
PRIVATE - INSTITUTIONAL
WEISSENSTEIN
& PARTNER

XIV – VelocityShares Daily Inverse VIX Short Term ETN
Der Versuch, ein Derivat auf ein Derivat auf ein Derivat zu erklären

Februar 2018





- Anlageziel des XIV
- XIV soll steigen, wenn die Volatilität des S&P 500 sinkt.
- Der Zeithorizont ist kurz, d.h. 1-2 Monate.
- Um das Produkt wirklich zu verstehen, muss man wissen, wie es handelt, wie der Wert zustande kommt, was getrackt wird und wie der Emittent vorgeht.





Wie handelt der XIV?

- XIV handelt wie eine Aktie. Der Titel kann normal an der Börse gekauft werden, handelt auch vor- und nachbörslich oder kann auch geshortet werden. Das durchschnittliche tägliche Volumen erreicht gegen 29 Mio XIV, somit ist reichlich Liquidität zu sehr engen Spreads verfügbar.
- Optionen gibt es keine.

Wie kommt der Wert von XIV zustande?

- Im Gegensatz zu Aktien ist der Anleger (Spekulant) nicht an einer Firma beteiligt. Zur Bewertung können keine Umsätze, Cash Flows, Gewinne pro Aktie oder Quartalsreportings herangezogen werden. Fundamentale Analyse ist unmöglich, technische Analyse zwecklos, denn der Preis hängt einzig und allein vom Preis des VIX ab. Dieser wiederum funktioniert NICHT nach Angebot und Nachfrage, sondern lässt sich lediglich vom VIX Future ableiten.
- Der Marktpreis des XIV ist invers zu seinem Index, und zwar dem S&P VIX Short-Term Futures. Dieser Index wiederum repliziert ein hypothetisches Portfolio der zwei VIX Futures mit dem nächsten Verfall.

Index Weight (02/06/2018)





Was trackt der XIV?

- Der S&P VIX Short-Term Futures Index trackt den VIX Index, der de facto als Volatilitätsindikator für den Markt gilt.
- Unglücklicherweise ist es nicht möglich, den VIX direkt zu kaufen. Die Alternative ist lediglich, in VIX Futures zu investieren. Das stellt sich allerdings als ein Horrorinvestment dar. Warum? Weil die sogenannte Term Structure in Contango ist (d.h. die Terminkontrakte notieren über dem Spot Preis), kommt es monatlich zu Rollverlusten. Der Frontmonat (unten als Beispiel mit rotem Kreis) fällt mit dem Näherkommen des Verfalltermins auf den Spotpreis und muss dann wieder in einen nächsten Frontmonat investiert werden.





Was trackt der XIV?

- Die Rollverluste belaufen sich auf rund 5 % pro Monat. Diese Situation tönt nach einem absoluten «No-Brainer»: etwas, das jeden Monat 5 % verliert muss man nur shorten. Gewinn garantiert. Und tatsächlich, wer den S&P VIX Short-Term Futures Index oberflächlich anschaut, dem bestätigt sich dieser Eindruck:



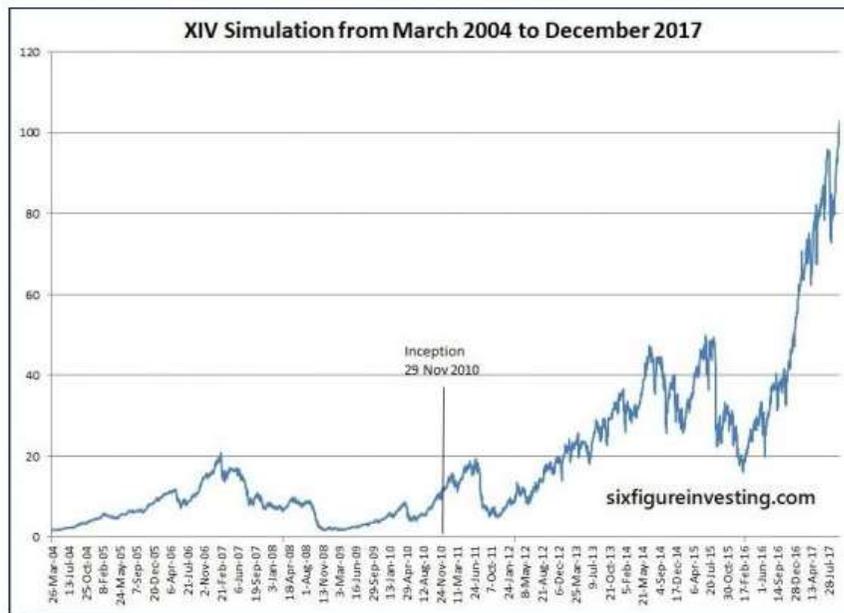
Nochmals zur Erinnerung:

Der XIV trackt diesen Index revers



Was trackt der XIV?

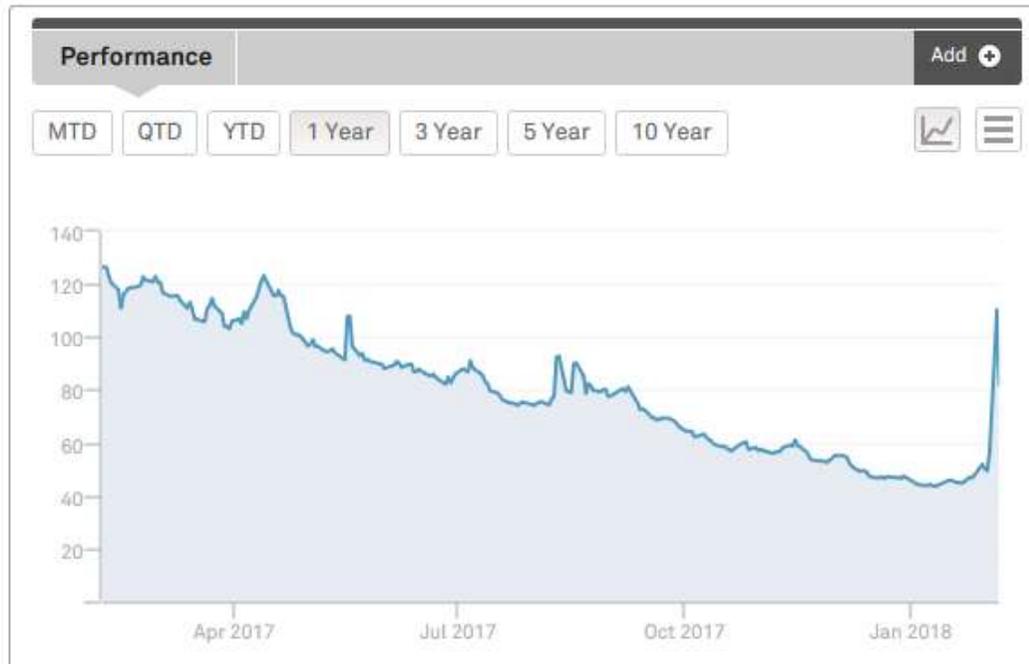
- Die meiste Zeit also ist der XIV ein richtiger Money Maker, wie dieser Chart hier bestätigt. Mit der Ausnahme eben, dass bei einem Sprung des VIX (also der Volatilität) Kursverluste bis 80% möglich sind.
- Längerfristig ist das aber theoretisch kein Problem, da eine Explosion der Volatilität in kurzer Zeit wieder in sich zusammenfällt und der alte Trend (durch die Rollverlust ausgelöst) sich wieder fortsetzt.





Was ging am Montag schief?

- Wie auf dem ersten Slide gesehen, ist der XIV um rund 90% eingebrochen. Diese Kursentwicklung ist an sich aufgrund der vorgängigen Erläuterungen nachvollziehbar.
- Der S&P VIX Short Term Futures hat nämlich aufgrund des abrupten Kurseinbruchs an den Aktienmärkten einen jener historischen Sprünge hingelegt (von rund 50 auf 110):



- Die nächste logische Entwicklung ist, dass sich der Index wieder zurückbildet. In diesem Fall würde der XIV wieder ansteigen, wie auf Slide 7 dargestellt. Aber: das Produkt wurde eingestellt und die Verluste realisiert.



Die Rolle des Emittenten

- Credit Suisse als Emittent der Note sammelt auf annualisierter Basis 1.35% der Assets als Gebühren ein. Bei einem Volumen von zuletzt über USD 2 Mrd. ist das ziemlich lukrativ.
- Das Geschäft ist allerdings nicht so trivial, wie man es sich bei einem gewöhnlichen Anlagefonds vorstellen muss. Aufgrund der hohen Handelsvolumen, der vielen involvierten Derivate sowie dem täglichen Rollen der Futures und absichern der Positionen kann man sich vorstellen, dass das Handling ein nicht zu unterschätzende Komplexität aufweist.
- Die Struktur des ETN (Exchange Traded Note) fungiert als Senior Debt für den Emittenten. Mit anderen Worten, der ausstehende Betrag liegt auf dem Balance Sheet der Bank. Wenn die Kursschwankungen gross werden, oder viel Geld zu oder abfließt, sind u.U. sehr grosse Beträge auf der Bilanz zu hinterlegen.
- Welche Rolle beim Niedergang dieses Produktes die CS gespielt hat, ist nicht geklärt. Dass die Bank selber der grösste Holder des Produkts war und letztlich den Stop Loss bei 80% ausgelöst hat, regt sicher die Fantasie der geschädigten Spekulanten an. Da in den USA der Regulator kein Pardon kennt, ist nicht auszuschliessen, dass man zu dieser Sache später noch einmal lesen kann.