

Sind Zertifikate zu teuer?

Ist ein Wertpapier wirklich sein Geld wert? Oder schmälern hohe, womöglich versteckte Kosten die Rendite? Wie werthaltig ist ein Investment? Diese Fragen stellen sich zu Recht die Privatanleger, wenn sie verschiedene Finanzprodukte miteinander vergleichen. Bei Zertifikaten sind diese Kosten – anders als bei manch anderen Wertpapieren – sehr transparent. Dabei zeigt sich: Wer glaubt, Zertifikate seien teuer, liegt falsch.

Kosten beim Kauf eines Zertifikats

Es gibt mehrere Möglichkeiten, wie und wo ein Anleger ein Zertifikat erwirbt. Dabei gibt es Unterschiede bei den Kosten. Zum einen kann ein Privatanleger ein Zertifikat über einen Anlageberater seiner Bank kaufen. Zum anderen kann er als Selbstentscheider ohne Beratung ein Zertifikat über einen Online-Broker erwerben.

Bei beiden Varianten erfolgt der Kauf entweder im außerbörslichen Direkthandel oder über eine Wertpapierbörse. Inwieweit eine Bank über die Emittentenmarge hinaus an weiteren Dienstleistungen überhaupt etwas verdient, hängt davon ab, ob sie über ein entsprechendes hauseigenes Vertriebs- bzw. Filialnetz verfügt.

Strukturierte Anleihen	0,14 % p. a.
Kapitalschutz-Zertifikate	0,73 % p. a.
Aktienanleihen	0,65 % p. a.
Express-Zertifikate	0,66 % p. a.
Bonitäts-Anleihen	0,37 % p. a.
Discount-Zertifikate	0,50 % p. a.
Bonus-Zertifikate	0,52 % p. a.
Outperformance- / Sprint-Zertifikate	0,93 % p. a.
Optionsscheine	1,96 % p. a.
Gesamt	0,36 % p. a.

Quelle: EDG Studie 2013 „Emittentenmargen bei Zertifikaten“

Vertriebsprovisionen

Eine Vertriebsprovision muss ein Anleger nur dann zahlen, wenn er das Zertifikat als Beratungskunde über einen Vertriebspartner oder ggf. über das hauseigene Filialnetz des Emittenten erwirbt. In der Regel erfolgt der Kauf des Zertifikats dann nach einer Beratung des Kunden. Diese Beratungsleistung vergütet der Anleger mit einer Vertriebsprovision. Über die Höhe der Vertriebsprovision muss der Anleger informiert werden. Die Zertifikate-Emittenten weisen sie im Produktinformationsblatt des jeweiligen Zertifikats aus.

Ausgabeaufschlag in der Zeichnungsphase

Nur bei Zertifikaten, die innerhalb einer Zeichnungsphase erworben werden, kann es wie auch bei Investmentfonds einen Ausgabeaufschlag geben. Er variiert von Emittent zu Emittent und ist auch abhängig von der Zertifikate-Kategorie. Der Ausgabeaufschlag muss im Produktinformationsblatt ausgewiesen werden.

Erwartete Emittentenmarge

Unabhängig davon, wo und wie ein Anleger ein Zertifikat erwirbt, ist im Zertifikatspreis immer die sogenannte erwartete Emittentenmarge enthalten. Wichtig: Diese Handelsspanne ist nicht mit dem Reingewinn des Emittenten gleichzusetzen. Die erwartete Emittentenmarge enthält den erwarteten Gewinn und deckt auch sämtliche operative Kosten des Emittenten ab. Hierzu gehören beispielsweise die Aufwendungen für Personal, Börsenzulassungen oder Handelssysteme. Man spricht übrigens deshalb von

„erwarteter“ Emittentenmarge, weil ihre Höhe zum Zeitpunkt des Verkaufs noch nicht feststeht und aufgrund von unvorhersehbaren Marktentwicklungen nur auf Schätzungen beruht. Dies ist in anderen Wirtschaftsbereichen genauso: Eine Fluggesellschaft, die heute Flugtickets für den nächsten Sommer verkauft, kennt weder den künftigen Kerosinpreis, noch die Konditionen des nächsten Tarifabschlusses. Dennoch berechnet sie unter bestimmten Annahmen einen Ticketpreis, der die erwarteten Kosten abdeckt und den erwarteten Gewinn enthält. Zu den Margen der Zertifikate-Emittenten gab es lange Zeit keine verlässlichen Informationen. Die European Derivatives Group (EDG) hat deshalb in einer wissenschaftlichen Studie im November 2013 die Höhe der Emittentenmarge von neun Zertifikatekategorien ermittelt. Ergebnis: Die durchschnittliche erwartete Emittentenmarge beträgt 0,36 Prozent pro Jahr. Die Emittentenmargen von Zertifikaten sind somit sehr viel kleiner als vielfach angenommen. Und das, obwohl sie sämtliche operative Kosten des Emittenten enthalten. Der Grund hierfür liegt auf der Hand. Auf dem deutschen Zertifikatemarkt bieten mehr als dreißig Emittenten Zertifikate an. Entsprechend hart ist der Wettbewerb um den einzelnen Privatanleger.

→ [Zur EDG-Studie: „Emittentenmargen bei Zertifikaten“](#)

Zertifikatekosten sind für Anleger transparent

Bei jedem Finanzprodukt ist die erwartete Rendite ohne Zweifel ein zentrales Kaufkriterium. Der Ausweis der Kosten bietet den Anlegern aber noch eine zusätzliche Orientierungshilfe. Deshalb haben sich die DDV-Mitglieder darauf geeinigt, ab Mai 2014 den vom Emittenten geschätzten Wert (Issuer Estimated Value, IEV) in den Produktinformationsblättern der Anlageprodukte als Prozentsatz oder in Euro auszuweisen.

Der Anleger, der sich für die Höhe der erwarteten Emittentenmarge eines Zertifikats interessiert, kann diese leicht ermitteln. Er muss vom Zertifikatspreis nur den IEV und ggf. die ebenso ausgewiesene Vertriebsprovision abziehen.

Kosten beim Handel im Sekundärmarkt

Geld-Brief-Spanne

Will ein Privatanleger ein Zertifikat nach der Zeichnungsphase an der Börse oder im außerbörslichen Direkthandel kaufen oder vor Laufzeitende verkaufen, kann er sich über den Wert des Zertifikats zu den Börsen-Handelszeiten jederzeit informieren. Die Börsen in Stuttgart und Frankfurt veröffentlichen und aktualisieren die An- und Verkaufspreise von allen an den Börsen gelisteten Zertifikaten im Sekundärmarkt. Auch im außerbörslichen Handel stellen die Emittenten für alle Produkte fortlaufend indikative Kauf- und Verkaufskurse, zu denen ein Handel jederzeit möglich ist. Der Geldkurs entspricht stets dem Verkaufspreis und der Briefkurs dem Kaufpreis eines Zertifikats. Wie bei Aktien oder ETFs sind dabei die Briefkurse in aller Regel höher als die Geldkurse. Würde ein Anleger ein Zertifikat theoretisch gleichzeitig kaufen und verkaufen, so entstünde ihm ein Verlust in Höhe der Differenz zwischen Brief- und Geldkurs. Diese Differenz wird als Geld-Brief-Spanne oder auch als Spread bezeichnet. Sie ist eine Art Gebühr des Emittenten für seine Absicherungskosten und den fortlaufend möglichen Handel von Zertifikaten. Im Allgemeinen sind diese Spannen sehr gering. Es gibt sogar Produkte wie beispielsweise Index-Zertifikate, die ohne Geld-Brief-Spanne gehandelt werden.

Börsenentgelte, Transaktions- und Depotgebühren

Jeder Anleger, sei es ein Beratungskunde oder Selbstentscheider, benötigt für jedes Wertpapier ein Wertpapierdepot bei einer Bank oder einem Online-Broker. Hier fallen Gebühren für das Depot sowie Transaktionskosten für den Kauf und Verkauf aller Wertpapierarten an. Erwirbt der Privatanleger oder der Berater im Auftrag seines Kunden das Zertifikat nicht im außerbörslichen Direkthandel, sondern

über eine Wertpapierbörse, kommt noch ein Börsentgelt hinzu. Ob und in welcher Höhe Depot- und Transaktionsgebühren sowie Börsentgelte anfallen, kann der Anleger jederzeit bei seiner Bank oder seinem Online-Broker erfahren.

→ Preisbestandteile eines Zertifikats

Modellpreis der Produktkomponenten

- Finanzierungserträge
- + erwartete Absicherungskosten

Issuer Estimated Value (IEV)

- + erwartete Emittentenmarge*
- + Vertriebskosten (Provision)

Zertifikatepreis

- + evtl. Ausgabeaufschlag

Erwerbspreis für den Anleger

* Die erwartete Emittentenmarge beinhaltet die operativen Kosten für Strukturierung, Market Making und Abwicklung des strukturierten Wertpapiers sowie den erwarteten Gewinn der Emittenten.

Der **Issuer Estimated Value**, kurz **IEV**, also der vom Emittenten geschätzte Wert eines Zertifikats ist mit dem Herstellungspreis eines Wirtschaftsguts vergleichbar, zu dem insbesondere die Material- und Fertigungskosten für die einzelnen Produktkomponenten zählen.

Zur Strukturierung, sprich zur Herstellung jedes Zertifikats braucht die Bank bestimmte **Produktkomponenten**. Hierzu zählen Basiswerte wie Aktien, festverzinsliche Wertpapiere, Rohstoffe, Währungen und typischerweise Optionen. Diese kauft die Bank am Kapitalmarkt: Aktien typischerweise an einer Wertpapierbörse, Optionen an einer Terminbörse wie der Eurex.

Theoretisch könnte ein Privatanleger selbst an den Märkten und Terminbörsen handeln. Das wäre aber äußerst schwierig und zudem mit hohen Kosten und Handelsrisiken verbunden.

Privatanleger erhalten auch nicht ohne Weiteres Zugang zu den Terminbörsen. Hier handeln in der Regel nur professionelle Wertpapierhändler. Die Summe der Preise für die einzelnen Produktkomponenten ergibt den Modellpreis eines Zertifikats. Dieser **Modellpreis** enthält allerdings noch keine Transaktionskosten.

In der Praxis fallen allerdings solche Transaktionskosten auch für Banken beim Kauf der einzelnen Produktkomponenten an, allerdings sind sie deutlich geringer als die Kosten für Privatanleger. Diese Kosten sind die sogenannten erwarteten **Absicherungskosten**.

Da die Bank die einzelnen Produktkomponenten zuvor eingekauft hat, nimmt sie im Übrigen eine völlig neutrale Position ein, wie auch immer sich der Markt entwickelt. Weder gewinnt sie aus ihrer Absicherungsposition, wenn der Zertifikatekäufer einen Verlust erleidet, noch verliert sie, wenn der Anleger Gewinne erzielt. Sie ist aber immer daran interessiert, dass der Anleger mit seinen Zertifikaten Gewinne macht und erneut in weitere Zertifikate investiert.

Vom Modellpreis werden zudem mögliche **Finanzierungserträge** des Emittenten abgezogen. Mit dem Kauf eines Zertifikats stellt jeder Privatanleger – ähnlich wie bei einer Spareinlage – der Bank Geld zur Verfügung, mit dem sich teilweise Erträge erzielen lassen.

Die **erwartete Emittentenmarge** deckt u. a. die beim Emittenten entstehenden operativen Kosten für Strukturierung, Market Making und Abwicklung des jeweiligen strukturierten Wertpapiers ab und beinhaltet auch den erwarteten Gewinn für den Emittenten.

Dr. Hartmut Knüppel knueppel@derivateverband.de

Deutscher Derivate Verband

Geschäftsstelle Berlin | Pariser Platz 3 | 10117 Berlin | Telefon +49 (30) 4000 475 - 10

Geschäftsstelle Frankfurt | Feldbergstraße 38 | 60323 Frankfurt a. M. | Telefon +49 (69) 244 33 03 - 90