

# Cave Canem



**Von Prof. Dr. Erwin W. Heri**  
*Professor für Finanztheorie  
 an der Universität Basel und  
 Verwaltungsratspräsident der  
 Valartis Group AG, Baar*

Paradiesische Zustände an den Aktienmärkten... in den letzten 6 Monaten. Tönt fast zynisch. Natürlich sind die Wunden des Jahrganges '08 noch alles andere als verheilt. Die einen wundern sich noch immer über ihr damaliges Lehman-Exposure, von dem sie eigentlich nichts gewusst haben. Andere haben mit ihren strukturierten Produkten inzwischen ihre «worst-of» Ereignisse kassiert, die doch eigentlich gar nie hätten möglich sein sollen, und wieder andere ärgern sich, dass mit Kapitalgarantieprodukten alles andere als das Kapital garantiert war. Vorwürfe und Anschuldigungen allenthalben. Ich will nicht in diesen Chor einstimmen. Fehler sind viele gemacht worden; bei der Produktentwicklung, bei der Anlageberatung, aber auch bei den Anlegern selbst, die eben auch Verantwortung tragen für das, was sie tun.

Immerhin haben wir aber auch einiges gelernt (wirklich?). Ob es das Richtige war, wird die Zukunft zeigen. Anderes weist aber schon jetzt darauf hin, dass auch diese Lektionen bald vergessen sein werden. Ähnlich wie das, was man eigentlich nach dem Platzen der Dot-Com-Blase hatte lernen wollen – das ist übrigens noch keine 10 Jahre her.

Natürlich gehöre ich inzwischen zu denjenigen Anlage-dinosauriern, die nie merken wollen, wenn ein «Neues Paradigma» Einzug gehalten hat. Wenn man aber einmal genug neue Paradigmen hat kommen und gehen sehen, wird man halt irgendwann zu einem Paradigmen-Zyniker.

Eine wesentliche Erkenntnis bei der Geldanlage war und ist, dass Märkte relativ effizient sind, höhere Erträge systematisch nur mit höheren Risiken erarbeitet werden können und aktives Management in den meisten Fällen mehr kostet als es bringt. Dies ist die analytische Grundlage von passiven Anlageprodukten wie Indexfonds, ETFs (Exchange Traded Funds) und Ähnlichem, die sich in den letzten Jahren zunehmender Beliebtheit erfreuen konnten. Natürlich erbringen diese Anlageprodukte nur eine Indexperformance, den Durchschnitt. Aber ich habe in diesen Zeilen schon mehrfach darauf hingewiesen, dass in der Kapitalanlage der Durchschnitt – sprich: die Indexrendite – oft gar nicht so schlecht ist. Noch manch einer wäre in den letzten Jahren froh gewesen, er hätte wenigstens die Indexrendite einbuchen können.

Viele Anleger haben bemerkt, dass man über ETFs in der Tat auf relativ günstige Art und Weise vernünftige Vermögensallokationen zusammenstellen kann. Das zunehmende Interesse der Anlagekundschaft an passiven Produkten haben natürlich auch die

Financial Engineers erkannt. Das verspricht nicht immer nur Gutes. Genau gleich wie im Bereich der strukturierten Produkte, der Hedge Funds oder auch der traditionellen Fonds sind nämlich auch im Bereich der ETFs der Phantasie keine Grenzen gesetzt. Es wundert deswegen auch nicht, dass am Horizont bereits die wildesten ETF-Ideen auftauchen. Dies beginnt bei den Short ETFs, mit denen sich die Entwicklung eines Indexes invers abbilden lässt (einige davon sind übrigens bereits an der SIX kotiert), und geht bis zu Simple-, Double-, Triple-, Leverage- oder Hebel-ETFs, mit denen man «wirklich Musik machen kann».

Dies ist aber noch lange nicht alles. Einige Leute haben bereits begonnen, ETF-ähnliche Geschichten für Commodities zu entwickeln. Diese ETCs genannten Strukturen sind insofern komplexer, als ihnen nicht wirklich physische Anlagen zugrundeliegen, sondern eher synthetische Strukturen. Die Krux daran: Anders als bei den Fonds, die ein Sondervermögen darstellen und in dem Sinne kein Emittentenrisiko beinhalten, besteht hier ein Emittentenrisiko. Lehman lässt grüssen.

Natürlich ist auch die Risikostruktur von «normalen» Short- oder gehebelten ETFs alles andere als klar. Ein relevanter Teil der speziellen Eigenschaften dieser Produkte wird über Derivate hergestellt, die ihrerseits in vielen Fällen wieder ein Gegenparteierrisiko beinhalten. Selbstverständlich gibt es all diese wunderbaren und wundersamen Turbos dann aber nicht mehr zu den tiefen Gebührenstrukturen, an die wir uns inzwischen im Bereich der ETFs gewöhnt haben. Es ist aber nicht schwierig, die neu entstehenden Gebühren so zu engineeren, dass dies nicht allzu stark auffällt.

Noch ein paar Dutzend Prozent Performance an den Aktienmärkten, und die neuen Paradigmen beginnen Einzug zu halten. Es kommen rosige Zeiten auf uns zu.

[www.erwinheri.ch](http://www.erwinheri.ch) ●