Implizite Transaktionskosten nach PRIIPs – Methodische Herausforderungen und Anpassungsbedarf

Die Verordnung über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsprodukte (kurz PRIIP) ist seit 2018 in Kraft. Sie stellt einen wichtigen Beitrag zur Kostentransparenz dar. Die Generali Deutschland AG unterstützt das Ziel eines einheitlichen Kostenausweises ausdrücklich.

Die Produktanbieter sind verpflichtet, alle Kosten eines Anlageprodukts inklusive **Transaktionskosten** offenzulegen.

Bei der praktischen Umsetzung der PRIIPs Regulierung zeigt sich, dass insbesondere die **Bestimmung der impliziten Transaktionskosten** mit großen Herausforderungen verbunden und entsprechend fehleranfällig ist. Daher erscheint die **Einbeziehung der Transaktionskosten** und deren **Ausweis** als **„Kosten für die Kunden“** bei näherer Betrachtung **fraglich.**

Die Generali Deutschland AG spricht sich daher für eine **Anpassung der delegierten Verordnung der PRIIPs-Regulierung aus**.

Über den langfristigen Reformbedarf sollte **kurzfristig auf nationaler Ebene eine praxistaugliche Lösung für den Umgang mit impliziten Transaktionskosten** gefunden werden. Zu prüfen ist, ob implizite Transaktionskosten aus dem Kostendeckel, den die BaFin im Rahmen der Wohlverhaltensaufsicht mit Versicherern vereinbart hat, herausgenommen werden können. Mit Blick auf die Umsetzung des Altersvorsorgereformgesetzes und die Einführung des Standardprodukts zum Jahresanfang 2027 ist eine einheitliche Regelung für alle Anbieter besonders wichtig.

Explizite und implizite Transaktionskosten bei PRIIPs

Nach der PRIIPs Verordnung sind die Produktanbieter verpflichtet, alle Kosten eines Anlageprodukts inklusive **Transaktionskosten** offenzulegen. Berücksichtig werden sowohl **die expliziten als auch die impliziten Transaktionskosten. Der Ausweis erfolgt separat** im Basisinformationsblatt (KID) als **Dreijahresdurchschnitt**.

Die expliziten Transaktionskosten umfassen die tatsächlich anfallenden Gebühren, die im Rahmen einer Wertpapiertransaktion an Dritte gezahlt werden. Hierzu zählen insbesondere Entgelte für Broker, Börsen oder andere Handelsplattformen. Da diese Kosten unmittelbar in Rechnung gestellt werden, sind sie transparent, direkt beobachtbar und vergleichsweise einfach zu messen und auszuweisen.

Implizite Transaktionskosten im PRIIPs-Kontext stellen dagegen keine tatsächlich gezahlten Gebühren dar, sondern bilden Preisabweichungen ab, die beim Handel von Wertpapieren entstehen. Diese Kosten ergeben sich aus Marktbewegungen und den Handelsprozessen selbst und werden nicht direkt beobachtet, sondern auf **Basis von Modellen** ermittelt. Hierzu wird die sogenannte Arrival-Price-Methode verwendet. Dabei wird die Slippage als Differenz zwischen dem Preis zum Zeitpunkt der Ordererteilung und dem tatsächlichen Ausführungspreis gemessen. **Erfasst werden somit modellierte Preisabweichungen und keine tatsächlich geleisteten Zahlungen**. Die Ursachen der Slippage liegen insbesondere in Marktbewegungen während der Ausführung einer Transaktion. Diese können sowohl durch die eigene Handelsorder ausgelöst werden als auch auf andere Faktoren zurückzuführen sein, etwa normale Schwankungen des Marktpreises.

Methodische Herausforderungen bei der Ermittlung impliziter Transaktionskosten

Zur Ermittlung der Transaktionskosten wird bei jeder Transaktion ein sog. Time-Stamp dokumentiert. Zu einem späteren Zeitpunkt wird der Preis der durchgeführten Transaktion mit dem Preis an einer Börse verglichen. Aus der Differenz beider Werte werden die impliziten Transaktionskosten ermittelt.

- Mitunter entstehen hierbei sehr große Datenmengen. Dies ist in Verbindung mit der retroaktiven Ermittlung der Werte fehleranfällig.
- Bei Wertpapieren mit niedriger Liquidität (insb. Anleihen, Small Caps, Emerging Markets) erfolgt die börsliche Kursfeststellung mitunter auf Basis weniger Transaktionen, d.h. zwischen dem Börsenkurs, und der Vergleichstransaktion kann ein großer Zeitunterschied liegen. In diesem Zeitraum von bis zu mehreren Stunden können Marktbewegungen auftreten, die somit Teil der Transaktionskosten werden, ohne dass ein direkter Bezug zur Handelsorder besteht.
- In der Praxis kann man daher beobachten, dass Fonds in den gleichen Segmenten mit gleichartigen Anlagestrategien stark unterschiedliche Transaktionskosten aufweisen. Dies verdeutlicht die großen methodischen Herausforderungen bei der Messung der Transaktionskosten.

Begrenzte Aussagekraft und Vergleichbarkeit

Implizite Transaktionskosten stellen **keine echten Kosten** im engeren Sinne dar, da ihnen keine tatsächliche Zahlung an Dritte gegenübersteht. Vielmehr handelt es sich um **modellierte Preisabweichungen**, deren Höhe maßgeblich von der jeweiligen Marktentwicklung beeinflusst wird. So können beispielsweise steigende Kurse während der Ausführung einer Transaktion zu höheren ausgewiesenen Transaktionskosten führen, ohne dass dies auf das Handeln des Fondsmanagers zurückzuführen ist. Entsprechend sind diese **Kosten nur begrenzt durch den Asset Manager steuerbar**.

Vor diesem Hintergrund besitzen implizite Transaktionskosten lediglich eine eingeschränkte Aussagekraft hinsichtlich der Qualität des Portfoliomanagements und eignen sich nur bedingt für Vergleiche zwischen verschiedenen Anlageprodukten.

Auch die **britische Finanzaufsichtsbehörde FCA** hat die Ermittlung impliziter Transaktionskosten als methodisch unsicher und schwer vergleichbar bewertet. Im Rahmen des künftigen Consumer Composite Investments (CCI)-Regimes ist daher eine Weiterentwicklung der Kostendarstellung vorgesehen, bei der **stärker auf tatsächlich messbare und für Anleger nachvollziehbare Kostenbestandteile abgestellt werden soll**.

Darüber hinaus sollten **Transaktionen** grundsätzlich nicht als nachteilig für Anleger betrachtet werden. Sie sind ein **wesentlicher Bestandteil eines aktiven Portfoliomanagements** und dienen dazu, Anlageentscheidungen im Interesse der Investoren umzusetzen. Gleichzeitig leisten sie einen **wichtigen Beitrag zur Funktionsfähigkeit und Liquidität der Kapitalmärkte**. Ohne laufende Handelsaktivitäten würde die Marktliquidität sinken und die Preisbildung erschwert werden.

Eine starke Fokussierung auf implizite Transaktionskosten kann zudem unerwünschte Anreize setzen. Insbesondere Anlageklassen mit naturgemäß höheren Handelskosten oder geringerer Liquidität, wie Small Caps, Emerging Markets, bestimmte Anleihesegmente oder Alternative Assets, könnten dadurch für Investoren unattraktiver erscheinen. Dies würde die Vergleichbarkeit verschiedener Anlagestrategien verzerren und potenziell zulasten von Renditechancen und Diversifikationsmöglichkeiten für Anleger gehen.

Fazit und Handlungsbedarf

- Implizite Transaktionskosten sind keine realen Gebühren, sondern **modellbasierte und volatile Schätzgrößen.**
- Durch große Abweichungen bei der Bestimmung der modellbasierten Transaktionskosten entstehen **Komplexität und potenziell irreführende Informationen, aber keine Klarheit.**
- Die PRIIPs Regulierung verfehlt insofern das **Ziel klarer Kostentransparenz. Eine Einbeziehung von Transaktionskosten (insbesondere der impliziten) in Kostenlimits aller Art ist aus unserer Sicht nicht zielführend.**
- Im Ergebnis gehen von der Durchführungsverordnung **negative Anreize für aktiv gemanagte Anlagen** aus. Dies betrifft vor allem kleinere Marktsegmente, die durch Vermeidung von Trades an Liquidität verlieren können.
- Dies ist weder im Interesse des Anlegers noch der Finanzaufsicht.
- Damit besteht das **Risiko, dass Anlageklassen mit geringerer Liquidität aufgrund der regulatorischen Behandlung impliziter Transaktionskosten strukturell benachteiligt werden**. Dies kann die Vielfalt der Anlageangebote und die Wettbewerbssituation zwischen unterschiedlichen Anlagestrategien beeinflussen.