

Untersuchung des Pricings ausgewählter Zertifikate

Aufgrund der Lehman-Pleite war der Zertifikatemarkt in die Kritik geraten. Zahlreiche Privatanleger machten die leidvolle Erfahrung, dass die als Inhaberpapiere konzipierten Lehman-Zertifikate über Nacht wertlos wurden.¹⁾ Zwischenzeitlich haben sich die Marktverhältnisse wieder normalisiert, was unter anderem an dem gestiegenen Emissionsvolumen sichtbar wird. Deutschland bleibt nach wie vor der „Zertifikateweltmeister“, gemessen am Marktvolumen und an der Variantenvielfalt (siehe Abbildungen 1 und 2). Zertifikate aller Couleur sind bei institutionellen wie privaten Anlegern eine sehr beliebte Anlagekategorie.²⁾

Auswahl für Privatanleger schwierig

Für den herkömmlichen Privatanleger ist es häufig schwierig zu beurteilen, welches Zertifikat seinen Anlagebedürfnissen entspricht, geschweige denn, ob der Kurs, zu dem er das Zertifikat von seinem Anlageberater angeboten bekommt, auch fair ist.

Denn ein Zertifikat setzt sich aus einer mehr oder weniger großen Zahl unterschiedlicher Kassa- und Terminprodukte zusammen wie beispielsweise Zerobond und Option. Handelt es sich dabei um komplexe Optionstypen, die nur außerbörslich und direkt zwischen Banken gehandelt werden, ist es für den Privatanleger schwierig bis unmöglich zu beurteilen, ob die ihm genannten Zertifikatekurse fair sind oder nicht.³⁾ Vielmehr ist er gezwungen, sich darauf verlassen zu müssen, dass sein Berater wohl das für ihn unter Rendite-/Risikoaspekten passende Zertifikat auswählen wird. In der hier durchgeführten Studie wird hierfür die Position eines gut informierten Privatanlegers simuliert, der die Fairness der Preisstellung von Zertifikaten überprüft.⁴⁾

Dazu werden Zertifikate in ihre einzelnen Komponenten zerlegt, die jeweiligen Preise dieser Komponenten addiert und deren Summe mit dem aktuellen Börsenkurs der jeweiligen Zertifikate verglichen. Dieses Vorgehen wird als Duplikation bezeichnet; das ist die synthetische Erzeugung eines Portfolios, das die gleichen Zahlungsflüsse generiert wie das zu analysierende Zertifikat. Aus Transparenzgründen wurden einfach konstruierte Zertifikate ausgewählt.

Im November und Dezember 2009 wurde an 14 aufeinanderfolgenden Börsentagen die Preisstellung von Zertifikaten analysiert. Zeitgleiche Kurse von Zertifikaten, Basiswerten (Aktie, Index) und Eurexoptionen sind kostenlos via Internet verfügbar. Bei der Adaption der Kurse der standardisierten Eurexoptionen an die spezifischen Ausstattungsmerkmale der Zertifikate (andere Laufzeit und anderer Optionstyp als Eurexoptionen) standen webbasierte kos-

tenlose Optionspreisrechner zur Verfügung.

Ausfallrisiko bei Zertifikaten

Im Unterschied zu börsengehandelten Optionen, bei denen aufgrund des Margin-systems kein Bonitätsrisiko existent ist, beinhalten Zertifikate sehr wohl ein Ausfallrisiko. Für die Bewertung des Bonitätsrisikos von Emittenten wurden einjährige Credit Default Swap (CDS)-Spreads herangezogen, die zeitanteilig, entsprechend der verbleibenden Laufzeit des Zertifikats, taggenau berücksichtigt wurden. Nur für die Ermittlung der einjährigen CDS-Spreads (siehe Tabelle 1) musste der kostenverursachende Informationsdienst Bloomberg genutzt werden.

Rechnet ein Anleger mit stagnierenden bis leicht fallenden Kursen, dann eignen sich Discount-Zertifikate zur Umsetzung seiner Markteinschätzung. Es kann auf zwei verschiedene Weisen nachgebildet werden: Zum einen durch den Verkauf einer Call Option und den Kauf eines Zero Strike Calls (dessen Kurs im Gegensatz zum Basiswert keine zukünftige Dividendenzahlung enthält) sowie zum anderen durch die Kombination eines Zerobonds mit einem Short Put.

Der Anleger kauft das Discount-Zertifikat mit einem Abschlag (Discount) gegenüber dem Kurs des Basiswerts (zum Beispiel Aktie oder Index). Im Gegenzug ist die Rückzahlung des Anlegers auf die Höhe des Caps von vorneherein begrenzt. Trifft die Markteinschätzung des Anlegers zu, dann ist der Kurs des Basiswerts am Laufzeitende in Höhe des Caps oder darüber und der Anleger bekommt als Gegenwert den Cap-Betrag ausbezahlt. Die Differenz zwischen dem Cap und dem Kaufkurs des Zertifikats ist somit der Gewinn des Anlegers.

Prof. Dr. Franz-Josef Eichhorn, Professur für Bankbetriebslehre und allgemeine Betriebswirtschaftslehre, und Matthias Schmitt, Lehrbeauftragter, beide Fachhochschule Würzburg

Wie deutlich sich das Pricing von Zertifikaten unterscheiden kann, legen die Autoren in ihrer Studie dar: Es gibt sowohl sehr fair gepreiste Zertifikate, die ein Direktengagement an Terminbörse und Kassamarkt obsolet werden lassen, als auch Zertifikate, bei denen die Emittenten den Anlegern relativ hohe Margen abverlangen. Sofern sie das richtige Papier für sich finden können, so das Credo der Autoren, lohnt sich die Investition in Zertifikate für Anleger als Alternative sowohl zu traditionellen Investmentfonds wie auch zu börsengehandelten Indexfonds auch schon ab relativ geringen Investitionsbeträgen. (Red.)

Beispielsweise bestehen bei Discount-Zertifikaten auf den Dax mit Endfälligkeit September 2010 erhebliche Preisunterschiede zwischen den Emittenten (siehe Tabelle 2). Goldman Sachs ist der mit Abstand teuerste Anbieter und fordert zusammen mit der Citibank die höchsten Margen. Dagegen sind Discount-Zertifikate der Commerzbank für den Anleger vorteilhafter als deren addierte Einzelbausteine, was von einer extrem fairen Kursstellung zeugt. Hier kann ein Anleger also günstiger investieren als bei einem direkten Engagement an der Terminbörse Eurex.

Eine hohe Bedeutung beim Vergleich von Eigenbau und Zertifikat erhält die Bonitätsbewertung auf Basis der CDS. Das Beispiel der Citibank zeigt, dass die Berücksichtigung der CDS-Spreads einen erheblichen Einfluss darauf haben kann, ob der Anleger mit dem Fertigprodukt Discount-Zertifikat oder mit dem Eigenbau besser fährt.

Unterschiedliche Margenstruktur

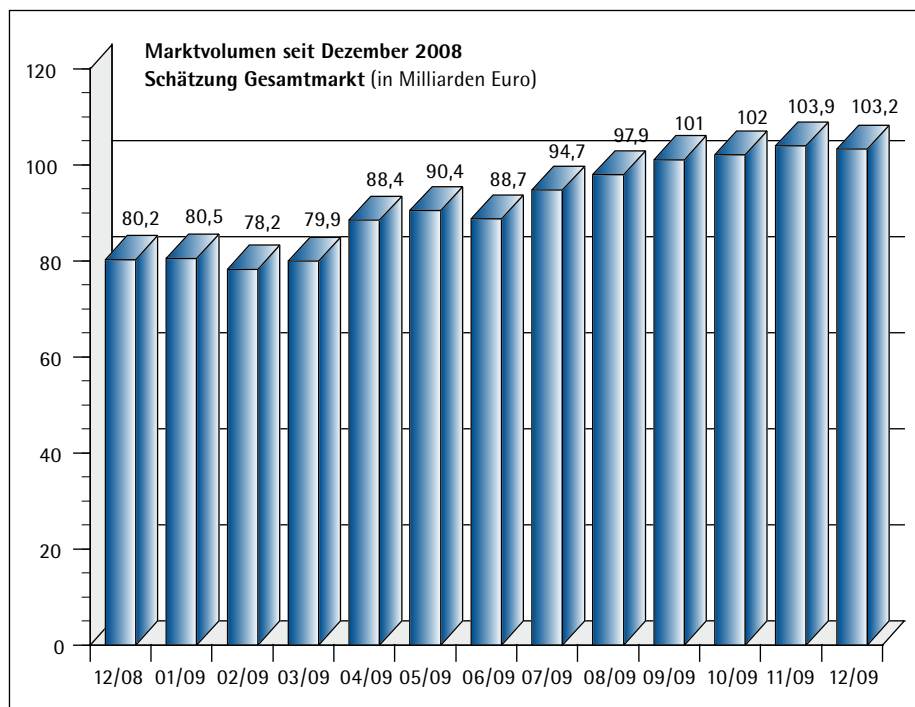
Die Margenunterschiede lassen folgende Schlussfolgerungen zu:

1. Goldman Sachs ist es möglich, aufgrund seines hervorragenden Standings eine erhöhte Marge abzuschöpfen.

2. Eine hohe Marge könnte ursächlich dafür sein, dass Teile davon als Platzierungsprovision an Vertriebspartner (Banken, Finanzmakler et cetera) weitergegeben werden, die Zertifikate vor allem im persönlichen Beratungsgespräch weiterverkaufen, während die Vertriebswege für Zertifikate mit geringen Margen hauptsächlich webbasiert über Onlinebanken und beratungslos sein könnten, weil deren Erwerber diverse Suchmaschinen zur Findung des günstigsten Zertifikats einsetzen.

Die zweite analysierte Zertifikateform, Aktienanleihe, wirkt sich für einen Anleger hinsichtlich ihres Chancen-/Risiko profils analog wie ein Discount-Zertifikat aus. Dem Kupon bei der Aktienanleihe entspricht der Preisabschlag (Discount) beim Discount-Zertifikat. Eine Aktienanleihe besteht aus dem Kauf einer Nullkuponanleihe und den Verkauf eines Puts. Der hohe Kupon einer Aktienanleihe ergibt sich aus der vereinnahmten Optionsprämie des Puts und der Verzinsung des Nominalbetrags mit dem Marktzins.

Abbildung 1: Marktvolumen Derivate in Deutschland, hochgerechnet auf Basis von 14 untersuchten Emittenten

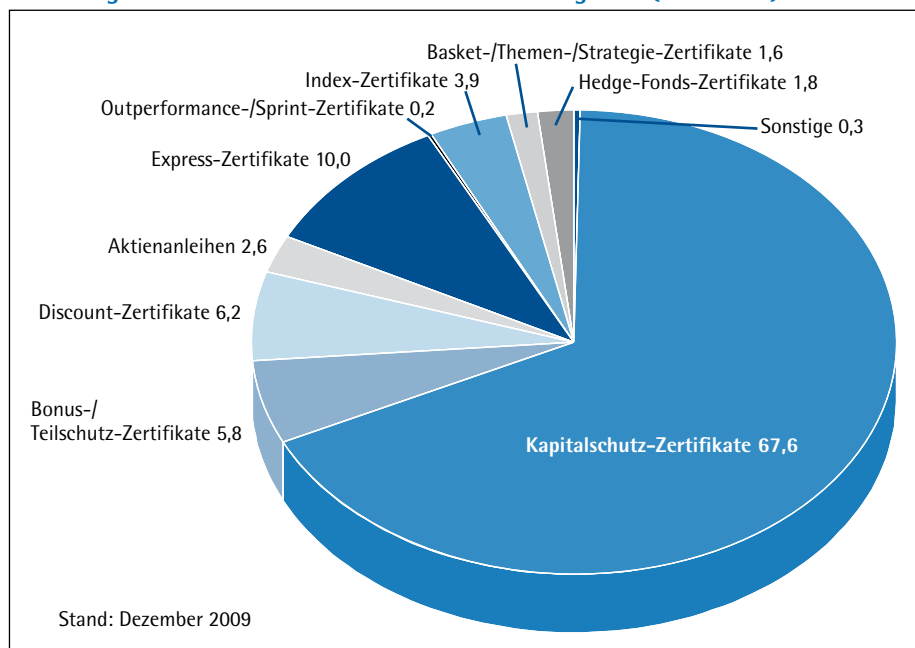


Das identische Chancen-/Risiko profil bei der Zertifikate sollte eigentlich zu einem Gleichlauf bei den Renditen, also der Verzinsung auf das eingesetzte Kapital, führen. Die Kursanalyse zeigt aber, dass dem nicht so ist: Aktienanleihen beinhalten

häufig weitaus höhere Margen als Discount-Zertifikate (siehe Tabelle 3).⁵⁾

Je näher der Fälligkeitstermin rückt, desto geringer die Differenz zwischen Aktienanleihe und Duplikat (siehe Abbildung 3

Abbildung 2: Derivative Produkte nach Produktkategorien (in Prozent)



Quelle: Deutscher Derivate Verband

Untersuchung des Pricings ausgewählter Zertifikate

Tabelle 1: CDS-Spreads in Basispunkten

Emittent	17. Nov.	19. Nov.	20. Nov.	23. Nov.	24. Nov.	25. Nov.	26. Nov.	27. Nov.	2. Dez.	4. Dez.
Goldman Sachs	73,75	74,92	74,99	79,36	77,99	82,81	81,855	87,70	67,31	62,16
Citibank	141,75	143,56	145,11	127,05	142,10	143,12	144,15	157,77	139,49	144,99
Deutsche Bank	31,37	33,23	34,10	33,33	35,72	41,20	43,28	46,25	42,71	40,80
UBS	45,03	46,42	47,68	46,38	47,97	47,59	48,52	48,97	45,56	44,63
Commerzbank	24,82	25,97	26,03	27,26	28,46	27,67	28,56	30,16	25,04	23,94

Quelle: Bloomberg

Tabelle 2: Preisunterschiede zwischen Discount-Zertifikaten auf den Dax und addierten Einzelbausteinen mit Endfälligkeit September 2010

September 2010	17. Nov.	19. Nov.	20. Nov.	23. Nov.	24. Nov.	25. Nov.	26. Nov.	27. Nov.	02. Dez.	04. Dez.
Goldman Sachs	0,83	0,97	0,85	1,04	kein Kurs	0,56	0,99	0,82	1,09	1,18
zuzüglich CDS	1,44	1,59	1,46	1,69	kein Kurs	1,23	1,65	1,52	1,62	1,67
Citibank	- 0,06	0,07	- 0,07	0,12	0,07	- 0,40	0,03	- 0,17	0,16	0,23
zuzüglich CDS	1,12	1,26	1,13	0,81	1,23	0,76	1,19	1,11	1,26	1,37
Deutsche Bank	- 0,21	- 0,08	- 0,25	- 0,02	0,07	- 0,60	- 0,19	- 0,36	- 0,04	0,01
zuzüglich CDS	0,06	0,20	0,04	0,26	0,37	- 0,25	0,17	0,02	0,31	0,34
UBS	- 0,18	- 0,10	- 0,24	0,00	0,33	- 0,29	kein Kurs	- 0,46	0,21	0,39
zuzüglich CDS	0,20	0,29	0,17	0,39	0,73	0,10	kein Kurs	- 0,06	0,58	0,75
Commerzbank	- 0,37	- 0,23	- 0,40	- 0,23	- 0,03	- 0,71	- 0,23	- 0,42	- 0,23	- 0,10
zuzüglich CDS	- 0,16	- 0,02	- 0,19	- 0,01	0,20	- 0,49	0,00	- 0,18	- 0,03	0,08

Einzelbausteine < Discount-Zertifikat
 Einzelbausteine > Discount-Zertifikat

Legende: Mehrkosten (+) beziehungsweise Einsparung (-) bei Discount-Zertifikaten auf den Dax mit Endfälligkeit September 2010

Tabelle 3: Durchschnittliche Margen von Aktienanleihen und Discount-Zertifikaten unterschiedlicher Emittenten

Aktienanleihen				Discount-Zertifikate			
Emittent	März	September	Gesamt	Emittent	März	September	Gesamt
Sal. Oppenheim	0,93	1,38	1,16	Sal. Oppenheim	0,62	0,37	0,46
HSBC Trinkaus	0,94	1,12	1,03	HSBC Trinkaus	0,47	0,83	0,69
DZ Bank		1,36	1,36	DZ Bank	0,63	0,59	0,61
Deutsche Bank		2,21	2,21				
	0,94	1,52	1,44		0,57	0,6	0,59

Tabelle 4: Margen von Outperformance-Zertifikaten inklusive CDS-Spread

Tag	19. Nov. 2009	20. Nov. 2009	23. Nov. 2009	24. Nov. 2009	25. Nov. 2009	26. Nov. 2009	27. Nov. 2009	4. Dez. 2009	7. Dez. 2009	8. Dez. 2009	Durchschnitt in %
DZ6G1F 17. Dez. 2010	2,92	2,87	2,72	2,86	2,73	2,57	2,91	2,72	2,75	2,69	2,77
DZ6MJL 18. Juni 2010	1,45	1,50	1,30	1,40	1,39	1,46	1,61	1,35	1,28	1,28	1,40
DZ6MKB 18. Juni 2010	2,95	3,01	2,89	2,88	2,80	2,89	3,15	2,68	2,68	2,74	2,87
DBOG7B 18. Juni 2010	-	-	-	0,18	-	0,38	0,16	0,09	0,06	0,04	0,15
DB7YCJ 04. Juni 2010	0,61	0,69	0,43	1,47	0,50	- 0,41	0,18	0,34	0,10	0,15	0,41
TB8TP7 17. Dez. 2010	- 0,36	- 0,37	- 0,54	- 0,31	- 0,45	-	-	-	- 0,49	0,59	- 0,44
CZ3256 19. März 2010	-	-	0,40	-	-	0,26	- 0,04	-	0,29	0,11	0,20

und 4). Beispielsweise belief sich im Dezember 2009 die durchschnittliche Marge der Aktienanleihen mit Fälligkeit März 2010 auf 0,94 Prozent und die für September 2010 auf 1,52 Prozent.

Trotz nachteiligem Pricing hat sich das Emissionsvolumen von Aktienanleihen erhöht. Ursächlich dafür könnte sein, dass seit 2009 die steuerliche Benachteiligung von Aktienanleihen mit Einführung der Abgeltungssteuer beendet wurde. Vor Einführung der Abgeltungssteuer fielen sowohl Kursgewinne als auch Kuponzahlungen unabhängig von der Haltedauer unter die Einkünfte aus Kapitalvermögen. Mit Einführung der Abgeltungssteuer werden die wirtschaftlich ähnlichen Produkte Discount-Zertifikat und Aktienanleihe auch steuerlich vergleichbar behandelt: Alle Gewinne unterliegen dem einheitlichen Abgeltungssteuersatz. Dies in Verbindung mit der vertrauensbildenden Bezeichnung „Anleihe“ statt Zertifikat dürften zur Platzierung bei Anlegergruppen, die weniger emotional, sondern eher emotional entscheiden und tendenziell weniger gut informiert sind, beitragen.

Kein Mehrwert

Während Aktienanleihen von der Einführung der Abgeltungssteuer profitieren, sind mit Outperformance-Zertifikaten durch den Wegfall der Spekulationsfrist keine steuerfreien Kursgewinne mehr möglich. Seitdem sinkt das Marktvolumen der Outperformance-Zertifikate stetig. Mit solchen Zertifikaten kann ein Anleger ab Erreichen einer fixierten Kursschwelle an positiven Wertentwicklungen des Underlyings (zum Beispiel Aktie) überproportional partizipieren. Wird ein Outperformance-Zertifikat mit seinen einzelnen Komponenten (Kauf eines Zero Strike Calls und einer Call Option) verglichen, dann zeigt sich ein differenziertes Bild (siehe Tabelle 4): Zwischen dem Erwerb des Zertifikats und dessen Nachbau bestehen kaum Preisunterschiede, sodass aufgrund der einfachen Konstruktion der Erwerb eines Zertifikats keinen Mehrwert bringt.

Erstaunlicherweise existieren Outperformance-Zertifikate mit hohen Margen und folglich unattraktiver Kursstellung. So verlangt die DZ Bank gegenüber dem Eigenbau einen Aufschlag von beispielsweise 1,40 bis 2,87 Prozent. Eine solche hohe Marge lässt sich – wenn überhaupt – nur

damit ökonomisch rechtfertigen, dass die Sicherungseinrichtung des BVR sogar für die DZ-Zertifikate als Inhaberschuldverschreibungen haftet. Trotz allem hat Sicherheit für den Anleger hier einen (zu) hohen Preis.

Starkes Wachstum bei Garantiezertifikaten

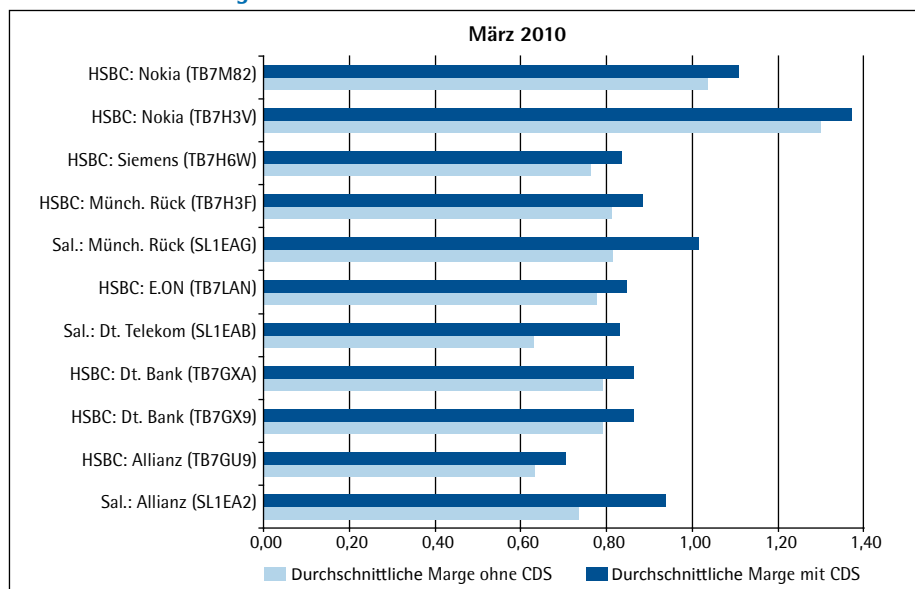
Garantiezertifikate sind in unsicheren Börsenphasen bei Anlegern besonders beliebt. Seit Januar 2007 hat sich das Open Interest (ausstehendes Anlagevolumen) der Garantiezertifikate nahezu verdoppelt (von 30,2 auf 58,7 Milliarden Euro). Ihr Anteil am Volumen aller ausstehenden Zertifikate kletterte von 36,5 auf 67,6 Prozent. Denn mit ihnen ist es möglich, bei fallenden Kursen Verluste zu vermeiden und an steigenden Kursen partizipieren zu können. Erreicht wird das dadurch, dass der Anleger auf eine Verzinsung seines eingesetzten Kapitals und Dividendenzahlungen verzichtet zugunsten des Kapitalerhalts. Daraus folgt, dass dieses Zertifikat mit dem Kauf einer Nullkuponanleihe und einer europäischen Call-Option nachgebildet werden kann. Liegt der Kurs des Basiswerts am Laufzeitende über dem Basispreis, dann ist der Anleger an der Gewinnentwicklung beteiligt, bei darunter liegendem Kurs verfällt die Option wertlos.

Werden Garantiezertifikate mit linearer Gewinnpartizipation und Fälligkeit Juni beziehungsweise Dezember 2010 analysiert, deren Basiswerte die höchsten Handelsvolumen bei den Eurexoptionen aufweisen, dann ergeben sich wiederum attraktive Margen für die emittierenden Banken (siehe Abbildung 5).

Ebenso wie bei Aktienanleihen lassen die hohen Margen für die Emittenten darauf schließen, dass diese Zertifikate besonders geeignet sind für die Platzierung an Anleger mit ausgeprägter Risikoaversion in Verbindung mit geringen oder keinen Kenntnissen zum Pricing.

Bis vor wenigen Jahren noch favorisierten insbesondere Privatkundenberater von Verbundinstituten die Geldanlageform Investmentfonds. Zwischenzeitlich werden aber Zertifikate gegenüber Investmentfonds zunehmend präferiert. Das hat triftige Gründe: 1. Die Verdienstmöglichkeiten für die vermittelnde Bank sind zumindest nicht schlechter als bei Investmentfonds.

Abbildung 3: Margen von Aktienanleihen mit und ohne CDS nach Emittenten und Basiswerten mit Fälligkeit März 2010



- Die meist begrenzte Laufzeit von Zertifikaten erzeugt im Gegensatz zum zeitlich unbefristeten Investmentfonds einen automatischen Wiederanlagebedarf und eine neuerliche Einnahmequelle für die Bank.
- Werden Zertifikate auch noch in das Einlagensicherungssystem einbezogen, wie die von der DZ Bank emittierten, dann ist das Bonitätsrisiko des Anlagemediums eliminiert und es erfolgt eine Gleichstellung mit herkömmlichen Spareinlagen.
- Obwohl Anlagezertifikate eine Terminmarkt-

komponente enthalten, ist beim Kauf von Anlagezertifikaten ebenso wie beim Erwerb von Aktien keine Termingeschäftsfähigkeit erforderlich.

Steigender Druck auf Fondsbranche

Insbesondere die Zentralbanken der Genossenschafts- und Sparkassenorganisation können durch die Platzierung von Zertifikaten an ihre Primärbanken mit den

Abbildung 4: Margen von Aktienanleihen mit und ohne CDS nach Emittenten und Basiswerten mit Fälligkeit September 2010

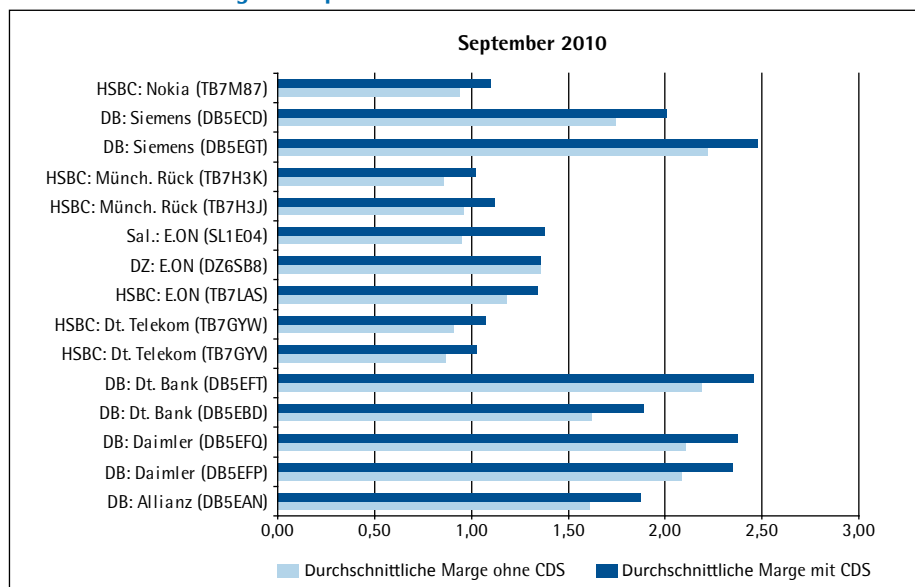
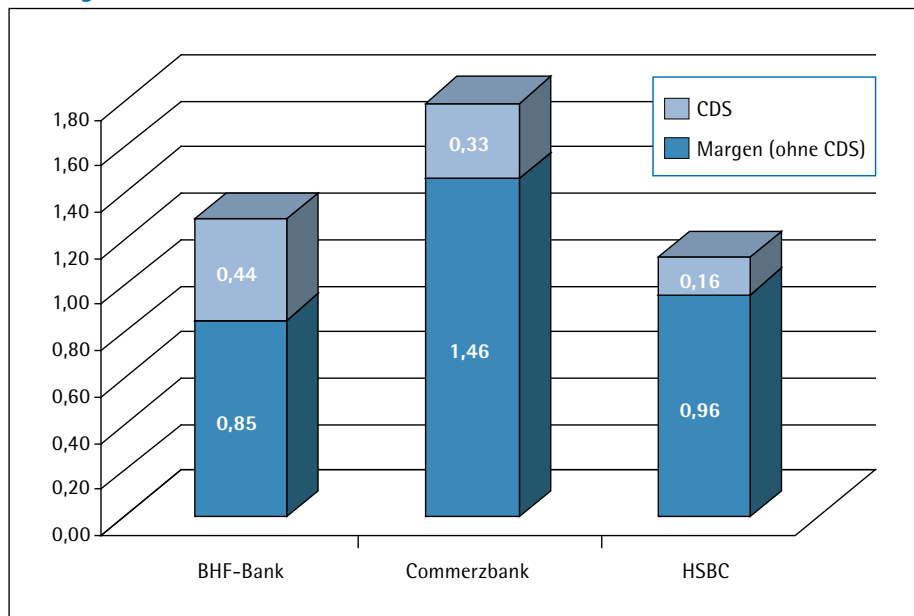


Abbildung 5: Margen der Emittenten bei Garantiezertifikaten im Vergleich zum Eigenbau (in Prozent)



verbundeigenen Fondsgesellschaften erfolgreich in Konkurrenz treten und somit bei der Anlage von Privatkundengeldern Marktanteile zurückgewinnen. Kommt es zu keinen neuen Marktirritationen à la Lehman, dann werden Zertifikate mit komfortablen Margen nach wie vor ein Wachstumsmarkt bleiben. Herkömmliche Publi-

kumsfonds stehen also zweiseitig unter Druck: bei vertriebsorientierten Banken durch margenstarke Zertifikate und bei kostensensiblen Anlegern durch Exchange Traded Funds.

Anlage lohnt auch bei geringen Beträgen

Die Platzierung herkömmlicher Anleihen von Landesbanken im Sparkassensektor wurde durch die Eigenemissionstätigkeit der Sparkassen immer stärker zurückgedrängt. Ursächlich hierfür waren auch die geringen Margen, wohingegen jetzt komplexe Zertifikatekonstruktionen aufgrund intransparenter Vergütungsstrukturen weit aus bessere Verdienstmöglichkeiten für alle beteiligten Banken erlauben. Während Großsparkassen bei der Auflegung von Zertifikaten auch verbundfremde Emissionshäuser nutzen, sind die relativ kleinen Volks- und Raiffeisenbanken in (emissions-)größenbedingter Abhängigkeit von ihren Zentralbanken, was unter anderem dazu beigetragen hat, dass die DZ Bank zwischenzeitlich die Marktführerschaft bei Zertifikaten innehat.

Privatkunden können mit Hilfe von Zertifikaten bereits mit geringen Anlagebeträgen komplexe Strukturen nachbilden, die sie sonst nur mit einem Zugang zum Terminmarkt erreichen könnten und dadurch ein weit differenzierteres Chancen-/Risikopro-

fil abdecken. Zwar wurde beim Pricing von Zertifikaten das Bonitätsrisiko von Emittenten durch CDS-Spreads berücksichtigt, trotzdem ist es für Anleger sinnvoll, breit nach Emittenten zu diversifizieren, um einen etwaigen Schadensfall möglichst gering zu halten. Im Gegensatz dazu sorgt das Margensystem von Terminbörsen durch den taggleichen Gewinn- und Verlustausgleich für ein Höchstmaß an Kontrahentensicherheit.

Zertifikate beinhalten bislang das Manko, dass in extremen Marktphasen deren Handelbarkeit eingeschränkt oder sogar für mehrere Tage unterbrochen war, womit die betroffenen Anlegerdepots illiquide wurden. Demgegenüber waren die Handelsunterbrechungen an den Terminbörsen nur von relativ kurzer Dauer. Den Zertifikateemittenten kann nur dringend geraten werden, Mindeststandards für volatile Börsensituationen zu entwickeln und dann schließlich auch zu praktizieren.

Die Untersuchung des Pricings ausgewählter Zertifikate wurde von den Studierenden des Studienschwerpunkts Financial Services der Fachhochschule Würzburg unter Leitung von Prof. Dr. Franz-Josef Eichhorn und des Lehrbeauftragten Dipl.-Betriebswirt Matthias Schmitt durchgeführt.

Fußnoten

¹⁾ Demgegenüber investierten institutionelle Anleger wie Kommunen oder Krankenkassen in Lehman-Zertifikate, die als Namensschuldverschreibungen ausgestaltet waren, und konnten dadurch ihre Verluste unter Zuhilfenahme des Einlagensicherungsfonds der deutschen Privatbanken ausgleichen. Vergleiche <http://www.capital.de/unternehmen/100014527.html>.

²⁾ Im Gegensatz zu den gesetzlich eng limitierten Anlagegrenzen bei direkten Investments im Terminmarkt können sich institutionelle Anleger mit Zertifikaten indirekt im Terminmarkt engagieren und dadurch eine verbesserte Portfoliosteuerung erreichen.

³⁾ Unter einem fairen Pricing wird eine nur geringfügige Abweichung zwischen dem Zertifikatekurs und den direkt an den Kassa- und Terminmärkten ermittelten Kursen verstanden.

⁴⁾ Disclaimer: Obwohl die in diesem Dokument enthaltenen Angaben Quellen entnommen wurden, die als zuverlässig erachtet werden, kann für deren Richtigkeit, Vollständigkeit und Angemessenheit keine Gewähr übernommen werden. Sie werden nur zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und dienen nicht als Indikation für handelbare Kurse. Sämtliche Zahlenangaben resultieren aus unserer Datenerhebung und sind selbst errechnet, ausgenommen Zahlenangaben, die einen expliziten anderen Quellenverweis angegeben haben.

⁵⁾ Es wurden Aktienanleihen von den zehn Eurostoxx-Unternehmen herangezogen, deren Put-Optionen das höchste Open Interest an der Eurex aufweisen, da dies der kritische Faktor für die Preisfindung bei der Duplikation ist.