

# **Gesamtkosten und Kostenkomponenten bei der Anlage in Zertifikate**

## **Wissenschaftliche Studie**

**Dezember 2017**

### **Wissenschaftlicher Beirat des Deutschen Derivate Verbands (DDV)**

Prof. Dr. Sigrid Müller (Vorsitzende), Direktorin des Instituts für Finanzierung,  
Humboldt Universität zu Berlin

Prof. Dr. Lutz Johanning, Inhaber des Lehrstuhls für empirische  
Kapitalmarktforschung,  
WHU – Otto Beisheim School of Management

Prof. Dr. Christian Koziol, Inhaber des Lehrstuhls 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 und  
Professor an der Steinbeis-Hochschule Berlin

#### **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 bei der Anlage in Zertifikate auf Basis von 24.830 Anlagezertifikaten, 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. Die Gesamtkosten aus Erwarteter Emittentenmarge, Vertriebsprovisionen und Ausgabeaufschlägen belaufen sich auf 71,4 Basispunkte (BP) bzw. 0,714 % pro Laufzeitjahr. Die durchschnittliche Laufzeit der Produkte beträgt 4,8 Jahre.

Von den Gesamtkosten von 71,4 BP entfallen 30,3 BP auf die Erwartete Emittentenmarge, 31,6 BP auf die Vertriebsprovisionen und 9,5 BP 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. Dagegen werden mit den Vertriebsprovisionen und Ausgabeaufschlägen die Leistungen der Vertriebseinheiten und die Anlageberatung vergütet.

Die in diesen Kosten nicht enthaltenen Absicherungskosten (Transaktionskosten für den Einkauf der Produktkomponenten) belaufen sich nach unserer Schätzung auf etwa 30 BP pro Laufzeitjahr. Die Gesamtkosten der Zertifikateanlage einschließlich der Absicherungskosten betragen somit pro Laufzeitjahr etwa 1 %. Damit dürften diese über den Kosten von Anlagen in Exchange Traded Funds (ETFs) auf große Indizes, aber deutlich unter den Kosten von aktiv verwalteten Investmentfonds liegen.

Insgesamt werten wir diese aus unserer Sicht geringen Kosten der Zertifikateanlage als Beleg dafür, dass eine hohe Kostentransparenz zu mehr Wettbewerb und damit auch zu effizienten Preisstrukturen führt. Diese hohe Kostentransparenz, die ab 2018 vom Regulator gemäß PRIIPs und MiFID II für alle wichtigen Finanzprodukte gefordert wird, ist für den deutschen Zertifikatemarkt seit Jahren kennzeichnend.

## Inhalt

ZUSAMMENFASSUNG .....	2
INHALT .....	2
1. EINLEITUNG .....	3
2. DATEN UND KOSTENBERECHNUNG .....	3
3. DURCHSCHNITTLICHE KOSTEN DER ZERTIFIKATEANLAGE .....	4
4. ABSICHERUNGSKOSTEN .....	9
5. AUSBLICK .....	10
ANHANG: DESKRIPTIVE STATISTIKEN .....	11
LITERATURVERZEICHNIS .....	14

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

## 1. Einleitung

Seit Mai 2014 veröffentlichen die Mitglieder des Deutschen Derivate Verbands (DDV) für Anlageprodukte den Issuer Estimated Value (IEV) in den Produktinformationsblättern. Der vom Emittenten geschätzte IEV wird zum Zeitpunkt der Festlegung der Produktkonditionen berechnet. Durch diese im Fairness Kodex des DDV geregelte Selbstverpflichtung erhalten Kapitalanleger seitdem erstmalig eine Information auch über die Erwarteten Emittentenmargen. „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.“<sup>1</sup> In der Differenz aus Ausgabepreis und IEV sind neben der Erwarteten Emittentenmarge zudem die Vertriebskosten enthalten. Mögliche Ausgabeaufschläge werden auf den Ausgabepreis hinzuaddiert. Somit erhalten Anleger bei Emission der Produkte eine Information über die Gesamtkosten mit Ausnahme der Absicherungskosten.

Auch für den Regulator ist eine Transparenz hinsichtlich sämtlicher Kosten aus Gründen des Anlegerschutzes von hoher Bedeutung. So sollen Anleger ab Januar 2018 nach der PRIIPs-Verordnung und der MiFID II-Richtlinie<sup>2</sup> vor dem Erwerb von Produkten über alle Kosten der Anlage informiert werden. Bei der Festlegung der Verfahren der Kostenoffenlegung hat sich der europäische Regulator weitgehend an der Definition des IEV orientiert.<sup>3</sup> Eine Analyse der Gesamtkosten auf Basis der IEVs kann somit wertvolle Anhaltspunkte für die Funktionsfähigkeit der Gesamkostentransparenz nach PRIIPs und MiFID II geben.

In dieser Studie werten wir erstmalig die Gesamtkosten von Anlageprodukten auf Basis der angegebenen IEVs umfassend aus und unterscheiden dabei die Kostenkomponenten Erwartete Emittentenmarge, Vertriebsprovisionen und Ausgabeaufschläge.

## 2. Daten und Kostenberechnung

Grundlage der Analyse sind 303.634 Produktemissionen aller Mitglieder des Deutschen Derivate Verbands (DDV) im ersten Halbjahr 2016. 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.

---

<sup>1</sup> Vgl. DDV (2013a), S. 10.

<sup>2</sup> 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).

<sup>3</sup> 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. Zu den Absicherungskosten siehe Kapitel 4.

Folgende Datenfelder wurden abgefragt und von allen DDV-Mitgliedern für im ersten Halbjahr 2016 emittierte Anlageprodukte zur Verfügung gestellt: ISIN, Produkttyp, Ausgabepreis, IEV, Vertriebsprovisionen und Ausgabeaufschläge (falls vorhanden) sowie Angabe, ob es sich um ein Primär- oder Sekundärmarktprodukt handelt. Diese Daten der Emittenten wurden mit dem Stammdatenuniversum der EDG abgestimmt und um weitere Datenfelder ergänzt: Emissionstag, Laufzeit, Basiswert, Währung und Angabe, ob Quanto-Produkt (ja / nein), Value at Risk des Basiswerts sowie investiertes Anlagevolumen (Open Interest) für die Produkte im Folgemonat der Emission. Von den 303.634 emittierten Produkten haben die Anleger 24.830 Produkte nachgefragt und hier Investitionen vorgenommen. Insgesamt beträgt dieses investierte Anlagevolumen 8,169 Mrd. €. <sup>4</sup>

Die Differenz aus Ausgabepreis und IEV enthält laut Fairness Kodex die Erwartete Emittentenmarge 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. Die Kosten werden 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. Schließlich werden jede Kostenkomponente und die Gesamtkosten mit dem investierten Volumen (Open Interest) multipliziert. Das entsprechende Ergebnis in € wird durch das Gesamtvolumen geteilt. Bei der Gesamtstichprobe aller 24.830 Produkte beträgt dieses Volumen – wie oben ausgeführt – 8,169 Mrd. €.

Von den 24.830 Produkten weisen 84 (0,34 %) eine Erwartete Emittentenmarge von kleiner Null auf. Bei 197 (0,79 %) Produkten ist die Erwartete Emittentenmarge Null. Diese Werte lassen sich durch Rundungsfehler sowie unterschiedliche Zeitpunkte für Feststellung des IEV und des Ausgabepreises erklären. Auch können Emittenten aus Wettbewerbsgründen gezielt Produkte mit negativen Margen auflegen. Werden Produkte zu Absicherungszwecken aufgelegt, so weisen diese i.d.R. eine Marge von Null auf.

### 3. Durchschnittliche Kosten der Zertifikateanlage

Die volumengewichteten Kosten pro Laufzeitjahr betragen 71,4 Basispunkte (0,714 %) für die 24.830 Produkte mit einem Anlagevolumen von 8,169 Mrd. €. Davon entfallen 30,3 BP auf die Erwartete Emittentenmarge, <sup>5</sup> 31,6 BP auf die Vertriebsprovisionen und 9,5 BP durchschnittlich auf die Ausgabeaufschläge (siehe Abbildung 1 und ausführlich Tabelle 1). Die durchschnittliche Laufzeit der im ersten Halbjahr 2016 emittierten Produkte beträgt 4,8 Jahre. Die durchschnittlichen Kosten

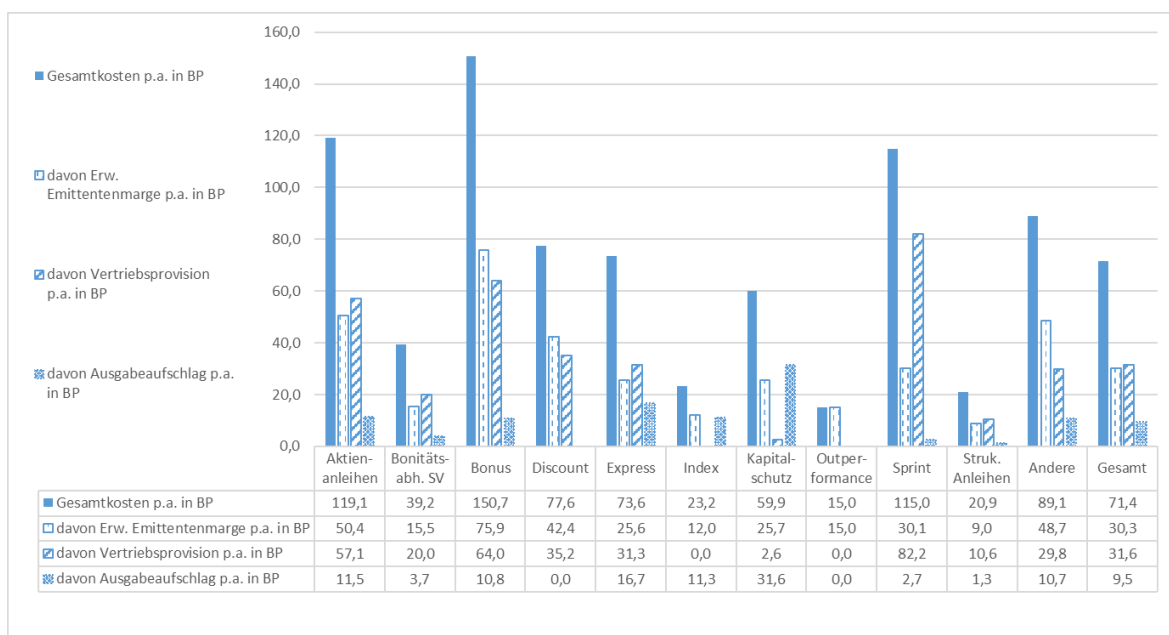
---

<sup>4</sup> Siehe für deskriptive Statistiken die **Tabelle 2** im Anhang.

<sup>5</sup> Die Erwartete Emittentenmarge in dieser Studie liegt damit in vergleichbarer Höhe der Emittentenmarge von 35 BP pro Laufzeitjahr, die Döhrer / Johanning / Steiner / Völkle (2013) für eine repräsentative Stichprobe von Anlagezertifikaten ermittelt haben.

von 71,4 BP ergeben sich, wenn man die Kosten mit den Gewichten der einzelnen Produkte multipliziert.<sup>6</sup> Strukturierte Anleihen mit 27,4 %, Aktienanleihen mit 24,7 % und Express-Zertifikate mit 21,8 % sind die Produkte mit den höchsten Anlagevolumina im ersten Halbjahr 2016 (siehe Tabelle 1).<sup>7</sup> Somit entfällt etwa drei Viertel des platzierten Volumens auf Produkte, die eine jährliche Zinszahlung enthalten (sogenannte Kupon-Produkte).

Bonus-Zertifikate weisen bei einer durchschnittlichen Laufzeit von 1,4 Jahren Gesamtkosten von 150,7 BP pro Laufzeitjahr auf. Es folgen Aktienanleihen mit 119,1 BP und einer durchschnittlichen Laufzeit von 2 Jahren. Discount-Zertifikate mit 77,6 BP und einer mittleren Laufzeit von 1 Jahr sowie Express-Zertifikate mit 73,6 BP, aber einer Laufzeit von im Mittel 5,3 Jahren und Kapitalschutz-Zertifikate mit 59,9 BP und mittlerer Laufzeit von 7,4 Jahren liegen im Mittelfeld der Gesamtkosten. Bonitätsabhängige Schuldverschreibungen mit 39,2 BP und mittlerer Laufzeit von 4,9 Jahren sowie Strukturierte Anleihen mit einer durchschnittlichen Laufzeit von 8 Jahren weisen mit 20,9 BP pro Laufzeitjahr die geringsten Kosten auf. Die Erwartete Emittentenmarge fällt bei Bonus-Zertifikaten mit 75,9 BP und Discount-Zertifikaten mit 42,4 BP (etwa 50 % der Gesamtkosten) höher aus. Es ist darauf hinzuweisen, dass die Anzahl der Produkte bei Index-, Sprint- und Outperformance-Zertifikaten sehr gering ist.



Bonitätsabh. SV = Bonitätsabhängige Schuldverschreibung

Abbildung 1: Durchschnittliche Kosten pro Laufzeitjahr in Basispunkten (BP) (100 BP = 1%) Gewichtung mit dem investierten Volumen im Folgemonat der Emission

Insgesamt sind diese aus unserer Sicht geringen Kosten der Zertifikateanlage ein Beleg dafür, dass eine hohe Kostentransparenz, die für den deutschen Zertifikate-

<sup>6</sup> Würde man die Kosten ohne Annualisierung bestimmen, so ergeben sich Gesamtkosten über alle Produkte von 230,3 BP. Siehe dazu und zu den Kosten für die verschiedenen Produkttypen Tabelle 4 im Anhang.

<sup>7</sup> Die Ergebnisse werden insbesondere durch das hohe Anlagevolumen und die langen Laufzeiten von Primärmarktprodukten bestimmt. Siehe dazu weiter unten in diesem Abschnitt.

markt seit Jahren kennzeichnend ist und die ab 2018 vom Regulator gemäß PRIIPs und MiFID II für alle wichtigen Finanzprodukte gefordert wird, zu mehr Wettbewerb und damit auch zu effizienten Preisstrukturen geführt hat. Mit Blick auf diese Ergebnisse erscheinen Produktinterventionen als regulatorische Instrumente zweite Wahl.<sup>8</sup>

In Tabelle 1 werden die Kosten auch nach Primärmarkt- und Sekundärmarktprodukten unterschieden. Bei Primärmarktprodukten erhalten Anleger i.d.R. eine Anlageberatung und zeichnen die Produkte über eine Bankfiliale. Auf dem Sekundärmarkt ist zwischen Produkten mit und ohne Provisionen zu unterscheiden. Produkte ohne Provisionen werden von Selbstentscheidern und Vermögensverwaltern, die zum Beispiel mit einem All-In-Fee-Modell arbeiten, gekauft. Bei Sekundärmarktprodukten mit Provision haben Vermögensverwalter hingegen die Möglichkeit, ein Produkt über die Börse zu erwerben und eine – dem Kunden gegenüber ausgewiesene – Vertriebsprovision zu vereinnahmen.

Die Gesamtkosten von Primärmarktprodukten betragen durchschnittlich 66,9 BP pro Laufzeitjahr. Davon entfallen 26,9 BP auf die Erwartete Emittentenmarge, 29,3 BP auf Vertriebsprovisionen und 10,7 BP auf Ausgabeaufschläge. 89 % des Gesamtvolumens und damit 7,275 Mrd. € werden über den Primärmarkt abgesetzt. Insbesondere Strukturierte Anleihen mit einem Volumen von 2,217 Mrd. € und Gesamtkosten von 21 BP, Express-Zertifikate (1,779 Mrd. € und Gesamtkosten 73,7 BP), Aktienanleihen (1,762 Mrd. € und 122,3 BP) und Bonitätsabhängige Schuldverschreibungen (0,708 Mrd. € und 40,2 BP) mit ihren langen Laufzeiten (Ausnahme Aktienanleihen) determinieren die Gesamtkosten der Primärmarktprodukte.

Auf Sekundärmarktprodukte entfällt in dieser Stichprobe ein Volumen von 0,896 Mrd. € (10,5 % der gesamten Anlagen im ersten Halbjahr 2016). Die Gesamtkosten liegen bei 108,5 BP pro Laufzeitjahr, die durchschnittliche Laufzeit beträgt nur 1,3 Jahre. Die Erwartete Emittentenmarge pro Laufzeitjahr ist mit 58,2 BP relativ größer als bei Primärmarktprodukten. Die Vertriebsprovisionen liegen durchschnittlich bei 50,3 BP, Ausgabeaufschläge spielen keine Rolle.

Die Gesamtkosten und die Erwarteten Emittentenmargen betragen bei Bonus-Zertifikaten 152,3 BP bzw. 81,8 BP bei einem Anlagevolumen von 0,312 Mrd. € (34,9 % des Anlagevolumens in Sekundärmarktprodukten). Discount-Zertifikate mit Gesamtkosten von 86,8 BP und einem Volumen von 0,277 Mrd. € (31 %) sowie Aktienanleihen mit Gesamtkosten von durchschnittlich 97,3 BP und einem Volumen von 0,256 Mrd. € (28,6 %) sind die beiden anderen bedeutenden Produktkategorien. Andere Produkte spielen für den Sekundärmarkt nur eine sehr untergeordnete Rolle. Während für den Primärmarkt Kupon-Produkte charakteristisch sind, wird der Sekundärmarkt durch Produkte mit Aktienbasiswerten geprägt. Die deutlich

---

<sup>8</sup> 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).

geringeren Kosten von Primärmarktprodukten mit 66,9 BP pro Laufzeitjahr lassen sich durch die längeren Laufzeiten mit durchschnittlich 5,3 Jahren im Vergleich zu 1,3 Jahren bei Sekundärmarktprodukten erklären.

Tabelle 3 im Anhang unterscheidet Sekundärmarktprodukte ohne und mit Vertriebsprovisionen. Bei Produkten ohne Vertriebsprovisionen liegen die Gesamtkosten (und folglich die Erwartete Emittentenmarge) bei 62,1 BP, bei Produkten mit Vertriebsprovisionen hingegen bei 193,2 BP. Die Erwartete Emittentenmarge fällt mit 51,2 BP etwas geringer aus. Dagegen beträgt die durchschnittliche Vertriebsprovision 142 BP. Bonuszertifikate tragen mit einer Vertriebsprovision von im Mittel 213,6 BP und einer verhältnismäßig kurzen Laufzeit von 0,8 Jahren wesentlich zu diesem Ergebnis bei. Tatsächlich dürften diese Vertriebsprovisionen aber geringer ausfallen, da es sich bei den von Emittenten im Sekundärmarkt angegebenen Provisionen wie bei Ausgabeaufschlägen von Wertpapierfonds um Maximalangaben handelt. Das Sekundärmarktgeschäft von Zertifikaten ist ein Massengeschäft, so dass Provisionen i.d.R. nur pauschal und deshalb in maximaler Höhe pro Produkttyp von den Emittenten festgelegt werden. Die von den Vertriebsstellen tatsächlich abgerufenen Provisionen sind i.d.R. deutlich kleiner.

<b>Gesamt</b>	<b>Aktienanleihen</b>	<b>Bonitätsabh. Schuldversch.</b>	<b>Bonus</b>	<b>Discount</b>	<b>Express</b>	<b>Index</b>	<b>Kapital-schutz</b>	<b>Outper-formance</b>	<b>Sprint</b>	<b>Struk. Anleihen</b>	<b>Andere</b>	<b>Gesamt</b>
<b>Gesamtkosten p.a. in BP</b>	119,1	39,2	150,7	77,6	73,6	23,2	59,9	15,0	115,0	20,9	89,1	<b>71,4</b>
<b>davon Erw. Emittentenmarge p.a. in BP</b>	50,4	15,5	75,9	42,4	25,6	12,0	25,7	15,0	30,1	9,0	48,7	<b>30,3</b>
<b>davon Vertriebsprovision p.a. in BP</b>	57,1	20,0	64,0	35,2	31,3	0,0	2,6	0,0	82,2	10,6	29,8	<b>31,6</b>
<b>davon Ausgabeaufschlag p.a. in BP</b>	11,5	3,7	10,8	0,0	16,7	11,3	31,6	0,0	2,7	1,3	10,7	<b>9,5</b>
<b>Volumen in Mio. €</b>	2.017,5	728,1	443,3	338,5	1.782,1	9,8	381,8	1,1	9,7	2.238,4	218,7	<b>8.169,0</b>
<b>Gewicht</b>	24,7%	8,9%	5,4%	4,1%	21,8%	0,1%	4,7%	0,0%	0,1%	27,4%	2,7%	<b>100,0%</b>
<b>Anzahl Produkte</b>	11.457	355	5.290	5.063	2.082	16	99	3	45	329	91	<b>24.830</b>
<b>ØLaufzeit in Jahren</b>	2,0	4,9	1,4	1,0	5,3	9,7	7,4	1,1	1,6	8,0	3,0	<b>4,8</b>

<b>Primärmarkt</b>	<b>Aktienanleihen</b>	<b>Bonitätsabh. Schuldversch.</b>	<b>Bonus</b>	<b>Discount</b>	<b>Express</b>	<b>Index</b>	<b>Kapital-schutz</b>	<b>Outper-formance</b>	<b>Sprint</b>	<b>Struk. Anleihen</b>	<b>Andere</b>	<b>Gesamt</b>
<b>Gesamtkosten p.a. in BP</b>	122,3	40,2	147,0	35,4	73,7	24,8	59,9		102,3	21,0	89,1	<b>66,9</b>
<b>davon Erw. Emittentenmarge p.a. in BP</b>	50,1	15,8	61,9	27,3	25,6	12,3	25,7		13,7	9,0	48,7	<b>26,9</b>
<b>davon Vertriebsprovision p.a. in BP</b>	58,9	20,5	48,7	8,1	31,4	0,0	2,6		85,6	10,7	29,8	<b>29,3</b>
<b>davon Ausgabeaufschlag p.a. in BP</b>	13,2	3,9	36,4	0,0	16,7	12,5	31,6		3,1	1,4	10,7	<b>10,7</b>
<b>Volumen in Mio. €</b>	1.761,9	707,5	131,5	61,1	1.779,3	7,4	381,8	0,0	8,6	2.216,8	218,7	<b>7.274,5</b>
<b>Gewicht</b>	24,2%	9,7%	1,8%	0,8%	24,5%	0,1%	5,2%	0,0%	0,1%	30,5%	3,0%	<b>100,0%</b>
<b>Anzahl Produkte</b>	5.697	346	141	44	2.080	1	99	0	26	320	91	<b>8.845</b>
<b>ØLaufzeit in Jahren</b>	2,2	4,9	2,6	1,1	5,3	10,0	7,4		1,7	8,0	3,0	<b>5,3</b>

<b>Sekundärmarkt</b>	<b>Aktienanleihen</b>	<b>Bonitätsabh. Schuldversch.</b>	<b>Bonus</b>	<b>Discount</b>	<b>Express</b>	<b>Index</b>	<b>Kapital-schutz</b>	<b>Outper-formance</b>	<b>Sprint</b>	<b>Struk. Anleihen</b>	<b>Andere</b>	<b>Gesamt</b>
<b>Gesamtkosten p.a. in BP</b>	97,3	6,8	152,3	86,8	27,7	18,3		15,0	214,1	6,9		<b>108,5</b>
<b>davon Erw. Emittentenmarge p.a. in BP</b>	52,6	5,1	81,8	45,7	27,7	10,8		15,0	158,8	1,8		<b>58,2</b>
<b>davon Vertriebsprovision p.a. in BP</b>	44,7	1,7	70,5	41,1	0,0	0,0		0,0	55,3	5,1		<b>50,3</b>
<b>davon Ausgabeaufschlag p.a. in BP</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,5		0,0	0,0	0,0		<b>0,0</b>
<b>Volumen in Mio. €</b>	255,7	20,6	311,8	277,4	2,8	2,4	0,0	1,1	1,1	21,6	0,0	<b>894,5</b>
<b>Gewicht</b>	28,6%	2,3%	34,9%	31,0%	0,3%	0,3%	0,0%	0,1%	0,1%	2,4%	0,0%	<b>100,0%</b>
<b>Anzahl Produkte</b>	5.760	9	5.149	5.019	2	15	0	3	19	9	0	<b>15.985</b>
<b>ØLaufzeit in Jahren</b>	1,0	6,2	0,8	1,0	3,9	8,8		1,1	0,8	11,0		<b>1,3</b>

**Tabelle 1:** Durchschnittliche Kosten p.a. in BP (100 BP = 1 %) – Gewichtung mit dem investierten Volumen (Open Interest) im Folgemonat der Emission



## 4. Absicherungskosten

Wie bereits im einleitenden Kapitel ausgeführt, können Anleger mit dem IEV die Gesamtkosten ihrer Zertifikateanlage bei der Emission genauer abschätzen. Die Gesamtkosten werden unterteilt in die Erwartete Emittentenmarge, die Vertriebsprovision und den Ausgabeaufschlag. Während die Vertriebsprovision und der Ausgabeaufschlag der Vertriebsstelle zufließen und damit die Beratung und weitere Vertriebsdienstleistungen vergüten, erhält der Emittent die Erwartete Emittentenmarge zur Abdeckung seiner Kosten bei der Strukturierung, dem Market Making und der Abwicklung. Nach der PRIIPs-Verordnung müssen neben diesen Kosten zukünftig auch die Absicherungskosten offengelegt werden.<sup>9</sup> Diese Absicherungskosten stellen die Einkaufskosten der Produktkomponenten der Zertifikate dar. Insofern kompensieren diese Kosten den tatsächlichen Aufwand der Emittenten. Bei schwerer abzusichernden Produkten wie Bonus-Zertifikaten mit Barriere-Optionen fallen diese Absicherungskosten höher aus als bei einfachen Discount-Zertifikaten, die leicht abzusichern sind.

Um eine erste Indikation für die Höhe der Absicherungskosten zu erhalten, haben wir verschiedene Experten gebeten, die Höhe dieser Kosten zu schätzen. Auf Basis dieser Gespräche schätzen wir die Absicherungskosten für einfache Discount-Zertifikate auf 15 BP pro Laufzeitjahr und für Bonus-Zertifikate mit einer Barriere-Option auf 45 BP durchschnittlich pro Laufzeitjahr. Weitere Produktmerkmale könnten die Absicherungskosten erhöhen. Mit Inkrafttreten der PRIIPs-Verordnung im Januar 2018 erhalten die Anleger genauere Informationen auch zu dieser Kostenkomponente. Auf Basis dieser Indikationen schätzen wir, dass die Gesamtkosten der Zertifikateanlage einschließlich der Absicherungskosten pro Laufzeitjahr etwa 1 % betragen. Damit dürften diese leicht über den Kosten von Anlagen in Exchange Traded Funds (ETFs) auf große Indices, aber deutlich unter den Kosten von aktiv verwalteten Investmentfonds liegen.

---

<sup>9</sup> Vgl. Europäische Union (2014a) und Europäische Union (2017).

## 5. Ausblick

Die Kosten der Kapitalanlage für Anlagezertifikate und andere Produkte werden in den nächsten Jahren weiter im Fokus der Anleger und des Regulators,<sup>10</sup> aber auch der Wissenschaft stehen. Bislang wurden in wissenschaftlichen Arbeiten vor allem die Produktpreise von Zertifikaten nachbewertet. Problematisch an diesem Ansatz ist, dass häufig nur sehr ungenaue Zeitangaben und Daten für die Kurse und insbesondere die Volatilitäten der Basiswerte zur Verfügung stehen. Die Ergebnisse und die ausgewiesenen (impliziten) Kosten dieser Studien sind deshalb in vielen Fällen stark verzerrt und wenn überhaupt nur sehr begrenzt aussagefähig.<sup>11</sup>

Mit dem Ausweis des IEV und der Kostenkomponenten nach PRIIPs ab Januar 2018 eröffnen sich der Wissenschaft nun neue Forschungsmöglichkeiten. So lassen sich die Kosten schätzen und Vergleiche mit anderen Anlageprodukten durchführen, eines der erklärten Ziele des Regulators. Ein Teil der Forschung sollte sich darauf fokussieren, mit ökonometrischen Verfahren die Qualität der von den Emittenten zur Verfügung gestellten Kosteninformationen weiter zu validieren und die Kosten untereinander und mit Produkten anderer Gattungen zu vergleichen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die IEV-Angaben bereits heute von den Wirtschaftsprüfern geprüft werden und dieser auch Gegenstand einer wissenschaftlichen Validierung sind.<sup>12</sup>

---

<sup>10</sup> Vgl. beispielsweise ESMA (2013) und Hespeler (2017).

<sup>11</sup> Siehe für die Probleme bei der Nachbewertung von derivativen Anlageprodukten Döhrer / Johanning / Steiner / Völkle (2013) und die dort diskutierte Literatur sowie Bauer / Fink / Stoller (2017).

<sup>12</sup> Vgl. dazu Baule / Münchhalpen / Shkel (2017) und Bauer / Fink / Stoller (2017).

## Anhang

<b>Gesamt</b>	<b>Aktienanleihen</b>	<b>Bonitätsabh. Schuldversch.</b>	<b>Bonus</b>	<b>Discount</b>	<b>Express</b>	<b>Index</b>	<b>Kapital-schutz</b>	<b>Outper-formance</b>	<b>Sprint</b>	<b>Struk. Anleihen</b>	<b>Andere</b>	<b>Gesamt</b>
<b>Gesamtkosten p.a. in BP</b>	121,7	35,5	155,9	110,0	79,8	47,0	57,1	14,8	165,2	19,3	79,0	<b>137,2</b>
<b>davon Erw. Emittentenmarge p.a. in BP</b>	69,7	14,6	80,5	53,6	28,4	45,6	22,1	14,8	115,4	7,6	34,9	<b>71,1</b>
<b>davon Vertriebsprovision p.a. in BP</b>	49,4	18,8	75,4	56,4	34,2	0,0	6,3	0,0	47,6	10,7	25,7	<b>65,5</b>
<b>davon Ausgabeaufschlag p.a. in BP</b>	2,6	2,1	0,0	0,0	17,2	1,4	28,7	0,0	2,2	1,0	18,3	<b>0,6</b>
<b>Anzahl Produkte</b>	50.762	360	168.983	80.354	2.130	20	99	14	472	344	96	<b>303.634</b>
<b>ØLaufzeit in Jahren</b>	1,2	5,6	0,9	1,1	5,0	5,7	7,8	1,2	0,8	8,1	4,5	<b>1,1</b>

<b>Primärmarkt</b>	<b>Aktienanleihen</b>	<b>Bonitätsabh. Schuldversch.</b>	<b>Bonus</b>	<b>Discount</b>	<b>Express</b>	<b>Index</b>	<b>Kapital-schutz</b>	<b>Outper-formance</b>	<b>Sprint</b>	<b>Struk. Anleihen</b>	<b>Andere</b>	<b>Gesamt</b>
<b>Gesamtkosten p.a. in BP</b>	133,0	36,2	134,9	106,2	80,0	24,8	57,1		182,1	19,6	79,0	<b>111,5</b>
<b>davon Erw. Emittentenmarge p.a. in BP</b>	58,3	14,8	89,0	98,7	28,4	12,3	22,1		78,4	7,7	34,9	<b>48,8</b>
<b>davon Vertriebsprovision p.a. in BP</b>	51,8	19,2	31,7	7,5	34,3	0,0	6,3		66,5	10,9	25,7	<b>43,2</b>
<b>davon Ausgabeaufschlag p.a. in BP</b>	22,9	2,1	14,2	0,0	17,3	12,5	28,7		37,2	1,0	18,3	<b>19,5</b>
<b>Anzahl Produkte</b>	5.860	351	234	141	2.124	1	99	0	28	334	96	<b>9.268</b>
<b>ØLaufzeit in Jahren</b>	2,65	5,59	1,95	0,85	5,01	10,00	7,82		2,06	8,00	4,49	<b>3,53</b>

<b>Sekundärmarkt</b>	<b>Aktienanleihen</b>	<b>Bonitätsabh. Schuldversch.</b>	<b>Bonus</b>	<b>Discount</b>	<b>Express</b>	<b>Index</b>	<b>Kapital-schutz</b>	<b>Outper-formance</b>	<b>Sprint</b>	<b>Struk. Anleihen</b>	<b>Andere</b>	<b>Gesamt</b>
<b>Gesamtkosten p.a. in BP</b>	120,2	10,7	156,0	110,0	19,4	48,2		14,8	164,1	10,1		<b>138,0</b>
<b>davon Erw. Emittentenmarge p.a. in BP</b>	71,2	5,7	80,5	53,5	19,4	47,4		14,8	117,7	3,2		<b>71,8</b>
<b>davon Vertriebsprovision p.a. in BP</b>	49,1	5,0	75,4	56,5	0,0	0,0		0,0	46,4	6,9		<b>66,2</b>
<b>davon Ausgabeaufschlag p.a. in BP</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8		0,0	0,0	0,0		<b>0,0</b>
<b>Anzahl Produkte</b>	44.902	9	168.749	80.213	6	19	0	14	444	10	0	<b>294.366</b>
<b>ØLaufzeit in Jahren</b>	1,05	6,43	0,91	1,09	4,33	5,45		1,23	0,71	11,03		<b>0,98</b>

**Tabelle 2:** Durchschnittliche Kosten p.a. in BP (100 BP = 1 %) – Gleichgewichtung über die Produkte

<b>Sekundärmarkt</b>	<b>Aktienanleihen</b>	<b>Bonitätsabh. Schuldversch.</b>	<b>Bonus</b>	<b>Discount</b>	<b>Express</b>	<b>Index</b>	<b>Kapital-schutz</b>	<b>Outper-formance</b>	<b>Sprint</b>	<b>Struk. Anleihen</b>	<b>Andere</b>	<b>Gesamt</b>
<b>Gesamtkosten p.a. in BP</b>	97,3	6,8	152,3	86,8	27,7	18,3		15,0	214,1	6,9		<b>108,5</b>
<b>davon Erw. Emittentenmarge p.a. in BP</b>	52,6	5,1	81,8	45,7	27,7	10,8		15,0	158,8	1,8		<b>58,2</b>
<b>davon Vertriebsprovision p.a. in BP</b>	44,7	1,7	70,5	41,1	0,0	0,0		0,0	55,3	5,1		<b>50,3</b>
<b>davon Ausgabeaufschlag p.a. in BP</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,5		0,0	0,0	0,0		<b>0,0</b>
<b>Volumen in Mio. €</b>	255,7	20,6	311,8	277,4	2,8	2,4		1,1	1,1	21,6		<b>894,5</b>
<b>Gewicht</b>	28,6%	2,3%	34,9%	31,0%	0,3%	0,3%		0,1%	0,1%	2,4%		<b>100,0%</b>
<b>Anzahl Produkte</b>	5.760	9	5.149	5.019	2	15	0	3	19	9	0	<b>15.985</b>
<b>ØLaufzeit in Jahren</b>	1,0	6,2	0,8	1,0	3,9	8,8		1,1	0,8	11,0		<b>1,3</b>

<b>Sekundärmarkt ohne Vertriebsprovisionen</b>	<b>Aktienanleihen</b>	<b>Bonitätsabh. Schuldversch.</b>	<b>Bonus</b>	<b>Discount</b>	<b>Express</b>	<b>Index</b>	<b>Kapital-schutz</b>	<b>Outper-formance</b>	<b>Sprint</b>	<b>Struk. Anleihen</b>	<b>Andere</b>	<b>Gesamt</b>
<b>Gesamtkosten p.a. in BP</b>	56,7	5,2	88,0	47,4	27,7	18,3		15,0	179,8	0,2		<b>62,1</b>
<b>davon Erw. Emittentenmarge p.a. in BP</b>	56,7	5,2	88,0	47,4	27,7	10,8		15,0	179,8	0,2		<b>62,0</b>
<b>davon Vertriebsprovision p.a. in BP</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		0,0	0,0	0,0		<b>0,0</b>
<b>davon Ausgabeaufschlag p.a. in BP</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,5		0,0	0,0	0,0		<b>0,0</b>
<b>Volumen in Mio. €</b>	136,0	19,0	209,0	197,6	2,8	2,4		1,1	0,8	8,9		<b>577,5</b>
<b>Gewicht</b>	23,6%	3,3%	36,2%	34,2%	0,5%	0,4%		0,2%	0,1%	1,5%		<b>100,0%</b>
<b>Anzahl Produkte</b>	2.919	7	3.534	3.909	2	15	0	3	15	3	0	<b>10.407</b>
<b>ØLaufzeit in Jahren</b>	1,0	6,1	0,8	0,9	3,9	8,8		1,1	0,9	7,8		<b>1,2</b>

<b>Sekundärmarkt mit Vertriebsprovisionen</b>	<b>Aktienanleihen</b>	<b>Bonitätsabh. Schuldversch.</b>	<b>Bonus</b>	<b>Discount</b>	<b>Express</b>	<b>Index</b>	<b>Kapital-schutz</b>	<b>Outper-formance</b>	<b>Sprint</b>	<b>Struk. Anleihen</b>	<b>Andere</b>	<b>Gesamt</b>
<b>Gesamtkosten p.a. in BP</b>	143,3	24,6	282,9	184,7					290,6	11,5		<b>193,2</b>
<b>davon Erw. Emittentenmarge p.a. in BP</b>	47,8	4,1	69,3	41,6					111,8	2,9		<b>51,2</b>
<b>davon Vertriebsprovision p.a. in BP</b>	95,5	20,4	213,6	143,2					178,8	8,7		<b>142,0</b>
<b>davon Ausgabeaufschlag p.a. in BP</b>	0,0	0,0	0,0	0,0					0,0	0,0		<b>0,0</b>
<b>Volumen in Mio. €</b>	119,7	1,7	102,9	79,7					0,3	12,8		<b>317,1</b>
<b>Gewicht</b>	37,7%	0,5%	32,4%	25,1%					0,1%	4,0%		<b>100,0%</b>
<b>Anzahl Produkte</b>	2.841	2	1.615	1.110	0	0	0	0	4	6	0	<b>5.578</b>
<b>ØLaufzeit in Jahren</b>	1,1	7,6	0,8	1,0					0,6	13,2		<b>1,5</b>

**Tabelle 3:** Durchschnittliche Kosten p.a. in BP (100 BP = 1 %) – Unterteilung Sekundärmarktprodukte mit und ohne Vertriebsprovisionen – Gewichtung mit dem investierten Volumen (Open Interest) im Folgemonat der Emission

	Aktien- anleihen	Bonitätsabh. Schuldverschr.	Bonus	Discount	Express	Index	Kapital- schutz	Outper- formance	Sprint	Struk. Anleihen	Andere	Gesamt
<b>Gesamtkosten p.a. in BP</b>	197,9	178,3	159,3	69,0	375,2	209,5	445,3	16,4	159,7	160,9	253,5	<b>230,3</b>
<b>davon Erw. Emittentenmarge p.a. in BP</b>	72,6	68,0	76,8	38,3	127,9	96,7	192,7	16,4	27,0	64,5	128,4	<b>87,9</b>
<b>davon Vertriebsprovision p.a. in BP</b>	97,9	91,1	54,2	30,7	157,9	0,0	20,8	0,0	128,5	87,4	78,6	<b>98,1</b>
<b>davon Ausgabeaufschlag p.a. in BP</b>	27,4	19,2	28,3	0,0	89,4	112,8	231,8	0,0	4,2	9,0	46,5	<b>44,2</b>
<b>Volumen in Mio. €</b>	2.017,5	728,1	443,3	338,5	1.782,1	9,8	381,8	1,1	9,7	2.238,4	218,7	<b>8.169,0</b>
<b>Gewicht</b>	24,7%	8,9%	5,4%	4,1%	21,8%	0,1%	4,7%	0,0%	0,1%	27,4%	2,7%	<b>100,0%</b>
<b>Anzahl Produkte</b>	11.457	355	5.290	5.063	2.082	16	99	3	45	329	91	<b>24.830</b>
<b>ØLaufzeit in Jahren</b>	2,0	4,9	1,4	1,0	5,3	9,7	7,4	1,1	1,6	8,0	3,0	<b>4,8</b>

**Tabelle 4:** Durchschnittliche Kosten in BP (100 BP = 1 %) ohne Annualisierung – Gewichtung mit dem investierten Volumen (Open Interest) im Folgemonat der Emission

## 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. / Münchhagen, 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.
- 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 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.