



Warnt vor den Risiken bei ADR-Programmen: Stefan Laxhuber

Gastkommentar

ADR-Programme sind mit Vorsicht zu genießen

Von Stefan Laxhuber, Experte für Emerging Markets und Herausgeber des Börsenbriefes „Der Ostinvestor“

27. Oktober 2004 Bei vielen an internationalen Börsen inklusive Deutschland gehandelten Papieren zu Werten aus den Emerging Markets handelt es sich nicht um Aktien, sondern um ADRs oder GDRs. Das ist deshalb wichtig zu wissen, weil diese Produkte mit spezifischen Risiken verbunden sind, über die sich nicht alle Anleger bewußt sind.

Um den Sachverhalt zu verstehen, ist es zunächst wichtig, sich bewußt zu machen, was ein ADR oder GDR ist. Als ADRs (American Depositary Receipts) werden auf Dollar lautende, von amerikanischen Depotbanken (depository banks) in Amerika ausgegebene Aktienzertifikate bezeichnet, die eine bestimmte Anzahl hinterlegter Originalaktien eines ausländischen Unternehmens verkörpern und an ihrer Stelle am amerikanischen Kapitalmarkt wie Aktien gehandelt werden.

Anleger sollten genau wissen, was sich hinter ADRs und GDRs verbirgt

Es gibt keine exakten Vorschriften, in welchem Verhältnis ein ADR zur Originalaktie zu stehen hat. Daher gibt es z.T. recht skurrile Bezugsverhältnisse, die sich bei Kapitalerhöhungen oder -verringerungen, Gratisaktien, Splits u.ä. auch noch im Laufe der Zeit ändern können.

GDR steht für „Global Depositary Receipts“. Das Produkt ist vergleichbar mit einem ADR. Der Unterschied liegt darin, daß diese Depositary Receipts nicht aus Amerika, sondern aus einem anderen Staat Land begeben wird. Ein ADR/GDR kann etwa nur dem Bruchteil einer Aktie, aber auch einer vollen Aktie oder einer Vielzahl davon entsprechen. So entspricht das hier gehandelte ADR auf die Aktie von Utd. Heavy Machinery einer Originalaktie, das von GUM zwei Aktien, das ADR von Lenenergo repräsentiert 80 Originalaktien usw.

Damit ist es noch nicht genug, es kommt noch verwirrender: Bei einigen Aktien notieren bekanntlich Vorzugs- und Stammaktien, und hier liegen oftmals unterschiedliche Verhältnisse zugrunde. So repräsentiert das hier gehandelte ADR der Surgutneftegaz Vorzüge 100 Original-Vorzugsaktien, das ADR der Stammaktien hingegen nur 50 Original-Stammaktien. Und bei dem ADR des russischen Mobilfunkbetreibers Vimpelcom sind es gar Bruchteile: 1 ADR repräsentiert 0,75 Originalaktien.

ADR sind keine Aktien des Unternehmens

Artikel-Service

→ Fenster schließen

→ Artikel drucken

Zum Thema

→ Kapitalerhöhung bei NPR zeigt die Risiken

→ Die Details von unsponsored oder sponsored ADR-Programmen

→ Homepage Ostinvestor

Wenn Sie ein ADR kaufen, dann kaufen Sie im Grunde nicht die Aktie, sondern ein Papier, herausgegeben von einer Bank (z.B. der Bank of New York), das einen Anspruch auf diese Aktien verbrieft. Laut Gesetz kann der jeweilige Inhaber eines ADRs jederzeit gegen Rückübertragung des Zertifikats an die Depotbank die Herausgabe der bei einer ausländischen Hinterlegungsbank (custodian bank), in der Regel der Zweigstelle der Depotbank im Sitzstaat des ausländischen Unternehmens, verwahrten Aktien bzw. deren Verkauf an der ausländischen Börse verlangen.

Ein wichtiger Grund für die Konstruktion von DR-Programmen liegt darin, daß bestimmte amerikanische institutionelle Investoren, wie staatliche Pensionsfonds, Lebensversicherungsgesellschaften oder Kreditinstitute, Beschränkungen hinsichtlich deren Investment in ausländische Wertpapiere unterliegen. Ein anderer Grund besteht darin, daß es für ausländische Unternehmen viel einfacher ist, ADRs an einer ausländischen Börse notieren zu lassen anstatt der eigentlichen Originalaktien. Da ADRs wie amerikanische Aktien behandelt werden, kann so ohne die Emission von Aktien auf dem amerikanischen Kapitalmarkt dieser von ausländischen Unternehmen genutzt werden. (Unterschieden wird außerdem zwischen unsponsored oder sponsored ADR-Programmen. Details dazu finden sich unter dem Link: [Die Details von unsponsored oder sponsored ADR-Programmen](#))

Kosten eines ADR/GDR

Bei vielen osteuropäischen und asiatischen Werten ist der Handel an der Heimatbörse erheblich liquider als in den ADR/GDR. Daraus resultiert in vielen Fällen ein engerer BID/ASK-Spread: Der Anleger bekommt also sehr oft einen niedrigeren Kaufkurs und einen höheren Verkaufskurs angeboten wie beim Handel in DRZertifikaten. Der Anleger zahlt also beim Kauf mehr und bekommt beim Verkauf weniger.

Gerade wenn eine Aktie/ein Markt „in“ ist kommt es nicht selten vor, daß zudem die DR´s gegenüber den Originalaktien mit einem deutlichen Aufgeld gehandelt werden. Aufgelder von rund zehn Prozent sind oft die Regel; haussiert ein Wert oder ein Markt, kommen auch Aufgelder von 30 Prozent und mehr vor. Dreht die Stimmung hingegen, verkehrt sich das schnell ins Gegenteil: Beim Verkauf müssen dann teils erhebliche Abgelder in Kauf genommen werden.

Auch bei Dividenden muß der ADR/GDR-Anleger Abstriche hinnehmen. Die emittierende Bank behält zum Beispiel bei Dividendenzahlungen einen Teil als Gebühren ein. Ein Beispiel anhand der russischen Rostovenergo Vorzüge, die in Deutschland als ADR mit der ISIN US77853Q2075 gehandelt wird: Ein ADR repräsentiert hier 100 Originalaktien. Somit entsprechen 10.000 ADR 1.000.000 Originalaktien. Für das Geschäftsjahr 2003 zahlte das Unternehmen eine Dividende von 0,001684 Dollar je Aktie.

In unserem Beispiel erhält der Besitzer der 1.000.000 Originalaktien somit eine Dividende von 1.684 Dollar. Je nachdem, welche Verwahrstelle gewählt wurde, werden unter Umständen hiervon noch 15 Prozent russische Quellensteuer abgezogen, die bei einem deutschen Anleger gegebenenfalls wieder auf die Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer angerechnet werden kann. Dem Besitzer der 10.000 ADR werden auf die Bruttodividende zusätzlich noch fremde

Spesen abgezogen. In unserem Beispiel sind das 170 Dollar. Auch hiervon noch 15 Prozent russische Quellensteuer abgezogen, die bei einem deutschen Anleger ggf. wieder auf die Einkommen- bzw. Körperschaftssteuer angerechnet werden kann.

Fazit: Der durchschnittlichen Kleinleger kann den Abzug bei den Dividenden als vernachlässigbar ansehen. Ganz erheblich zu Buche schlagen können aber die Aufgelder beim Kauf und die Abgelder beim Verkauf !

Ganz persönlich komme ich jedenfalls zu folgendem Schluß:
Überspitzt formuliert kaufen Sie beim ADR nicht die Aktie, sondern das Papier der emittierenden Bank und müssen darauf vertrauen, daß die Bank Ihnen auch tatsächlich die zugehörigen Originalaktien ausliefern kann. Wie wir aber bei Enron und Tyco gesehen haben, ist gerade im Land der unbegrenzten Möglichkeiten vieles möglich. Niemand kann mit Sicherheit garantieren, daß man sich bei der Bank of New York (oder einer anderen ADR-Bank) nicht *verrechnet* und mehr ADRs ausgibt, als tatsächlich an Originalaktien hinterlegt sind.

Skandale wie Enron oder der diversen Nemax-Unternehmen belegen eindrucksvoll, wie leicht sich die Mathematik verbiegen lässt. Nur - wer hierzulande ordern will, hat keine andere Wahl als den Griff zum ADR. Denn meist bekommen Sie die Originalaktien nur an den jeweiligen Heimatbörsen.

Viele Anleger sind der Ansicht, ein ADR/GDR wäre sicherer und billiger als der Kauf einer Originalaktie. Das ist ein weit verbreiteter Irrtum. Es erfordert zwar einiges an Mühe, denn nicht jede Bank ermöglicht den Kauf von Originalaktien. Aber diese Mühe kann sich sehr schnell bezahlt machen.

Die Bank of New York ist der größte (aber nicht der einzige) Herausgeber von ADR-Programmen.
Unter http://www.adrbny.com/dr_directory.jsp finden Sie eine Übersicht aller von der Bank of New York betreuten ADRs. Weitere Infoquellen sind z.B.: <http://www.adr.com>.

Text: @JüB