

Gesamtkosten und Kostenkomponenten von strukturierten Anlageprodukten

Wissenschaftliche Studie

September 2022

Wissenschaftlicher Beirat des Deutschen Derivate Verbands (DDV)

Prof. Dr. Britta Hachenberg, Fakultät für Wirtschafts- und Rechtswissenschaften,
Technische Hochschule Köln

Prof. Dr. Lutz Johanning, Lehrstuhl für empirische Kapitalmarktforschung,
WHU – Otto Beisheim School of Management, Vallendar

Prof. Dr. Christian Koziol (Vorsitzender), Lehrstuhl für Finance,
Eberhard Karls Universität Tübingen

Prof. Dr. Dirk Schiereck, Leiter des Fachgebiets Unternehmensfinanzierung,
Technische Universität Darmstadt

Prof. Dr. Bernd Rudolph, em. Universitätsprofessor,
Fakultät für Betriebswirtschaft, Ludwig-Maximilians-Universität München

Prof. Dr. Philipp Sandner, Leiter des Frankfurt School Blockchain Centers,
Frankfurt School of Finance & Management

Kontaktadresse:

Prof. Dr. Lutz Johanning
WHU - Otto Beisheim School of Management
Lehrstuhl für Empirische Kapitalmarktforschung
Campus Vallendar, Burgplatz 2, 56179 Vallendar
+49 261 6509 720, Lutz.Johanning@whu.edu

Zusammenfassung

In der Studie ermitteln wir die Gesamtkosten der Anlage in strukturierte Wertpapiere auf Basis von 16.495 strukturierten Anlageprodukten, die von 12 Mitgliedern des Deutschen Derivate Verbands (DDV) im zweiten Halbjahr 2020 emittiert wurden und im Monat bzw. im Folgemonat der Emission ein investiertes Volumen von insgesamt 6,284 Mrd. € aufwiesen. Diese Studie aktualisiert die Ergebnisse der Studie aus Dezember 2017, in der erstmalig die Gesamtkosten der strukturierten Anlageprodukte auf Basis emittierter Anlageprodukte im ersten Halbjahr 2016 ermittelt wurden.

Die Gesamtkosten für das zweite Halbjahr 2020 aus Erwarteter Emittentenmarge inkl. geschätzter Absicherungskosten, Vertriebsprovisionen und Ausgabeaufschlägen belaufen sich auf 0,81 % pro Laufzeitjahr. Die durchschnittliche Laufzeit der Produkte beträgt 5,15 Jahre. Von den Gesamtkosten von 0,81 % entfallen 0,47 % auf die Erwartete Emittentenmarge inkl. 0,26 % für Absicherungskosten, 0,28 % auf die Vertriebsprovisionen und 0,06 % auf die Ausgabeaufschläge. Die Erwartete Emittentenmarge geht an die Emittenten als Vergütung für die Strukturierung, das Market Making und die Abwicklung und enthält auch den Gewinn des Emittenten. Die Absicherungskosten stellen die Transaktionskosten für den Einkauf der Produktkomponenten dar. Dagegen werden mit den Vertriebsprovisionen und Ausgabeaufschlägen die Leistungen der Vertriebseinheiten und die Anlageberatung vergütet.

Insgesamt ermitteln wir um etwa 0,19 %-Punkte niedrigere Gesamtkosten pro Laufzeitjahr als in der Studie von 2017.

Inhalt

ZUSAMMENFASSUNG	2
INHALT	2
1. EINLEITUNG	3
2. DATEN UND KOSTENBERECHNUNG	4
3. DURCHSCHNITTLICHE KOSTEN DER STRUKTURIERTEN ANLAGEPRODUKTE	6
4. ABSICHERUNGSKOSTEN	11
5. AUSBLICK.....	13
LITERATURVERZEICHNIS	14

Die vorliegende Studie wurde im Auftrag des Deutschen Derivate Verbands (DDV) erstellt.

1. Einleitung

Die Kosten der Wertpapieranlage stellen neben dem Risiko und der erwarteten Rendite sowie der Liquidität eine wichtige Komponente der Anlageentscheidung dar. Aus diesem Grund fordert der Regulator mit der Umsetzung der PRIIPs-Verordnung seit 2018 die Offenlegung sämtlicher Produktkosten in den Key Investor Information Documents (KIIDs). Zudem erfolgt eine Angabe der Produkt- und Beratungskosten im MiFID-Kostenausweis.¹

Der Deutsche Derivate Verband (DDV) hat sich schon lange vor Einführung der PRIIPs-Verordnung für die Transparenz der Produktkosten bei von Mitgliedern emittierten strukturierten Wertpapieren eingesetzt. 2013 wurde eine Studie zu den damals nicht transparenten Emittentenmargen veröffentlicht. Für eine repräsentative Stichprobe wurden durchschnittliche Kosten von 0,35 % pro Laufzeitjahr ermittelt, indem die Produkte nachbewertet wurden.²

Ebenfalls 2013 veröffentlichte der DDV den Fairness Kodex, in dem sich die DDV-Mitglieder u.a. ab Mai 2014 dazu verpflichteten, für Anlageprodukte den Issuer Estimated Value (IEV) in den Produktinformationsblättern zu veröffentlichen. In der Differenz aus Ausgabepreis und IEV sind neben der Erwarteten Emittentenmarge zudem die Vertriebskosten enthalten. „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.“³ Mögliche Ausgabeaufschläge werden auf den Ausgabepreis hinzuaddiert. Somit erhielten Anleger schon weit vor Inkrafttreten der PRIIPs-Verordnung 2018 eine Information über die Gesamtkosten der strukturierten Anlageprodukte.

Im Dezember 2017 veröffentlichte der DDV eine Studie, in der zum damaligen Zeitpunkt erstmalig die Gesamtkosten verschiedener derivativer Anlageprodukte auf Basis der angegebenen IEVs umfassend ermittelt und dabei die Kostenkomponenten Erwartete Emittentenmarge, Vertriebsprovisionen und Ausgabeaufschläge unterschieden wurden. Für 24.830 strukturierte Anlageprodukte, die von den Mitgliedern des DDV im ersten Halbjahr 2016 emittiert wurden und im Monat nach Emission ein investiertes Volumen von insgesamt 8,169 Mrd. € aufwiesen, wurden Gesamtkosten von 0,71 % pro Laufzeitjahr ermittelt. Davon entfielen 0,30 % auf die Erwartete Emittentenmarge, 0,32 % auf die Vertriebsprovisionen und 0,10 % auf die Ausgabeaufschläge.⁴ Die in diesen Kosten nicht enthaltenen Absicherungskosten

¹ PRIIPs steht für Packaged Retail and Insurance-based Investment Products, MiFID für Markets in Financial Instruments Directive (Finanzmarktrichtlinie). Vgl. Europäische Union (2014a) und Europäische Union (2014b).

² Vgl. Döhner / Johanning / Steiner / Völkle (2013). Für Probleme bei der Nachbewertung von derivativen Anlageprodukten siehe die dort diskutierte Literatur sowie Bauer / Fink / Stoller (2017).

³ Vgl. DDV (2013a), S. 10.

⁴ Aufgrund von Rundungen beträgt die Summe der Einzelkosten 0,72 %, die berechneten Gesamtkosten aber 0,71 % pro Laufzeitjahr.

(Transaktionskosten für den Einkauf der Produktkomponenten) wurden von Experten auf etwa 0,29 % pro Laufzeitjahr geschätzt. Inklusive dieser Absicherungskosten ergaben sich somit Gesamtkosten von 1 % pro Laufzeitjahr.⁵

Aufgrund der nach wie vor sehr hohen Relevanz der Anlagekosten auch in der nationalen und europäischen Regulierung hat der DDV im Mai 2021 die Aktualisierung der Studie von 2017 in Auftrag gegeben, um die Gesamtkosten von strukturierten Anlageprodukten auf Basis der Emissionen im zweiten Halbjahr 2020 zu ermitteln. Da mit Inkrafttreten der PRIIPs-Verordnung 2018 nunmehr auch Angaben zum Fair Value der Produkte vorliegen, lassen sich die Gesamtkosten und auch die Absicherungskosten genauer schätzen.⁶ In dieser Studie präsentieren wir die Ergebnisse dieser Kostenanalyse.

Auf Basis von 16.495 strukturierten Anlageprodukten, die von 12 Mitgliedern des DDV im zweiten Halbjahr 2020 emittiert wurden und im Monat bzw. im Folgemonat der Emission ein investiertes Volumen von insgesamt 6,284 Mrd. € aufwiesen, ermitteln wir Gesamtkosten aus Erwarteter Emittentenmarge inkl. geschätzter Absicherungskosten, Vertriebsprovisionen und Ausgabeaufschlägen von 0,81 % pro Laufzeitjahr. Die durchschnittliche Laufzeit der Produkte beträgt 5,15 Jahre. Von den Gesamtkosten von 0,81 % entfallen 0,47 % auf die Erwartete Emittentenmarge inkl. 0,26 % für Absicherungskosten, 0,28 % auf die Vertriebsprovisionen und 0,06 % auf die Ausgabeaufschläge.

Insgesamt ermitteln wir um 0,19 %-Punkte niedrigere Gesamtkosten pro Laufzeitjahr als in der Studie 2017.

2. Daten und Kostenberechnung

Grundlage der Analyse sind die Produktemissionen von 12 Mitgliedern des Deutschen Derivate Verbands (DDV) im zweiten Halbjahr 2020.⁷ Die DDV-Emittenten verfolgen unterschiedliche Geschäftsmodelle. Zum Teil sind diese rein auf den Primärmarkt, d.h. auf den Produktvertrieb über Filialen fokussiert. Einige Emittenten bieten Produkte nur oder ganz überwiegend auf dem Sekundärmarkt für Selbstentscheider oder Vermögensverwalter bzw. andere institutionelle Anleger an. Schließlich gibt es Emittenten, die beide Märkte bedienen. Andere Emittenten nutzen strukturierte Wertpapiere primär als Finanzierungsquelle, solche, aber auch andere Emittenten,

⁵ Vgl. Müller / Johanning / Koziol / Schiereck / Rudolph (2017).

⁶ Im Vergleich zum Fairness Kodex des DDV sollen gemäß den Vorgaben des Regulators zudem die erwarteten Absicherungskosten in die Gesamtkosten einbezogen werden. Vgl. dazu auch DDV (2013b), S. 12. Während die Differenz von Ausgabekurs und IEV die Absicherungskosten nicht enthält, sind diese in der Differenz von Ausgabekurs und Fair Value enthalten. Zu den Absicherungskosten siehe Kapitel 4.

⁷ Die 12 Emittenten vereinigen 94 % des vom DDV erfassten ausstehenden Volumens der Anlageprodukte zum 30.06.2020. Nach Angaben des DDV deckt die Erhebung der Volumenstatistik etwa 90 % des ausstehenden Volumens von strukturierten Wertpapieren ab. Vgl. DDV (2020), S. 2 und 4.

kaufen die Absicherung dieser Produkte häufig am Markt bei anderen Banken ein, d.h. sie sichern die Produkte nicht im eigenen Handel ab.

Folgende Datenfelder wurden abgefragt und von den 12 Banken für im zweiten Halbjahr 2020 emittierte Anlageprodukte zur Verfügung gestellt: ISIN, Produkttyp, Ausgabepreis, Fair Value, Absicherungskosten, Vertriebsprovisionen und Ausgabeaufschläge (falls vorhanden), Angaben, ob es sich um ein Primär- oder Sekundärmarktprodukt handelt, sowie ob das Produkt intern abgesichert wird oder die Absicherung extern am Markt zugekauft wird. Diese Daten der Emittenten wurden mit dem Stammdatenuniversum der Infront Quant AG, die monatlich das emittierte Volumen im Auftrag des DDV erhebt, abgestimmt und um weitere Datenfelder ergänzt: Emissionstag, Laufzeit sowie investiertes Anlagevolumen (Open Interest) für die Produkte im Folgemonat bzw. im zweiten Monat nach Emission.⁸

Die Differenz aus Ausgabepreis und Fair Value enthält die Erwartete Emittentenmarge, die Absicherungskosten und die Vertriebsprovision, sofern sie anfällt. Gibt es einen Ausgabeaufschlag, wird dieser hinzuaddiert. Die Summe ergibt die Gesamtkosten. Alle Kosten werden prozentual relativ zum Ausgabepreis bestimmt. Jede Kostenkomponente und die Gesamtkosten werden mit dem investierten Volumen (Open Interest) multipliziert. Das entsprechende Ergebnis in € wird durch das Gesamtvolumen in € geteilt. Bei der Gesamtstichprobe aller 16.495 Produkte beträgt dieses Volumen 6,284 Mrd. €. Schließlich werden die Kosten annualisiert, indem jede Kostenkomponente und die Gesamtkosten durch die Laufzeit des Produkts geteilt werden. Somit können die einzelnen Kosten pro Laufzeitjahr zu Gesamtkosten pro Laufzeitjahr addiert werden. Im Vergleich zur geometrischen Annualisierung der Kosten ergeben sich nur sehr geringe Abweichungen. Mit der Annahme, dass die bei Emission festgelegte Laufzeit der Haltedauer entspricht, folgen wir dem regulatorischen PRIIPs-Ansatz. Werden die Produkte vorzeitig verkauft, sind die effektiven Kosten pro Laufzeitjahr höher. Dieser Sachverhalt ist aber kein Spezifikum von strukturierten Anlageprodukten, sondern betrifft alle Anlageprodukte wie auch Fonds. Besonderheiten der strukturierten Wertpapiere sind, dass einige Produkte, wie beispielsweise Express-Zertifikate, vorzeitig fällig werden können, wenn bestimmte Zielrenditen erreicht werden. Zwar tragen Anleger in diesem Fall höhere effektive Kosten, aber typischerweise sind diese dann mit vorteilhaften Renditen verbunden.

Die von den 12 Emittenten gelieferten Daten wurden umfassend validiert und standardisiert beispielsweise die Produktbezeichnungen. 369 Produkte weisen eine Erwartete Emittentenmarge von kleiner Null auf und wurden von der Untersuchung ausgeschlossen. Diese Werte lassen sich durch Rundungsfehler sowie unterschiedliche Zeitpunkte für Feststellung des Fair Value und des Ausgabepreises erklären. Auch können Emittenten aus Wettbewerbsgründen gezielt Produkte mit negativen Margen auflegen. Werden Produkte zu Absicherungszwecken aufgelegt, so

⁸ Um die Verhältnisse bei Emission abzubilden, wurde bei den Berechnungen das Anlagevolumen im Emissionsmonat berücksichtigt. Sofern dieses Null war, wurde das Volumen des Folgemonats verwendet. In der Studie 2017 wurde dagegen immer das Volumen des Folgemonats verwendet.

weisen diese i.d.R. eine Marge von Null auf. Ausgeschlossen wurden auch sieben Produkte mit einer Laufzeit von kleiner als einem Monat, da eine Annualisierung dann zu Verzerrungen der Ergebnisse führen könnte. Die emittentenspezifischen Ergebnisse wurden den 12 Banken zur Validierung vorgelegt. Es gab keine Anpassungen der Berechnungen.

3. Durchschnittliche Kosten der strukturierten Anlageprodukte

Die volumengewichteten Kosten pro Laufzeitjahr betragen 0,81 % (in der Studie 2017 wurden die Gesamtkosten auf 1 % geschätzt) für die 16.495 Produkte mit einem Anlagevolumen von 6,284 Mrd. €. Davon entfallen 0,47 % auf die Erwartete Emittentenmarge inkl. Absicherungskosten von 0,26 % (2017: 0,59 % Erwartete Emittentenmarge inkl. der Absicherungskosten, davon entfielen 0,30 % auf die reine Erwartete Emittentenmarge),⁹ 0,28 % auf die Vertriebsprovisionen (2017: 0,32 %) und 0,06 % (2017: 0,10 %) durchschnittlich auf die Ausgabeaufschläge (siehe Tabelle 1). Die Erwarteten Emittentennennungen werden inklusive der Absicherungskosten ausgewiesen, da letztere auf Basis einer Teilstichprobe geschätzt werden (siehe dazu ausführlich Abschnitt 4). Die durchschnittliche Laufzeit der im zweiten Halbjahr 2020 emittierten Produkte beträgt 5,15 Jahre. Die durchschnittlichen Kosten von 0,81 % ergeben sich, wenn man die Kosten mit den Gewichten der einzelnen Produkte multipliziert.¹⁰

Strukturierte Anleihen mit 26 %, Aktienanleihen mit 28 % und Express-Zertifikate mit 33 % sind die Produkte mit den höchsten Anlagevolumina im zweiten Halbjahr 2020. Somit entfallen etwa 87 % des platzierten Volumens auf Produkte, die eine jährliche Zinszahlung enthalten (sogenannte Kupon-Produkte). Die Gesamtkosten werden insbesondere durch das hohe Anlagevolumen und die langen Laufzeiten dieser Primärmarktprodukte bestimmt.

- Aktienanleihen weisen Kosten pro Laufzeitjahr von 1,37 % (2017: 1,19 % ohne Absicherungskosten) und eine durchschnittliche Laufzeit von 2,4 Jahren auf. In der Studie 2017 wurden die Absicherungskosten nicht auf die einzelnen Produktgattungen aufgeschlüsselt, weshalb der Vergleich mit den Ergebnissen aus der aktuellen Studie eingeschränkt ist.
- Die Gesamtkosten von Bonus-Zertifikaten liegen bei 0,85 % pro Laufzeitjahr und sind damit deutlich günstiger als in der Studie 2017 mit Gesamtkosten von 1,51 % ohne Absicherungskosten.
- Discount-Zertifikate weisen Gesamtkosten von 0,49 % (2017: 0,78 % ohne Absicherungskosten) und eine mittlere Laufzeit von 0,9 Jahren auf,

⁹ Die Erwartete Emittentenmarge liegt damit unter der Emittentenmarge von 0,35 % pro Laufzeitjahr, die Döhner / Johanning / Steiner / Völkle (2013) für eine repräsentative Stichprobe von Anlagezertifikaten per Nachbewertung ermittelt haben.

¹⁰ Würde man die Kosten ohne Annualisierung bestimmen, so ergäben sich Gesamtkosten über alle Produkte von 3,09 % und wären damit deutlich geringer als das Produkt aus Gesamtkosten pro Laufzeitjahr von 0,81 % und durchschnittlicher Laufzeit von 5,15 Jahren.

- Express-Zertifikate von 0,80 % (2017: 0,74 % ohne Absicherungskosten) und eine Laufzeit von im Mittel 5,7 Jahren.
- Die Kosten der Kapitalschutz-Zertifikate liegen bei 0,87 % (2017: 0,60 % ohne Absicherungskosten), sie haben eine mittlere Laufzeit von 6,1 Jahren.
- Die geringsten Kosten haben Bonitätsabhängige Schuldverschreibungen mit 0,32 % (2017: 0,39 % ohne Absicherungskosten) mit einer mittleren Laufzeit von 7,2 Jahren sowie
- Strukturierte Anleihen mit 0,23 % (2017: 0,21 % ohne Absicherungskosten) bei einer durchschnittlichen Laufzeit von 8,6 Jahren.
- Indexzertifikate sind mit Gesamtkosten von 1,59 % pro Laufzeitjahr deutlich teurer als in der Studie 2017 mit 0,74 % ohne Absicherungskosten. Ursache dafür ist, dass 2020 bei den Indexzertifikaten Kryptowährungen und ESG-Anlagen als Basiswerte dienen, während 2016 dies mehrheitlich die typischen Aktienmarktindizes waren.
- Die Erwartete Emittentenmarge fällt bei Bonus-Zertifikaten mit 0,72 % (2017: 0,76 % ohne Absicherungskosten) davon 0,19 % Absicherungskosten und Aktienanleihen mit 0,85 % (2017: 0,50 % ohne Absicherungskosten) davon 0,52 % Absicherungskosten höher aus.

Es ist darauf hinzuweisen, dass die Anzahl der Produkte bei Bonitätsabhängigen Schuldverschreibungen, Index-, Sprint- und Kapitalschutz-Zertifikaten gering ist. Bei Bonitätsabhängigen Schuldverschreibungen fällt zudem auf, dass die geschätzten Absicherungskosten mit 0,18 % pro Laufzeitjahr fast genauso groß sind wie die Erwartete Emittentenmarge von 0,21 %. Tatsächlich ist die reine Erwartete Emittentenmarge größer als 0,03 % pro Laufzeitjahr. Diese Ungenauigkeit resultiert aus der Schätzung der Absicherungskosten aus einer Teilstichprobe (siehe Abschnitt 4).

Insgesamt fallen die Gesamtkosten pro Laufzeitjahr um 0,19 %-Punkte geringer aus als in der Studie 2017 (siehe Abbildung 1). Dabei haben sich alle Kostenkomponenten reduziert. Die nominal größte Reduktion ist bei der reinen Erwarteten Emittentenmarge von 0,30 % auf 0,21 % zu beobachten, die Vertriebsprovision verringert sich von 0,32 % auf 0,28 % und die Ausgabeaufschläge von 0,10 % auf 0,06 %. Für die Absicherungskosten, die in der Studie 2017 von Experten auf 0,29 % geschätzt wurden, werden in dieser Studie 0,26 % ermittelt (siehe dazu ausführlich Abschnitt 4). Wir sehen damit eine Bestätigung unserer Aussage von 2017, dass eine hohe Kostentransparenz zu mehr Wettbewerb und damit auch zu effizienten Preisstrukturen führt.¹¹

¹¹ Vgl. Brunnermeier / Oehmke (2009) und Becker / Döhrer / Johanning (2012), die ebenfalls zu dem Ergebnis kommen, dass eine sachgerechte Transparenz der Kosten und Risiken wirksamer ist als Produktinterventionen. Siehe auch Carlin (2009) und Carlin / Kogan / Lowery (2013).

Gattung	Erw. Marge	davon Abs.-Kosten	Vertriebsprovision	Ausgabeaufschlag	Gesamtkosten	Lfz in Jahren	Vol. in Mio. €	Anzahl
Aktienanleihe	0,85%	0,52%	0,48%	0,04%	1,37%	2,43	1.761	6.099
Bonus	0,72%	0,19%	0,07%	0,05%	0,85%	1,33	214	3.205
Bonitätsabh. SV	0,21%	0,18%	0,11%	0,00%	0,32%	7,22	55	105
Discount	0,44%	0,26%	0,05%	0,00%	0,49%	0,89	304	3.958
Express	0,36%	0,18%	0,34%	0,10%	0,80%	5,68	2.046	2.319
Index	0,66%	0,26%	0,40%	0,52%	1,59%	4,73	83	45
Kapitalschutz	0,31%	0,15%	0,15%	0,41%	0,87%	6,11	85	39
Sprint	0,46%	0,26%	0,71%	0,29%	1,46%	2,63	1	68
Struktur. Anl.	0,15%	0,08%	0,07%	0,01%	0,23%	8,63	1.619	447
Sonstige	0,52%	0,30%	0,26%	0,17%	0,95%	5,35	116	210
Gesamt	0,47%	0,26%	0,28%	0,06%	0,81%	5,15	6.284	16.495

Tabelle 1: Kosten pro Laufzeitjahr in %

Bonitätsabh. SV = Bonitätsabhängige Schuldverschreibung, Struktur. Anl. = Strukturierte Anleihe, Erw. Marge = Erwartete Emittentenmarge, Abs.-Kosten = Absicherungskosten, Lfz in Jahren = Laufzeit in Jahren, Vol. in Mio. € = Volumen in Mio. €, Gewichtung mit dem investierten Volumen, aufgrund von Rundungen können die Gesamtkosten geringfügig von der Summe der Einzelkosten abweichen.

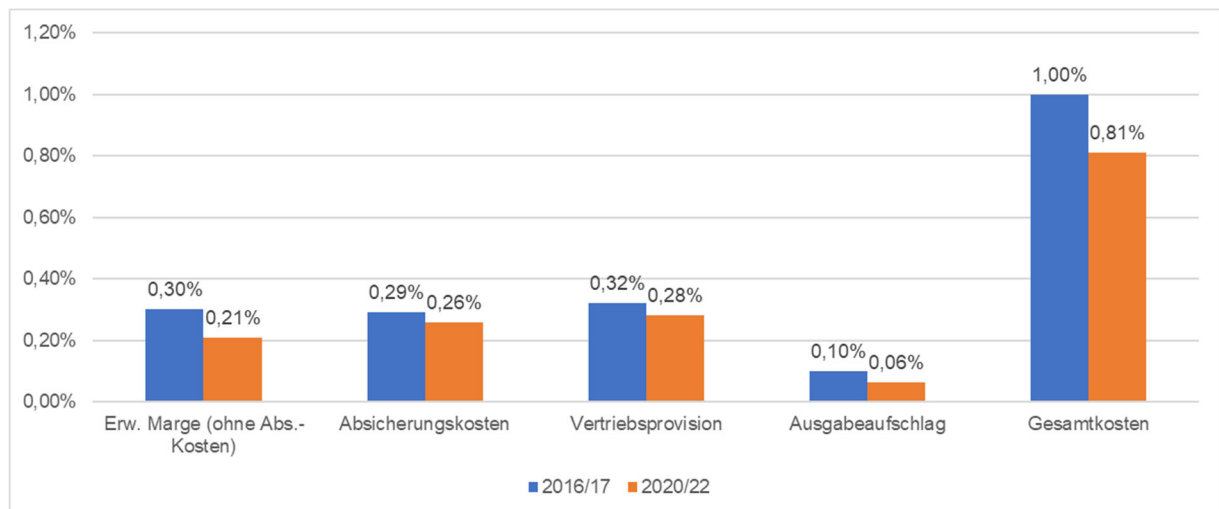


Abbildung 1: Vergleich der Ergebnisse der Studien 2016/17 und 2020/22 - Kosten pro Laufzeitjahr in %

Absicherungskosten in der Studie 2016/17 von Experten, in der Studie 2020/22 auf Basis von 1.464 Produkten mit 1.947 Mio. € Vol. geschätzt, aufgrund von Rundungen können die Gesamtkosten geringfügig von der Summe der Einzelkosten abweichen.

In Tabelle 2 werden die Kosten nach Primärmarkt- und Sekundärmarktprodukten unterschieden. Bei Primärmarktprodukten erhalten Anleger i.d.R. eine Anlageberatung und zeichnen die Produkte über eine Bankfiliale. Auf dem Sekundärmarkt werden

Produkte insbesondere von Selbstentscheidern gekauft.¹² Da die Absicherungskosten nur für die Produktgattungen allgemein geschätzt wurden (siehe Abschnitt 4), werden diese nicht nach Primär- und Sekundärmarktprodukten unterschieden.

Die Gesamtkosten von Primärmarktprodukten betragen durchschnittlich 0,83 % (2017: 0,67 % ohne Absicherungskosten) pro Laufzeitjahr. Davon entfallen 0,45 % auf die Erwartete Emittentenmarge inkl. Absicherungskosten von 0,24 % (2017: 0,27 % ohne Absicherungskosten), 0,31 % (2017: 0,29 %) auf Vertriebsprovisionen und 0,07 % (2017: 0,11 %) auf Ausgabeaufschläge. 86 % des Gesamtvolumens und damit 5,396 Mrd. € werden über den Primärmarkt abgesetzt.

Auf Sekundärmarktprodukte entfällt in dieser Stichprobe ein Volumen von 0,888 Mrd. € (14 % der gesamten Anlagen im zweiten Halbjahr 2020). Die Gesamtkosten liegen bei 0,66 % (2017: 1,09 % ohne Absicherungskosten) pro Laufzeitjahr. Die Erwartete Emittentenmarge pro Laufzeitjahr beträgt 0,58 %, davon 0,36 % geschätzte Absicherungskosten (2017: ebenfalls 0,58 %, aber ohne Absicherungskosten). Die Vertriebsprovisionen liegen durchschnittlich bei 0,08 % (2017: 0,50 %), Ausgabeaufschläge spielen keine Rolle. Der große Unterschied bei den Provisionen erklärt sich dadurch, dass 2020 der provisionierte Sekundärmarkt eine weitaus geringere Bedeutung hat als noch 2016.

Primär- und Sekundärmarkt	Erw. Marge	davon Abs.-Kosten	Vertriebsprovision	Ausgabeaufschlag	Gesamtkosten	Lfz in Jahren	Vol. in Mio. €	Anzahl
Primärmarkt	0,45%	0,24%	0,31%	0,07%	0,83%	5,84	5.396	6.172
Sekundärmarkt	0,58%	0,36%	0,08%	0,00%	0,66%	0,94	888	10.323
Gesamt	0,47%	0,26%	0,28%	0,06%	0,81%	5,15	6.284	16.495

Tabelle 2: Kosten pro Laufzeitjahr in % – Primär- und Sekundärmarktprodukte

Erw. Marge = Erwartete Emittentenmarge, Abs.-Kosten = Absicherungskosten, Lfz in Jahren = Laufzeit in Jahren, Vol. in Mio. € = Volumen in Mio. €, Gewichtung mit dem investierten Volumen, aufgrund von Rundungen können die Gesamtkosten geringfügig von der Summe der Einzelkosten abweichen.

In den Tabellen 3 und 4 werden die Kosten der verschiedenen Gattungen getrennt nach Primärmarkt- und Sekundärmarktprodukten ausgewiesen. Da die Absicherungskosten nur für die Produktgattungen allgemein geschätzt wurden (siehe Abschnitt 4), werden diese nicht nach Primär- und Sekundärmarktprodukten unterschieden.

¹² In der Studie 2017 haben wir zudem in Sekundärmarktprodukte mit und ohne Provisionen unterschieden. Da der Sekundärmarkt mit Provisionierung nunmehr eine geringere Bedeutung hat, nehmen wir diese Unterscheidung in dieser Studie nicht vor.

Gattung	Erw. Marge	davon Abs.-Kosten	Vertriebsprovision	Ausgabeaufschlag	Gesamtkosten	Lfz in Jahren	Vol. in Mio. €	Anzahl
Aktienanleihe	0,92%	k. A.	0,59%	0,06%	1,57%	2,86	1.365	2.884
Bonus	0,40%	k. A.	0,34%	0,38%	1,12%	4,08	31	61
Bonitätsabh. SV	0,21%	k. A.	0,11%	0,00%	0,32%	7,22	55	105
Discount	0,65%	k. A.	0,14%	0,00%	0,80%	1,25	28	52
Express	0,36%	k. A.	0,34%	0,10%	0,79%	5,72	2.020	2.289
Index	0,67%	k. A.	0,41%	0,53%	1,61%	4,66	81	35
Kapitalschutz	0,31%	k. A.	0,15%	0,41%	0,87%	6,11	85	39
Sprint	0,46%	k. A.	0,71%	0,29%	1,46%	2,63	1	68
Struktur. Anl.	0,15%	k. A.	0,07%	0,01%	0,23%	8,63	1.619	447
Sonstige	0,47%	k. A.	0,23%	0,18%	0,88%	5,58	110	192
Gesamt	0,45%	0,24%	0,31%	0,07%	0,83%	5,84	5.396	6.172

Tabelle 3: Kosten pro Laufzeitjahr in % – Primärmarktprodukte

Bonitätsabh. SV = Bonitätsabhängige Schuldverschreibung, Struktur. Anl. = Strukturierte Anleihe, Erw. Marge = Erwartete Emittentenmarge, Abs.-Kosten = Absicherungskosten, Lfz in Jahren = Laufzeit in Jahren, Vol. in Mio. € = Volumen in Mio. €, k. A. = keine Angabe, Gewichtung mit dem investierten Volumen, aufgrund von Rundungen können die Gesamtkosten geringfügig von der Summe der Einzelkosten abweichen.

Die wesentlichen Ergebnisse für Primärmarktprodukte sind:

- Strukturierte Anleihen mit einem Volumen von 1,619 Mrd. € haben Gesamtkosten von 0,23 % (2017: 0,21 % ohne Absicherungskosten),
- Express-Zertifikate mit einem Volumen von 2,020 Mrd. € weisen Gesamtkosten von 0,79 % (2017: 0,74 % ohne Absicherungskosten) auf sowie
- Aktienanleihen mit einem Open Interest von 1,365 Mrd. € haben Gesamtkosten pro Laufzeitjahr von 1,57 % (2017: 1,22 % ohne Absicherungskosten).

Für Sekundärmarktprodukte lassen sich folgende Ergebnisse zusammenfassen:

- Die Gesamtkosten und die Erwarteten Emittentenmargen betragen bei Bonus-Zertifikaten 0,80 % bzw. 0,78 % (2017: 1,52 % bzw. 0,82 % ohne Absicherungskosten) bei einem Anlagevolumen von 0,183 Mrd. € (20,6 % des Anlagevolumens in Sekundärmarktprodukten).
- Discount-Zertifikate mit Gesamtkosten von 0,46 % (2017: 0,87 % ohne Absicherungskosten) und einem Volumen von 0,276 Mrd. € (31 %) sowie
- Aktienanleihen mit Gesamtkosten von durchschnittlich 0,68 % (2017: 0,97 % ohne Absicherungskosten) und einem Volumen von 0,396 Mrd. € (44,6 %) sind die beiden anderen bedeutenden Produktkategorien.
- Andere Produkte spielen für den Sekundärmarkt nur eine sehr untergeordnete Rolle.

Gattung	Erw. Marge	davon Abs.-Kosten	Vertriebsprovision	Ausgabeaufschlag	Gesamtkosten	Lfz in Jahren	Vol. in Mio. €	Anzahl
Aktienanleihe	0,59%	k. A.	0,09%	0,00%	0,68%	0,93	396	3.215
Bonus	0,78%	k. A.	0,03%	0,00%	0,80%	0,86	183	3.144
Discount	0,42%	k. A.	0,04%	0,00%	0,46%	0,85	276	3.906
Express	0,65%	k. A.	0,59%	0,00%	1,25%	2,13	26	30
Index	0,23%	k. A.	0,00%	0,00%	0,22%	9,95	1	10
Sonstige	1,32%	k. A.	0,85%	0,00%	2,17%	0,91	6	18
Gesamt	0,58%	0,36%	0,08%	0,00%	0,66%	0,94	888	10.323

Tabelle 4: Kosten pro Laufzeitjahr in % – Sekundärmarktprodukte

Bonitätsabh. SV = Bonitätsabhängige Schuldverschreibung, Struktur. Anl. = Strukturierte Anleihe, Erw. Marge = Erwartete Emittentenmarge, Abs.-Kosten = Absicherungskosten, Lfz in Jahren = Laufzeit in Jahren, Vol. in Mio. € = Volumen in Mio. €, k. A. = keine Angabe, Gewichtung mit dem investierten Volumen, aufgrund von Rundungen können die Gesamtkosten geringfügig von der Summe der Einzelkosten abweichen.

Während für den Primärmarkt Kupon-Produkte charakteristisch sind, wird der Sekundärmarkt durch Produkte mit Aktienbasiswerten geprägt. Primärmarktprodukte weisen eine durchschnittliche, volumengewichtete Laufzeit von 5,84 Jahren auf, Sekundärmarktprodukte von nur 0,94 Jahren.

4. Absicherungskosten

In der Studie 2017 wurden die Absicherungskosten von Experten geschätzt. Für einfache Discount-Zertifikate wurde der Wert auf 0,15 % pro Laufzeitjahr und für Bonus-Zertifikate mit einer Barriere-Option auf durchschnittlich 0,45 % pro Laufzeitjahr geschätzt. In der Summe hatten wir Absicherungskosten von 0,29 % und damit Gesamtkosten pro Laufzeitjahr von 1 % angesetzt.

In dieser Studie können wir die Absicherungskosten zwar mit Einschränkungen, aber dennoch weitaus genauer schätzen, da uns die expliziten Absicherungskosten von 1.464 Produkten mit einem Marktvolumen von 1,947 Mrd. € vorliegen. Für die anderen Produkte können wir nicht zwischen Erwarteter Emittentenmarge und Absicherungskosten unterscheiden, weil für den zurückliegenden Betrachtungszeitraum der Studie zwar Angaben zum Fair Value und dem Ausgabepreis, nicht aber gesondert zu den Absicherungskosten vorliegen. Um dennoch die Absicherungskosten auch für diese Produkte zu schätzen, gehen wir wie folgt vor:

1. Schätzung der Absicherungskosten pro Laufzeitjahr und pro Produktgattung als Mittelwert der Absicherungskosten der vorliegenden 1.464 Produkte.
2. Für jedes Produkt ohne explizite Angabe der Absicherungskosten werden diese Kosten aus dem Mittelwert der Kosten jeder Produktgattung multipliziert mit der Laufzeit des Produkts geschätzt. Für Discount-, Index- und Sprint-Zertifikate werden die durchschnittlichen Absicherungskosten von 0,26 % pro

Laufzeitjahr angesetzt, da diese Produktgattungen nicht in den 1.464 Produkten vorhanden sind und sich die Absicherungskosten für diese Gattungen folglich nicht schätzen lassen.

3. Die Absicherungskosten werden nur pro Produktgattung allgemein ermittelt und in Tabelle 1 ausgewiesen, aber nicht für die Gattungen der Primär- und Sekundärmarktprodukte in den Tabellen 3 und 4.

Wie in Abschnitt 2 ausgeführt, kaufen einige Banken die Absicherung am Markt bei anderen Banken ein. Diese setzen folglich den Einkaufspreis dieser Absicherung als Fair Value an, was den Berechnungsregeln der impliziten Kosten von anderen PRIIPs als Investmentfonds gemäß PRIIPs-Verordnung entspricht.¹³ Diese Produkte haben keine Absicherungskosten, wogegen identische, aber intern abgesicherte Produkte Absicherungskosten enthalten können. Denn eine intern absichernde Bank würde die einzelnen Produktkomponenten am Markt zukaufen und müsste Transaktionskosten in die Absicherungskosten einrechnen.¹⁴ Der Fair Value wäre folglich niedriger. D. h. intern abgesicherte Produkte können bei gleichen Produktpreisen unter Vernachlässigung der Emittentenrisiken auf dem Papier höhere Kosten ausweisen als vergleichbare, aber extern abgesicherte Produkte.

In der oben beschriebenen Schätzung der Absicherungskosten berücksichtigen wir diesen Sachverhalt, indem wir den Produkten mit externer (zugekaufter) Absicherung zusätzliche Absicherungskosten zuschlagen. 1.964 Produkte mit einem Volumen von 1,909 Mrd. € werden extern abgesichert (siehe Tabelle 5). Bei diesen Produkten ermitteln wir durch das zuvor beschriebene Verfahren zusätzliche Absicherungskosten von 0,31 % pro Laufzeitjahr. In der Gesamtstichprobe von 16.495 Produkten erhöhen sich damit die Absicherungskosten bzw. die Erwarteten Emittentenmargen und damit auch die Gesamtkosten um 0,09 %-Punkte.¹⁵ Insgesamt verfolgen wir also in dieser Studie einen konservativen Kostenausweis.

¹³ In der PRIIPs-Verordnung heißt es dazu: „38. Der beizulegende Zeitwert ist der Preis, der am Bewertungsstichtag unter aktuellen Marktbedingungen in einer regulären Transaktion im Hauptmarkt (oder vorteilhaftesten Markt) beim Verkauf eines Vermögenswertes zu erzielen bzw. für den Abgang einer Verbindlichkeit zu zahlen wäre (d. h. ein Ausstiegspreis), unabhängig davon, ob dieser Preis direkt beobachtbar ist oder unter Anwendung einer anderen Bewertungsmethode geschätzt wird.“ Europäische Union (2017), S. 44. Dieser Ansatz würde analog zum Bilanzierungsstandard IFRS 9 (International Financial Reporting Standard) bei Financial Instruments den beizulegenden Zeitwert (Fair Value) als jenen Wert ansehen, der zwischen sachkundigen, professionellen Gegenparteien zustande kommen würde. Erwartete Margen und Kosten beider Parteien würden berücksichtigt.

¹⁴ In der PRIIPs-Verordnung heißt es dazu: „29. Die einmaligen Einstiegskosten und -gebühren umfassen, sind jedoch nicht beschränkt auf die folgenden Arten, die in dem Kostenbetrag, der für andere PRIIP als Investmentfonds offenzulegen ist, berücksichtigt werden: a) Verkaufsprovisionen; b) Strukturierungskosten, einschließlich Market-Making-Kosten (Spread) und Abwicklungskosten; c) Absicherungskosten (zur Gewährleistung, dass der PRIIP-Hersteller in der Lage ist, die Performance der Derivatkomponente des strukturierten Produkts nachzubilden — diese Kosten beinhalten auch Transaktionskosten); d) Rechtsberatungskosten; e) Kosten für die Kapitalabsicherung; f) implizite Prämie, die an den Emittenten gezahlt wird.“ Europäische Union (2017), S. 43. Bei diesem Ansatz würde der Zeitwert mit dem „nackten“ Options-Modellpreis ohne Margen und Kosten gleichgesetzt.

¹⁵ Die Schätzung der Absicherungskosten bei Produkten mit interner Absicherung führt dagegen dazu, dass die Erwartete Emittentenmarge reduziert und in gleichem Umfang die Absicherungskosten erhöht werden (Umverteilung der Kosten).

Absicherung	Erw. Marge	davon Abs.-Kosten	Vertriebsprovision	Ausgabeaufschlag	Gesamtkosten	Lfz in Jahren	Vol. in Mio. €	Anzahl
intern	0,38%	0,24%	0,25%	0,07%	0,71%	4,57	4.374	14.531
extern	0,65%	0,31%	0,35%	0,04%	1,04%	6,46	1.909	1.964
Gesamt	0,47%	0,26%	0,28%	0,06%	0,81%	5,15	6.284	16.495

Tabelle 5: Kosten pro Laufzeitjahr in % – interne versus externe Absicherung

Erw. Marge = Erwartete Emittentenmarge, Abs.-Kosten = Absicherungskosten, Lfz in Jahren = Laufzeit in Jahren, Vol. in Mio. € = Volumen in Mio. €, 100 % = 1%, Gewichtung mit dem investierten Volumen, aufgrund von Rundungen können die Gesamtkosten geringfügig von der Summe der Einzelkosten abweichen.

5. Ausblick

Mit dem Ausweis der Fair Values und der Kostenkomponenten gemäß der PRIIPs-Verordnung ab Januar 2018 stehen für die Öffentlichkeit, den Regulator und die Wissenschaft nunmehr umfangreiche Daten zu den Gesamt- und Einzelkosten von Anlageprodukten zur Verfügung. Die vorliegende Studie basiert auf diesen Daten und leistet einen Beitrag zur Kostentransparenz, indem für 16.495 derivative Anlageprodukte, die im zweiten Halbjahr 2020 von 12 DDV-Mitgliedern emittiert wurden, die Gesamt- und Einzelkosten ermittelt werden.¹⁶ Damit klären wir nicht nur umfassend über die Kosten der strukturierten Anlageprodukte auf, sondern können über den Vergleich mit den Ergebnissen der Studie 2017 auch Entwicklungen nachvollziehen. Vergleichbar umfassende Studien sind uns für andere Assetklassen nicht bekannt. Wir empfehlen eine weitere Analyse insbesondere der Absicherungskosten.

Auch in den kommenden Jahren werden die Kosten der Kapitalanlage weiter im Fokus der Anleger und des Regulators stehen.¹⁷ In der im Mai 2022 von der Europäischen Kommission veröffentlichten Studie „Disclosure, inducements, and suitability for retail investors study“ weist die Kommission darauf hin, dass die Kosteninformationen nicht umfassend genug sind und dem Verbraucher nicht die Möglichkeit geben, das Preis-Leistungs-Verhältnis der Produkte zu beurteilen. Eine weitere Standardisierung der Kostangaben ist deshalb zu erwarten, der PRIIPs-Risikoindikator wird als positives Beispiel hervorgehoben. In diesem Zusammenhang ist klarzustellen, dass es sich dabei um eine grundsätzliche Aussage zur Kosteninformation handelt, die sich nicht konkret auf einzelne Anlageprodukte bezieht. Für strukturierte Produkte sieht die Kommission die vorvertraglichen Kosteninformationen sogar als in hohem Maße standardisiert und klar an.

¹⁶ Vgl. dazu Baule / Münchhalben / Shkel (2017) und Bauer / Fink / Stoller (2017).

¹⁷ Auf die Bedeutung der Kostentransparenz für den Regulator hatten wir bereits in unserer Studie 2017 hingewiesen. Vgl. ESMA (2013) und Hespeler (2017).

Literaturverzeichnis

- Bauer, J. / Fink, H. / Stoller, E. (2017):** How Fair Are Reported Gross Margins of Structured Products? Evidence from the Issuer Estimated Value, LMU München.
- Baule, R. / Münchhaffen, P. / Shkel, D. (2017):** Offenlegung von fairen Zertifikatspreisen durch den Issuer Estimated Value, in: FIRM Jahrbuch 2017, S. 54-56.
- Becker, M. / Döhrer, B. / Johanning, L. (2012):** Überlegungen zur Verbesserung des Anlegerschutzes: Transparenz versus Komplexität von Finanzprodukten, Diskussionspapier.
- Brunnermeier, M. / Oehmke, M. (2009):** Complexity in Financial Markets, Arbeitspapier, Princeton University.
- Carlin, B. I. (2009):** Strategic Price Complexity in Retail Financial Markets, in: Journal of Financial Economics, Vol. 91, Iss. 3, S. 278–287.
- Carlin, B. I. / Kogan, S. / Lowery, R. (2013):** Trading Complex Assets, in: Journal of Finance, Vol. 68, Iss. 5, S. 1937–1960.
- Deutscher Derivate Verband (DDV) (2013a):** Fairness Kodex: Freiwillige Selbstverpflichtung von Emittenten zur Einhaltung von Standards bei Strukturierung, Emission, Marketing und Handel strukturierter Wertpapiere, Deutscher Derivate Verband, Oktober 2013.
- Deutscher Derivate Verband (DDV) (2013b):** Erläuterungen zum Fairness Kodex, Deutscher Derivate Verband, Oktober 2013.
- Deutscher Derivate Verband (DDV) (2020):** Marktanteile von strukturierten Wertpapieren, Juni 2020.
- Döhrer, B. / Johanning, L. / Steiner, N. / Völkle, A. (2013):** Emittentenmargen bei Zertifikaten, Studie.
- European Securities and Markets Authority (ESMA) (2013):** Structured products: Risk and returns for retail investors, Economic Report No. 1, Retailisation in the EU, European Securities and Markets Authority, Paris.
- Europäische Kommission (2022):** Disclosure, inducements, and suitability for retail investors study, Final report, Mai 2022.
- Europäische Union (2014a):** Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP).
- Europäische Union (2014b):** Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU.
- Europäische Union (2017):** Commission Delegated Regulation (EU) 2017/653, of 8 March 2017, supplementing Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs) by laying down regulatory

technical standards with regard to the presentation, content, review and revision of key information documents and the conditions for fulfilling the requirement to provide such documents.

Hespeler, F. (2017): The Impact of Charges on Mutual Fund Returns, ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, No. 2, 2017.

Müller, S. / Johanning, L. / Koziol, C. / Schiereck, D. / Rudolph, B. (2017): Gesamtkosten und Kostenkomponenten bei der Anlage in Zertifikate, Wissenschaftliche Studie des Wissenschaftlichen Beirats des Deutschen Derivate Verbands (DDV), Dezember 2017