
INHALT

Vorwort

Executive Summary

I. Wertschöpfung durch Depositary Receipts 4

II. Nachweis der Wertschöpfung 6

III. Nachweis der Liquiditätsverbesserung 12

IV. Depositary Receipts Performance 15

V. Strategien zur Portfoliozusammensetzung 18

A Glossar

VORWORT

Oxford Metrica freut sich, Ihnen unsere DR-Wertanalyse vorstellen zu dürfen. Im Zuge der jüngsten Unternehmensskandale und der Verabschiedung des Sarbanes-Oxley-Act durch den US-Kongress im vergangenen Sommer hat Oxford Metrica die aktuelle Notwendigkeit für eine Analyse zur Offenlegung von Finanzinformationen und der Beziehung zwischen Unternehmen außerhalb der Vereinigten Staaten und US-Anlegern erkannt. Depositary Receipts (DR) sind dabei für diese Studie von zentraler Bedeutung.

Die entscheidende Herausforderung für Verwaltungsräte und Anleger besteht in der Quantifizierung der Wertschöpfung durch Depositary Receipts. Diese Studie misst den Nutzen, der sich CEOs durch die Einrichtung, Entwicklung und Beibehaltung eines DR-Programms bietet, und quantifiziert die Vorteile, die sich durch DR als Anlagekategorie für US-Anleger ergeben.

Aus unseren Untersuchungen geht hervor, dass mit der Etablierung dieser Programme ein beträchtlicher Wert geschaffen wurde. Mit der vorliegenden Studie bauen wir auf unsere früheren Studien über die nachhaltige Wertbildung durch die ersten 1.000 der weltweit führenden Unternehmen auf. Unsere vorangegangenen Studienergebnisse haben auf transparente und effektive Kommunikation als Hauptfaktor der Wertschaffung hingewiesen. Aus dieser DR-Analyse ist zu schließen, dass die freiwillige Offenlegung von Finanzinformationen ein Zeichen für eine bessere Unternehmensführung des Managements und für einen positiven Zyklus von guter Reputation und Wert eines Unternehmens am Markt ist. Die Ergebnisse bieten außerdem eine empirische Einsicht in das von Depositary Receipts, den zentralen Antriebskräften dieses Prozesses, erzeugte Maß an Wert und zusätzlicher Liquidität. Ich hoffe, dass unsere Daten für Sie als CEO oder Anleger gleichermaßen von Interesse sind und bei der Erwägung der Signalwirkung, die von Depositary Receipts ausgeht, und der direkten Vorteile für Ihre Aktionäre praktische Anwendung finden.

Wir möchten an dieser Stelle der Bank of New York, einem führenden Player im DR-Geschäft, für ihre Hilfe und leitende Rolle bei der Durchführung dieser Studie danken.



Dr. Rory Knight
Chairman, Oxford Metrica

EXECUTIVE SUMMARY

Ziel dieser Präsentation ist eine unabhängige und rigorose Wertanalyse von Depositary Receipts (DR) aus der Sicht von Emittenten im Unternehmenssektor wie auch US-Anlegern. 767 DR-Programme im Zeitraum von 1980 bis 2003 wurden analysiert. Die wichtigsten Forschungsergebnisse sind nachfolgend im Überblick dargestellt.

WICHTIGSTE ERGEBNISSE DER STUDIE

- 1 Depositary Receipts führen im Schnitt bereits im ersten Börsenjahr zu einer Steigerung des Shareholder-Values um bis zu 10 %; siehe Abbildungen 1 und 2.
- 2 Die Heraufstufung, das Upgrade, auf ‚Listed‘ (Level II/III) bewirkt in der Regel aufgrund der positiven Reaktion des Marktes auf die damit verbundene verstärkte Offenlegung von Finanzdaten, die größere Transparenz und die Signalisierung überlegener Corporate-Governance eine weitere Erhöhung des Wertes um 15 %; siehe Abbildung 3.
- 3 Die Herunterstufung, das Delisting, eines DR-Programms vom börsennotierten Status der Level II oder III führt aufgrund der Erkenntnis, dass die strengeren Vorschriften zur Offenlegung von Finanzdaten entfallen, hingegen im Verlauf des darauffolgenden Jahres zu einer Wertminderung von über 25 %; siehe Abbildung 4.
- 4 Die Beendigung, d.h. Termination, eines DR-Programms führt zu einer Wertminderung von nahezu 20 %; siehe Abbildung 5.
- 5 An US-Börsen notierte Depositary Receipts (Level II/III) bringen gewöhnlich eine Steigerung der Liquidität um durchschnittlich 32 % mit sich. Grund dafür ist der leichtere Zugriff auf die Aktien des Emittenten und deren bessere Marktpräsenz sowie die verstärkte Coverage seitens der Aktienanalysten. Außerbörslich auf dem OTC-Markt gehandelte DR (Level I) erhöhen die Liquidität hingegen nur um durchschnittlich 23 %; siehe Abbildungen 11 und 12.
- 6 Ein Upgrade eines DR-Programms auf den ‚Listed‘-Status führt in der Regel zu einer weiteren Liquiditätssteigerung von durchschnittlich 10 %; siehe Abbildung 13.
- 7 Der Marktführer The Bank of New York bietet bedeutende Größen- und Verbundvorteile, die den Wert für Emittenten und Anleger gleichermaßen steigern. Darüber hinaus steht die Bank auch in Bezug auf die Erhöhung von Liquidität vergleichsweise an der Spitze der Konkurrenz; siehe Abbildungen 6-10, 14-15.
- 8 Depositary Receipts dominieren nachweislich US-Aktien sowohl hinsichtlich des Anlagerisikos als auch der Rendite. Der Oxford-Metrica-DR-Gesamtindex weist für das letzte Jahrzehnt höhere Risiken und Renditen im Vergleich zum S&P 500-Index auf; siehe Abbildungen 16-17.
- 9 Asset-Allocation-Strategien, bei denen Depositary Receipts eingesetzt werden, führen zu einer erheblichen Steigerung der Rendite bei begrenztem Risiko; siehe Abbildungen 20-21.
- 10 Durch den von Wechselkursschwankungen auf das Portfolio eines US-Anlegers ausgehenden Beitrag reduziert sich in der Regel das Portfoliorisiko, da mehr als 100 % des Währungsrisikos aus US-Dollar-Sicht automatisch abgesichert sind; siehe Tabelle 2.

Es ist empirisch belegt, dass DR-Programme zu einer Erhöhung des Wertes und der Liquidität zum Vorteil von Emittenten wie Anlegern führen. Darüber hinaus signalisieren Emittenten durch den Einsatz von Depositary Receipts den US-Kapitalmärkten die freiwillige Offenlegung ihrer Finanzinformationen, eine größere Transparenz und überlegene Corporate-Governance.

I. WERTSCHÖPFUNG DURCH DEPOSITARY RECEIPTS

Depositary Receipts schaffen sowohl für Emittenten als auch für Anleger Wert. Sie bieten Börsenhändlern viele direkte und praktische Vorteile sowie US-Anlegern zahlreiche Möglichkeiten der Diversifikation. Sie vereinfachen mit anderen Worten die umständliche Handhabung internationaler Aktienanlagen. Es überrascht daher nicht, dass von US-Anlegern vorgenommene Equity-Investments auf den internationalen Märkten nunmehr in erheblichem Umfang über Depositary Receipts erfolgen. Sich positiv auf diesen Prozess auswirkend – und heute von höchster Relevanz – sind die sich aus der Corporate-Governance ergebenden Vorteile des verbesserten Informationsflusses, der verstärkten Offenlegung und der größeren Transparenz nicht-amerikanischer Unternehmen.

ANTREIBER DES WERTES FÜR ANLEGER

Für Anleger, die bezüglich nicht-amerikanischer Aktien Erwerbsbeschränkungen oder Erwerbsverboten unterliegen, bieten Depositary Receipts Zugang zu einer bisher nicht vorhandenen Vielfalt von Wertpapieren. DRs reduzieren jedoch auch für Anleger mit einem solchen Zugang die Transaktionskosten und bauen weltweite Depotgebühren, Wechselkursschwankungen und Sprachbarrieren ab. Über diese praktischen Vorteile hinaus bieten Depositary Receipts ein erhebliches Potenzial für mehr Liquidität, bessere Performance und eine breitere Portfoliostreuung. Der erhöhte Informationsfluss und die Offenlegung von Finanzdaten seitens nicht-amerikanischer Unternehmen mit US-börsennotierten DR-Programmen ist nicht zu unterschätzen und die Finanzmärkte haben auf die strengeren Meldevorschriften und höhere Transparenz bisher sehr positiv reagiert.

ANTREIBER DES WERTES FÜR EMITTENTEN

Obwohl eine umfassendere Offenlegung von Finanzinformationen seitens der Unternehmen mit gewissen Kosten verbunden ist, wird durch die Verringerung des Beta-Faktors und der Kapitalkosten ein erheblicher Wert für die Aktionäre geschaffen. Die durch diese Offenlegung erzielte höhere Transparenz führt zur Reduktion der Unsicherheit bei der Einschätzung künftiger Performance durch die Anleger und trägt zum Abbau der Informationsasymmetrie zwischen Anlegern und Managern bei. Der verstärkte Informationsfluss (und Zugang zu neuen Anlegermärkten) erhöht die Liquidität der Aktien, was zu einer Senkung der Transaktionskosten sowie einer höheren Aktiennachfrage führen kann. Dadurch kommt es zu einer weiteren Abnahme der Kapitalkosten. Die mit den DR-Programmen verbundene umfassendere Offenlegung signalisiert den US-Kapitalmärkten eine überlegene Corporate-Governance, wodurch die Reputation des Unternehmens bei den Anlegern gestärkt wird.

Die Antriebskräfte des Wertes für Anleger- und Emittenten schaffen interagierend einen positiven Zyklus der Kapitalkostenreduktion und Wertschöpfung. Die in diesem Dokument zusammengefassten empirischen Forschungsergebnisse zeigen, dass dieser Wert in allen Phasen des Prozesses entsteht – während der Einrichtung eines DR-Programms (OTC oder börsennotiert), der Entwicklung des Programms, durch dessen Heraufstufung auf einen höheren Status sowie durch fortgesetzte und wesentliche Marketing- und Offenlegungsbemühungen im Bereich Anlegerbeziehungen, verbesserte Transparenz und verschärfte Meldevorschriften. Die höhere Liquidität kommt Anlegern und Emittenten gleichermaßen zu Gute. Angesichts der strengeren Vorschriften des Sarbanes-Oxley-Gesetzes bietet sich Qualitätsunternehmen nunmehr die Gelegenheit, ihre Bereitschaft zu einer eingehenderen Unternehmensprüfung zu signalisieren. Durch Einrichtung eines DR-Programms können diese Unternehmen ihre Reputation und Wert nachweislich verbessern.

In dieser Studie werden 767 DR-Programme analysiert¹, darunter 334 US-börsennotierte DR-Programme und 433 OTC-Programme. Damit ist die Mehrheit des DR-Universums – neue Programme, Upgrades, Delistings, Termination von Programmen und Umschichtungen –, für die ausreichende Daten vorliegen, erfasst. Im nächsten Abschnitt wird eine Messung der durch Depositary Receipts während ihres Lebenszyklus erzielten Wertschöpfung vorgenommen, ihre Auswirkung auf die Liquidität beurteilt, die Performance im Verlauf der letzten zehn Jahre analysiert und abschließend der Effekt ausgewählter aktiver und passiver Portfoliostrategien näher beleuchtet.

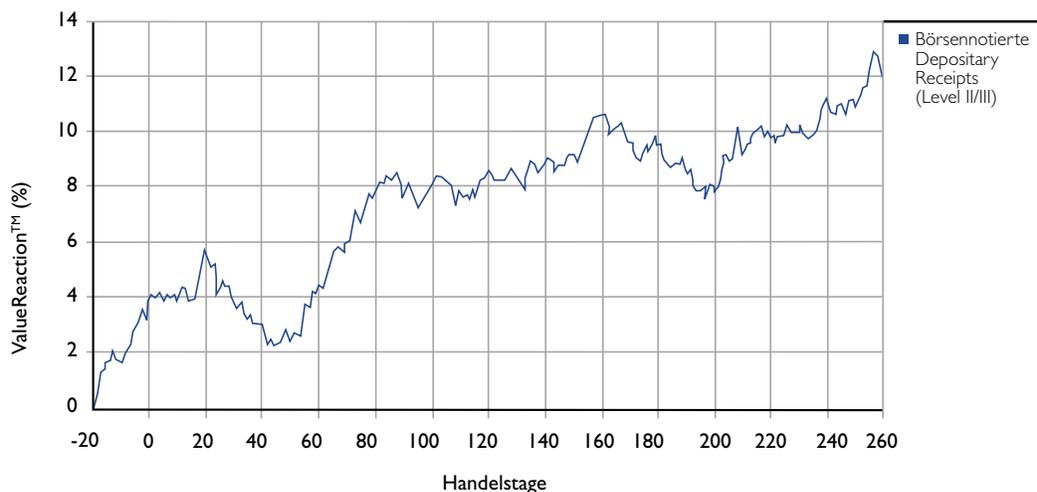
¹ Obwohl globale Depositary Receipts (GDR) in die Analyse mit einbezogen wurden, handelt es sich bei der Mehrheit dieser Programme um American Depositary Receipts (ADR).

II. NACHWEIS DER WERTSCHÖPFUNG

Dieser Abschnitt befasst sich mit dem Wert der Einrichtung, Entwicklung und Beibehaltung eines DR-Programms für Emittenten. Sowohl US-börsennotierte (Level II/III) Depository Receipts als auch außerbörslich gehandelte DR (OTC) der Level I werden analysiert². Shareholder-Value ist eine auf gewisse Erwartungen gegründete und naturgemäß langfristige Messgröße. Der Aktienkurs eines Unternehmens stellt daher die beste Schätzung des langfristigen künftigen Cashflows eines Unternehmens dar. Typischerweise entspricht diese Konsenseinschätzung einer künftigen Cashflow-Beurteilung von etwa zehn Jahren. Die langfristige Nachhaltigkeit des Werts wird in Abbildung 16, Abschnitt 2, näher veranschaulicht.

Abbildung 1 zeigt die Reaktion der Anleger auf die Einrichtung von 215 erstnotierten DR-Programmen. Dargestellt ist die modellierte Aktienkursreaktion (unter Verwendung von Aktienkursen des heimischen Aktienmarkts des Emittenten), wobei marktweite Einflüsse unberücksichtigt blieben und risikobereinigte Renditen zu Grunde gelegt wurden. Die Termine, an denen die neuen DR-Programme in den Börsenhandel eingeführt wurden, sind auf den Ereignistag 0 ausgerichtet; 261 Börsentage bilden ein Kalenderjahr. Die dargestellten Programme erfassen eine Reihe verschiedener Finanzmärkte und Marktzyklen (von 1980 bis 2003) und liefern aufgrund der Stichprobengröße eine sehr zuverlässige Bewertungsmethodik.

ABBILDUNG 1: HOHE WERTSCHÖPFUNG DURCH BÖRSENNOTIERTE DEPOSITORY RECEIPTS (LEVEL II /III)

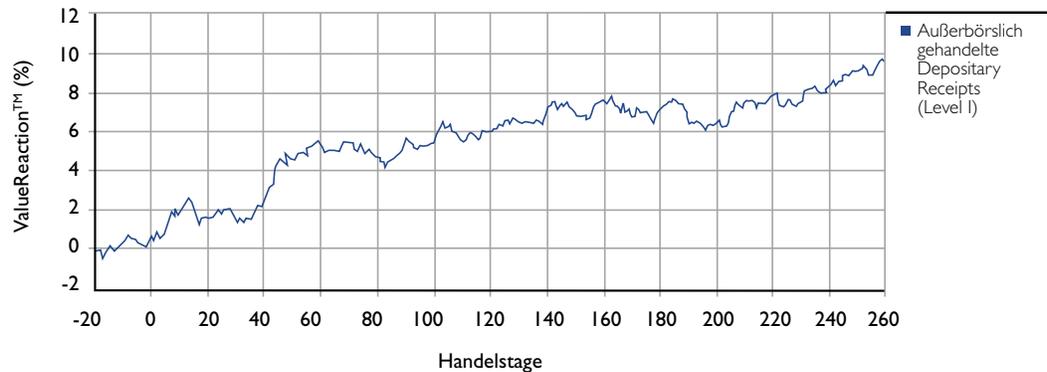


Bei den in Abbildung 1 dargestellten Depository Receipts sind dem Finanzmarkt in Erwartung der neuen Programme zwischen den Börsentagen -20 und 0 Informationen vorzeitig bekannt geworden. Die Botschaft der Anleger fällt mit der 10 %igen Höherbewertung von Unternehmen, die sich für die Einrichtung eines börsennotierten DR-Programms entschieden haben, eindeutig aus. Bei einer gleichgewichteten Anlagestrategie bedeutet dies für das Portfolio zum Ende des ersten Kalenderjahres einen Wertzuwachs von 208 Mrd. USD – ein beeindruckendes Ergebnis.

² Definitionen von Branchenbegriffen, siehe Glossar.

In Abbildung 2 ist eine gleichermaßen positive Marktreaktion auf die Einrichtung von 345 neuen OTC-DR-Programmen (Level I) abgebildet.

ABBILDUNG 2: HOHE WERTSCHÖPFUNG AUCH DURCH AUSSERBÖRSLICH GEHANDELTE DEPOSITARY RECEIPTS (LEVEL I)



Die Reaktion auf außerbörslich gehandelte Depository Receipts fiel im ersten Börsenjahr mit knapp unter 10 % (entsprechend einem durchschnittlichen Portfoliozuwachs von 68 Mrd. USD) nur geringfügig schwächer aus als bei börsennotierten Programmen. Die positivere Reaktion auf die börsennotierten Programme (Level II/III) kann auf die umfassendere Offenlegung zurückgeführt werden, die bei börsennotierten Programmen durch die unbeschränkte Registrierung bei der US-Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde *Securities and Exchange Commission* (SEC), die Bilanzierung nach US GAAP und die erforderlichen Vorschriften bezüglich der Jahresberichte unerlässlich ist.

In der Tat veranschaulicht Abbildung 3 einen auffallenden Wertanstieg um zusätzliche 15 % (54 Mrd. USD), wenn DR-Programme von ihrem OTC-Status (Level I) auf ‚Listed‘ (Level II/III) heraufgestuft werden.

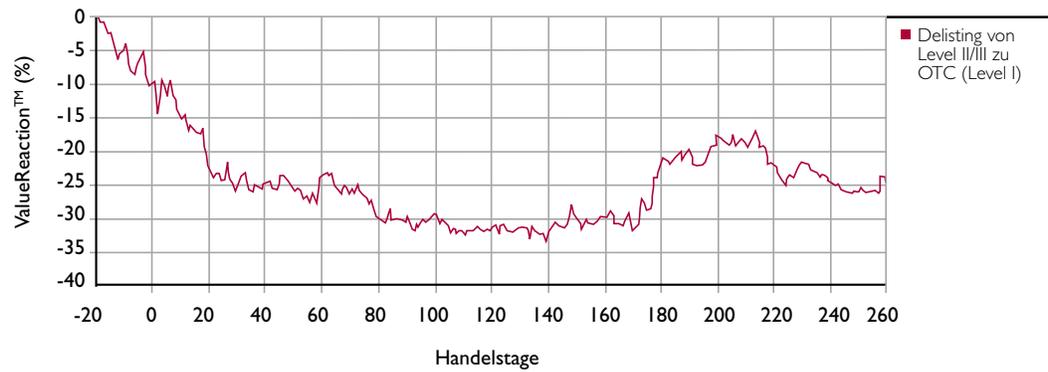
ABBILDUNG 3: WERTREAKTION AUF UPGRADES



Diese „Pure Upgrades“ spiegeln unverfälscht den Wert wider, den US-Dollar-Anleger der Offenlegung zusätzlicher Informationen seitens der Unternehmen beimessen. Das so genannte Agency-Problem der ungleichmäßigen Verfügbarkeit von Informationen zwischen Anlegern und Managern wird verringert.

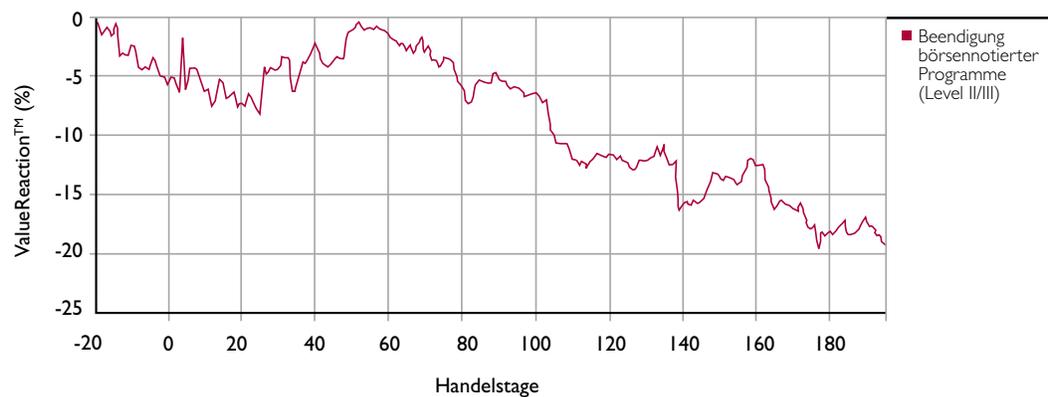
Abbildung 4 zeigt mit einem Aktienkursverlust von mehr als 25 %, dass der Markt durchweg negativ auf das Delisting von Depositary Receipts reagiert. Dies entspricht einer Abnahme des Portfoliowertes um 4 Mrd. USD. Die DR-Programme sind effektiv von ‚börsennotiert‘ (Level II/III) auf ‚außerbörslich gehandelt‘ (Level I) herabgestuft worden. Mit der Aufhebung der Börsennotierung erhalten die US-Kapitalmärkte ein starkes Signal, dass die Unternehmensleitung den für börsennotierte Programme erforderlichen Offenlegungsvorschriften nicht weiter nachkommen will. Diese Entscheidung wirkt sich positiv auf die Unternehmensreputation bei Anlegern hinsichtlich der Corporate-Governance-Grundsätze aus.

ABBILDUNG 4: WERTREAKTION AUF DAS DELISTING



Dies ist mit einem gleichermaßen negativen und heftigen Wertverlust von nahezu 20 % (28 Mrd. USD) auf die Beendigung der börsennotierten DR-Programme (Level II/III) zu vergleichen³ und in Abbildung 5 veranschaulicht. In diesen Fällen wurde das DR-Programm ganz beendet.

ABBILDUNG 5: WERTREAKTION AUF TERMINATION



³ Abbildung 5 endet nach 3 Kalenderquartalen, da für die jüngsten Aufgaben von DR-Programmen keine ausreichenden Daten für eine Prognose des bevorstehenden Kalenderjahrs zur Verfügung stehen.

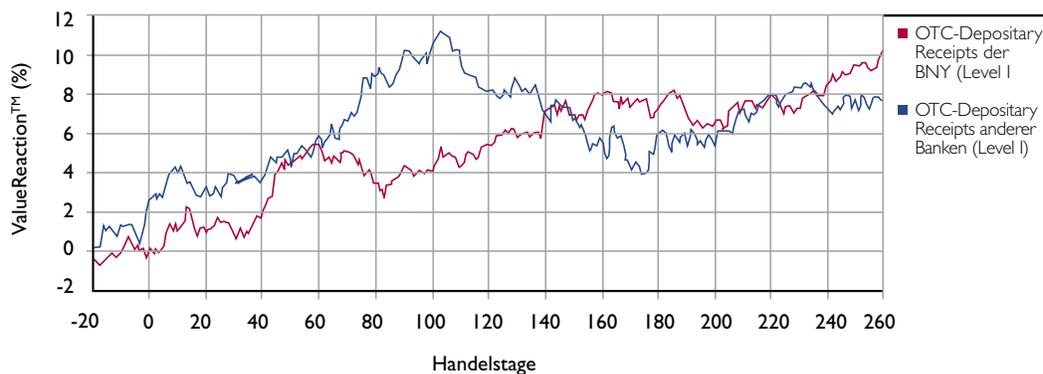
In Fällen, in denen Depositary Receipts nicht mehr gehandelt werden, wie in Abbildung 5 dargestellt, verlieren Emittenten und Anleger nicht nur aufgrund des absichtlich reduzierten Umfangs der Offenlegung von Finanzinformationen, sondern auch im Hinblick auf den Zugang der Anleger, die Präsenz am Markt, die Anlegerbeziehungen und damit letztendlich Liquidität.

VERBUND- UND GRÖSSENVORTEILE

In diesem Abschnitt wird die verhältnismäßige Performance der Kunden des Marktführers gegenüber denjenigen mit Depositary Receipts anderer Depotbanken analysiert. The Bank of New York (BNY) ist mit über 67 % der an die Öffentlichkeit gerichteten Programme die weltweit größte Depotbank für globale und American Depositary Receipts. Im Studienportfolio hält BNY 79 % der neuen OTC-Programme (Level I) und 54 % der neuen börsennotierten Programme (Level II/III). JP Morgan Chase, Citibank und Deutsche Bank halten 9 %, 10 % bzw. 2 % der verbleibenden neuen außerbörslich gehandelten Programme im Studienportfolio sowie 26 %, 19 % bzw. 1 % der neuen börsennotierten Programme. Mit dieser Analyse soll bestimmt werden, ob und in welchem Umfang Größen- und Verbundvorteile bei der Schaffung eines Wertvorteils für Emittenten von Bedeutung sind.

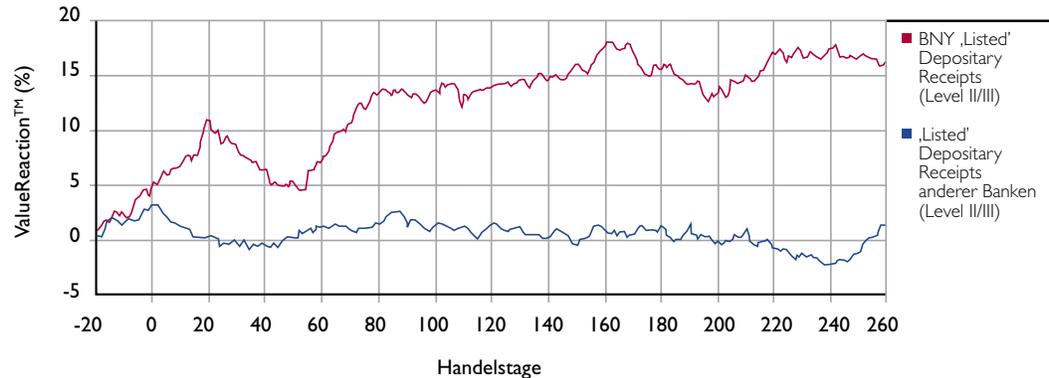
Abbildung 6 zeigt eine ähnliche, jedoch stabilere Wertentwicklung für BNY-Kunden bei der Registrierung eines außerbörslich gehandelten DR-Programms (Level I). Im Verhältnis zur BNY schneiden die drei anderen Depotbanken zusammen in den Anfangsphasen besser ab, fallen dann aber zurück und liegen nach etwa sechs Monaten nach Einrichtung der Programme hinter der Performance der BNY.

ABBILDUNG 6: OTC-DEPOSITARY RECEIPTS (LEVEL I) – BNY UND ANDERE BANKEN IM VERGLEICH



In Abbildung 7 wird die Kluft zwischen der führenden Bank und den anderen Banken jedoch durch einen eindeutigen 15 %-igen Wertvorteil für BNY-Kunden bei der Einrichtung börsennotierter Programme (Level II/III) hervorgehoben. Daneben ist der Wertzuwachs der von anderen Banken gehaltenen börsennotierten DR-Programme unbedeutend.

ABBILDUNG 7: ‚LISTED‘ DEPOSITARY RECEIPTS (LEVEL II / III) – BNY UND ANDERE BANKEN IM VERGLEICH



Als Marktführer scheint die Bank of New York sowohl durch ihre dominierende Stellung als auch durch ihr Dienstleistungsangebot einen entscheidenden Vorteil hinsichtlich der Werttreiber des Emittenten- und Anlegerwertes bei der Einrichtung neuer DR-Programme zu besitzen.

Ein etwa 10 %-iger Wertvorteil von BNY besteht nachweislich bei „pure Upgrades“ von außerbörslich gehandelten Depository Receipts (Level I) zu börsennotierten (Level II/III), wie in Abbildung 8 dargestellt.

ABBILDUNG 8: UPGRADES – BNY UND ANDERE BANKEN IM VERGLEICH



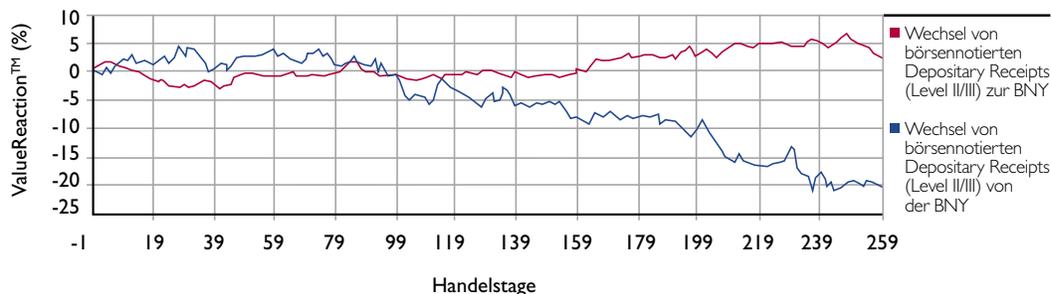
Alternativ kann auch die Reaktion auf einen Wechsel der Depotbank als Maßstab dafür dienen, wie der Markt die Kompetenz der Bank of New York und anderer Banken einstuft. Dies ist dann der Fall, wenn ein Emittent sich für den Wechsel zu einer anderen Depotbank entschieden hat.

Abbildungen 9 und 10 veranschaulichen übereinstimmend mit den vorigen Ergebnissen die Marktpräsenz für BNY aufgrund der Wertreaktion auf außerbörsliche und börsennotierte Programme nach einem Wechsel der Depotbank.

ABBILDUNG 9: VERHALTEN AUSSERBÖRSLICHER DEPOSITARY RECEIPTS (LEVEL I) NACH BANKENWECHSEL



ABBILDUNG 10: VERHALTEN BÖRSENNOTIERTER (LEVEL II / III) DEPOSITARY RECEIPTS NACH BANKENWECHSEL



Der in diesem Abschnitt dargelegte Nachweis zeigt, dass Emittenten und Anleger in jeder Phase des DR-Programms eine erhebliche Wertschöpfung erfahren. Die Einrichtung von börsennotierten Programmen (Level II/III) und OTC-Programmen (Level I), Upgrades von außerbörslichen Programmen zu börsennotierten Programmen und die Weiterführung der DR-Programmstrategie schaffen Wert, wohingegen ein Delisting und die Beendigung eines bestehenden Programms beiden in erheblichem Umfang den Wert verringern.

Außerdem wurde festgestellt, dass die bedeutenden Größen- und Verbundvorteile von Depotbanken den Wert für Emittenten und Anleger in die Höhe treiben. Die Bank of New York beherrscht als Marktführer die Wertbildung sowohl bei der Etablierung als auch bei der Heraufstufung von DR-Programmen. Den verschiedenen Wertreaktionen auf die Bewegungen unter den Depotbanken ist zu entnehmen, dass der Markt den vergleichsweisen Vorteil der BNY zu erkennen scheint.

III. NACHWEIS DER LIQUIDITÄTSVERBESSERUNG

In diesem Abschnitt werden die Auswirkungen auf die Liquidität aufgrund eines Upgrades bzw. der Einrichtung eines DR-Programms (außerbörslich oder börsennotiert) bewertet. Die Höhe der Börsenumsätze spiegelt die Geschwindigkeit und Intensität wider, mit der Informationen über ein Unternehmen verbreitet, verarbeitet und aktiv von Anlegern umgesetzt werden. Im Zusammenhang mit Depositary Receipts würde eine höhere Liquidität im Stammaktienhandel darauf hinweisen, dass das Unternehmen nun mehr im Blickpunkt des Marktes steht, mit verbessertem Zugang zu (und von) den Anlegern, und seitens der Aktienanalysten mehr Beachtung bezüglich seines Investment-Profiles sowie umfassendere Coverage erhält.

Der Handelsvolumenmultiplikator wird als ein Vielfaches des durchschnittlichen Tageshandelsvolumens des vergangenen Jahres mit Stammaktien des lokalen Finanzmarktes definiert. Ein Handelsvolumenmultiplikator von 1 zeigt normale Handelsvolumen ohne bedeutende Auswirkungen auf die Liquidität an. Abbildungen 11 und 12 veranschaulichen die positive Auswirkung (größer als 1) auf die Liquidität aufgrund der Etablierung eines außerbörslichen bzw. börsennotierten DR-Programms (Level II/III).

ABBILDUNG 11: LIQUIDITÄTSAUSWIRKUNGEN VON OTC-DEPOSITARY RECEIPTS (LEVEL I)

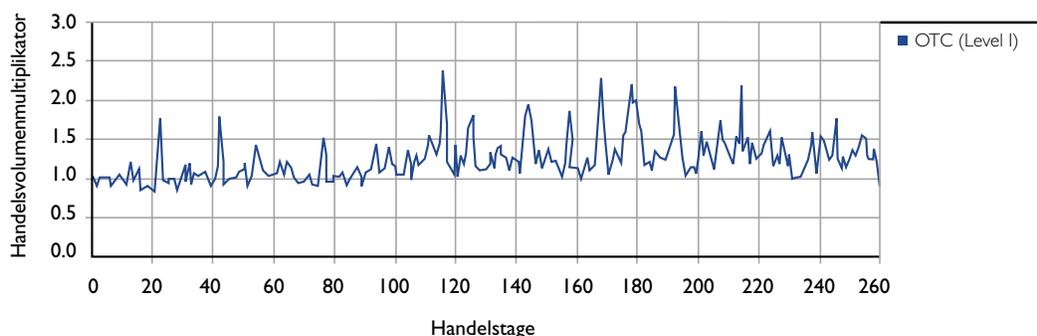
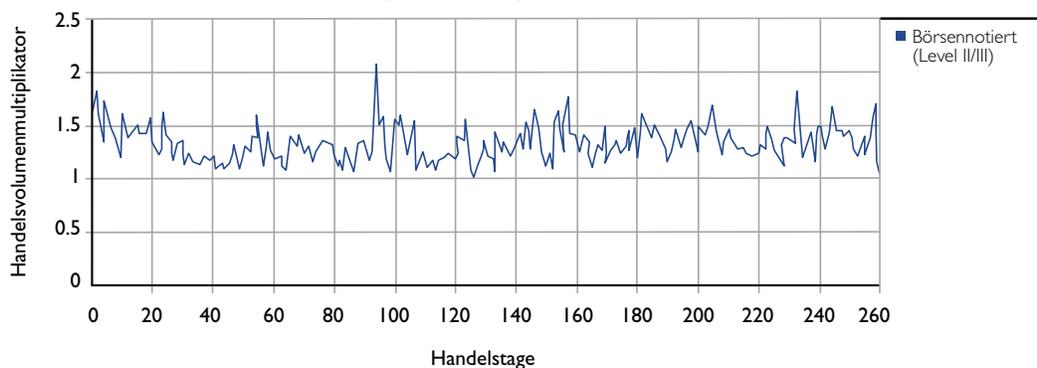


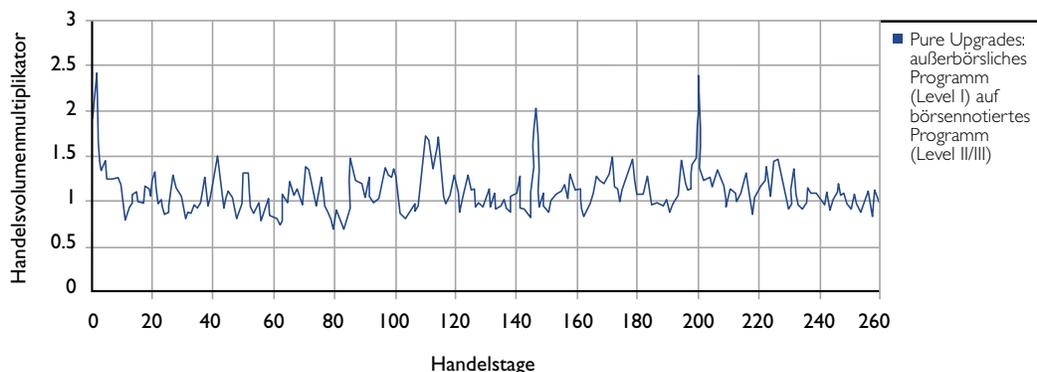
ABBILDUNG 12: LIQUIDITÄTSAUSWIRKUNGEN VON BÖRSENNOTIERTEN DEPOSITARY RECEIPTS (LEVEL II / III)



Die Ergebnisse sind bemerkenswert: Ein außerbörsliches DR-Programm (Level I) zeigt eine um durchschnittlich 23 % höhere Liquidität bei Stammaktien, während börsennotierte Programme zu einer Verbesserung der Liquidität um durchschnittlich 32 % führen.

Abbildung 13 lässt eine Verbesserung der Liquidität um 10 % durch Heraufstufung eines außerbörslichen Programms (Level I) zu einem börsennotierten Programm (Level II/III) erkennen.

ABBILDUNG 13: AUSWIRKUNGEN VON UPGRADES AUF DIE LIQUIDITÄT

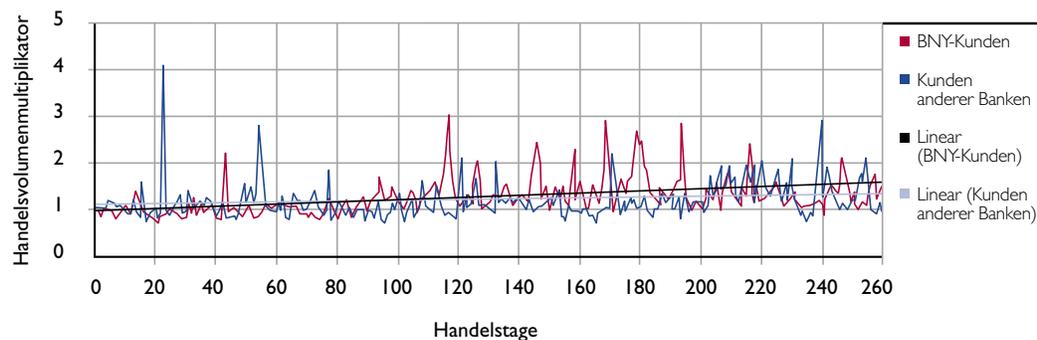


Dieses Diagramm erfasst die ‚reinen‘ Auswirkungen einer weiteren Offenlegung von Finanzdaten auf die Liquiditätsstufen.

GRÖSSEN- UND VERBUNDVORTEILE

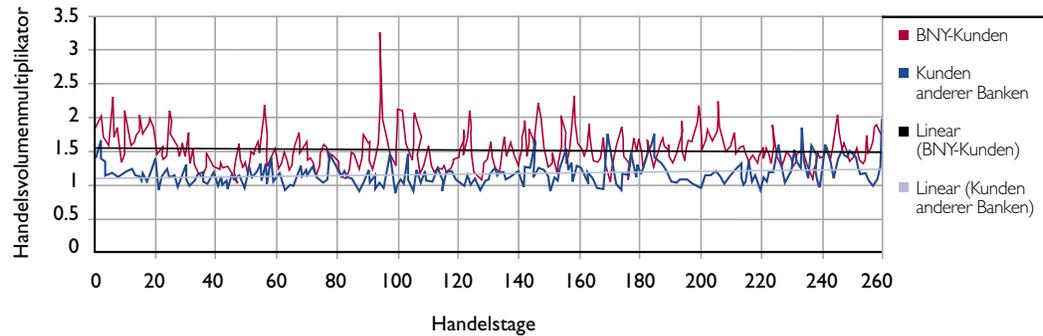
In diesem Abschnitt werden die Auswirkungen auf die Liquidität für die Kunden des Marktführers im Vergleich zu denen anderer, weniger dominierender Depotbanken, wie JP Morgan Chase, Citibank und Deutsche Bank zusammengefasst, analysiert. Es ist offensichtlich, dass die Bank of New York für ihre Kunden sowohl für außerbörslich gehandelte (Abbildung 14) als auch für börsennotierte Depository Receipts (Abbildung 15) größere Liquidität erzeugt.

ABBILDUNG 14: LIQUIDITÄT VON OTC-DEPOSITORY RECEIPTS (LEVEL I) – BNY UND ANDERE BANKEN IM VERGLEICH



The Bank of New York verbessert für ihre Kunden die Liquidität von außerbörslich gehandelten Depositary Receipts (Level I) um durchschnittlich 25 %, verglichen mit einer von anderen Banken erzielten Verbesserung um 18 %. The Bank of New York kann die Liquidität für ihre Kunden mit börsennotierten Depositary Receipts (Level II/III) um durchschnittlich 50 % erhöhen, andere Banken lediglich um 15 %.

ABBILDUNG 15: LIQUIDITÄT BÖRSENNOTIERTER DEPOSITARY RECEIPTS (LEVEL II/III) – BNY UND ANDERE BANKEN IM VERGLEICH



Es kann nicht festgestellt werden, ob die Größen- und Verbundvorteile des DR-Angebots der BNY den Emittenten zusätzliche Vorteile in Form von höherem Wert und besserer Liquidität bringen oder in welchem Ausmaß zum Beispiel Sachkenntnis eine Rolle spielt. Eindeutig ist jedoch, dass der Marktführer die Bankenbranche sowohl hinsichtlich des höheren Wertes für die Kunden als auch hinsichtlich der besseren Liquidität klar beherrscht.

Allgemeiner betrachtet und ungeachtet der ausgewählten Depotbank wird klar, dass sowohl außerbörslich gehandelte als auch börsennotierte Programme die Liquidität des Stammaktienhandels erheblich verbessern und den Emittenten dadurch mehr Anleger, größere Präsenz am Markt, ein verbessertes Investment-Profil sowie umfassendere Coverage bringen.

IV. PERFORMANCE VON DEPOSITARY RECEIPTS

In diesem Abschnitt werden die allgemeinen Risiko- und Renditemerkmale von Depositary Receipts in den vergangenen zehn Jahren kurz umrissen. Abbildungen 16 und 17 veranschaulichen die Rendite- und Risikokurven für den S&P 500, den S&P 100, den Oxford-Metrica-DR-Gesamtindex⁴ und einer 10-jährigen US-Anleihe.

ABBILDUNG 16: EIN JAHRZEHNT ÜBERDURCHSCHNITTLICHER PERFORMANCE

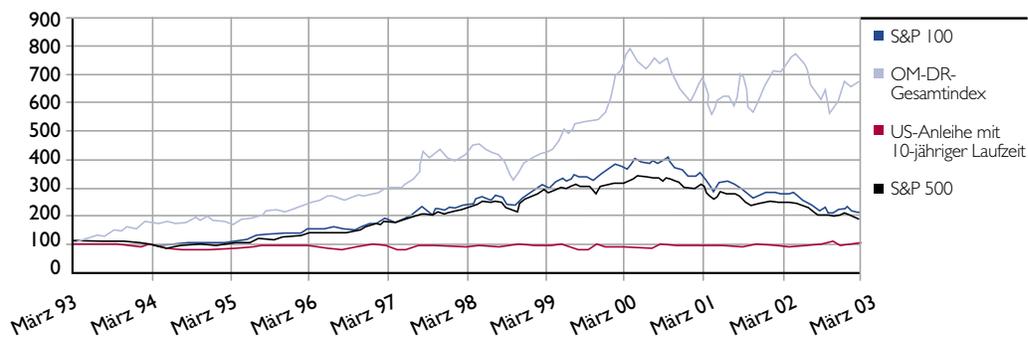
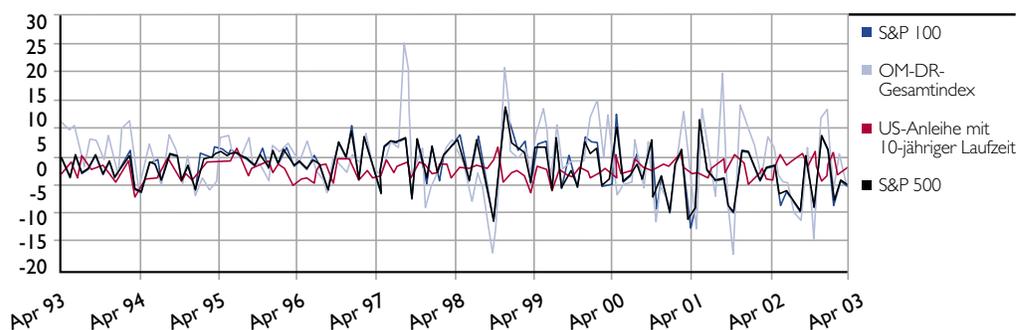


Abbildung 16 zeigt, dass eine vor 10 Jahren vorgenommene Anlage von 100 Mio. USD in den OM-DR-Gesamtindex heute 661 Mio. USD wert wäre. Ein vor 10 Jahren in den S&P 500, den S&P 100 bzw. in eine US-Anleihe mit 10-jähriger Laufzeit angelegtes Portfolio von 100 Mio. USD wäre heute 189 Mio. USD, 207 Mio. USD bzw. 109 Mio. USD wert.

Abbildung 17 veranschaulicht die größere Volatilität, die mit den von Depositary Receipts erzielten höheren Renditen einhergegangen ist.

ABBILDUNG 17: VON GRÖßERER VOLATILITÄT BEGLEITET



⁴ Der OM-DR-Gesamtindex und Oxford Metricsas fünf regionale Indizes – Afrika, Asien, Europa, Lateinamerika und Naher Osten – wurden aus den originären Preisdaten auf gleichgewichteter Basis errechnet.

In Tabelle I sind die auf den Tageskursen basierenden Risiko/Rendite-Statistiken für das letzte Jahrzehnt in einer Zusammenfassung sowie die Korrelationskoeffizienten zwischen den Variablen dargestellt, wobei ein Wert von +1 eine perfekte positive Korrelation bedeutet.

TABELLE I: ZUSAMMENFASSUNG DER RISIKO/RENDITE-STATISTIKEN

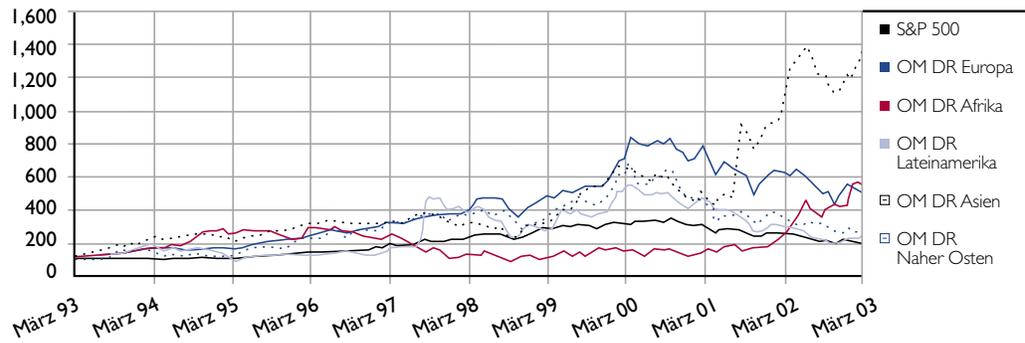
EINZELNE VERMÖGENSWERTE				
	10-jährige Anleihe	S&P 100	S&P 500	OM-DR-Gesamtindex
Rendite	0,08	0,75	0,66	1,85
Stdabw.	1,87	4,72	4,35	6,87

KORRELATIONSMATRIX				
	10-jährige Anleihe	S&P 100	S&P 500	OM-DR-Gesamtindex
10-jährige Anleihe	1			
S&P 100	-0,05	1		
S&P 500	-0,04	0,99	1	
OM-DR-Gesamtindex	-0,16	0,69	0,70	1

Es überrascht daher nicht, dass Depositary Receipts sich im vergangenen Jahrzehnt in US-Dollar ausgedrückt besser, wenngleich volatiler als US-Aktien entwickelt haben. Zwischen dem S&P 100 und dem S&P 500, die sehr ähnliche Merkmale aufweisen, besteht eine enge Korrelation.

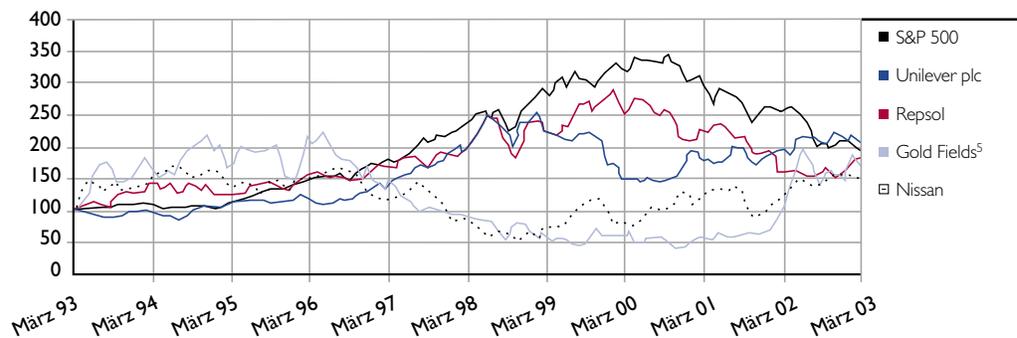
In Abbildung 18 ist die Performance von Depositary Receipts gegenüber dem S&P 500 für die letzten zehn Jahre nach Regionen gegliedert abgebildet. In allen Regionen hätte sich eine Anlage in DR im Verlauf des Jahrzehnts besser entwickelt als der S&P 500.

ABBILDUNG 18: PERFORMANCE VON DR NACH REGIONEN



In Abbildung 19 wird jedoch deutlich, wie wichtig eine gezielte Aktienausswahl ist⁵, da sich hinter den in Abbildungen 16 und 18 aufgeführten Durchschnitts einschneidende Unterschiede in der Performance einzelner Unternehmen verbergen.

ABBILDUNG 19: PERFORMANCE EINZELNER DR



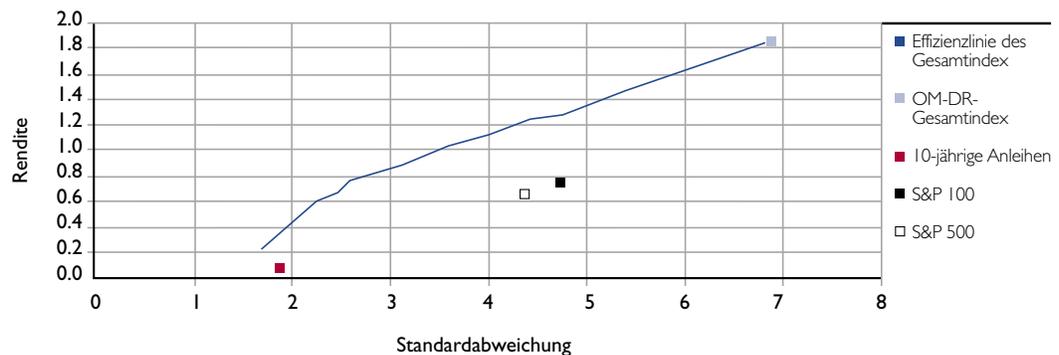
⁵ Gold Fields of South Africa Limited fusionierte 1998 mit Gencor Limited zu Gold Fields Limited. An dieser Aktie ist die antizyklische Natur von Goldaktien besonders gut erkennbar.

V. STRATEGIEN ZUR PORTFOLIOZUSAMMENSETZUNG

In diesem Abschnitt wird angesprochen, wie Depositary Receipts zur Optimierung eines Anlageportfolios eingesetzt werden können, d.h. um bei gegebenem Risiko die höchstmögliche Rendite zu erzielen bzw. um das Risiko für eine gegebene Rendite möglichst gering zu halten.

Aus Abbildung 20 geht hervor, dass die Portfolioperformance durch die Beimischung von DR enorm gesteigert werden kann. Mit einer passiven Asset-Allocation-Strategie, bei der 70 % in den Oxford-Metrica-DR-Gesamtindex und 30 % in 10-jährige US-Regierungsanleihen investiert werden, verdoppelt sich die Rendite des S&P 500 (und die Rendite des S&P 100 wird fast verdoppelt). Im Verlauf des vergangenen Jahrzehnts, das von steigender Volatilität geprägt war, hat diese Strategie konstant einen rein auf nationale Werte ausgerichteten Ansatz übertroffen.

ABBILDUNG 20: EFFIZIENZLINIE DES GESAMTINDEX⁶ - GESAMTZEITRAUM - APRIL 1993 BIS FEBRUAR 2003



⁶ Die Effizienzlinien in dieser Studie wurden anhand des Optimierungsverfahrens von Markowitz erzeugt.

Bedeutender für die Ableitung passiver Strategien ist der enorm diversifizierende Einfluss von DR auf das Risiko unterschiedlicher Strategien. Durch die Auswahl von Vermögenswerten, die nicht perfekt miteinander korrelieren, wie z.B. US-Aktien und Depositary Receipts, können Fondsmanager ihr Investmentrisiko senken. Das Risiko des S&P 500 beispielsweise wurde fast halbiert (das Gleiche gilt für den S&P 100), ohne dass die Rendite zurückging. Darin liegt einer der Hauptgründe für die beachtliche Wertschöpfung durch Depositary Receipts: Sie bieten zusätzliche Möglichkeiten zur Steigerung der Renditen, ohne dass dabei das Risiko eines aus einheimischen Wertpapieren bestehenden Portfolios steigt.

Bei aktiven Asset-Allocation-Strategien ist diese Wirkung noch ausgeprägter (siehe Abbildung 21).

ABBILDUNG 21: REGIONAL - GESAMTZEITRAUM - APRIL 1993 BIS FEBRUAR 2003

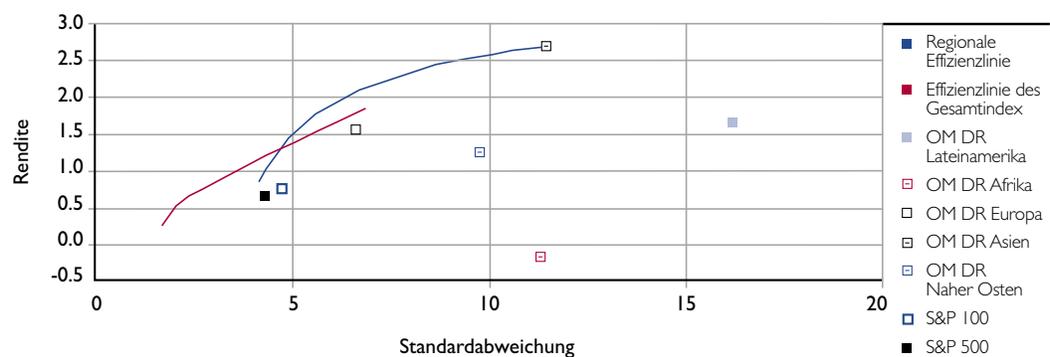


Abbildung 21 verdeutlicht, dass diese Vorteile noch verstärkt werden – größeres Potenzial zur Steigerung der Renditen bei gegebenem Risiko bzw. zur Reduzierung des Risikos bei gegebener Rendite –, wenn ein aktiver Ansatz im Hinblick auf die Portfoliostrukturierung nach Regionen verfolgt wird.

In Tabelle 2 ist der Grenzbeitrag der wichtigsten Währungen⁷ zum Kursrisiko von DRs dargestellt. Währungskursschwankungen beeinflussen die Portfolioperformance lediglich um den angegebenen Prozentsatz.

⁷ Die Volatilitäten und Korrelationskoeffizienten wurden im Verlauf eines dreijährigen Zeitraums berechnet, um zu verhindern, dass die Daten eines einzelnen Jahres übermäßigen Einfluss nehmen. Der polnische Zloty und die türkische Lira konnten aufgrund unzureichender Kursdaten für DR nicht mit eingerechnet werden.

TABELLE 2: GRENZBEITRAG DES WÄHRUNGSRIKOS

ZWISCHEN DR UND WECHSELKURSEN BESTEHT KEINE KORRELATION			
Währung	Volatilität des Wechselkurses	Korrelation zwischen DR und den Dollarkursen	Prozentualer Anteil des Währungsrisikos, der möglicherweise abgesichert ist
Britisches Pfund	13,18%	4,05%	95,95%
Australischer Dollar	18,89%	0,98%	99,02%
Argentinischer Peso	61,11%	-14,12%	114,12%
Brasilianischer Real	34,93%	-13,20%	113,20%
Chilenischer Peso	15,66%	-4,70%	104,70%
Kolumbianischer Peso	13,82%	12,09%	87,91%
Dänische Krone	17,89%	10,09%	89,91%
Euro	18,05%	8,36%	91,64%
Neuer israelischer Shekel	11,57%	-4,70%	104,70%
Indische Rupie	3,16%	-1,90%	101,90%
Hongkong-Dollar	0,11%	-0,03%	100,03%
Südkoreanischer Won	12,25%	-3,37%	103,37%
Mexikanischer Peso	14,45%	0,27%	99,73%
Norwegische Krone	21,78%	17,62%	82,38%
Philippinischer Peso	16,60%	-11,39%	111,39%
Peruanischer Sol	6,64%	-1,56%	101,56%
Südafrikanischer Rand	27,71%	12,75%	87,25%
Schweizer Franken	18,20%	9,01%	90,99%
Schwedische Krone	18,10%	-0,25%	100,25%
Taiwanesischer Dollar	5,99%	-4,49%	104,49%
Venezolanischer Bolivar	46,49%	-23,06%	123,06%
Japanischer Yen	17,00%	-5,61%	105,61%
Neuseeländischer Dollar	20,53%	-0,78%	100,78%
DURCHSCHNITT	20,56%	-0,61%	100,61%

Bei internationalen Investments besteht immer ein Währungsrisiko. In Tabelle 2 wird jedoch veranschaulicht, dass das Währungsrisiko bei DR aus US-Dollar-Sicht automatisch abgesichert ist, denn der Grenzbeitrag des Währungsrisikos ist in der Regel negativ (-0,61%). Bei den meisten Währungen (nämlich 14 der 23 analysierten Währungen) kann sich das Gesamtrisiko für US-Dollar-Anleger durch Währungsschwankungen somit reduzieren.

Dieser Aspekt lässt sich am besten anhand eines Beispiels verdeutlichen. Da der Hongkong-Dollar an den US-Dollar gebunden ist, überrascht es nicht, dass der Grenzbeitrag des Währungsrisikos in diesem Fall fast null beträgt (-0,03%). Durch den geringfügig negativen Beitrag, der von Schwankungen dieses Wechselkurses ausgeht, reduziert sich sogar das Portfoliorisiko, da automatisch eine mehr als 100-prozentige Absicherung gegen das Währungsrisiko bestehen kann. Beim britischen Pfund ist das Währungsrisiko zum US-Dollar zu 96 % abgesichert.

Durch die Beimischung von Depositary Receipts in einem Investmentportfolio können selbst Fondsmanager, die passive Strategien verfolgen, die Performance steigern und das Risiko durch globale Diversifikation mindern. Bei aktiven Strategien sind die Ergebnisse noch eindrucksvoller.

GLOSSAR

DELISTING	Die Herunterstufung eines DR-Programms vom börsennotierten Status (Level II/III) zum außerbörslichen Status (Level I).
DEPOSITARY RECEIPT (DR)	Eine auf US-Dollar lautende, verkehrsfähige Hinterlegungs-urkunde, die eine bestimmte Anzahl der Aktien eines ausländischen Unternehmens, die auf dem Heimatmarkt des Unternehmens öffentlich gehandelt werden, darstellt und von einer US-Depotbank als Zertifikat ausgegeben wird.
LISTED DR (LEVELS II /III)	Depository Receipts, die an einer US-Börse (NYSE, NASDAQ oder AMEX) notieren und für die somit die vollen Registrierungsbestimmungen der SEC, die Bilanzierungsvorschriften nach US GAAP und eine jährliche Berichtspflicht mit Form 20F gelten. Mit Level III DR wird zusätzlich Kapital aufgenommen.
OTC (LEVEL I) DR	Depository Receipts, die außerbörslich auf dem OTC-Markt gehandelt werden und von den US-Berichtsvorschriften und der Bilanzierung nach US GAAP befreit sind.
TERMINATION	Die Beendigung eines DR-Programms, so dass nur noch die einheimischen Aktien auf dem Heimatmarkt des Emittenten gehandelt werden.
UPGRADE	Die Heraufstufung eines DR-Programms von einem Status zum nächsten, wofür zusätzliche Vorschriften erfüllt werden müssen. DR-Programme, die vom OTC-Status (Level I) auf ‚Listed‘ (Level II/III) heraufgestuft werden, bezeichnet man als ‚pure‘ Upgrades.

DIE AUTOREN

RORY F. KNIGHT, MA (OXON), MCOM, PHD, CA VORSITZENDER, OXFORD METRICA

Rory Knight verfügt über umfangreiche Erfahrung im Finanz- und Unternehmenssektor; unter anderem auch als Berater. Fünf Jahre lang war er Dekan des Templeton College, University of Oxford, wo er für die allgemeine Strategie und die Zielrichtung der Universität verantwortlich war. Dr. Knight ist Dean Emeritus bei Templeton und Fellow in Finance. Davor war er stellvertretender Direktor der Swiss National Bank (SNB), wo er als Berater für internationale Finanzangelegenheiten zuständig war. Er unterhält heute noch enge Beziehungen mit Zentralbanken in aller Welt. Zudem ist er Mitautor von *Financial Performance* (Butterworth-Heinemann, 2000).

DEBORAH J. PRETTY, BA (HONS), DPHIL (OXON), AIRM, ARM EIGENTÜMERIN, OXFORD METRICA

Deborah Pretty war mehrere Jahre lang im Finanzwesen und dem Risikomanagement im Unternehmenssektor tätig, wo sie für viele globale Firmen die Zusammenhänge und Bezugssysteme zwischen Risiko und Unternehmenswert entwickelte. Drei Jahre lang war sie Marsh Research Fellow im Templeton College, University of Oxford, und hat dort umfangreiche Forschungsarbeit im Bereich strategisches Risiko und Finanzwesen geleistet. Davor war sie stellvertretende Direktorin bei Sedgwick Energy und Risiko-Finanzanalystin bei Tillinghast-Towers Perrin in London und den USA. Dr. Pretty ist die Autorin von *Risk Financing Strategies – The Impact on Shareholder Value* (RIRG, 1999).

OXFORD METRICA

Oxford Metrica ist ein unabhängiges strategisches Beratungsunternehmen, das die CEO-Agenda anspricht und sich auf die strategischen Aspekte der Finanzleistung konzentriert – Risiko, Unternehmenswert, Ruf und Corporate-Governance. Das Unternehmen verknüpft Finanz- und Risikotheorie mit Realdaten, um Finanz- und Firmenkunden in aller Welt empirische, quantitative und praktische Analysen zur Verfügung zu stellen. Oxford Metrica bietet echte Lösungen, die sich durch einen disziplinierten Ansatz und Präzision auszeichnen. Die Eigentümer des Unternehmens haben mit vielen der weltweit führenden Gesellschaften zusammengearbeitet, darunter

ABB	Ernst & Young	Invesco	Schroders
Accenture	ExxonMobil	Kone	SCOR
AIG	Freehills	Marsh	Serono
Aon	FM Global	Munich Re	Solvay
Aviva	Ford	Nestlé	Storebrand
BAE Systems	General Electric	Novartis	Sun Microsystems
Baxter	Giuliani Group	Novo Nordisk	Swiss Life
BP	Gold Fields	NUI	Swiss Re
Bristol Myers Squibb	Hill & Knowlton	P&O	Tesco
Cisco Systems	Huhtamaki	PricewaterhouseCoopers	The Bank of New York
Credit Suisse	IBM	Reed Elsevier	UBS Warburgs
De Beers	ICN Telecom	Reuters	Williams
Deloitte Touche Tohmatsu	ING Group	Royal Dutch/Shell	Xilinx
Deutsche Bank	Intel	Royal & SunAlliance	Zurich Financial Services

WEITERE EINZELHEITEN FINDEN SIE UNTER: WWW.OXFORDMETRICA.COM
