

Wer den Duft von Börsen-nostalgie schnuppern will, kann auf Youtube nach Videos vom früheren Parketthandel suchen. Während sich damals zettelwedelnde Broker gegenseitig anbrüllten, läuft der Handel heute in völliger Stille ab. Nervöse, schwitzende oder jubelnde Händler sind intelligenten Prozessen im Hintergrund gewichen, die automatisiert ablaufen: von der Eingabe einer Kauforder am Smartphone bis zum Zeitpunkt, an dem man Besitzer des Wertpapiers wird. Und noch etwas hat sich verändert: Ein immer größerer Teil des Handels findet nicht mehr über die traditionellen regulierten Börsen statt, sondern außerbörslich – aber mit welchen Auswirkungen auf den Markt und seine Anleger?

Das Pandemie-Jahr 2020 war zunächst für den globalen Börsenhandel ein Rekordjahr. Im Vergleich zu 2019 stieg die Anzahl der Handelsaufträge laut den Daten der World Federation of Exchanges (WFE) um mehr als die Hälfte auf über 38 Milliarden im Wert von rund 138 Billionen Dollar. Am größten Aktienmarkt der Welt, den USA, machte aber mit 47 Prozent des Volumens der außerbörsliche Handel (OTC-Handel) fast die Hälfte der Transaktionen aus. Vor rund zehn Jahren waren es nach Schätzungen nur rund 16 Prozent, 2018 lag der Anteil schon bei 35 Prozent.

Die klassischen Börsen wie die New York Stock Exchange (NYSE) haben damit deutlich an Terrain verloren. Damit steigt die Sorge, dass der Handel zusehends weniger transparent und weniger berechenbar wird. Denn je weniger an offiziellen Börsen gehandelt wird, desto weniger aussagekräftig ist der veröffentlichte Börsenkurs, weil in diesem nur noch ein Teil der relevanten Informationen einfließt. Die Unsicherheit darüber steigt, wie eine Aktie tatsächlich bewertet wird.

Die beiden größten außerbörslichen Blöcke lassen sich grob in „Dark Pools“ und die Handelsplätze der Market Maker einteilen. Dark Pools sind exklusive und private kleine Börsen inmitten einiger der größten Banken der Welt. Sie tragen geheimnisvolle Namen wie Sigma X oder Shadow und wurden vor allem konzipiert, um großen Investoren die Möglichkeit zu geben, ihre Aufträge zu „verstecken“. In Dark Pools können große Handelsaufträge plaziert werden, ohne den Preis eines Wertpapiers zu stark zu beeinflussen.

Wichtiger aber sind die Börsen für Privatanleger, die für schätzungsweise zwei Drittel des außerbörslichen Handels stehen. Für die Order-Abwicklung und ausreichende Liquidität zuständig sind vor allem die Market Maker. Ihre Aufgabe ist es, dafür zu sorgen, dass ein Wertpapier handelbar ist, indem sie permanent Kauf- und Verkaufskurse setzen. Das schaffe der Market Maker, indem er Missverhältnisse von Angebot und Nachfrage dadurch ausgleiche, dass er selbst Papiere an- und verkaufe und ins Risiko gehe, sagt Andreas Pfeil von der Beratungsgesellschaft Capco. „So werden meist nur kurze Zeitintervalle überbrückt, damit alle Orders zu jedem Zeitpunkt ohne Verzögerung ausgeführt werden können.“

Zu unterscheiden sind Market Maker an regulierten Börsen und außerbörslich agierende. Erstere sorgen im Rahmen des börslichen Handels für Liquidität und bessere Preise. Letztere bieten eine Alternative zu den klassischen Börsen – bei wenig gehandelten Titeln sind sie gelegentlich auch die einzige Option. Market Maker können auch gleichzeitig Betreiber eines außerbörslichen Handelsplatzes sein und an öffentlichen Börsen auftreten.

Viele Broker, sowohl in Amerika als auch in Deutschland, leiten die Handelsaufträge ihrer Kunden an Market Maker weiter. Der amerikanische Neobroker Ro-



Frankfurts Türme im Nebel: Beim außerbörslichen Handel gibt es Fragen zur Transparenz.

Foto Wonge Bergmann

Der dunkle Markt

Ein immer größeres Handelsvolumen wird außerbörslich abgewickelt. Den sogenannten Market Makers kommt dabei große Bedeutung zu.

Von Antonia Mannweiler und Martin Hock, Frankfurt

binhood etwa, der den internationalen Trend des gebührenfreien Handels losgetreten hat, leitet die Orders seiner mehr als 13 Millionen Kunden, den sogenannten Order Flow, unter anderem an Citadel Securities weiter, den größten Market Maker in Amerika. Dieser zahlt dafür, weswegen Robinhood-Kunden kaum Gebühren für das Handeln bezahlen. Bezeichnet werden die Zahlungen als „Payment for Order Flows“, kurz PFOF, und sind letztlich Rückvergütungen.

In den ersten drei Monaten des laufenden Jahres hat Citadel Securities laut dem Datenanbieter Bloomberg Intelligence dafür rund 475 Millionen Dollar ausgegeben. Finanziert werden die Rückvergütungen durch die Optimierung der Differenz zwischen Kauf- und Verkaufskurs, dem sogenannten Spread. Vereinfacht gesagt: Zahlen die Market Maker für eine Order weniger als den Spread, verdienen sie Geld.

Die Praxis des Payment for Order Flows ist nicht neu, aber der Trubel um die Aktie des Videospielehändlers Gamestop im Januar hat sie in den Fokus gerückt. Damals hatten sich Privatanleger zuhauf mit Gamestop-Aktien eingedeckt und auf steigende Preise spekuliert, während auf der anderen Seite Hedgefonds auf fallende Kurse setzten. Als zwischenzeitlich der Handel mit dieser und anderen Aktien von verschiedenen Brokern eingeschränkt wurde, wurden die Rückvergü-

tungen zwar nicht als Grund genannt. Im Zusammenhang damit wurde aber die Unabhängigkeit Robinhoods in Frage gestellt, allzumal Citadel Securities zum selben Konzern gehört wie ein bedeutender Hedgefonds. Auch in Deutschland stellte der Neobroker Trade Republic den Handel seinerzeit für kurze Zeit ein. Abgewickelt werden die Aufträge des Brokers vom Market Maker Lang & Schwarz. Trade Republic erhalte im Durchschnitt rund 1,30 Euro je Transaktion von seinen Handelspartnern, hieß es im Februar von Thomas Pirschke, einem der Mitgründer von Trade Republic.

Neobroker versuchten, den Handel für die Kunden möglichst einfach und weitgehend ohne Gebühren zu gestalten, sagt Pfeil von Capco. Sie seien daher auf die Rückvergütungen angewiesen. Doug Cifu, Chef von Virtu, dem zweitgrößten Market Maker in den USA, hebt die Vorteile hervor: Aufgrund der Fokussierung auf die vermeintlich negativen – PFOF übersehe man, zu welcher bemerkenswerten Verbesserung des Volumens und der Qualität der Aufträge sowie der Preise die Aktivität der Market Maker führe. Koste etwa eine Aktie an der Börse 20,05 Euro, der Market Maker bietet sie aber zu 20,04 Euro an, heiße das, dass Anleger bei einer Kauforder von 100 Stück einen Dollar sparen. Citadel Securities bezifferte diese Einsparungen für Anleger im vergangenen Jahr auf 1,5 Milliarden Dollar.

Doch die Kritik an den Rückvergütungen geht noch weiter. So wird vermutet, dass Informationen über den Order-Strom verkauft werden. Deren Käufer gewöhnen so einen Informationsvorsprung. Das gelte auch für die Market Maker selbst, die ihre Spread-Stellung dadurch optimieren könnten. Letztlich würden sie damit gegen und nicht im Interesse der Anleger arbeiten. Ein ehemaliger Mitarbeiter der Fondsbranche bringt es auf den Punkt: Da Institutionen selbst nicht mehr genug Order Flow erzeugten, werde das Handelsangebot auf Privatanleger ausgerollt. Habe eine Plattform genug Flow, könne sie die Markttrichtung prognostizieren und die Weitergabe der Orders an die Börse entsprechend steuern. „Deshalb geht es heute fast nur noch um die Schaffung von Flow. Weil institutionelle Anleger den eigenen Flow bei der Abwicklung sehr kritisch beobachten, wird jetzt der Privatkunde angezapft.“

Bezeichnet wird dieses Vorgehen als „Front-Running“. Pfeil hält dies aber für unwahrscheinlich. Zum einen sei ein Front-Running bei den Orders großer institutioneller Kunden erfolgversprechender, die zum Teil ein Milliardenvolumen hätten. Denn im Gegensatz zu den kleineren Handelsaufträgen über den OTC-Handel seien die Aufträge weniger zufällig und könnten daher einfacher missbraucht werden. Zum anderen seien die Preise an öffentlichen Börsen, an denen sich die

Market Maker orientieren müssen, in der Regel höher oder maximal gleich hoch wie die des Market Maker, so Pfeil. Dass sich der Market Maker also über einen öffentlichen Marktplatz günstig mit einem Wertpapier eindecke – zum Weiterverkauf mit Gewinn an den Kaufinteressenten –, funktioniere folglich nicht.

Das Geschäft mit Privatanlegern sei aus einem anderen Grund profitabel, sagt Erik Theissen, Finanzprofessor an der Universität Mannheim. Market Maker erlitten Verluste, wenn sie mit Anlegern handelten, die über zukünftige Preisbewegungen früher oder besser informiert seien. Die Wahrscheinlichkeit, dass Privatanleger einen Informationsvorsprung haben, sei aber gering. Die Verlustgefahr sei hier für den Market Maker geringer und damit auch das Risiko. Da diese Unsicherheit fehle, sei der Auftrag auch bei mit Börsenkursen vergleichbaren Preisen noch profitabel.

Die Market Maker scheinen dem Spread weniger Bedeutung beizumessen. Generell seien diese zwischen den Börsenplätzen und Handelsplattformen aufgrund des Konkurrenzdrucks vergleichbar, sagt etwa Nico Baader, Chef der Baader Bank. Ende 2020 waren mehr als 70 Vermögensverwalter an den Market Maker angebunden, auch Robo-Advisor wie Scalable Capital, Solidvest oder der Neobroker Gratisbroker. „Außerbörsliche Handelsplätze wie auch Neobroker verfügen über sehr funktionale und günstige IT-Strukturen“, sagt auch Pfeil. Testkäufe stellten den Neobrokern ein gutes Zeugnis aus. Das gelte jedoch nicht für jedes Produkt und alle gehandelten Titel. Bei Standardaktien sei der Spread zu den gewöhnlichen Handelszeiten etwa vernachlässigbar, so Pfeil.

Die Unterschiede je nach Liquidität einer Aktie sind groß. An einem gewöhnlichen Montagnachmittag gegen 16 Uhr etwa kann der Spread bei Siemens-Aktien als Dax-Wert 2 Cent betragen, für den kleineren S-Dax-Wert Befesa 20 Cent, bei der in keinem größeren Index enthaltenen Nagarro SE sogar 40 Cent. Relativ zum Kurs sind das dann 0,1 Promille (0,01 Prozent) für Siemens, 3 Promille für Befesa und für Nagarro fast 5 Promille.

Aber auch die Frage, wann gehandelt wird, spielt eine große Rolle beim Spread. Im börslichen Handel sei der Spread geringer, nicht zuletzt weil gemäß der Anlegerschutzrichtlinie Mifid II Kunden an alternativen Handelsplätzen während der klassischen Börsenhandelszeiten nicht schlechter gestellt werden dürften als an regulären Börsen, sagt Pfeil. Kleinanleger seien aber gut beraten, sich auf die regulären Börsenzeiten zu konzentrieren. „Da außerhalb der Börsenzeiten kein aktueller Referenzkurs existiert, kann der Spread entsprechend größer sein.“ Und zwar um ein Vielfaches: Um 22 Uhr am selben Tag wie oben lagen die Spreads bei einem Promille für Siemens, 20 für Befesa und 12 für Nagarro.

Zwischen liquiden und illiquiden Wertpapieren gebe es auch in der Qualität der Ausführung große Unterschiede, sagt Carsten Lütke-Bornefeld, Handelsleiter bei Lang & Schwarz. So sei aufgrund der starken Schwankungen des Gamestop-Kurses nicht einschätzbar gewesen, wie sich die Orderlage im nächsten Moment entwickeln werde. Im Ergebnis unterschieden sich die Preise an den Handelsplätzen um bis zu 3 Euro. „Und wer hat den richtigen Preis?“, fragt Lütke-Bornefeld. Geringe Liquidität und hohe Volatilität könnten schnell zu breiten Spreads führen, das sei beim Gebrauchtwagenhändler nicht anders. Der Market Maker Sorge dafür, dass aus verschiedenen Orderlagen an verschiedenen Plätzen und mit unterschiedlichen Volumina ein Angebot für den Privatkunden entstehe. Dies solle möglichst transparent und verlässlich sein.