



Vorsicht bei Short-ETFs: Kein perfektes Spiegelbild

ETFs gelten als einfach und transparent. Das trifft aber nicht auf alle Aspekte der beliebten Anlageinstrumente zu. In einer Serie vermittelt der Zertifikateberater Basiswissen zu ETFs, geht aber auch auf wichtige Details ein, die sich erst auf den zweiten Blick zeigen. 5. Teil: Hebel-ETFs und Abgrenzung zu ETNs/ETCs

Wenn Aktien heiß laufen, wächst die Angst vor einem Temperatursturz an der Börse. Wie gut, dass auch für diese skeptische Erwartungshaltung Anlageprodukte zur Verfügung stehen. Da ETFs allgemein als kostengünstig, einfach und transparent gelten, liegt es nahe, dass diese Eigenschaften auch sogenannten Short-ETFs zugeschrieben werden. Tatsächlich sind diese mit relativ niedrigen Kosten verbunden und hoch-liquide. Doch die Attribute „einfach“ und „transparent“ treffen nur bedingt zu. Denn die Papiere, mit denen Anleger gezielt auf fallende Kurse setzen oder ihr Depot gegen Crashes absichern können, weisen ihre Tücken auf. Anders als Interessenten intuitiv annehmen könnten, können die Instrumente einen Index nicht über längere Zeiträume hinweg einfach umkehren. Um der Ursache dafür auf den Grund zu gehen,

muss die Konstruktion der Indizes betrachtet werden, auf die sich die Short-ETFs beziehen. Denn der ETF selbst leistet lediglich eine nahezu vollständige Abbildung dieser Short-Indizes. Prominentestes Beispiel ist der ShortDax, der den Dax mit umgedrehten Vorzeichen abbildet. Dies geschieht allerdings ausschließlich auf Tagesbasis, womit bereits der ausschlaggebende Punkt angesprochen ist. Die tägliche Rücksetzung des Hebels auf -1 ist es, die das Bild auf längere Sicht verzerrt. Ein exaktes Spiegelbild liefert der ShortDax dann nämlich nicht mehr. Und das Ergebnis nach mehreren Tagen weicht oft stark von den Erwartungswerten ab.

Ein Beispiel soll den Effekt verdeutlichen. Angenommen, Index XY steht am Starttag bei 10.000 Punkten, sein Short-Pendant notiert ebenfalls bei 10.000. Im Tagesverlauf verliert der Index um 5,0 Prozent auf

9.500 Zähler. Dem Short-Index würde dies als fünfprozentiges Plus angerechnet werden. Neuer Indexstand: 10.500. Soweit ist die Funktionsweise tatsächlich sehr einfach. Der Short-Index hat seine Aufgabe, die Tages-Performance des Index exakt umzukehren, erfüllt. Kniffliger wird es bereits am folgenden Tag. Angenommen, die Stimmung dreht und der Index erholt sich wieder um drei Prozent beziehungsweise 285 Punkte auf 9.785. Dann vollzieht der Short-Index auch diese Bewegung mit umgekehrtem Vorzeichen nach. Ausgehend von dem neuen Indexniveau bei 10.500 bedeutet ein Minus von 3,0 Prozent beim Short-Index aber einen Verlust von 315 Punkten. Der neue Endstand liegt damit bei 10.185 Zählern. Nach zwei Tagen liegt der Basisindex somit 2,15 Prozent im Minus. Die Short-Variante kann aber trotzdem nur ein Plus von

Rechenbeispiel für Performance über 2 Tage

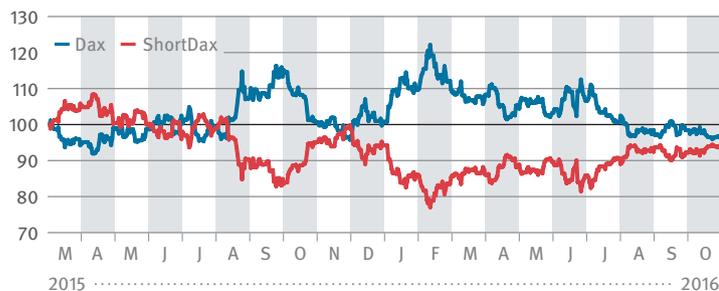
	Basisindex	Short-Index
Ausgangsniveau	10.000	10.000
Perf. in %	-5,0	+5,0
Perf. in Punkten	-500	500
Neuer Stand	9.500	10.500
Perf. in %	+3,0	-3,0
Perf. in Punkten	285	-315
Neuer Stand	9.785	10.185
Ergebnis Tag 2	-2,15	1,85

Performance-Vergleich Basisindex und Short-Varianten mit und ohne Hebel in verschiedenen Szenarien

Szenario		Stand Basisindex			Perf. Basisindex	Perf. Short-Index	Perf. Short m. Hebel*
		Start	Tag 1	Tag 2			
Aufwärts	stetig	100	105	110	10,00%	-9,52%	-18,57%
	unstetig	100	95	110	10,00%	-11,58%	-24,74%
Seitwärts	stetig	100	95	100	0,00%	-0,53%	-1,58%
	unstetig	100	105	100	0,00%	-0,48%	-1,43%
Abwärts	stetig	100	95	90	-10,00%	10,53%	21,58%
	unstetig	100	105	90	-10,00%	8,57%	15,71%

*Short-Index mit Hebel 2; Quelle: DZB Research

Keine gute Absicherung: Beide Indizes liegen im Minus in Prozent, Angaben indiziert



Stand: 01.11.16; Quelle: vwd group

Nur auf den ersten Blick bildet der ShortDax den Dax exakt mit umgekehrten Vorzeichen ab. Über einen längeren Zeitraum ergeben sich Verschiebungen. Wer sich ab März 2015 mit dem Short-Index gegen Schwächen beim Dax hätte absichern wollen, würde jetzt zwei Positionen mit Minuszeichen im Depot vorfinden. Die starken Schwankungen haben auch das Absicherungsinstrument in die Tiefe gedrückt.

1,85 Prozent vorweisen. Nicht berücksichtigt sind bei dieser Rechnung Zinserträge, die den Short-Indizes üblicherweise angerechnet werden, da bei entsprechenden Produkten sowohl das investierte Kapital als auch der Erlös aus den Wertpapierverkäufen (Short-Positionen) verzinst werden. Der Effekt ist aber – insbesondere bei dem aktuellen Zinsniveau – gering. Zudem wäre für eine exakte Berechnung noch ein Abzug der Kosten für die Wertpapierleihe zu berücksichtigen. Diese wird notwendig, um die Leerverkäufe vornehmen zu können.

Volatilität ist Gift für Short-Indizes

Das Rechenbeispiel zeigt nur eines von vielen denkbaren Szenarien der Indexentwicklung über zwei Tage. Abweichungen vom Erwartungswert (gespiegelte Indexentwicklung) wären aber auch bei allen anderen festzustellen. Dabei zeigt sich ein Muster: Insbesondere die sehr volatilen Marktphasen wirken sich ungünstig auf Short-Indizes aus. Selbst wenn der jeweilige Long-Index nach starken Schwankungen wieder sein Ausgangsniveau erreicht, kann bei der inversen Variante im selben Zeitraum ein beträchtlicher Verlust entstehen. Möglich ist sogar, dass nach einer längeren Phase starker Schwankungen beide Indizes im Minus notieren. Dies führen Dax und ShortDax seit März 2015, wie oben abgebildet, vor Augen. Wer sich in dieser Zeit mit dem ShortDax gegen Verluste beim deutschen Leitindex hätte absichern wollen, wäre also besonders hart getroffen. Und dies obwohl die Idee der Absicherung richtig war. Der Dax erlitt nach dem Anstieg auf sein Allzeithoch tatsächlich herbe Verluste und hatte bis Anfang November sein Re-

kordniveau vom Frühjahr 2015 nicht wieder erreicht. Gerade in solchen hoch-volatilen Zeiten sehnen sich Anleger nach einer Absicherung. Besser geeignet sind die Papiere aber für eindeutige Trends. Bei stetigen Aufwärtsbewegungen im Basisindex verlieren die Short-Varianten zumindest nicht stärker und ungebrochene Abwärtsverläufe können sie vielfach sogar überproportional ausgleichen. Trotzdem sollten Short-ETF nicht über einen längeren Zeitraum eingesetzt werden. Selbst sehr stabil anmutende Trends sind vor Korrekturphasen in die Gegenrichtung nicht sicher. Das Ergebnis der Short-Indizes ist dann nach mehreren Tagen zu stark vom Verlauf des Basisindex abhängig und nicht allein von dessen übergeordneter Richtung.

Auch positive Hebel sind betroffen

Diese häufig unterschätzte Problematik der Abweichung vom Erwartungswert trifft dabei nicht nur Short-ETFs. Jegliche Investments, die einen Hebel mit täglicher Anpassung aufweisen, folgen zwangsläufig diesem Prinzip. Dabei spielt es keine Rolle, ob der Hebel negativ ist wie beim ShortDax (-1) oder ob er ein Plus des Index verstärken soll. Es gilt lediglich die Regel: Je stärker der Hebel, desto stärker der Abweicheffekt. Auch Faktorzertifikate und Leveraged-ETFs sind somit betroffen und ausschließlich für den Einsatz über wenige Tage geeignet. Für aktive Trader bleibt die Idee damit reizvoll, da sie nicht immer wieder ein neues Papier auswählen müssen, um ihre Positionen kurzfristig abzusichern oder auf fallende Kurse zu setzen. Für den Großteil der Beratungskunden kommen die Papiere indes kaum in Frage. Zur Absicherung kann bei ihnen auf Reverse Bonuszertifikate oder

Short Turbozertifikate mit weit entfernter K.O.-Schwelle zurückgegriffen werden.

ETNs und ETCs noch häufiger gehebelt

Auch offizielle Stellen betrachten ETFs mit Hebelwirkung kritisch. Rechtlich zugelassen ist bei Indexfonds in Deutschland nur ein Hebel von maximal zwei. Insgesamt sind die Ansprüche an ETFs höher als bei einigen anderen Investmentprodukten. Neben der Begrenzung für den Hebel gibt es Mindestanforderungen an die Diversifikation der Indizes, auf die sich ETFs beziehen dürfen. Beides zusammen führt dazu, dass am Markt häufiger die „artverwandten“ ETNs und ETCs mit Hebel zu finden sind. Die „Exchange Traded Notes“ bilden dabei meist Aktienindizes ab, „Exchange Traded Commodities“ beziehen sich auf einzelne Rohstoffe. Die Produkte unterscheiden sich von ETFs aber vor allem in ihrer rechtlichen Einordnung: Bei beiden handelt es sich um Schuldverschreibungen und nicht um Sondervermögen wie bei ETFs. Es besteht also ein Emittentenrisiko. ETNs und ETCs werden damit in die Nähe von Zertifikaten gerückt. Allerdings hinterlegen die meisten Anbieter dieser Papiere Sicherheiten für das jeweils investierte Anlagekapital, um das Emittentenrisiko so zu minimieren.

Trotzdem ist ein genauer Blick erforderlich. Denn ein Restrisiko bleibt trotz Besicherung. Der *ETF 3x Daily Long DAX 30* von ETF Securities (A1YKTG), der die Bewegungen des Dax auf täglicher Basis dreifach hebelt, wird in seinem Profil beispielsweise als „Schuldverschreibung“ ausgewiesen und ist somit als ETN einzustufen. Bei manchem Angebot ist auf den ersten Blick also gar nicht ersichtlich, dass es sich nicht um einen herkömmlichen ETF handelt. *DZB*