dass ein ETF während des gesamten Geschäftstages in Echtzeit gekauft und verkauft werden kann, während ein Investmentfonds nur am Ende des Geschäftstages gehandelt werden kann.

WAS IST LIQUIDITÄT?

Vereinfacht ausgedrückt ist "Liquidität" im Zusammenhang mit Investitionen ein Maß dafür, wie leicht Sie eine Kapitalanlage kaufen oder verkaufen können.

So sind z.B. Anteile eines großen börsennotierten Unternehmens in der Regel sehr liquide, da es ein hohes Maß an öffentlicher Nachfrage nach Investitionen in das Unternehmen gibt. Das bedeutet, dass es zu jedem gegebenen Zeitpunkt immer eine Menge Leute gibt, die bereit sind, Anteile des Unternehmens zu kaufen oder zu verkaufen. Der an einem Tag gehandelte Wert (Anzahl der Aktien multipliziert mit dem Preis) kann oft als Maß für die Liquidität des Unternehmens herangezogen werden. Für Investoren ist dies vor allem deshalb wichtig, weil sie die Möglichkeit haben wollen, ihre Anteile auf Abruf verkaufen zu können. Unternehmenstitel, die ein geringes Volumen an gehandelten Anteilen aufweisen, könnten schwierig zu verkaufen sein, insbesondere während Stressphasen am Markt

WIE MISST MAN DIE LIQUIDITÄT EINES ETFS?

Eines der größten Missverständnisse bei ETFs ist die Vorstellung, dass man ihre Liquidität anhand ihrer Struktur pauschalisieren kann. ETFs gibt es in vielen Formen und Größen, sie tracken eine breite Palette von Anlageklassen. Daher ist es unmöglich, die Liquidität von ETFs zu verallgemeinern. Es ist allerdings nicht die ETF-Struktur selbst, die die Liquidität des ETFs bestimmt. Wie bei jedem Investmentfonds bestimmen die zugrundeliegenden Vermögenswerte, in die der ETF investiert ist, seine Liquidität.

Wir haben oben erörtert, wie Sie die Liquidität eines Unternehmens auf der Grundlage des Wertes, der an der Börse gehandelt wird, messen können. Später werden wir mit dem Mythos aufräumen, dass dasselbe Maß zur Messung der Liquidität eines ETFs verwendet werden kann, wobei es falsch ist, den Wert der gehandelten Anteile des ETFs selbst zu betrachten.

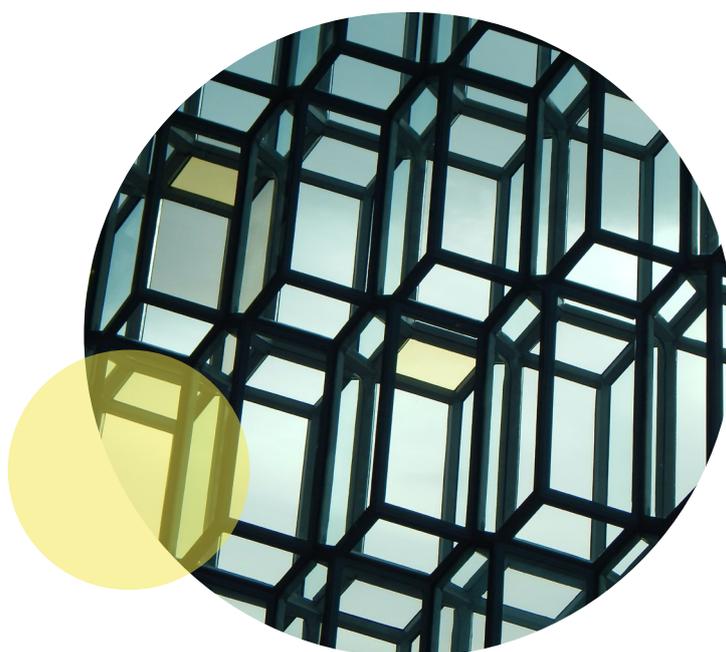
Dementsprechend muss man, um die Liquidität eines ETFs zu bewerten (d.h. wie leicht man Anteile des ETFs kaufen oder verkaufen kann), die Liquidität der vom ETF gehaltenen Vermögenswerte betrachten und bewerten.

WARUM BESTIMMT DAS VERMÖGEN EINES ETFS SEINE LIQUIDITÄT?

Wir können als einfaches Beispiel den FTSE 100 ETF verwenden. Der ETF hält alle FTSE 100-Unternehmen, die den prozentualen Gewichten entsprechen, die im FTSE 100-Index enthalten sind. Wenn Sie 10 Millionen britische Pfund in einen ETF investieren möchten, der ein Exposure im FTSE 100-Index bietet, muss der ETF-Investmentmanager in der Lage sein, Anteile der im FTSE 100-Index enthaltenen Unternehmen im selben Wert zu kaufen. Wenn Sie diesen ETF verkaufen, verkauft der Anlageverwalter die FTSE 100-Unternehmen, um Sie für die von Ihnen verkauften Anteile bezahlen zu können.

In diesem Beispiel hat ein ETF, der in die im FTSE 100-Index enthaltenen Unternehmen investiert, ein Liquiditätsprofil, das der Liquidität der FTSE 100-Unternehmen entspricht. Im Vergleich dazu ist ein ETF, der in einen Korb von Hochzinsanleihen investiert, genauso liquide wie diese Anleihen. Da die verschiedenen Anlageklassen (Anleihen, Aktien, Rohstoffe, reale Vermögenswerte usw.) unterschiedliche Liquiditätsniveaus aufweisen, werden sich ihre jeweiligen Liquiditätsprofile in den entsprechenden ETFs widerspiegeln. Daher können wir die Liquidität von ETFs nicht verallgemeinern, denn jeder ETF weist, je nachdem wo er investiert ist, eigene Liquiditätsmerkmale auf. Eine Fondsstruktur enthält oft Vereinbarungen zur Häufigkeit des Handels, z.B. „intraday“ (ETFs), „täglich“ (Investmentfonds) oder „monatlich“ (bestimmte Hedge-Fonds). Die Häufigkeit der Trades ist jedoch nicht immer an die Liquidität geknüpft. Entscheidend ist neben der Häufigkeit, mit der Sie den Fonds kaufen oder verkaufen können, in was jeder einzelne Fonds oder jedes einzelne Produkt investiert. Das ist es, was gekauft oder verkauft werden muss, um genügend Liquidität zu gewährleisten, damit die Anleger den Fonds kaufen und verkaufen können.

Um es noch einmal zusammenzufassen: Bei der Bestimmung der Liquidität eines ETFs kommt es auf die Vermögenswerte an, in die der ETF investiert. Schließlich sind es die Wertpapiere, die entweder gekauft oder verkauft werden müssen, damit die Anleger den ETF kaufen und verkaufen können.



WARUM IST DIE ETF-STRUKTUR NICHT RELEVANT FÜR DIE LIQUIDITÄT EINES ETFS?

Um zu verstehen, warum die ETF-Struktur für die Bestimmung der Liquidität eines ETFs nicht relevant ist, ist es von entscheidender Bedeutung, die Grundlagen des ETF-Ökosystems sowie die Rollen und Verantwortlichkeiten seiner wichtigsten Teilnehmer zu verstehen.

Erstens: ETFs haben Primär- und Sekundärmärkte.

Was ist der Primärmarkt?

Der "Primärmarkt" steht Institutionen offen, die als "autorisierte Teilnehmer" bezeichnet werden und die über rechtliche Vereinbarungen mit dem ETF verfügen, die es ihnen erlauben, Anteile des ETF direkt mit dem ETF-Emittenten zu kaufen oder zu verkaufen. Bei diesen Institutionen handelt es sich in der Regel um Market Maker, die für Liquidität an der Börse sorgen, sowie um andere institutionelle ETF-Broker, die direkt mit dem ETF-Emittenten Anteile des ETF erschaffen und einlösen. Dabei werden die insgesamt ausgegebenen ETF-Anteile auf- und abgebaut. Dies ist wichtig, da eine feste Anzahl von ausgegebenen Anteilen bedeuten würde, dass der Preis eines ETFs sehr viel stärker von Nachfrage und Angebot dieses ETFs als von den zugrundeliegenden Vermögenswerten abhängt. Da ETFs jedoch unbefristet sind, sind es die zugrundeliegenden Vermögenswerte, die den Preis bestimmen, und nicht Angebot oder Nachfrage der ETFs. Wir werden dies im Abschnitt über Prämien und Rabatte weiter unten näher betrachten. Wenn auf dem Primärmarkt neue Anteile geschaffen werden (z.B. wenn ein Anleger ETF-Anteile im Wert von 10 Millionen Pfund kauft), muss der Anlageverwalter die zugrundeliegenden Vermögenswerte des Portfolios kaufen. Das Gegenteil geschieht bei Einlösungen, bei denen die Anteile an den ETF-Emittenten zurückgegeben und annulliert werden.

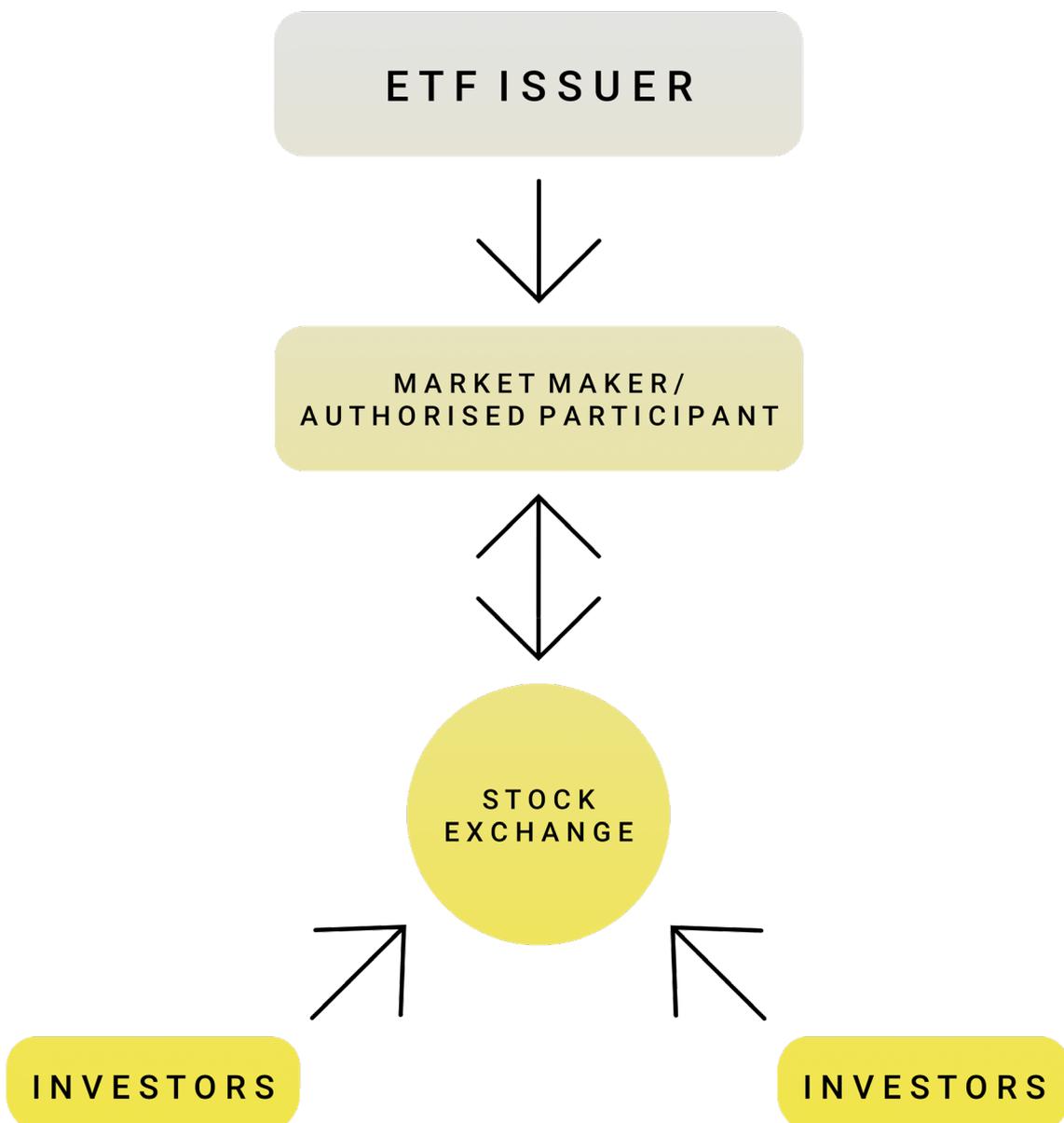
Was ist der Sekundärmarkt

Der "Sekundärmarkt" bezieht sich auf alle Käufe und Verkäufe des ETFs, die außerhalb des Primärmarktes stattfinden. Im Allgemeinen wird er als der börsliche ETF-Handel betrachtet. Um an der Börse handeln zu können, benötigt ein ETF einen Market Maker. Jeder in Europa gehandelte ETF hat in der Regel einen vertraglich gebundenen Market Maker, der angewiesen ist, für Liquidität an der Börse zu sorgen. Ein Market Maker ist vertraglich dazu verpflichtet, für jeden Anleger, der Anteile des ETFs kaufen oder verkaufen will, einen Preis anzubieten. Der Market Maker verpflichtet sich zu einem maximalen Abstand zwischen dem Kauf- und Verkaufspreis, um die Transaktionskosten für den Anleger zu minimieren. Die andere wichtige Verpflichtung des Market Makers bezieht sich auf die Anzahl der Anteile. Er stellt eine bestimmte Anzahl von Anteilen zum Kauf und Verkauf an der Börse zur Verfügung, die wieder aufgefüllt wird, wenn Anleger den ETF kaufen und verkaufen. Das bedeutet, dass ein Anleger selbst bei Nullnachfrage nach einem ETF immer noch an der Börse kaufen oder verkaufen kann.

Wie gewährleisten ETFs Transparenz bei der Preisgestaltung?

Wenn der Market-Maker ETF-Anteile kauft und verkauft, baut er Netto-Short-Positionen (nachdem er Anteile an Anleger verkauft hat) oder Netto-Long-Positionen (nachdem er Anteile von Anlegern gekauft hat) auf, und als solche wird er Anteile am Primärmarkt anlegen und zurückkaufen.

Bevor ein Market Maker den Primärmarkt betritt, wird er seine Netto-Long- oder Netto-Short-Positionen im ETF absichern, indem er die zugrundeliegenden Bestände des ETF kauft oder verkauft, um marktneutral zu bleiben. Sie können dabei auf exakte Weise vorgehen und somit den ETF genau bepreisen, weil sie – oft mit einer Fehlermarge unter 0,01 Prozent – genau wissen, was der ETF hält. Für diese Transparenz sind ETFs im Vergleich zu anderen Anlageinstrumenten bekannt geworden.



WIE FUNKTIONIERT DIE ETF-ARBITRAGE?

Die Fähigkeit der Market Maker, Anteile auf dem Primärmarkt zu erzeugen und zurückzunehmen, ist ein Schlüsselaspekt der ETFs und verleiht ihnen einen offenen Charakter. Das bedeutet, dass ein ETF an der Börse immer einen fairen Preis haben sollte. Wenn z.B. ein ETF zu einem Preis gehandelt wird, der 1 % über seinem fairen Wert gemäß den zugrundeliegenden Vermögenswerten liegt, kann jemand den ETF an der Börse mit einem Aufschlag verkaufen und den Verkaufshandel durch die Schaffung des ETFs im Primärmarkt befriedigen. Dadurch wird ein Gewinn von ein Prozent (abzüglich der Handelskosten), die sogenannte Arbitrage, erzielt. Dieser Arbitrage-Mechanismus stützt sich auf handelbare Basiswerte im ETF und trägt dazu bei, dass ETFs zum fairen Wert gehandelt werden.

WARUM KANN DIE BÖRSENLIQUIDITÄT VON ETFS IRREFÜHREND SEIN?

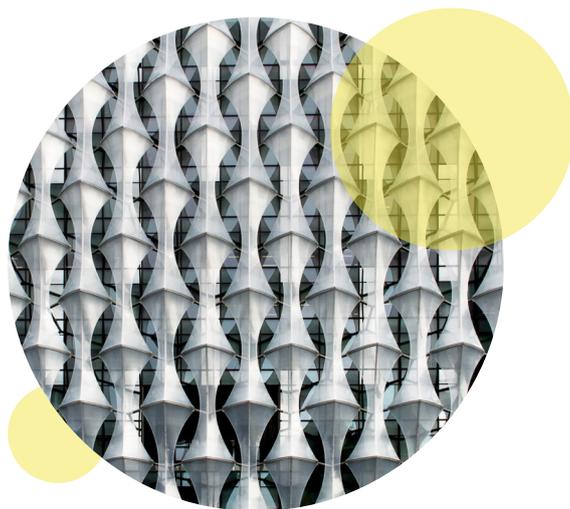
Die Börsenliquidität hängt in erster Linie von der Fähigkeit des Market Makers ab, vor dem Handel auf dem Primärmarkt Anteile zu erstellen und zurückzunehmen und ihre Position abzusichern (Kauf oder Verkauf der zugrundeliegenden Vermögenswerte des ETF). Die Kernaussage ist also, dass der zum Kauf oder Verkauf verfügbare Betrag davon abhängt, ob die zugrundeliegenden Vermögenswerte des ETFs leicht gekauft und verkauft werden können.

Ein ETF kann keine Anteile an der Börse handeln lassen. Was wirklich zählt, sind die zugrundeliegenden Vermögenswerte. Dies ist ein entscheidender Teil des Verständnisses der ETF-Liquidität. Wenn z.B. ein FTSE 100 ETF keine Nachfrage bei Anlegern hervorruft und daher kein Handelsvolumen aufweist, wird eine traditionelle Auffassung von Liquidität besagen, dass der ETF illiquide ist und von Anlegern nicht einfach gekauft oder verkauft werden kann. Das ist jedoch realitätsfern: Ein ETF ist keine einzelne Aktie oder ein einzelner Anteil, sondern vielmehr ein Investmentfonds, der nur liquide Basiswerte (im Beispiel die FTSE 100-Unternehmen) benötigt, um auf Fondsebene liquide zu sein. Daher muss die Liquidität anders betrachtet werden als die Liquidität traditioneller Aktien oder Anteile. Der Umstand, dass in diesem Beispiel eines FTSE 100-ETF sogar ein Jahr lang keine ETF-Anteile gehandelt werden, hat keine Auswirkungen darauf, dass der ETF 50 Millionen USD an einem einzigen Tag handeln kann. Das liegt daran, dass der Anlageverwalter des ETFs 50 Millionen US Dollar ohne Probleme in die FTSE 100-Unternehmen investieren kann. Daher ist die Anzahl der gehandelten ETF-Anteile kein geeigneter Indikator für die Liquidität. Alles, was sie aussagt, ist die Nachfrage der Anleger nach diesem bestimmten ETF.

Ein weiteres Beispiel ist ein illiquiderer Basiswert, zum Beispiel Schrottanleihen. Unter normalen Umständen kann ein populärer ETF mit Schrottanleihen ein beträchtliches Volumen an der Börse haben, da Anleger den ETF den ganzen Tag über kaufen und verkaufen. Der Basiswert ist jedoch in der Regel illiquider als im obigen Beispiel. Daher wird bei extremeren Marktbedingungen, bei denen das Ergebnis darin besteht, dass alle Anleger gleichzeitig verkaufen, die zugrundeliegende Anleihenliquidität getestet, und wiederum ist das Börsenvolumen des ETF selbst kein relevanter Indikator für die Liquidität. Der ETF-Manager muss die zugrundeliegenden Schrottanleihen an andere Käufer verkaufen, die möglicherweise rar gesät sind. Dies ist der relevante Aspekt des Liquiditätsprofils des ETFs.

Die Botschaft ist hier, dass die Liquidität, auf die es wirklich ankommt, von den zugrundeliegenden Vermögenswerten eines ETFs abhängt, wie bei jeder anderen offenen Fondsstruktur auch.

Da ETFs immer beliebter werden und höhere Handelsvolumina aufweisen, können auch mehr Market Maker eine wechselseitige Preisgestaltung für den ETF anbieten, obwohl sie keine vertragliche Beziehung mit dem ETF-Emittenten haben, was zu einer wettbewerbsfähigeren Preisgestaltung führen kann.



SPIELT GRÖSSE EINE ROLLE?

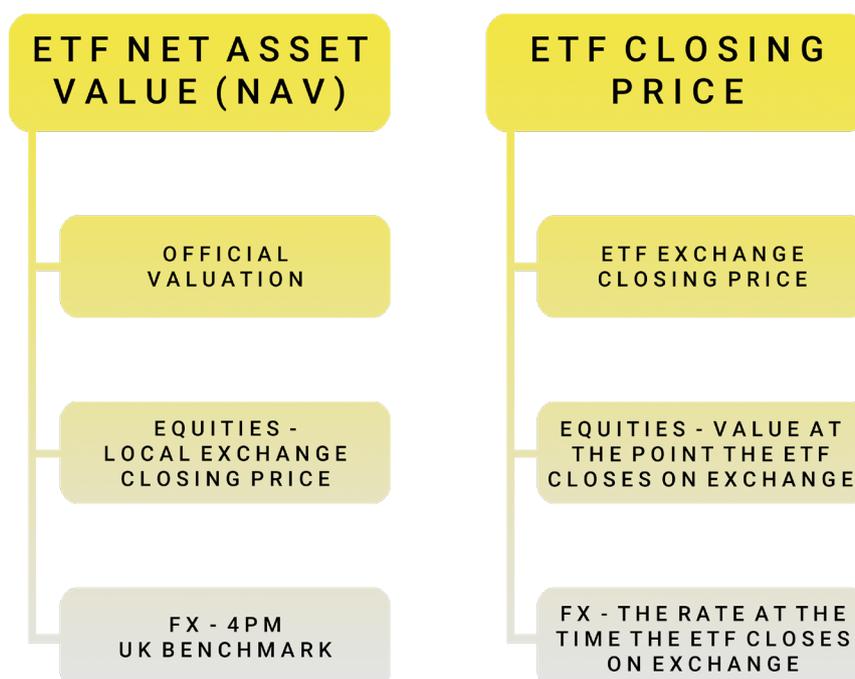
Ein häufiger Denkfehler ist, dass ETFs mit einem geringeren verwalteten Vermögen weniger liquide sind und es daher für einen Anleger riskanter ist, einen bedeutenden Anteil zu halten, oder dass die Verkaufsmöglichkeiten eines Anlegers beeinträchtigt sein könnten. Dies ist nicht unbedingt wahr, und auch hier kommt es in der Regel vor allem auf die zugrundeliegenden Bestandteile an, die beim Kauf oder Verkauf des ETFs gehandelt werden müssen. Die andere Überlegung zur ETF-Größe ist, ob der ETF über genügend Vermögenswerte verfügt, um die zugrundeliegenden Bestandteile des Index effektiv zu halten und somit nachzubilden. Wenn ein ETF beispielsweise einen Unternehmensanleihenindex mit 1.000 Anleihen nachbildet, kann er dies mit 1 Million US Dollar möglicherweise nicht effektiv durchführen, dies ist ein separater Punkt zur Liquidität.

Wenn wir einen FTSE 100-ETF nehmen, der ein Gesamtvermögen von 1 Million US Dollar verwaltet, könnte ein Anleger aus Liquiditätsgründen vorsichtig sein. Aufgrund der Liquidität der zugrundeliegenden FTSE 100-Unternehmen kann ein Anleger sehr bequem 50 Millionen US Dollar an einem Tag investieren, wodurch sich das Gesamtvermögen auf 51 Millionen US Dollar erhöht. Das Einzige, was passiert ist, ist, dass der Investmentmanager 50 Millionen US Dollar der FTSE 100-Unternehmen gekauft hat, genau so, als ob der Investmentmanager einen ETF mit 10 Milliarden US Dollar an bestehenden Vermögenswerten oder einer Million US Dollar an ETF-Vermögenswerten verwalten würde. Ähnlich verhält es sich, wenn derselbe Anleger am nächsten Tag die investierten 50 Millionen US Dollar zurückkaufen will, so entspricht dies in diesem Beispiel fast 100 Prozent des Gesamtvermögens, so dass eine Million US Dollar im ETF verbleibt. Da es sich bei den zugrundeliegenden Vermögenswerten um den FTSE 100 handelt, ist auch dies kein Thema. Die verbleibende Million reicht vollkommen aus, damit der ETF den Betrieb und das Tracking der FTSE 100-Unternehmen fortsetzen kann.

Es gibt noch einen weiteren interessanten Bereich, der bei größeren ETFs mit höheren verwalteten Vermögenswerten (AUM) in Betracht zu ziehen ist. Wenn ein ETF auf der Grundlage seiner zugrundeliegenden Vermögenswerte 50 Millionen US Dollar an Verkaufsgeschäften an einem normalen einzigen Tag abwickeln kann und über ein Gesamtvermögen von 100 Millionen US Dollar verfügt, bedeutet dies, dass er eine fünfzigprozentige Rücknahme abwickeln kann. Wenn ein ETF mit denselben zugrundeliegenden Vermögenswerten dagegen eine Milliarde US Dollar notiert, kann er nur eine Rücknahme von 5 Prozent (50 Millionen US Dollar) abwickeln. Dies kann eine wichtige Überlegung sein, wenn man sich die bestehenden Vermögenswerte (AUM) eines ETFs ansieht. Zu hohe verwaltete AUM des ETFs im Verhältnis zur Liquidität der zugrundeliegenden Vermögenswerte stellen wahrscheinlich das größere Problem dar als zu niedrige. In diesem Beispiel können sich größere Vermögenswerte nachteilig auswirken, wenn der gleiche Prozentsatz der Anleger seine Bestände verkaufen will.

WAS SIND AUF- UND ABSCHLÄGE?

Ein weiterer Bereich und ein weiteres Missverständnis, das oft mit der Liquidität von ETFs in Verbindung gebracht werden kann, sind Auf- und Abschläge. Jeder ETF hat, wie jeder Fonds, einen Nettoinventarwert (NAV), der – normalerweise täglich – von einem Verwalter berechnet wird. Der Standard besteht darin, den Schlusskurs der zugrundeliegenden Bestandteile des ETF und eine Wechselkurs-Benchmark um 16.00 Uhr (BST) zu verwenden, um alle nicht in der Basiswährung gepreisten Vermögenswerte in die Basiswährung umzurechnen. Der Börsenkurs des ETFs ist der zuletzt gehandelte Kurs bei Börsenschluss, in Europa üblicherweise um 16.30 Uhr (BST). Die Preisdifferenz zwischen dem Nettoinventarwert pro Aktie und dem Börsenkurs wird oft als Auf- oder Abschlag bezeichnet. Das untenstehende Diagramm zeigt die Eingaben in den NAV und den Börsenschlusskurs des ETF, deren Differenz als Auf- oder Abschlag bezeichnet wird.



WARUM SIND AUF UND ABSCHLÄGE BEI ETFs IRREFÜHREND?

Ausgehend von der obigen Definition ist es wichtig zu verstehen, ob Auf- und Abschläge für ETFs ein fairer Vergleich sind. Wie ist es zu beurteilen, wenn Sie einen europäischen ETF haben, der in US-Aktien investiert? Der Schlusskurs des ETFs an der LSE ist beispielsweise der Wert der zugrundeliegenden Vermögenswerte des ETFs um 16.30 Uhr britische Zeit, der NAV-Wert wird jedoch den Schlusskurs der US-Aktien verwenden, der um 21.30 Uhr britische Zeit feststeht. Daher werden unterschiedliche Werte erwartet, bei denen es sich nicht um echte Auf- oder Abschläge handelt. Nur wenn der Börsenschluss, wo der ETF gehandelt wird, und jener der zugrundeliegenden Vermögenswerte des ETFs genau übereinstimmen, kann ein fairer Vergleich gezogen werden. Das macht viele Prämien- und Rabattmetriken für ETFs überflüssig und irreführend.

Selbst wenn der Börsenschluss der zugrundeliegenden Vermögenswerte mit jener des ETFs an der Börse übereinstimmt, kann es andere irreführende Faktoren geben. Wenn die zugrundeliegenden Vermögenswerte nicht mit der Basiswährung des ETFs übereinstimmen, sind die verwendeten Wechselkurse relevant. Bei den meisten Fonds gilt beim Wechselkurs, der zur Bewertung der Vermögenswerte verwendet wird, der Richtwert 16.00 Uhr britischer Zeit. Der Wechselkurs zum Zeitpunkt des Börsenschlusses des ETF entspricht jedoch dem Wechselkurs, der sich um 16.30 Uhr britische Zeit errechnet. Dies ist ein weiterer irreführender Faktor bei der Verwendung von Auf- und Abschlägen in ETFs.

WANN SIND AUF- UND ABSCHLÄGE FAIR?

Wenn der NAV und die Börsenschlusszeit des ETF identisch sind, dann kann der Auf- oder Abschlag verwendet werden, z.B. bei einem an der LSE gehandelten FTSE 100 ETF. Der ETF hat einen Börsenschlusskurs um 16.30 Uhr, auch der NAV verwendet die Schlusskurse der zugrundeliegenden Unternehmen um 16.30 Uhr. Für alle ETFs mit globalen Basiswerten ist diese Metrik jedoch wahrscheinlich ungeeignet und daher irreführend. Theoretisch sollte ein realer Auf- oder Abschlag eine Momentaufnahme des NAV unter Verwendung von Bewertungszeiten verwenden, die mit den Börsenschlusszeiten übereinstimmen, an denen der ETF gehandelt wird. Dies ist nicht etwas, was üblicherweise oder tatsächlich leicht umgesetzt werden kann.

Der im Abschnitt "Was ist der Sekundärmarkt?" beschriebene Arbitrage-Mechanismus stellt sicher, dass ETFs zum fairen Wert gehandelt werden. Es gibt immer Nuancen, und dies hängt typischerweise davon ab, wie handelbar die zugrundeliegenden Vermögenswerte sind. Hier kommt es auf die Liquidität an, liquide Basiswerte sollten nicht mit gleichbleibenden Auf- oder Abschlägen gehandelt werden.

WARUM GAB ES WÄHREND DER JÜNGSTEN KRISE OFFENBAR AUF- UND ABSCHLÄGE?

Ein nützliches Beispiel sind die Auswirkungen der jüngsten Marktturbulenzen auf die Auf- und Abschläge für festverzinsliche High Yield-Vermögenswerte. Hier gab es große Abschläge, was bedeutet, dass die ETFs an der Börse weit unter dem NAV gehandelt wurden. Dafür gibt es mehrere mögliche Ursachen, aber hochverzinsliche festverzinsliche Anlagen werden oft als weniger liquide Anlage angesehen, d.h. wenn die meisten Anleger Verkäufer sind, gibt es nur wenige Käufer, um die Marktnachfrage ohne einen erheblichen Preisrückgang zu befriedigen. Dies bedeutet, dass ein veröffentlichter Kurs nicht immer ein handelbarer Preis für eine illiquide Anleihe darstellt. Tatsächlich kann die Nachfrage zum Verkauf des ETFs die Verkaufskapazität der zugrundeliegenden Vermögenswerte übersteigen. Dies spiegelt die Natur des zugrundeliegenden Vermögenswertes und nicht jene der ETF-Struktur wider.

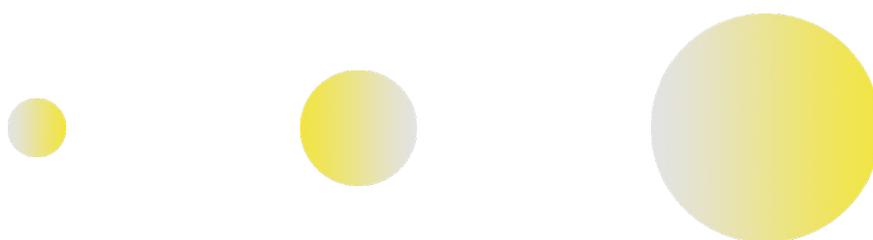
Bei einer detaillierteren Betrachtung des obigen Beispiels ergeben sich einige interessante Schlussfolgerungen. Dies erfordert eine detailliertere Analyse der Preismethodik im NAV, d.h. welcher Wert für die Anleihen für den täglichen NAV verwendet wird. Wie bei Aktien gibt es auch für Anleihen nicht immer einen transparenten handelbaren Schlusskurs. Daher können mehrere Kursquellen uneins sein und mehrere Schlusskurse für ein und dieselbe Anleihe liefern. Theoretisch spiegelt der Kurs des ETFs an der Börse die tatsächlichen Kosten für den Handel der zugrundeliegenden Anleihen wider, der Preis ist ein handelbarer notierter Preis. Der Preis im Nettoinventarwert ist jedoch ein veröffentlichter Preis, der den Preis der zugrundeliegenden Anleihen repräsentiert und nicht unbedingt einen handelbaren Wert widerspiegelt, sondern lediglich ein Preis, der von einem Datenverkäufer angegeben wird, der die Anleihen bewertet. Daher könnte für eine Anleihe ein veröffentlichter Schlusskurs eines Datenanbieters im NAV von 100 verwendet werden. In normalen Zeiten kann dies ein handelbarer Kurs sein. Wenn ein Investor jedoch in einer Krise eine große Menge der Anleihen verkaufen muss, dann ist dies kein Preis, zu dem ein Verkäufer handeln wird, und der tatsächlich handelbare Preis kann viel niedriger sein. Das ist es, was ETFs dazu bringen kann und was sie dazu veranlasst hat, mit einem Abschlag zu handeln, obwohl es in Wirklichkeit darauf zurückzuführen ist, dass der NAV in einer Krisenzeit keinen handelbaren Wert in einer illiquiden Anlageklasse widerspiegelt.

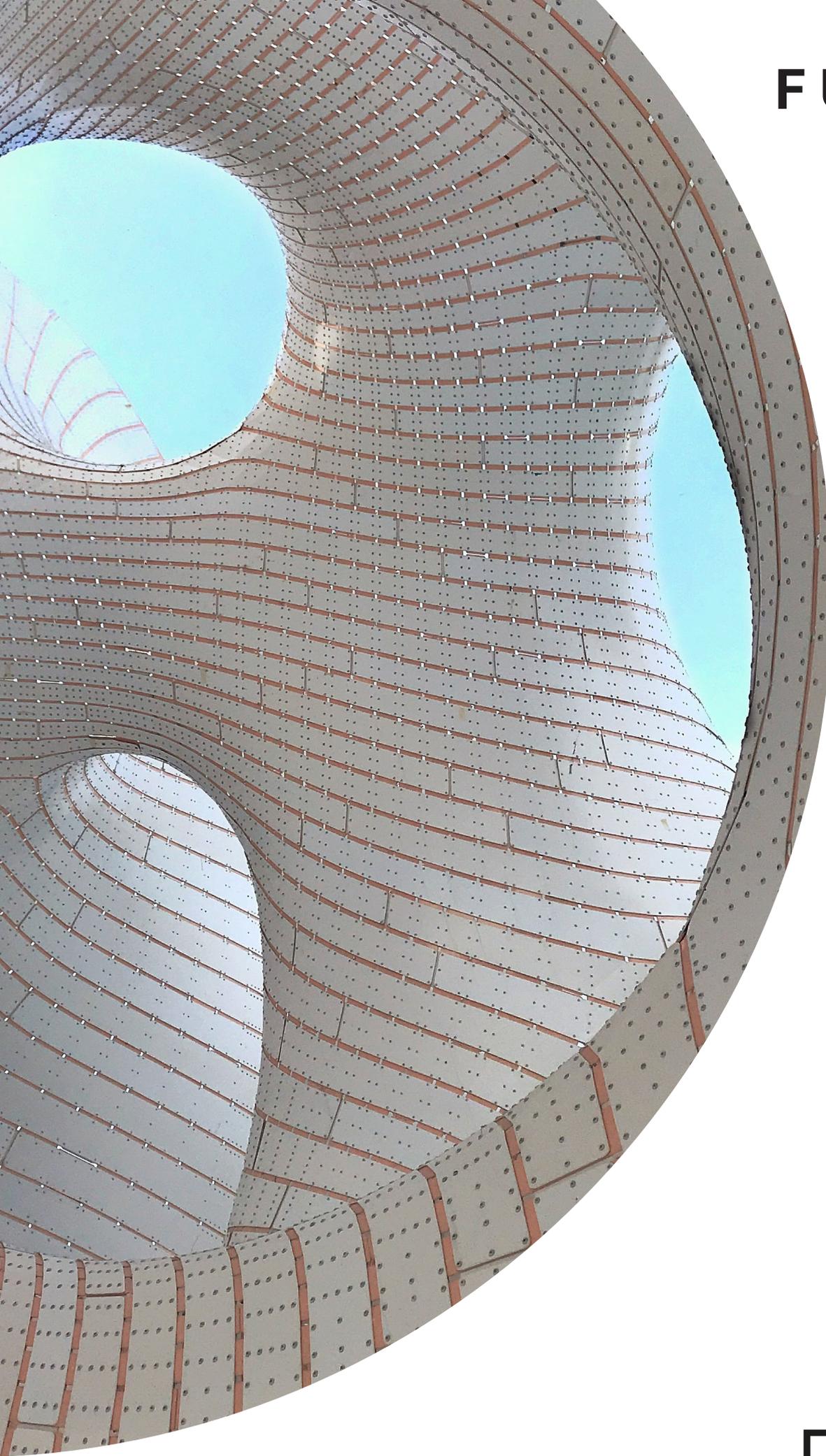
In diesem Fall ist die zuvor beschriebene Arbitrage nicht möglich. Wenn der Handel auf dem Primärmarkt stattfindet, werden normalerweise Transaktionskosten hinzugefügt, auch wenn der vom ETF-Investmentmanager erzielte Verkaufspreis der Anleihen nicht dem Preis im NAV entspricht. Dies bedeutet, dass autorisierte Teilnehmer (APs, die im Abschnitt Primärmarkt beschrieben werden), die Anteile am Primärmarkt zurückkaufen, die tatsächlichen Kosten bezahlen, die dem Fonds durch den Verkauf der Anleihen entstanden sind, und nicht den im NAV veröffentlichten Preis der Anleihe. Auf diese Weise wird vermieden, dass Bestandsinvestoren einen Verlust erleiden, der andernfalls vom Fonds in Form einer Rückzahlung zum veröffentlichten NAV-Wert getragen würde. Aus diesem Grund werden in der Regel alle Kosten in Form von Transaktionskosten an den AP weitergegeben, einschließlich der Preisdifferenz zwischen dem Verkaufspreis der Anleihe und dem Wert der Anleihe im NAV (bei anderen Investmentfonds kann dies als "Swing Pricing"-Mechanismus bezeichnet werden). Eine Alternative besteht darin, dass der AP ETF-Anteile nicht in Bargeld, sondern in Anleihen selbst (den zugrundeliegenden Vermögenswert des ETF) einlöst. Dieser Creation/Redemption-Prozess ist typischerweise in der Welt der festverzinslichen ETFs vorherrschend. In diesem Fall entspricht der Preis der vom ETF an den AP verkauften Anleihe dem NAV-Preis, wodurch der Handel aus Sicht der Anleger des Fonds und des AP neutral wird. Der AP trägt die Kosten, wenn diese keinen handelbaren Wert darstellen, da er nun die Anleihen hält, die der ETF im Austausch gegen den Basiswert verkauft hat.

FAZIT

Die Schlüsselbotschaft lautet stets die zugrundeliegenden Vermögenswerte zu betrachten, um die wahre Liquidität zu bestimmen. Die Liquidität hängt nicht von der Struktur eines Fonds ab, sie hängt davon ab, was dieser Fonds kaufen und verkaufen muss, um Creation und Redemption zu befriedigen. An der Börse erfordert die Liquidität einen Market-Maker und die für ETFs typische Transparenz, die gewährleistet, dass der Market Maker den ETF genau bepreisen kann. Das gehandelte Volumen eines ETFs ist nicht in der gleichen Weise relevant wie das Volumen einer einzelnen Aktie oder eines Anteils. Es gibt viele Missverständnisse in Bezug auf die Liquidität von ETFs. Es ist immer entscheidend, unter die Oberfläche zu schauen und den spezifischen Fonds zu untersuchen, in den man investieren kann, und nicht nur die Struktur allein.

Für weitere Informationen kontaktieren Sie bitte **Anthony Martin, Mitgründer von Rize ETF** (anthony.martin@rizeetf.com).





FUTURE FIRST ETFs



 Rize^{etf}