



Hintergrund

Juli 2004

Zertifikate – terra incognita

©2004. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Zertifikate

- ◆ Wer Ende der Neunziger keine Aktien oder Aktienfonds besaß, war nicht mehr „en vogue“, konnte er doch den neuen Themen am Stammtisch oder in den Vereinen nicht mehr folgen. So konnte jeder Anleger scheinbar „risikolos“ mindestens 20% Rendite verdienen, wenn er nur eine Neuemission zeichnete. Auch mit Aktienfonds konnten Renditen vereinnahmt werden, die alles auf den Kopf stellten, was bis dato für möglich gehalten wurde. Kosten, Transparenz und Qualität des Fondsmanagers oder der Aktie waren nicht das Hauptargument für ein Investment.
- ◆ Zieht man die allgemeinübliche Annahme über Zertifikate zur Erläuterung heran, so sind diese eine Bescheinigung über die Hinterlegung und den Besitz von Wertpapieren bei Banken bzw. Investmentgesellschaften. Rein rechtlich sind Zertifikate Schuldverschreibungen mit einem verbrieften Zahlungsanspruch oder, um es anders auszudrücken, Zertifikate sind zinslose Anleihen mit einem variablen Rückzahlungsanspruch.
- ◆ Die Anzahl emittierter Zertifikate ist in den letzten Jahren rasant gestiegen. Aktuell sind alleine auf Indizes rund 550 Zertifikate zu kaufen, wobei die meisten auf einem Aktienindex basieren, aber es existieren auch Zertifikate mit anderen Underlyings wie z. B. Rohstoffindizes oder Anleihen. Grundsätzlich kann man Zertifikate in strukturierte und nicht strukturierte Zertifikate einteilen.
- ◆ Finanzprodukte, die sozusagen von der Norm abweichen und Strukturen aufweisen, die sehr komplex wirken, werden Exoten genannt. In Finanzkreisen wird dafür auch der Begriff strukturiert verwendet. Das Underlying entwickelt sich hier aufgrund der derivativen Gestaltung nicht unbedingt gleichläufig mit dem Zertifikat. Der Vorteil strukturierter Produkte besteht in der Fähigkeit, Auszahlungsprofile zu erreichen, die mit Standardprodukten grundsätzlich nicht möglich sind.
- ◆ Untersucht man die Diskussion über ein Pro Zertifikat oder ein Pro Investmentfonds, dann gelten die gemachten Angaben oft nur für den Bereich der Index-Zertifikate. Bei strukturierten Zertifikaten ist z. B. die Gebührengestaltung wesentlich komplexer und für den Anleger schwierig nachzuvollziehen.

Zertifikate

Zertifikate – terra incognita¹

1. Einleitung

Wer Ende der Neunziger keine Aktien oder Aktienfonds besaß, war nicht mehr „en vogue“, konnte er doch den neuen Themen am Stammtisch oder in den Vereinen nicht mehr folgen. So konnte jeder Anleger scheinbar „risikolos“ mindestens 20% Rendite verdienen, wenn er nur eine Neuemission zeichnete. Auch mit Aktienfonds konnten Renditen vereinnahmt werden, die alles auf den Kopf stellten, was bis dato für möglich gehalten wurde. Kosten, Transparenz und Qualität des Fondsmanagers oder der Aktie waren nicht das Hauptargument für ein Investment. Entscheidend war nur noch die Aussicht, wie viel Prozent Rendite innerhalb kürzester Zeit zu verdienen ist. Eine breite Diversifizierung zur Risikoreduktion, wie sie von Experten gefordert wurde, sahen viele Anleger zu diesem Zeitpunkt als nicht erforderlich an.

Lange Zeit ging diese Strategie auf und wurde auch mit zweistelligen Renditen belohnt. Übrig geblieben aus dieser Goldgräberstimmung sind verunsicherte Anleger, die sich der Aktie nur mit viel Misstrauen wieder nähern und dabei einen Aktienfonds der Direktanlage in Aktien vorziehen. Diese sind eine weit verbreitete Art der Geldanlage und gelten als solides Basisinvestment für die unverzichtbare Diversifizierung eines Depots.

In den USA etablierte sich ein Konkurrenzprodukt zu den klassischen Aktienfonds. Die sogenannten „Exchange Traded Funds“, kurz ETF's, sind eine Erfindung des ausgehenden 20. Jahrhunderts. Hiermit wird ein Index nachgebildet, und der Anleger partizipiert direkt an dessen Wertentwicklung. Fristete dieses Produkt in den Anfangsjahren eher ein Schattendasein, gewann es in den Folgejahren schnell an Bedeutung. Nach Deutschland schwappete die Welle der Indexnachbildung erst Anfang der

Neunziger. Vor allem bei der Nachbildung von Indizes kam es in Deutschland zu Beginn zu Problemen. Die ersten Produkte auf Indizes wurden in Form von Zertifikatslösungen von der Dresdner Bank begeben. ETF's kamen erst später dazu, da die großen Fondsgesellschaften bisher nicht zur Emission von diesen bereit waren.

Diese Publikation soll dazu dienen, einige Grundkenntnisse über Zertifikate zu vermitteln. Im Zusammenhang mit anderen Investmentvehikeln, wie z. B. Publikumsfonds für Privatanleger, Spezialfonds für Institutionelle sowie Eigenanlagen, können sie dazu beitragen, zielorientiert ein effizientes Portfolio aufzubauen. Dabei sind grundlegende Kriterien zu beachten. So müssen private Anleger andere Anforderungen an ihre Anlagestrategie stellen als institutionelle Anleger. Schlagworte wie Rentabilität, Sicherheit und Liquidität für private und zusätzlich Risikobudget, Betrachtungshorizont und Bilanzierungsstichtag für institutionelle Anleger sind häufig anzutreffen.

Der Wunsch, einen hohen Ertrag zu erzielen und dabei möglichst kein Risiko einzugehen, kann leider nicht erfolgreich erfüllt werden. Zwischen den angestrebten Anlagezielen besteht ein gewisses Spannungsverhältnis, welches sich nicht optimal lösen lässt. Dieser Zielkonflikt führt schließlich dazu, dass Anleger Kompromisse eingehen müssen, um die für sie optimale Strategie zu finden. Berater in den Banken und Sparkassen raten ihren Kunden dabei oft, ihre Depots zu diversifizieren. Die Umsetzung dieses Vorhabens ist jedoch nicht nur für den privaten Anleger, sondern auch für institutionelle Anleger recht schwierig. Der Derivatemarkt bietet beiden Anlegerklassen unter anderem die Möglichkeit, eine Asset Allocation-Entscheidung mittels Zertifikaten umzusetzen.²

2. Zertifikate

Zieht man die allgemeinübliche Annahme über Zertifikate zur Erläuterung heran, so sind diese eine Bescheinigung über die Hinterlegung und den Besitz von Wertpapieren bei Banken bzw. Investmentgesellschaften. Rein rechtlich sind Zertifikate Schuldverschreibungen mit einem verbrieften Zahlungsanspruch oder, um es anders auszudrücken, Zertifikate sind zinslose Anleihen mit einem variablen Rückzahlungsanspruch. Der Käufer eines Zertifikats erwirbt das Recht, an der Wertentwicklung eines oder mehrerer ausgewählter Underlyings teilzuhaben, ohne die dafür erforderlichen Einzeltitel zu erwerben. Bei dem Versuch eines Anlegers, einen Index wie den S&P 500 selbst in seinem Portfolio abzubilden, müsste er, um den gleichen Aufbau darzustellen, mehrere hunderttausend Euro aufwenden. Bei jeder Änderung der Zusammensetzung des Index sowie bei Änderungen der Gewichtung müsste er die entsprechenden Umschichtungen vornehmen, wodurch zusätzliche Transaktionskosten entstehen würden.³ Ein so genanntes Index-Zertifikat kann dies wesentlich preisgünstiger und unproblematischer darstellen. Durch eine identische Nachbildung des Index partizipiert der Anleger eins zu eins an der Wertentwicklung des Index.

2.1 Grundlagen und Ausstattungsmerkmale von Zertifikaten

Der Modebegriff Zertifikat ist grundsätzlich nur bedingt geeignet zur Klassifizierung der Anlageinstrumente, die Bestandteil dieser Publikation sind. Besser ist wohl eher die Bezeichnung Partizipationschein, da es im wesentlichen darum geht, an der Wertentwicklung eines Underlyings zu partizipieren. Eine andere Bezeichnung für Zertifikate ist z. B. der Begriff „Perles“, wie er erstmals von der damaligen Warburg Dillon Read (heute UBS) genutzt wurde. Grundlegende Ausstattungsmerkmale eines Partizipationssscheines, im folgenden Zertifikat genannt, sind:

1. die Laufzeit, die begrenzt oder unbegrenzt sein kann,
2. sie beziehen sich auf ein Underlying (Basis),
3. die Währung,
4. etwaige Sonderrechte,
5. das Bezugsverhältnis und
6. der Rang der Verbindlichkeit.⁴

Zerlegt man Zertifikate, die zu den komplexen Finanzinnovationen gezählt werden, in ihre Grundbestandteile, so kommt man immer wieder zu der Ausgangsformation, dass sich fast alle Konstruktionen auf eine Aktie oder eine Anleihe zurückführen lassen. Zertifikate sind eigentlich unverzinsliche Anleihen, die das Recht verbriefen, von einem Emittenten bei Rückzahlung den Wert der Basis (Underlying) zu verlangen. Jedoch muss man hier die Definition um Derivate erweitern, die auch ein Bestandteil der Zertifikate sind. Käufer eines Zertifikates sind damit nichts anderes als Gläubiger, die einem Emittenten Geld leihweise überlassen. Dass Zertifikate einen Anleihencharakter haben, wird auch daran ersichtlich, dass sie trotz des Underlyings keine Aktionärsrechte verbriefen. So kann ein Zertifikatsinhaber bei Liquidation eines Unternehmens keine Eigentumsrechte geltend machen.

Für einen Anleger ist daher ein wichtiges Auswahlkriterium beim Kauf eines Zertifikates die Bonität des Emittenten. Im Regelfall werden Zertifikatslösungen jedoch von etablierten Banken angeboten, bei denen man im Normalfall davon ausgehen kann, dass sie nicht zahlungsunfähig werden.

2.2 Arten von Zertifikaten

Die Anzahl emittierter Zertifikate ist in den letzten Jahren rasant gestiegen. Aktuell sind in Deutschland alleine auf Indizes rund 550 Zertifikate zu kaufen⁵, wobei die meisten auf einem Aktienindex basieren, aber es existieren auch Zertifikate mit anderen Underlyings wie z. B. Rohstoffindizes oder Anleihen. Grundsätzlich kann man Zertifikate in strukturierte und nicht strukturierte Zertifikate einteilen.

2.2.1 Nicht strukturierte Zertifikate

Möchte ein Anleger sein Investment breit streuen und dabei den Aufwand recht gering halten, setzt er klassischerweise auf einen Investmentfonds. Fondsgesellschaften werben für ihre Produkte dabei oft mit dem Renommee ihres Namens oder des Fondsmanagers. Sie verlangen für das Managen der Kundengelder eine recht hohe Verwaltungsgebühr mit der Begründung, dass ihr Management stets die aussichtsreichsten Werte herausfiltert und dem Anleger einen echten Mehrwert bringt.⁶ Dass dies nicht immer gelingt, sondern in der Vergangenheit

auch zu Enttäuschungen führte, haben die meisten Anleger schmerzhaft am eigenen Leib erfahren müssen.⁷ Für den Anleger stellte sich daher bei der Suche nach Alternativen die Frage, warum er nicht gleich die Benchmark kaufen sollte. Eine Möglichkeit dazu sind die so genannten nicht strukturierten Zertifikate, die auch unter dem Begriff Index-Zertifikate bekannt sind.

Man spricht von einem nicht strukturierten oder auch Plain Vanilla-Zertifikat bei Produkten, die sich im Gleichklang mit ihrer Basis (Underlying) bewegen. Steigt oder sinkt der Wert des Basisobjektes um ein Prozent, so verändert sich auch das Zertifikat ebenfalls um den gleichen Prozentwert.⁸ Anders als bei Publikumsfonds ist ein Anleger hier in der Lage, den Wert seines Index-Zertifikats selbst zu berechnen. Zwar wird ein Index auch fortlaufend nach bestimmten Kriterien angepasst, jedoch muss dafür kein Manager extra bezahlt werden, womit auch die Managementgebühren entfallen. Auch die bei Fonds üblichen Ausgabeaufschläge entfallen hier vollständig, der einzige Kostenfaktor sind die üblichen Spesen der Depotbank sowie eine Geld/Brief-Spanne, auf die jedoch mittlerweile sogar einige Anbieter komplett verzichten.

Die Vielfalt der Index-Zertifikate ist mittlerweile sehr groß geworden. So gibt es Zertifikate auf alle bekannten Kursbarometer wie z. B. den Dax, den Dow Jones 30 oder den Nikkei 225. Das breit gefächerte Sortiment bietet für denjenigen, der es bevorzugt, sein Geld passiv zu managen, eine breite Auswahl an. Auf diese Vielfalt haben auch die verschiedenen Indexanbieter reagiert und neue Indizes ins Leben gerufen. Mittlerweile kann man auch schon von einer Index-Inflation sprechen.

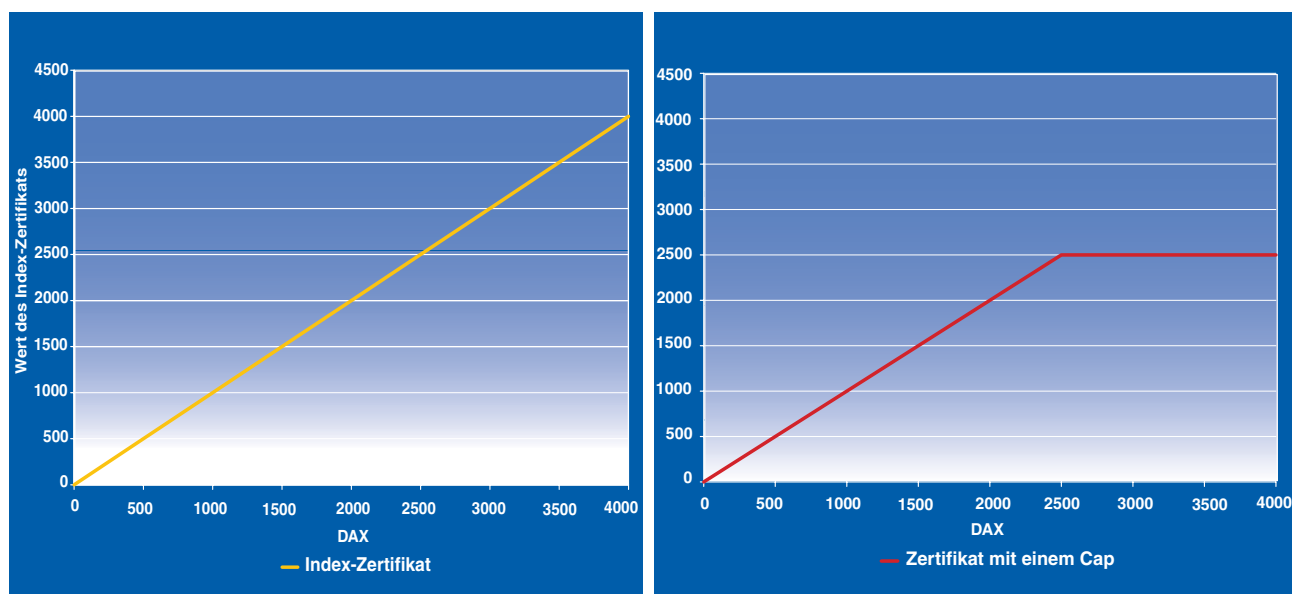
Die Index-Zertifikate gewinnen seit der Aufhebung des Indexierungsverbotes immer mehr an Bedeutung. In der Bundesrepublik war die Auflegung solcher Produkte bis Jahresende 1998 verboten, da aus Sicht der Bundesbank der Erwerber sich gegen Inflationsgefahren schützen konnte und daher ggf. die Inflationsgefahr vergrößert wurde.⁹

2.2.2 Strukturierte Zertifikate

Finanzprodukte, die sozusagen von der Norm abweichen und Strukturen aufweisen, die sehr komplex wirken, werden Exoten genannt. In Finanzkreisen wird dafür auch der Begriff strukturiert verwendet. Das Underlying entwickelt sich hier aufgrund der derivativen Gestaltung nicht unbedingt gleichläufig mit dem Zertifikat. Der Vorteil strukturierter Produkte besteht in der Fähigkeit, Auszahlungsprofile zu erreichen, die mit Standardprodukten grundsätzlich nicht möglich sind. Man kann dabei mit Hilfe von einfachen Instrumenten wie Anleihen, Put- und Call-Optionsscheinen jedes gewünschte Auszahlungsprofil konstruieren. Da jedoch die Produktvielfalt sehr groß ist, soll die nachfolgende Übersicht einen Ausschnitt aus der Welt der exotischen Zertifikate geben.

2.2.2.1 Cap-Zertifikate

Eine der größten Gruppen der strukturierten Produkte sind die so genannten Zertifikate mit Cap. Hierbei können die Rückflüsse in keinem Fall einen bestimmten Höchstwert überschreiten, egal wie sich das Underlying entwickelt. Steigt das Underlying über den Cap, kann der Anleger davon nicht mehr profitieren. Notiert das Underlying am Fälligkeitstag unter dem Cap, erleidet der Anleger im Gegensatz zu einem Plain Vanilla-Zertifikat keinen Nachteil, sondern dadurch, dass er billiger gekauft hat, entsteht sogar ein Vorteil für ihn gegenüber traditionellen Index-Zertifikaten. Auf den ersten Blick mag diese Aussage verwundern. Der Anleger geht jedoch mit dem Emittenten eines Cap-Zertifikates eine Übereinkunft ein. So bekommt der Anleger einen Rabatt auf das Underlying, wenn er im Gegenzug dafür auf Kursgewinne verzichtet, die über dem Cap entstehen. Anleger in Cap-Zertifikaten schneiden vor allem dann besser ab, wenn die Kurse an den Aktienmärkten fallen, stagnieren oder leicht steigen.

Abbildung 1¹⁰

Unter die Klasse der Cap-Zertifikate fallen die Discount-Zertifikate, wobei diese Bezeichnung oft irreführend ist, da beim Anleger der Eindruck entstehen kann, dass er hier etwas billiger bekommt. Tatsächlich ist dies jedoch nicht der Fall, da der Preisnachlass auf die Produkte oft nicht genügt, um die durch den Cap begrenzten Gewinnchancen zu kompensieren.¹¹ Die Vielfalt im Bereich der Discount-Zertifikate lässt sich alleine auf die große Anzahl der möglichen Underlyings zurückführen, wie z. B. Aktien oder Indizes.

Wie aber funktioniert nun ein Zertifikat mit Cap? Discount-Zertifikate sind hybride Wertpapiere, die sowohl Charakteristika von Aktien als auch von Anleihen zeigen. Grundsätzlich kann man sagen, dass es sich hier um ein Stillhaltergeschäft handelt, wobei der Anleger, wenn es sich um ein Aktienprodukt handelt, ein Wertpapier kauft und einen Call verkauft. Beim Zerlegen des Zertifikats in seine Bestandteile wird deutlich, dass es mehrere Variationsmöglichkeiten gibt. Zum einen die zuvor beschriebene Konstruktion, wobei die verkaufte Call-Option den benötigten Ertrag liefert. Zum anderen besteht die Alternative aus einem Zerobond mit einer verkauften Put-Option, wobei die Verzinsung höher ist als bei einer herkömmlichen Anleihe. Diese Konstruktion bewirkt, dass ein Teil des Kurssteigerungspotentials für zusätzliche Erträge oder für ein Polster bei Kursrückgängen genutzt werden kann. Für

den Anleger bleiben diese Transaktionen unbemerkt, da sie im Zertifikat übereinander gelegt sind.

Für das Risiko-Ertrags-Profil des Discount-Zertifikates ist die Höhe des Ausübungspreises entscheidend. Dass der Anleger dabei nichts umsonst bekommt, liegt in der Natur der Sache. Dafür, dass er ein optimiertes Auszahlungsprofil erhält, muss er beim Kurssteigerungspotential Abstriche machen. Der Anleger muss also seinen Preisnachlass damit bezahlen, dass er einem zuvor festgelegten Höchstkurs des Bezugswertes zustimmt, bis zu dem er von Kurssteigerungen profitiert. Die klassischen Discount-Zertifikate haben eine Laufzeit zwischen 6 und 24 Monaten. Mittlerweile gibt es hier auch Konstruktionen, bei denen die Laufzeit unendlich ist. Dabei investieren die Emittenten für den Anleger fortlaufend in Zertifikate mit kurzer Restlaufzeit.

Anleger, die Discount-Zertifikate kaufen, erwarten für das zugrundeliegende Underlying stagnierende oder leicht steigende Kurse. Liegt der Kurs des Underlyings über dem Kaufkurs am Fälligkeitstag des Discount-Zertifikats, hat der Anleger einen Gewinn erzielt. Selbst bei Kursen, die leicht unter den Einstandskursen liegen, liegt er immer noch vorne, da der Discount als Risikopuffer dient. Ein Direktinvestment ist also erst dann vorteilhaft, wenn der Kurs des Underlyings besonders stark ansteigt. Der Underlying-Kurs, bei dem die Wertentwicklung des

Underlyings über der maximalen Rendite des Zertifikates liegt, wird als Outperformance-Punkt bezeichnet. Dieser Punkt liegt nicht, wie man annehmen könnte, am Cap des Discount-Zertifikates, bis zu dem man von steigenden Kursen des Underlyings profitiert. Aufgrund der Tatsache, dass man das Zertifikat mit einem Abschlag erhält, ist der Outperformance-Punkt erst dann erreicht, wenn der Discount-Abschlag aufgebraucht ist. Erst zu diesem Zeitpunkt ist ein Direktinvestment in das Underlying profitabler als in das Zertifikat. Will ein Anleger das für ihn optimale Discount-Zertifikat auswählen, muss er Vorüberlegungen anstellen. Durch den Cap verzichtet er auf stärkere Kurssteigerungen, wofür er im Gegenzug einen Discount erhält. Dieser Discount ist aber um so geringer, je höher der Cap vom aktuellen Kurs des Underlyings entfernt ist. Grundsätzlich sollte man daher den Cap des Zertifikates so wählen, dass dieser knapp über den Erwartungen bezüglich des Aktienkurses zum Laufzeitende liegt.

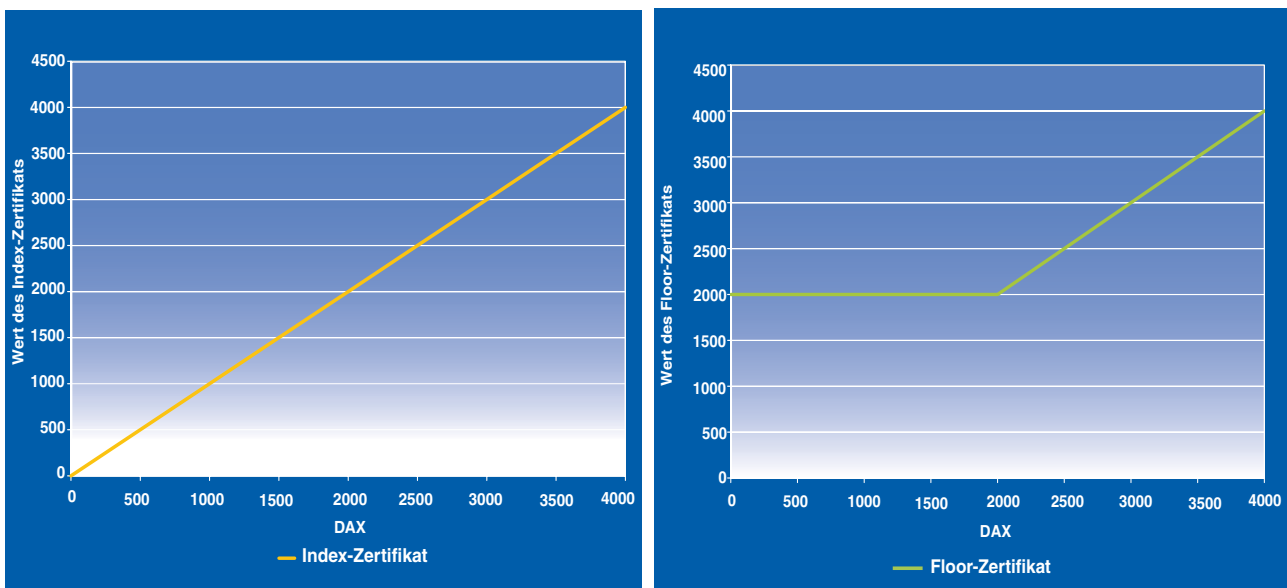
2.2.2.2 Floor-Zertifikate

Eine andere Art der strukturierten Zertifikate sind so genannte Floor-Zertifikate, die in ihrem Zahlungsprofil mit einem umgekehrten Discount-Zertifikat vergleichbar sind. Zum Ende der Laufzeit eines Floor-Zertifikats bekommt der Anleger den Wert des zugrundeliegenden Underlyings ausbezahlt. Für den Fall, dass dieses unter der Floor-

Grenze liegt, erhält der Anleger den bei Kauf garantierten Rückzahlungswert. Betrachtet man diese Konstruktion, so scheint sie die optimale Anlagealternative für diejenigen zu sein, die kein Kapitalrisiko eingehen können oder wollen, um dabei trotzdem maximale Ertragsmöglichkeiten zu haben. Aber auch bei Floor-Zertifikaten gibt es wie bei den Discount-Zertifikaten nichts geschentk.

Zur Verdeutlichung dieser Aussage zerlegt man das Zertifikat wieder in seine Bestandteile, wozu es wieder mehrere Möglichkeiten gibt. Zum einen kann ein Floor-Zertifikat durch ein Plain Vanilla-Zertifikat in Verbindung mit dem Kauf einer Put-Option dargestellt werden. Das Plain Vanilla-Zertifikat ermöglicht die 1:1-Partizipation an der Wertentwicklung des Underlyings, während die Put-Option das Recht verkörpert, zu einem bestimmten Zeitpunkt zu einem festgesetzten Preis eine festgelegte Anzahl des Underlyings zu verkaufen. Der faire Wert für dieses Produkt ergibt sich schließlich aus dem aktuellen Indexstand plus dem aktuellen Preis einer europäischen Put-Option, wobei diese dieselbe Restlaufzeit wie das Garantie-Zertifikat und einen Basispreis in Höhe des Floors haben muss. Die andere Möglichkeit der Zerlegung des Zertifikats ist der Kauf eines Zerobonds und der Kauf einer Call-Option, deren Strike (Ausübungspreis) mit dem Floor-Kurs übereinstimmen muss. Auch wenn man die Annahme unterstellt, dass Aktien auf

Abbildung 2:



lange Sicht tendenziell steigen, kann, wie die Vergangenheit beweist, ein Verlust auch über einen Zeitraum von 5 oder mehr Jahren auftreten. Daher gilt selbst nach dem letzten doch recht positiven Aktienjahr für die Anleger bei Neuengagements die Devise „Sicherheit geht vor“. Dadurch hat die Klasse der Floor-Zertifikate sicherlich auch weiterhin eine rege Nachfrage zu verzeichnen.

So gehören z. B. die Garantie-Zertifikate in die Klasse der Floor-Zertifikate. Sie sind ihrem Wesen nach mehr einer Anleihe ähnlich als z. B. die Index-Zertifikate. Bei ihnen lässt sich der Wunsch nach größtmöglicher Sicherheit mit theoretisch unbegrenzten Rendite-Chancen einer Aktie vereinbaren. Um die Funktionsweise etwas näher zu beleuchten, zerlegen wir das Garantie-Zertifikat wieder in seine Grundbestandteile. So besteht dieses aus einer sogenannten Garantiekomponente und einer Performancekomponente. Zum Ende der Laufzeit soll das Zertifikat mindestens einen Kurs von 100 Euro aufweisen. Dies kann man erreichen, indem man einen Zerobond kauft. Zum Ende seiner Laufzeit steht dieser bei 100% und gewährleistet die Rückzahlung des eingesetzten Kapitals. Liegt dem Zertifikat eine Laufzeit von 5 Jahren zugrunde, bedeutet dies bei einem Zinsniveau von aktuell 3,86%, dass zum Zeitpunkt der Emission 82,75 Euro in den Zerobond und der Rest in die Performancekomponente fließen kann. Den Wert von 82,75 erhält man dabei durch das Diskontieren des Zerobonds. Der Restbetrag wird dann in den Aktienmarkt investiert, zumeist in Optionen auf das Underlying. Da vom Emissionsvolumen nur ein geringer Anteil in Optionen fließen kann, ist man bezogen auf den Emissionspreis nur partiell an der Wertentwicklung des Underlyings beteiligt. Für unser Garantie-Zertifikat würde dies bedeuten, dass, wenn der Index vom Emissionszeitpunkt bis zur Fälligkeit um 50% steigt und die Partizipationsrate am Index nur 50% beträgt, der Anleger 25% verdient. Verliert der Index jedoch in der gleichen Zeit, verfallen die Optionen wertlos und der Anleger erhält sein eingesetztes Kapital vollständig zurück.

Man kann aber auch die einzelnen Komponenten variieren. So ist es möglich, den Kapitalschutz zu verringern und gleichzeitig die Partizipation am Index zu erhöhen. Auch der umgekehrte Weg ist eine Variante, indem man eine Garantieverzinsung einbaut und den Partizipationsgrad verringert. Gleiches

ist möglich, wenn man statt der Betrachtung der Indexstände am Emissions- und Fälligkeitstag einen während der Laufzeit gebildeten Durchschnitt zugrunde legt. Dadurch können dann Schwankungen geglättet und gleichzeitig optisch eine höhere Partizipationsrate erreicht werden.

Hauptsächliches Unterscheidungskriterium bei Garantie- und Floor-Zertifikaten ist die Art der Verbriefung. Wie auch bei festverzinslichen Wertpapieren üblich, werden Garantie-Zertifikate zu einem Kurs von 100 emittiert. Alle anderen Zertifikate werden als Stück angeboten oder notiert. Um die Funktionsweise eines Garantie-Zertifikates noch einmal zu verdeutlichen, soll folgendes modifiziertes Beispiel helfen:

DJ Eurostoxx50 Garantie-Zertifikat	100% Kapitalgarantie
	100% Indexpartizipation

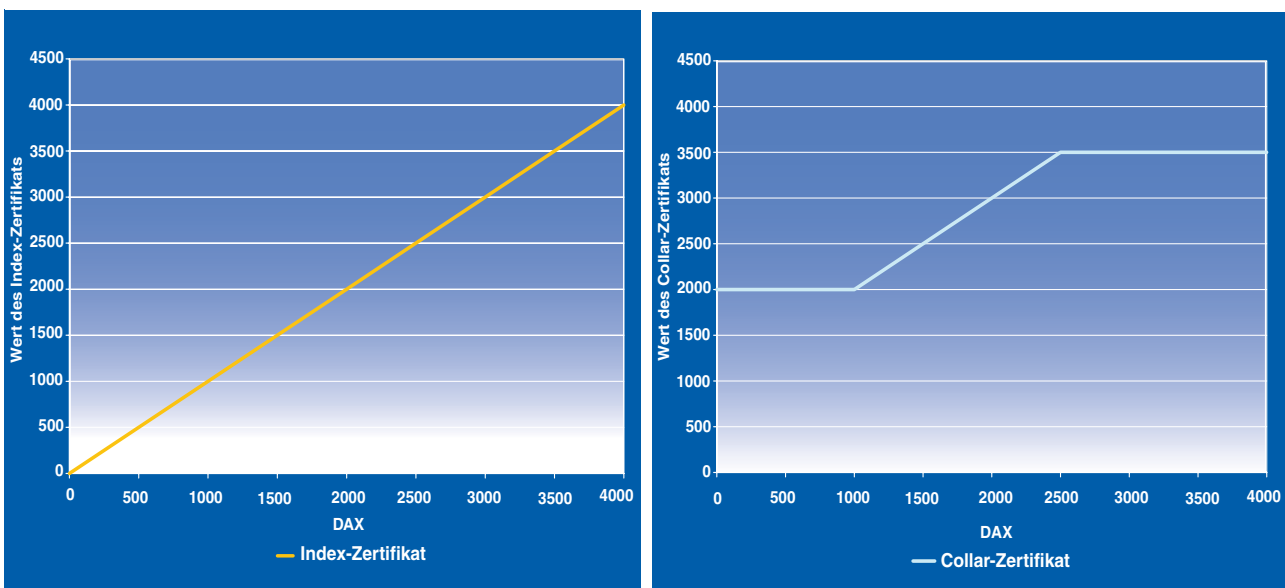
Bei einem solchen Angebot glaubt man als Anleger, das ideale Aktienprodukt gefunden zu haben, spielt der Emittent doch darauf an, dass die Anlage einen hundertprozentigen Kapitalschutz hat und gleichzeitig zu hundert Prozent an der Wertentwicklung des Index partizipiert. Doch die Tücke steckt im Detail, auch wenn das Chance/Risiko-Profil in diesem Produkt recht günstig für den Anleger ist. Die Erklärung für dieses scheinbar perfekte Angebot ist, dass der Anleger nicht vollständig an dem Zuwachs des EuroStoxx50 teilnimmt, sondern lediglich an der durchschnittlichen Wertentwicklung innerhalb der Laufzeit des Zertifikats. Dazu werden vom Emittenten innerhalb der Laufzeit des Produktes Zeitpunkte festgelegt, zu dem der Indexstand notiert und aus denen zum Ende hin ein Durchschnitt gebildet wird. Für den Anleger kann sich dies positiv wie auch negativ auswirken. Steigen die Kurse zwischenzeitlich an und fallen zum Ende der Laufzeit, so hat der Anleger eine bessere Performance erreicht als ein vergleichbares Index-Zertifikat. Für den Fall, dass die Kurse aber kontinuierlich steigen, wird aufgrund der Durchschnittsbildung die Partizipationsrate am Index durchschnittlich zwar 100% sein, absolut aber geringer.

Ein Investment in Floor- und Garantie-Zertifikaten wird gerade von solchen Anlegern getätigt, die an steigenden Kursen partizipieren, aber kein Kursrisiko eingehen wollen. Vor allem zu Beginn eines Börsenaufschwungs nach einer länger anhaltenden Baisse und auch nach einer lang anhaltenden Hausse sind diese Produkte besonders gefragt. Anleger, die als besonders risikoavers gelten, greifen oft zu Floor-Zertifikaten.

2.2.2.3 Collar-Zertifikate

Bei der bisherigen Betrachtung wurden nur einfach strukturierte Produkte vorgestellt. Dass es auch komplizierter geht, zeigt z. B. die Kombination aus den beiden vorher vorgestellten Produkten. Das daraus resultierende Zertifikat ist nach unten abgesichert und nach oben begrenzt in seiner Partizipation des Underlyings. Es entsteht dadurch ein gewisser Korridor, in dem der Anleger von der Entwicklung des Underlyings profitieren kann.

Abbildung 3:



Zerlegt man dieses Zertifikat wieder in seine Grundbestandteile, besteht dieses Collar-Zertifikat aus einem Plain Vanilla-Zertifikat, einer gekauften Put-Option und einer verkauften Call-Option. Bei Verlusten des Plain Vanilla-Zertifikats werden diese

durch die Put-Option aufgefangen. Steigt jedoch der Kurs des Plain Vanilla-Zertifikats, werden oberhalb des Cap-Kurses die Gewinne durch die Call-Option wieder abgegeben. Die nachstehende Abbildung 3 verdeutlicht diesen Zusammenhang.

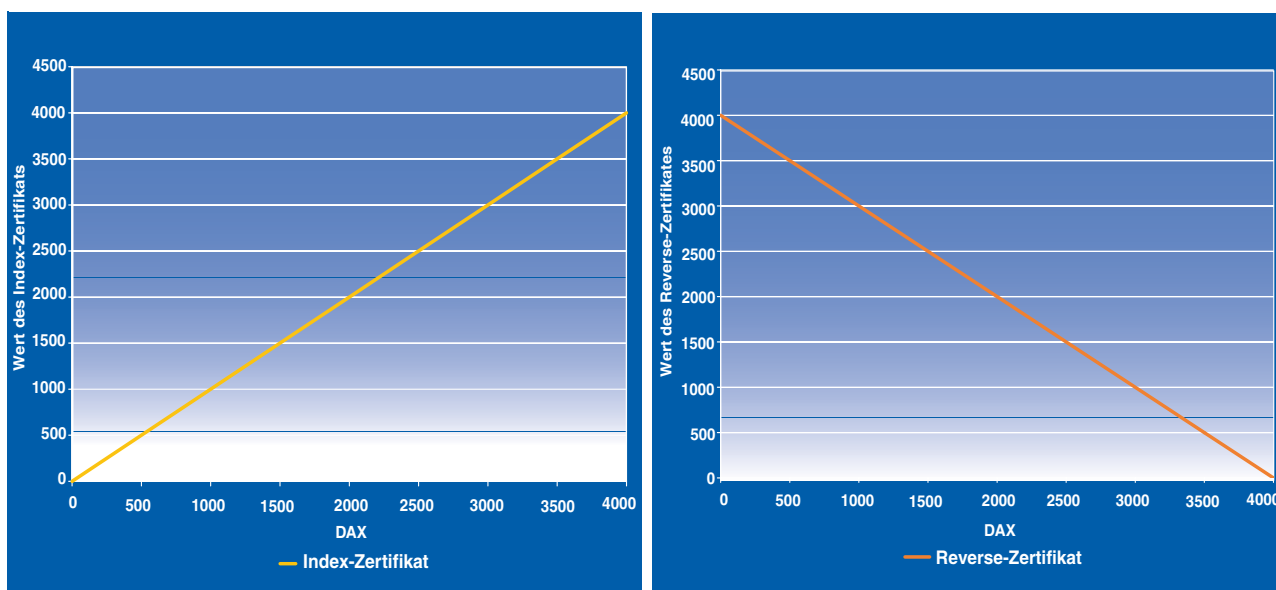
Produkte dieser Art werden vor allem dann eingesetzt, wenn Anleger auf eine mögliche Trendwende des Underlyings setzen, ohne das Risiko eines Verlustes eingehen zu wollen. Dabei erwartet der Anleger jedoch keinen starken Anstieg der Kurse und akzeptiert daher den Cap.

2.2.2.4 Reverse-Zertifikate

Bei den bisher betrachteten Zertifikaten setzte der Anleger, um positive Renditen zu erwirtschaften, jeweils auf unveränderte oder leicht steigende Kurse. Es besteht jedoch auch die Möglichkeit, gegen ein Underlying zu wetten und so an fallenden Kursen zu partizipieren.

Mit so genannten Reverse-Zertifikaten, die ähnlich einer Put-Option funktionieren¹², kann er von dieser Möglichkeit Gebrauch machen. Hierbei geht der Anleger von einer Baisse beim Underlying aus und kann von sinkenden Kursen profitieren.

Abbildung 4:



Der Rückzahlungsbetrag bei Reverse-Zertifikaten richtet sich genauso wie bei den anderen Zertifikatsarten nach dem Stand des Underlyings am Fälligkeitstag, nur mit dem Unterschied, dass dieser von einem vorher festgelegten Wert abgezogen wird. Dabei ist der Ertrag des Zertifikats um so größer, je geringer der Wert des Underlyings ist. Ist jedoch der Wert des Underlyings größer als der vorher festgelegte Wert, so ist die Differenz aus beiden negativ und es findet keine Rückzahlung statt. Grundsätzlich würde in diesem Fall eine Nachschusspflicht für den Anleger bestehen. Dass dieser Fall jedoch nicht eintritt, dafür sorgt die Konstruktion des Reverse-Zertifikats. Um die Nachzahlung des Kunden zu verhindern, wird zusätzlich eine Call-Option gekauft, die die gleiche Basis hat wie das Zertifikat.

Emittenten von Reverse-Zertifikaten versprechen, dass man hiermit sein Depot gegen fallende Kurse absichern kann, da der Depotverlust durch den Gewinn des Zertifikats aufgefangen wird. Geht ein Anleger jedoch von fallenden Kursen am Markt aus, sollte er seine Plain Vanilla-Zertifikate lieber verkaufen und den Gegenwert verzinslich anlegen, denn vor Kursrückgängen wird er zwar geschützt, profitiert aber nicht von zwischenzeitlichen Anstiegen.

2.2.2.5 Hedge Funds-Zertifikate

Das überstrapazierte Modewort 2004 der Finanzbranche heißt Hedge Funds. Kaum ein Tag verging in den letzten Monaten, an dem nicht ein Artikel zur „schönen neuen Anlegerwelt“ in den Zeitungen zu finden war. Bei vielen dieser Publikationen war der Grundtenor, dass jeder Anleger dieses Produkt in seinem Portfolio haben müsse. So wurden vor allem die Vorzüge (stetiger, absolut positiver Ertrag, geringe Volatilität, geringe Korrelation)¹³ eines Hedge Funds hervorgehoben. Besonders oft kommt dabei der Hinweis, dass Hedge Funds selbst in Zeiten schlechter Börsen Gewinne versprechen. Hedge Funds sind aber auch für die spektakulären Schlagzeilen in den Neunziger Jahren verantwortlich (u. a. Austritt des britischen Pfunds aus der europäischen Währungsunion, nachdem George Soros mit dem Quantum Hedge Fund massiv auf eine Abwertung des Pfunds spekuliert und auch gewonnen hat, das Debakel um den LTCM Hedge Fund, das beinahe das gesamte Weltfinanzsystem in den Abgrund stürzen ließ)¹⁴, was nicht immer erwähnt wurde. Doch der schier grenzenlose Boom bei der Auflage von Hedge Funds bereitet einigen Führungszirkeln Kopfzerbrechen. So wird jetzt vor möglichen Pleiten in der Branche gewarnt. O-Ton eines verantwortlichen Leiters: „Möglicherweise jagt momentan zu viel Geld hinter zu wenig talentierten Managern her.“ Wissenschaftlichen Studien

zufolge weisen die offiziellen Ertragsstatistiken die tatsächliche Performance von Hedge Funds um zwei bis vier Prozentpunkte zu hoch aus.¹⁵

Dass Hedge Funds eine sinnvolle Anlagealternative für bestimmte Anlegergruppen sind, ist nicht zu bestreiten. Klassische Risikokennzahlen erfassen bei Hedge Funds aber nicht die tatsächlichen Risiken. So ist die Sharpe-Ratio bei Hedge Funds niedriger als bei klassischen Anlageinstrumenten. Sie gibt aber nicht an, dass die Wahrscheinlichkeit eines starken Wertverlustes weitaus größer ist als bei herkömmlichen Investments. Der Grund dafür ist, dass die Erträge von Hedge Funds nicht normalverteilt sind und negative Abweichungen häufiger auftreten als positive.¹⁶

In Deutschland sind Hedge Funds erst seit dem 1.1.2004 zugelassen, Hauptstandorte der Hedge Funds-Industrie sind im Moment Staaten, deren Anlagerichtlinien nicht so stark geregelt sind.

Ein Investment in Hedge Funds war bisher nur sehr ausgewählten Kundenkreisen möglich. Für Privatanleger gibt es jedoch schon seit längerem Alternativen. So sind seit dem Herbst 2000 Hedge Fund-Zertifikatslösungen am Kapitalmarkt zu kaufen. Zertifikatslösungen haben gegenüber einem Direktinvestment in Hedge Funds den Vorteil, dass diese aufgrund von Besonderheiten in der deutschen Gesetzgebung steuerlich besser gestellt sind. Im Mittelpunkt einer Hedge Funds-Zertifikatslösung steht ein eigener Index für Hedge Funds, wie z. B. der von der Commerzbank berechnete Hedge Funds-Index COMAS Absolute Return. Dieser versucht, eine Vielzahl qualitativ und quantitativ hochwertiger Hedge Funds-Manager aus einem breiten Spektrum unterschiedlicher Managementstrategien abzubilden.¹⁷ Die Zertifikate selbst sind beim Emittenten oder aber über die Börse zu kaufen.

2.3 Vergleichbare Anlagemöglichkeiten

2.3.1 Exchange Traded Funds (ETF's)

Eine alternative Anlageform, die ähnlich funktioniert wie ein Index-Zertifikat, sind die in der Einführung genannten Exchange Traded Funds oder auch kurz ETF's. Hinter dieser Bezeichnung versteckt sich eigentlich nichts anderes als ein klas-

sischer Index-Fonds, jedoch mit dem Unterschied, dass dieser wie eine Aktie gehandelt werden kann.

Ein Index-Fonds ist rechtlich gesehen eigentlich nichts anderes als ein normaler Investmentfonds. Er unterscheidet sich jedoch von den anderen dadurch, dass er keine aktive Anlagestrategie verfolgt. Er versucht nur den Index möglichst exakt nachzubilden.¹⁸ Ein Fondsmanager wird durch das dem Index-Fonds zugrunde liegende Konzept zur Abwicklungsinstanz „degradiert“. Er muss lediglich dafür sorgen, das Fondsvermögen entsprechend der Indexvorgaben anzulegen. Index-Fonds weisen bei einer oberflächlichen Betrachtung damit die gleichen Chance/Risiko-Profile auf wie Index-Zertifikate. Sie können den Markt nicht outperformen, werden aber auch nicht schlechter als der zugrunde liegende Markt abschneiden.

In den USA ist die Geldanlage mittels Index-Fonds sehr populär. Einer der größten Fonds ist der 1976 aufgelegte Vanguard S&P500-Fonds, der ein aktuelles Fondsvolumen von rund 98 Mrd. Euro hat. Auch die börsengehandelten Index-Fonds (Exchange Traded Funds) steigen in der Beliebtheitsskala weiter an. So wurden alleine im Mai 2004 166 Mrd. USD in ETF's gehandelt.¹⁹

Der Durchbruch von Index-Fonds in Deutschland hat etwas länger gedauert. Ein Grund dafür ist, dass die meisten etablierten KAG'en einen Bogen um das von der Deutschen Börse geschaffene Börsensegment XTF machten. In diesem Segment können aber nicht nur Index-Fonds gehandelt werden, sondern auch aktiv gemanagte Investmentfonds. Grundvoraussetzung dafür ist jedoch eine ständige Preisaktualisierung durch die Fondsgesellschaft.

2.3.2 Aktienanleihen

Am Kapitalmarkt gibt es mittlerweile eine kaum überschaubare Vielfalt von strukturierten Anlagen. Zertifikate sind ein Bestandteil dieser Vielfalt, es gibt aber auch Instrumente, die in ihrer Konstruktion den Zertifikaten sehr ähnlich sind. So sind z. B. die Reverse Convertibles, auch Aktienanleihen genannt, den Discount-Zertifikaten ähnlich. Aktienanleihen geben dem Emittenten das Recht, am Ende der Laufzeit entweder den Nominalbetrag zurückzuzahlen oder wahlweise das Underlying zu

liefern. Der Emittent kann sich zum Laufzeitende entscheiden, für welche der Tilgungsmöglichkeiten er sich entscheidet. Entscheidend dafür ist der Kurs des Underlyings. Folgendes Beispiel soll dies verdeutlichen:

Tabelle 2:

Aktienanleihe	
Zinssatz	10,235%
Laufzeitende	31.12.2005
Tilgung	Entweder zum Nennbetrag → 10.000,00 Euro, oder Lieferung von 100 Stück des Underlyings

Liegt der Kurs des Underlyings direkt bei 100 Euro, so ist es gleichgültig, ob der Nominalbetrag zurückgezahlt wird, oder die Aktien geliefert werden. Notiert das Underlying jedoch unter 100 Euro, z. B. bei 80 Euro, so liefert der Emittent logischerweise die Aktien, da es für ihn günstiger ist.

$$80 \text{ Euro} \times 100 \text{ Stück} = 8.000 \text{ Euro}$$

Der Emittent spart durch diese Konstruktion 2.000 Euro. Bei einem Kurs des Underlyings oberhalb von 100 Euro ist für den Emittenten die Rückzahlung zum Nennbetrag günstiger. An den Anleger fließt im „Best-Case“ der Nominalbetrag zurück, im „Worst-Case“ bekommt er das Underlying geliefert. So besteht auch die Möglichkeit, dass das Underlying theoretisch den Wert Null annimmt und der Anleger sein Kapital vollständig verliert.

Um zu verdeutlichen, dass dieses Modell fast genauso wie ein Discount-Zertifikat funktioniert, vergleicht man die Zahlungsströme der beiden Anlageinstrumente. Um eine Vergleichbarkeit herstellen zu können, nehmen wir an, dass der gleiche Anlagebetrag in 100 Discount-Zertifikaten mit einem Cap bei 100 Euro angelegt wird. In der nachfolgenden Tabelle sind die einzelnen Zahlungsströme dargestellt.

Tabelle 3:

Kurs des Underlyings in Euro am Fälligkeitstag	Rückflüsse aus dem Reverse Convertible		Rückflüsse aus den Discount-Zertifikaten
	Lieferung der Aktien	Tilgung zum Nennbetrag	
0	0	0	0
30	3.000	0	3.000
50	5.000	0	5.000
100	10.000	10.000	10.000
130	0	10.000	10.000
150	0	10.000	10.000

Die Zahlungsströme aus beiden Konstruktionen sind gleich. Steigt der Wert des Underlyings über den vereinbarten Rückzahlungskurs von 100 Euro, so erhält der Anleger bei beiden Varianten nur den Nominalbetrag zurück. Den Ausgleich, den der Inhaber eines Discount-Zertifikats erhält, ist der schon beschriebene Abschlag (Discount). Für einen Reverse Convertible-Anleger wird der Nachteil der begrenzten positiven Partizipation anders vergütet. Er erhält keinen Discount beim Kauf, sondern er bekommt einen Bonus am Laufzeitende. Dazu wird hier die Annahme getroffen, dass die Laufzeit der Anleihe genau ein Jahr beträgt. Bei einem angenommenen Discount von 10 Euro ergibt sich damit ein Betrag von 1000 Euro, der für ein Jahr mit einem aktuellen Zinssatz von 2,35% verzinst wird. Der Betrag von 1023,50 wird nun ins Verhältnis gesetzt zur Anlagesumme von 10.000 Euro, woraus sich die Verzinsung der Anleihe ergibt. Der Zinssatz, mit dem die Aktienanleihe in diesem Fall verzinst wird, liegt bei 10,235%.

Betrachtet man beide Produkte, so erkennt man, dass die Unterschiede sehr gering sind. Zum Einen wird bei der Aktienanleihe der volle Kaufpreis sofort entrichtet. Am Ende der Laufzeit gibt es diesen jedoch quasi zuviel entrichteten Betrag verzinst zurück. Weiterhin ist auffällig, dass Anleihen oft mehrere Underlyings als Grundlage haben, während sich Discount-Zertifikate auf ein Underlying beziehen. Aktienanleihen sind für Emittenten grundsätzlich sehr attraktiv. Durch die indirekte Vergütung des Preisabschlages wird die Bewertung wesentlich

schwieriger und gibt hier den Emittenten die Möglichkeit, ihre Emissionen mit guten Gewinnmargen zu platzieren. Anleger tragen hier das volle Aktienkursrisiko, wobei sie oft mit der Aussicht eines hohen Zinssatzes gelockt werden. Das dieser nicht das eingegangene Risiko voll bezahlt, ist dabei denkbar.

3. Zusammenfassung

In die Vielfalt der Zertifikate konnte mit der vorliegenden Publikation nur ein kleiner Einblick gegeben werden. Die Ausgestaltungsmöglichkeiten sind so vielfältig, dass für einen normalen Anleger die Übersicht schnell verloren geht. Beschäftigt man sich jedoch eingehender mit dem Thema der Zertifikate, wird deutlich, dass die Grundbausteine bei allen strukturierten und nicht strukturierten Produkten ähnlich gelagert sind. Nur die Art der Verpackung und die Zusammensetzung im Produkt selbst ist disponibel. Die Anleger fordern von der Finanzbranche einfache Lösungen mit klaren Antworten und vor allem auch eine Antwort darauf, ob sie nun den klassischen Investmentfonds oder doch lieber ein Zertifikat kaufen sollen.

Vor allem die Fondsbranche muss sich mit dieser Fragestellung mehr und mehr auseinandersetzen, denn während die Zertifikatslandschaft blüht und gedeiht, darbt die Fondsbranche im Moment ein wenig vor sich hin. Verfechter der Zertifikatslösungen scheinen dabei auch die besseren Lösungsansätze zu haben, da sie angeblich transparenter und kostengünstiger sind. Gleichzeitig ist die Anzahl der Fondsmanager, die ihre selbst gewählte Benchmark schlagen, verschwindend gering. Aber so einfach, wie es auf den ersten Blick scheint, kann man es sich bei der Beantwortung der Frage, welche Alternative besser ist, nicht machen. So sind z. B. hinsichtlich der Transparenz auch bei Zertifikaten Einschränkungen angebracht. Der Emittent eines Zertifikates verdient sein Geld z. B. über unterschiedliche An- und Verkaufskurse, über einbehaltene Dividenden, über mögliche Zinsvorteile, die aus der Überlassung von Einlagen entstehen und teilweise aus Gebühren. Die TER (Gesamtkostenquote) bei Fonds gibt zwar Kosten, die dem Anleger entstehen, an, jedoch sind auch hier nicht alle Kosten

enthalten. Daher ist auch die Schlussfolgerung, dass Zertifikate transparenter sind als Investmentfonds, nicht zutreffend. Zutreffend ist nur die Aussage, dass man Zertifikate hinsichtlich ihrer Kosten besser untereinander vergleichen kann. Bei zwei Publikumsfonds ist das wesentlich schwieriger, da der Anleger zwar Fonds mit gleichen Anlageuniversen kaufen kann, jedoch kauft er bei jedem Fonds unterschiedliche Managementleistungen und Risiko-profile.

Als Vorteil für Investmentfonds kann angesehen werden, dass diese als Sondervermögen gelten und somit der Anleger nicht Gefahr läuft, bei einem Konkurs der Fondsgesellschaft sein Kapital zu verlieren. Zertifikate dagegen haben Anleihecharakter und verlieren ihren Wert für den Fall eines Konkurses des Emittenten. Vor diesem Hintergrund mag verwundern, dass die Bonität der Emittenten bei den Käufern noch keine Rolle spielt, vor allem auch unter dem Gesichtspunkt der Endlos-Zertifikate. Insgesamt kann man feststellen, dass Zertifikatslösungen hauptsächlich für Privatanleger in Frage kommen, während sich institutionelle Anleger aufgrund des Kreditrisikos eher für den klassischen Investmentfonds, egal ob aktiv oder passiv gemagt, entscheiden.

Untersucht man zusätzlich die Diskussion über ein Pro Zertifikat oder ein Pro Investmentfonds, dann gelten die meisten getroffenen Aussagen nur für Index-Zertifikate, wobei diese nicht den Hauptbestandteil des Zertifikate-Marktes darstellen. Bei strukturierten Zertifikaten ist die Gebührengestaltung wesentlich komplexer und für den Anleger noch schwieriger als bei den anderen Produkten nachzuvollziehen. Dies ist auch ein Grund dafür, warum Emittenten solche Konstruktionen auf den Markt bringen.

Als Fazit bei einer Entscheidung für oder gegen Zertifikate oder Investmentfonds und vice versa kann man sagen: „Es kommt darauf an.“

Verfasser: Björn Bahlmann
Tel.: 069 / 50 60 6 - 142

Literaturverzeichnis / Quellenangaben

- ¹ Lateinisch für „unentdecktes Land“
- ² Vgl. H. Weyand, „Zertifikate erleichtern die Risikostreuung“, in: Handelsblatt v. 18.2.2004, S.B4
- ³ Vgl. B. Ritterberg, „Aktienanleihen, Indexzertifikate, Discount-Zertifikate“, 2000, S. 40
- ⁴ Vgl. R. Beike: „Index-Zertifikate: Optimal vom Börsentrend profitieren“, 1999, S. 96
- ⁵ Quelle: Deutsche Börse, FWB Anlage-/Hebelprodukte Monatsstatistik, allgemeine Kennzahlen per 28.05.2004
- ⁶ Vgl. <http://www.handelsblatt.com> Vorsorge + Anlage, Zertifikate und Basiswissen
- ⁷ Vgl. W. Kraemer, „Enhanced Indexing im Aktien-Portfoliomanagement“, in: Lazard Standpunkt März 2004
- ⁸ Vgl. R. Beike, „Index-Zertifikate: Optimal vom Börsentrend profitieren“, 1999, S. 117
- ⁹ Vgl. R. Beike, S. 118
- ¹⁰ Die Abbildungen dienen nur der grafischen Veranschaulichung, mögliche Kosten der einzelnen Zertifikatslösungen wurden nicht dargestellt, vgl. R. Beike, „Index-Zertifikate: Optimal vom Börsentrend profitieren“, 1999, S. 120 ff.
- ¹¹ Vgl. R.Beike, S. 121
- ¹² Vgl. P. Hoffknecht, T. Moerschen, S. 31
- ¹³ Vgl. C. Kadner, „Hedge-Funds in Deutschland-schöne neue Welt“, in: Lazard Hintergrund Dezember 2003
- ¹⁴ ebenda
- ¹⁵ Vgl. T. Moerschen, „Boom bei Hedge-Fonds birgt Risiken“, in: Handelsblatt v. 8.7.2004, S. 26
- ¹⁶ ebenda
- ¹⁷ Vgl. C. Hilpold, „Vieles spricht für Hedgefonds-Zertifikate“, in: Börsenzeitung v. 5.3.2004, S. B1
- ¹⁸ Vgl. G. Kommer, „Indexfonds und Zertifikate“, 2000, S. 13
- ¹⁹ Quelle VWD vom 29.6.2004, unter VWD News



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Alte Mainzer Gasse 37
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29