

## **Indexfonds sind längst nicht so sicher wie versprochen**

ETF sind die Indexfonds, mit denen man auf den Dax wetten kann.  
Sie bieten größte Sicherheit. Denkste.

von Christian Siedenbiedel, F.A.S. v. 05.09.2010

Es ist die Konsequenz aus Anlegers Frust: Was macht man in einem verrückten Aufschwung, in dem Bundesanleihen kaum Zinsen bringen und kein Mensch weiß, auf welche Aktien künftig Verlass ist? Eine naheliegende Idee: Man investiert in den Dax. Mit börsengehandelten Indexfonds ("Exchange Traded Funds", kurz ETF) können Anleger auf einen Index setzen, ohne alle Aktien physisch erwerben zu müssen - und das auch noch ohne horrende Ausgabeaufschläge. Kein Wunder, dass diese Wertpapiergattung einen nie dagewesenen Aufstieg erlebt: 680 solcher Fonds sind mittlerweile allein an der Deutschen Börse gelistet.

Doch so erfolgreich die Indexfonds sind - so heftig tobt mittlerweile die Debatte um sie. Nicht nur Anbieter traditioneller Aktienfonds wie Robeco in Rotterdam lästern (aus nachvollziehbar eigennützigem Motiven) über die Indexfonds. Die ETF-Anbieter selbst sprechen von "zum Teil zu komplexen Strukturen". Und auch Aufsichtsbehörden wie die amerikanische SEC und die Bank of England haben sie nach der Finanzkrise kritisch unter die Lupe genommen, weil die Fonds unter Umständen Gefahren für Anleger und das Finanzsystem verursachen. Selbst über ein Verbot bestimmter (extremer) Indexfonds wurde in Amerika diskutiert.

Wenn Anleger wissen wollen, ob ihr Geld sicher ist, müssen sie sich die Konstruktion der Fonds ansehen. In der ersten Generation standen hinter den Indexfonds tatsächlich die Aktien des Index. Also etwa die 30 Titel des Dax, oder eine Auswahl, die wie eine Stichprobe bei Meinungsumfragen als repräsentativ für die Indexentwicklung galt.

Inzwischen ist das anders. "Nur noch in der kleineren Zahl der Fälle stehen hinter den ETF tatsächlich die Aktien des Index, der abgebildet wird", sagt Uwe Wystup, Professor an der "Frankfurt School of Finance & Management". Die meisten Indexfonds arbeiten heute mit Derivaten: synthetischen Konstruktionen, gebaut von eben jenen Investmentbankern, die durch die Finanzkrise viel Vertrauen verloren haben - nicht nur bei Privatanlegern. Das ist für die Fondsmanager günstiger, als alle Aktien des Index einzeln zu kaufen. Deshalb geschieht das gerade bei Fonds mit niedrigen Gebühren häufig. Doch Kritiker solcher Fonds wie Uwe Rieken vom Frankfurter Analysehaus Faros, das große Investoren berät, sprechen von "genetisch manipulierten Konstruktionen" und raten zur Vorsicht.

Die Strukturen solcher synthetischer Indexfonds sind zum Teil zwar kompliziert, das Prinzip aber ist einfach: Die Fondsgesellschaft, die den Indexfonds ausgibt, erwirbt einen Korb von Aktien. Dieser bildet das Fondsvermögen des Wertpapiers. In dem Korb müssen keine Aktien aus dem jeweiligen Index (etwa dem Dax) stecken. Im Gegenteil: Oft sind es gerade vollkommen andere Wertpapiere.

So steckten in einem Dax-ETF des Anbieters Lyxor, den die Ratingagentur Morningstar näher betrachtet hat, nur sechs Aktien aus dem Dax. Dazu kamen 33 andere Titel, darunter die französische Lebensmittelkette Carrefour, die italienische Großbank Unicredit, aber auch die spanische Telefongesellschaft Telefonica. Ein anderer untersuchter Dax-Fonds bestand ganz aus japanischen Aktien.

Damit die Indexfonds trotzdem die Entwicklung des Dax widerspiegeln, setzen die Fondsgesellschaften sogenannte "Swaps" ein: vertraglich vereinbarte Tauschgeschäfte mit anderen Finanzinstitutionen. Getauscht wird, auf gut Banker-Deutsch, die "Performance" des Aktienkorbs gegen die "Performance" des Dax (siehe Grafik). Vereinfacht gesagt, überträgt die Fondsgesellschaft dem Partner alle Gewinne und Verluste aus dem Aktienkorb des ETF. Im Gegenzug gleicht die Bank der Fondsgesellschaft alle Gewinne und Verluste aus Änderungen des Dax aus.

"Hier können Risiken entstehen", warnt Finanz-Professor Wystup. Risiko Nummer eins: Indexfonds und Index können sich unterschiedlich entwickeln. Man spricht vom "Tracking Error". Aus Amerika gab es unlängst Meldungen, diese Abweichungen seien bei Fonds auf bestimmte Anleiheindizes dramatisch hoch gewesen. Bei Dax-Indexfonds allerdings waren sie seit 2007 relativ gering, wie die Ratingagentur Morningstar bilanziert.

Risiko Nummer zwei: Das "Counterparty Risk", das Kontrahentenrisiko. Dahinter steckt die Gefahr, dass beim Swap-Geschäft die andere Seite ihren Verpflichtungen nicht nachkommt. "Wenn der Partner ausfällt, bestehen Risiken für den Anleger", warnt Finanzprofessor Wystup. Zwar ist das Fondsvermögen eines ETF wie bei einem normalen Fonds im Falle einer Insolvenz als Sondervermögen vor dem Zugriff der Gläubiger geschützt. Das gilt aber nicht für die Swap-Geschäfte.

Weil die europäischen Regulierer das offenkundig als Gefahr einschätzten, wurde der Anteil, den dieses Risiko am Fondsvermögen ausmachen darf, auf maximal zehn Prozent begrenzt. "Dieses Risiko wird von vielen Anbietern durch zusätzliche Sicherheiten verringert", sagt Wystup.

Die Sicherheiten sind entweder Aktien oder Staatsanleihen, in der Regel europäische, die je nach Fondsgesellschaft in unterschiedlicher Höhe vorgehalten werden. "Aber auch zusätzliche Sicherheiten können in einer Extremsituation an Wert verlieren", sagt Anlageexperte Andreas van Loon vom Bankhaus Hauck und Aufhäuser. Sehr vorsichtigen Anlegern raten die Fondsexperten der Ratingagentur Morningstar deshalb, sich vor dem Kauf zu erkundigen, wie oft die Sicherheiten überprüft werden.

Diese Risiken werden nur in Extremsituationen relevant, sagen die Experten. Immerhin gibt es Banken, die solche Sorgen und Bedenken so ernst nehmen, dass sie neue Produkte auflegen. So steht die Credit Suisse unmittelbar davor, in Deutschland eine "dritte Generation von ETF" auf den Markt zu bringen: Diese solle "die Vorzüge der synthetischen Replikation mit der Transparenz direkter Replikation verbinden", so Dan Draper, der globale ETF-Chef der Bank.

Das Risiko, dass der Swap-Partner ausfällt, kann die Bank zwar nicht eliminieren. Immerhin aber will sie als eine Lehre aus der Finanzkrise die Konstruktionen für Privatanleger durchschaubarer machen. "So wird die Zusammensetzung des zugrunde liegenden Aktienkorbes täglich auf unserer Website publiziert", sagt Draper. Das sei bislang "einzigartig auf dem Markt". Das ändert das Risiko zwar nicht - der Anleger weiß aber wenigstens, was er im Depot hat.