

ONLINE- WERTPAPIER- BROKERAGE

Der Kampf um die nächste Milliarde
im deutschen Markt



Dr. René Fischer
Matthias Hübner
Philipp Bulis

MANAGEMENT SUMMARY

Die Turbulenzen an den Aktienmärkten infolge der Corona-Krise trieben die Aktivitäten der Anleger nach oben und führten zu neuen Rekordzahlen. Sowohl die Zahl der Anleger als auch der Transaktionen nahm deutlich zu. Die jüngsten Entwicklungen unterstreichen die Bedeutung des Wertpapierhandels als attraktive provisionsbasierte Ertragssäule für die deutsche Bankenwelt.

Oliver Wyman geht dabei von mehr als 1 Milliarde Euro per annum „nur“ für Orderprovisionen und sonstige Gebühren der Brokerage-Anbieter aus und bemisst – neben einem erwarteten nachhaltigen Wachstum des zugrundeliegenden Marktes – eine Ertragskraft von rund 10 Milliarden Euro per annum für den breiteren deutschen Wertpapiermarkt für Privathaushalte.

Diese Ertragssäule ist jedoch unter Beschuss und der Kampf um die nächste Milliarde an Erlösen ist eröffnet. Neue Anbieter (FinTechs) greifen mit Low-Cost-Angeboten und innovativer Bedienung via App an und graben somit den direkten Zugang zu der zukunftssträchtigen Kundenschicht der jungen Berufstätigen ab, gleichzeitig haben in den USA Ende 2019 mehrere Anbieter angeführt von Charles Schwab eine Gebührensenkung auf bis zu Null durchgeführt und könnten somit Vorbild für den deutschen Markt werden. Nicht zuletzt ist durch den zuerst geplanten Verkauf des Anbieters Flatex (FinTech Group) und der darauffolgenden angekündigten Übernahme des Wettbewerbers Degiro sowie dem Markteintritt von „Low-Cost-Anbietern“ wie Trade Republic, justTrade, Gratisbroker und weiteren auch hierzulande Bewegung im Markt.

Der vorliegende Report gibt einen Überblick über den deutschen Wertpapiermarkt, ordnet relevante Anbieter ein und zeigt Ertragshebel sowie strategische Optionen für Anbieter auf, um auch in Zukunft in diesem Markt bestehen zu können.

Für das Management etablierter Anbieter besteht die Notwendigkeit, sich für eine von zwei klaren strategischen Stoßrichtungen zu entscheiden:

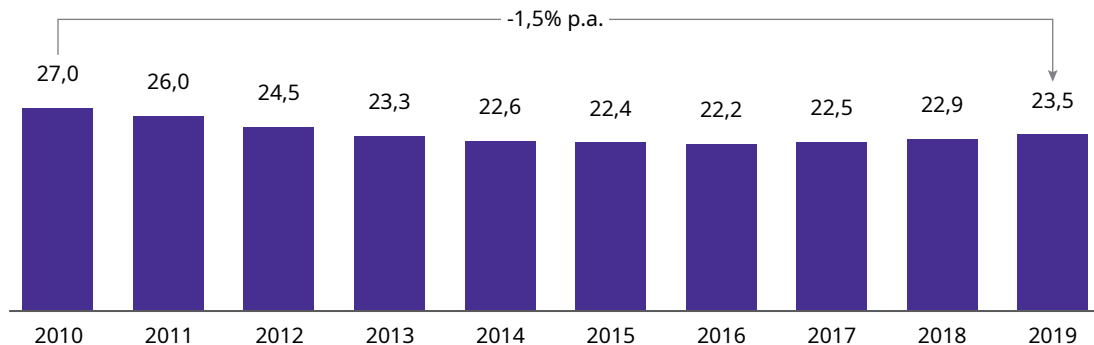
1. Eine defensive Konsolidierung mit dem Ziel, das Geschäft nicht weiter auszubauen, aber kostenschonend beizubehalten oder
2. Eine progressive Transformation mit dem Ziel, die Kundenbasis hin zur kritischen Masse weiter auszubauen und die Kundenschnittstelle breiter zu besetzen, etwa über eine Expansion in verwandte Kundengruppen und -angebote und/oder über eine intelligente Verzahnung mit dem restlichen Bankangebot

DER WERTPAPIERMARKT IN DEUTSCHLAND

Bei der Betrachtung des deutschen Wertpapiermarktes im internationalen Vergleich fällt zunächst die geringe Anzahl an Wertpapierbesitzern hierzulande auf. Während in den USA mehr als jeder zweite Haushalt Wertpapiere hält¹, waren es **laut Bundesbank in Deutschland Ende 2019 23,5 Millionen Wertpapierdepots, die durch private Haushalte gehalten wurden.**

Unter der Annahme, dass eine Person im Schnitt 2 Wertpapierdepots hält, **geht dieser Report von circa 10-12 Millionen Wertpapierbesitzern aus, was in etwa 15 Prozent der deutschen Bevölkerung entspricht.** Das deckt sich mit Beobachtungen des deutschen Aktieninstituts, welches für 2019 rund 9,7 Millionen Personen ausmacht, die Anteilsscheine von Unternehmen oder Aktienfonds besitzen². Auffällig ist, dass die Wertpapierdepot-Anzahl seit Ende 2010 rückläufig gewesen ist, mit dem länger anhaltenden Niedrigzinsumfeld hat sich dieser Trend in den letzten Jahren jedoch wieder gedreht. Der Depotbestand in Kurswert ist von 30,967 Euro Ende 2010 auf zuletzt 50,035 Euro Ende 2019 gestiegen (vgl. Abbildung 1).

Abbildung 1. Anzahl Wertpapierdepots privater Haushalte in Deutschland zum Jahresende (in Millionen)



Durchschnittlicher Bestand je Depot in Tausend Euro Kurswert (Jahresende)									
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
31,0	29,3	32,4	35,7	38,5	41,1	43,5	47,1	43,0	50,0

Exkl. "Leerdepots" und Dopplungen (mehrere Depots desselben Inhabers bei einem Institut)
 Quellen: Bundesbank, Oliver Wyman-Analyse

Wichtig sind hierbei zwei wesentliche Unterscheidungen in diesen Kundengruppen:

- 1. Die Art und Weise, wie Wertpapierbesitzer ihre Entscheidung treffen und sich dabei beraten lassen:** Wir gehen davon aus, dass rund 8 Millionen Wertpapierdepots (ein Drittel des Gesamtmarktes) bei Onlinebanken oder Filialbanken mit Onlinefokus gehalten werden.

1. Siehe Federal Reserve Board, Survey of Consumer Finance 2016.

2. Inhaber von Schuldverschreibungen werden in den Zahlen des deutschen Aktieninstituts nicht betrachtet, jedoch machten laut Bundesbank zum Jahresende 2019 Schuldverschreibungen mit 11,5 Prozent den geringsten Teil des Depotvermögens privater Haushalte aus (Aktien 31,1 Prozent, Investmentfondsanteile 57,4 Prozent).

Wir unterstellen, gleichermaßen zur Gesamtbevölkerung, dass jeder Kunde im Schnitt zwei Depots hält, insofern rechnen wir mit rund 4 Millionen Wertpapierbesitzern. Wir gehen vereinfachend davon aus, **dass diese 4 Millionen ihre Wertpapierentscheidungen selbständig treffen**, das heißt die Recherche, Auswahl, Kauf und Verkauf meist über das Internet und sogenannte „Online-Broker“ erfolgen. Etwa 3 Millionen greifen manchmal in ihrer Entscheidungsfindung auf eine Beratung zurück (typisch hierfür ist die Wertpapierberatung) und der verbleibende Teil verlässt sich ausschließlich oder überwiegend auf (Mandats-)Beratung. Das bedeutet nicht, dass der „eigenständige“ Teil (auch „Execution Only“ genannt), sich nicht auch beraten lassen kann, sondern bezeichnet, ob die Kauf- und Verkaufsentscheidung „auf eigene Faust“ zustande gekommen ist oder nicht. **Im weiteren Verlauf konzentrieren wir uns zunächst auf den „eigenständigen“, den sogenannten „Execution Only“-Teil.**

- Wie aktiv Wertpapierbesitzer sind:** Nicht jeder Wertpapierbesitzer ist gleichermaßen aktiv. Der Großteil zeigt ein sogenanntes „Buy & Hold“-Verhalten, wobei einzelne Titel gekauft und meist über eine lange Periode gehalten werden. Lediglich ein Viertel aller deutschen Wertpapierbesitzer zeigt sich aktiver und handelt öfter als 10 Mal pro Jahr.

So schätzen wir, dass der besonders aktive Teil der Wertpapierbesitzer, sogenannte „Day Trader“ mit mindestens einer Kauf- oder Verkaufsentscheidung je Börsentag, zwar nur 1 Prozent der Wertpapierbesitzer, aber dafür ein Viertel aller Transaktionen ausmacht (vgl. Abbildung 2). Die Zahl dieser Day Trader in Deutschland wird seit geraumer Zeit auf eine mittlere fünfstellige Anzahl Personen geschätzt und als relativ stabil gesehen. Wenn wir die „aktiven Trader“ mit inkludieren, mit mindestens 50 Wertpapierkauf- und Verkaufsentscheidungen, lässt sich feststellen, dass rund 4 Prozent der relevanten Wertpapierbesitzer schon für die Hälfte der Trades stehen. Die Kundenstruktur im Markt lässt sich somit mit einer spitz zulaufenden Kundenpyramide vergleichen. Bei den unteren beiden Säulen gehen wir mit der COVID-19-Krise und damit stark gestiegener Volatilität und einem vermutlich länger laufenden Niedrigzinsumfeld von weiter nachhaltigem Wachstum aus.

Abbildung 2. Die Aktivitätspyramide der deutschen eigenständigen Wertpapierbesitzer

Kundentyp (nach Aktivität)	% der Wertpapier- besitzer	# Trans- aktionen pro Jahr ¹	# Wertpapier- besitzer in Tausend	# Trans- aktionen in Mio. ¹	
Day Trader	-1%	>250	40-50	~20-22	24% der Wert- papierbesitzer generieren 80% der Transaktionen
Aktiver Trader	~3%	50-250	100-150	~19-21	
Aktiver Investor	~20%	10-50	700-900	~26-30	
Traditionell Buy & Hold	~76%	0-10	2.800-3.200	~15-17	
		Total	~4.000	~80-90	

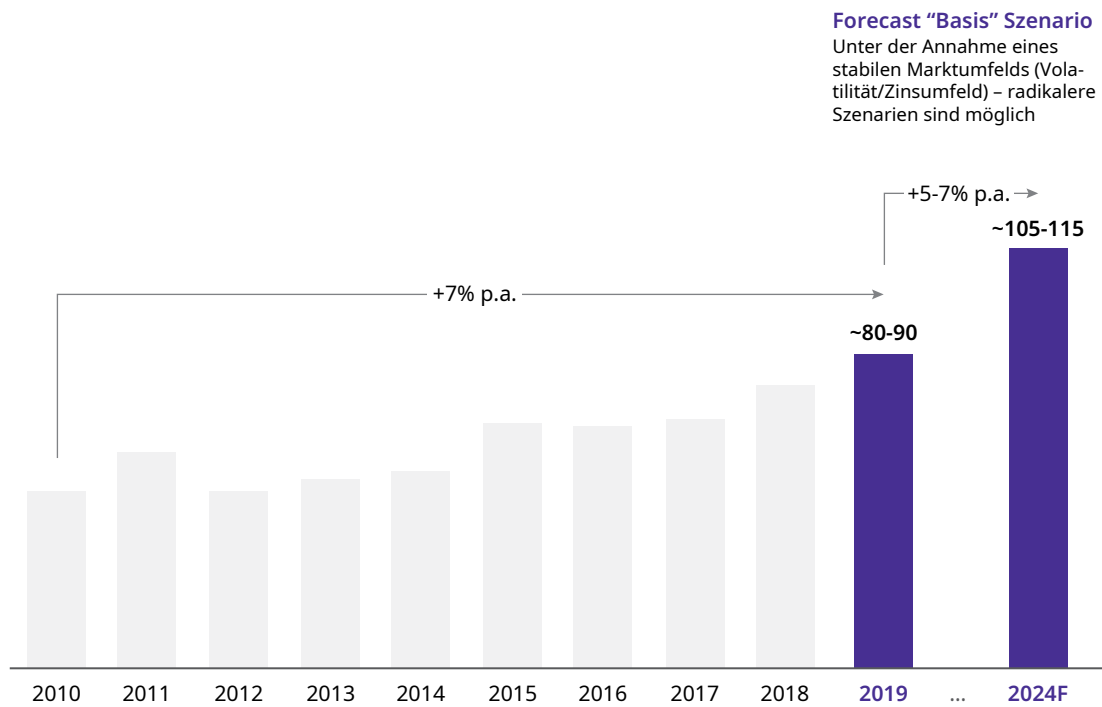
1. Exklusive CFD-Transaktionen und Umsätze

Quellen: Oliver Wyman-Analyse und Umfragedaten, Research Centre for Financial Services, Deutsches Aktieninstitut

Insbesondere der wachsende Kanal der Onlinetransaktionen ist hierbei durch sein kontinuierliches Wachstum interessant. Während keine zentrale Stelle die Anzahl der Wertpapiertransaktionen über Onlinekanäle („Online Trades“) beziffert, gehen wir auf Basis von Expertengesprächen und Projekten im Markt von einem nachhaltigen Wachstum von circa 6-7 Prozent per annum seit 2010 und für 2019 von etwa 80-90 Millionen Wertpapiertransaktionen aus, exklusive sogenannter „Contracts for Difference“ (CFDs, siehe Box im Anhang 1). Auch wenn die Anzahl Transaktionen oft stark von der zugrundeliegenden Volatilität am Markt abhängt und somit konkrete Prognosen schwierig durchführbar sind (vgl. Anhang 2), erwarten wir, dass sich dieses Wachstum auch strukturell in den kommenden Jahren weiter fortsetzen wird (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3. Anzahl Online-Wertpapiertransaktionen in Deutschland (exkl. CFDs)

Trades in Millionen



Quelle: Oliver Wyman-Analyse

Mehrere Gründe sprechen auch unabhängig von der Volatilität und dem durch die Covid-19-Krise vermutlich länger anhaltenden Niedrigzinsumfeld für ein stetiges strukturelles Wachstum:

- **Digitalisierung:** Die Einführung neuer Angebote im Online- und auch Mobilbereich wird weiterhin Anleger aus physischen Kanälen (wie Filiale, Telefon) in den Onlinebereich verlagern – ausschlaggebende Punkte sind hierbei höherer Komfort und mehr (Echtzeit-) Transparenz bei gleichzeitig meist günstigeren Preisen.
- **Preistransparenz und -effizienz:** Zuletzt sind mehrere Niedrigkosten-Angebote gestartet. Wir gehen davon aus, dass neue Niedrigpreis-/Flatfee-Anbieter über niedrigere Orderprovisionen eine höhere Kundenakzeptanz auslösen.

- **Niedrigere Eintrittsbarrieren für Kunden:** Wir erwarten weiterhin einen nachhaltigen Effekt durch neue Produkte, die die Eintrittsbarrieren für neue Kunden absenken, zum Beispiel günstig zu besparende ETF-Sparpläne oder Micro-Investing-Angebote. Laut dem Newsletter Finanz-Szene.de generieren ETF-Sparpläne schätzungsweise 15 Millionen Transaktionen pro Jahr

Zwar werden von Medien und Politik regelmäßig die Bedeutung einer privaten Altersvorsorge und die Wichtigkeit von Wertpapieren für nachhaltige Vermögensbildung betont, jedoch erwarten wir hiervon nur limitierte Impulse. Zum einen hat sich die Unterstützung in den letzten 20 Jahren nur mit geringen Auswirkungen am Markt gezeigt, zum anderen erfordert es nach unserer Wahrnehmung gezielte Anreize, um ein nachhaltiges Wachstum des Wertpapierinteresses zu erzeugen. Beispiele könnten steuerliche Begünstigungen sein, die aktive Wertpapierinvestitionen bevorzugen. In Schweden ist dies heute schon der Fall und begünstigt einen ähnlich großen Markt wie in Deutschland.

DIE WESENTLICHEN ANBIETER IM DEUTSCHEN MARKT

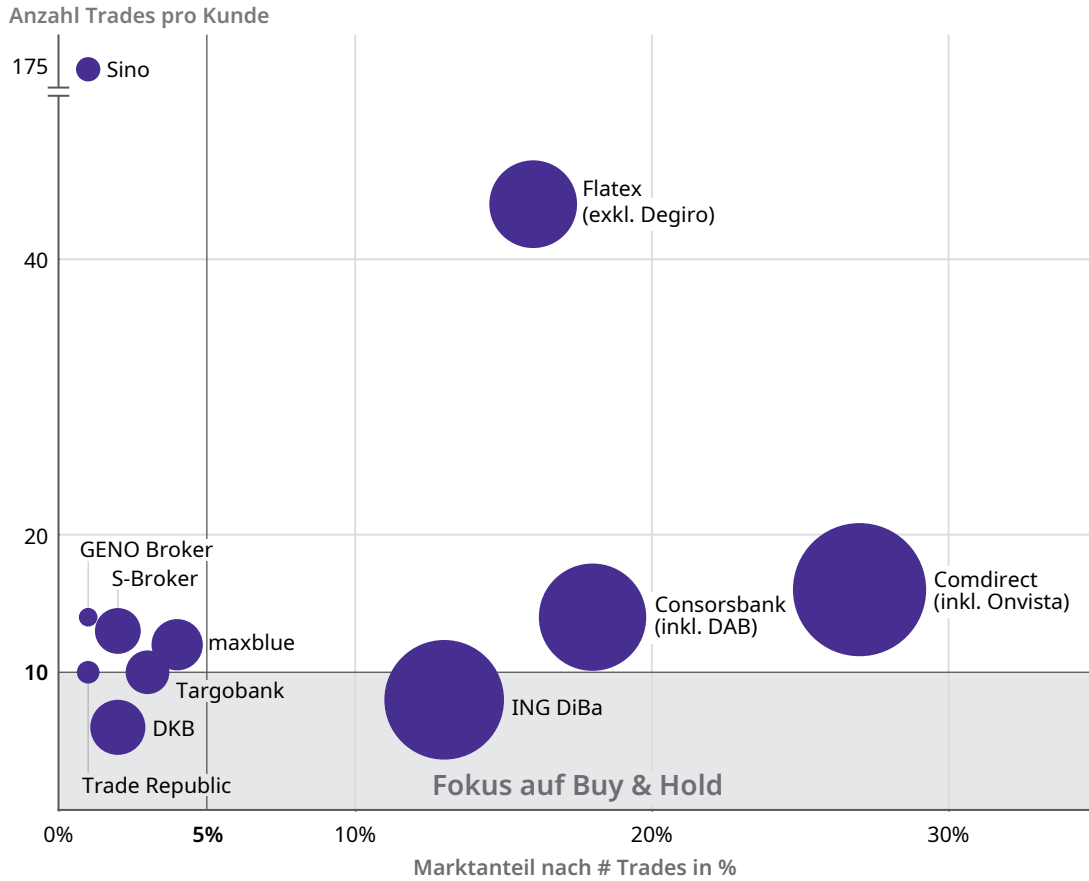
Im deutschen „Execution-Only“-Markt haben sich über die letzten 20 Jahre vor allem die Direktbanken etabliert, von denen auf Basis der veröffentlichten Anzahl der „Execution Only“-Wertpapier-Trades vier wesentliche Anbieter aktuell den Markt anführen. Dabei schätzen wir auf Basis der veröffentlichten Zahlen, dass diese vier Anbieter zuletzt fast drei Viertel der „Execution Only“-Wertpapier-Trades in Deutschland auf sich vereinigen konnten:

- Die **Consorsbank**, zugehörig zu der französischen BNP Paribas, vor allem bekannt durch Übernahme und Verschmelzung der DAB (Direkt Anlage Bank) Mitte der 2010er.
- Die **Comdirect**, welche besonders den Wertpapierhandel als Fokusprodukt bietet und mit Übernahme des Informations- und Brokerageportals OnVista weiter ausgebaut hat.
- Die **ING DiBa**, welche im Vergleich stärker als Vollbank gesehen werden kann und laut unserer Umfragedaten insbesondere im „Buy-&Hold“-Kundensegment erfolgreich ist.
- Stark aufgeschlossen zu dieser Gruppe hat der Anbieter **flatex**, welcher vor allem durch konsequenten „flat fee“-Einsatz, also volumenunabhängige Einheitspreise, sowie mit der geplanten Übernahme des Wettbewerbers Degiro auf sich aufmerksam machen konnte.

Neben diesen vier Anbietern besitzt zudem fast jede größere, filialfokussierte Bank und jeder Bankenverbund ein vergleichbares Digitalangebot im deutschen Markt. Eine Möglichkeit diesen Wettbewerb in einem Schema plakativ darzustellen, ist ein Abgleich nach Größe (Marktanteil als geschätzter Anteil der 80-90 Millionen Gesamttrades) versus die Fokussierung auf Kundenaktivität im Markt, erkennbar an der Anzahl Trades je Kunde (vgl. Abbildung 4).

Abbildung 4. Strategische Einordnung der deutschen Marktteilnehmer

Marktpositionierung wesentlicher Anbieter im deutschen Online-Brokerage-Markt (exkl. reine CFD-Plattformen, für Stand 2019 geschätzt)



● Kreisgröße zeigt Jahresumsatz in Euro im relativen Verhältnis zum Wettbewerb

Quelle: Oliver Wyman-Analyse

Hierbei wird ersichtlich:

- Nur wenige Anbieter zielen explizit auf ein hochaktives Segment mit mindestens 20 Trades pro Kunde pro Jahr, darunter Sino (>150 Trades pro Depot per annum), Flatex und Degiro.
- Die größten Anbieter nach Anzahl Trades haben sich abgesetzt in Bezug auf Marktanteile und Ertragsstärke – Comdirect und Consorsbank haben mittels Akquisitionen ihre Position weiter ausgebaut, ING DiBa hat sich besonders im Buy & Hold-Segment (unter 10 Trades pro Depot per annum) positioniert.
- Der überwiegende Rest der Anbieter liegt bei einem Marktanteil unter 5% und gleichzeitig einer mäßig aktiven Kundengruppe mit um die 10 Trades je Depot per annum. Besonders hier wird es wichtig werden, strategische Wachstums- oder Spezialisierungsoptionen zu definieren.

Wichtig ist, dass diese Sicht eine Bestandsaufnahme zum Jahr 2019 ist. Aus dem Segment mit niedrigem Marktanteil wachsen insbesondere Trade Republic (besonders gültig da im ersten Jahr der Geschäftsaktivität) und Degiro weiterhin stark und somit wird das Bild in Bewegung bleiben.

Neben den etablierten Anbietern haben sich insbesondere über die letzten 2 Jahre neuartige „Start-Up“-Anbieter hervor getan, die versuchen die etablierten Anbieter mit sehr preisgünstigen Angeboten und Fokus auf möglichst hohe Benutzerfreundlichkeit auf online und mobilen Kanälen unter Druck zu setzen. Besonders nennenswert sind hier die bereits erwähnten Anbieter **Trade Republic, justTrade, Gratisbroker**, aber auch das Broker-Angebot von **Scalable Capital**. Insbesondere Trade Republic zeigt einen erklärten Fokus auf jüngere Zielgruppen mit einer Gebühr von 1 Euro pro Trade (etablierte Anbieter verlangen meist mindestens 5 Euro (OnVista) oder 5,90 Euro je Wertpapiertransaktion (Flatex)) und starken Fokus auf ein vereinfachtes, aber intuitiv via App zu bedienendes Angebot.

Wir erwarten, dass der Markt für Anbieter weiterhin attraktiv bleiben wird. Gründe hierfür sind:

- Das resultierende Provisionseinkommen anstelle des unter dem Niedrigzinsumfeld unter Druck stehenden Zinseinkommens.
- Die antizyklische Natur des Geschäfts – besonders in Phasen hoher Unsicherheit sind mehr Transaktionen und Kundenaktivität und damit verbunden Mehrerträge zu beobachten.
- Wertpapier-affine Kunden bringen unserer Projekterfahrung nach im Vergleich zu einer durchschnittlichen Retailbanking-Klientel oft mehr Liquidität mit und zeigen sich weniger preissensibel solange diese nicht das unmittelbare Handeln beeinflussen (auch weniger sensitiv gegenüber Negativzinsen oder Depotgebühren).
- Ein weiterhin nachhaltig wachsender deutscher Markt der im europäischen Markt weiterhin durch die Bevölkerungszahl und Kaufkraft zu einem der größten Retailbanking-Märkte zählen wird und somit für ausländische Anbieter eine strategische Bedeutung innehält.

DIE KUNDENSICHT AUF BROKER UND ENTSCHEIDUNGSKRITERIEN IM DEUTSCHEN MARKT

Eine aktuelle Kundenbefragung von Oliver Wyman mit mehr als 1.500 Teilnehmern mit Wohnsitz in Deutschland zum deutschen Online-Brokerage unterstützt diesen Markteinblick aus Endkunden-Sicht. Daraus lässt sich ablesen, wie die Kunden in Deutschland ihren Anbieter auswählen, bewerten und auch wieder wechseln.

Nach Aussage der befragten StudienteilnehmerInnen sind die vier deutschen Marktführer Comdirect, Consorsbank, ING DiBa und Flatex ebenfalls die **vier bekanntesten Anbieter**. Die Comdirect führt mit 25 Prozent der Befragten das Feld im Thema Bekanntheit an. Danach folgen die Consorsbank (23 Prozent) und die ING DiBa (18 Prozent). Flatex komplettiert mit 10 Prozent der Nennungen die Top 4.

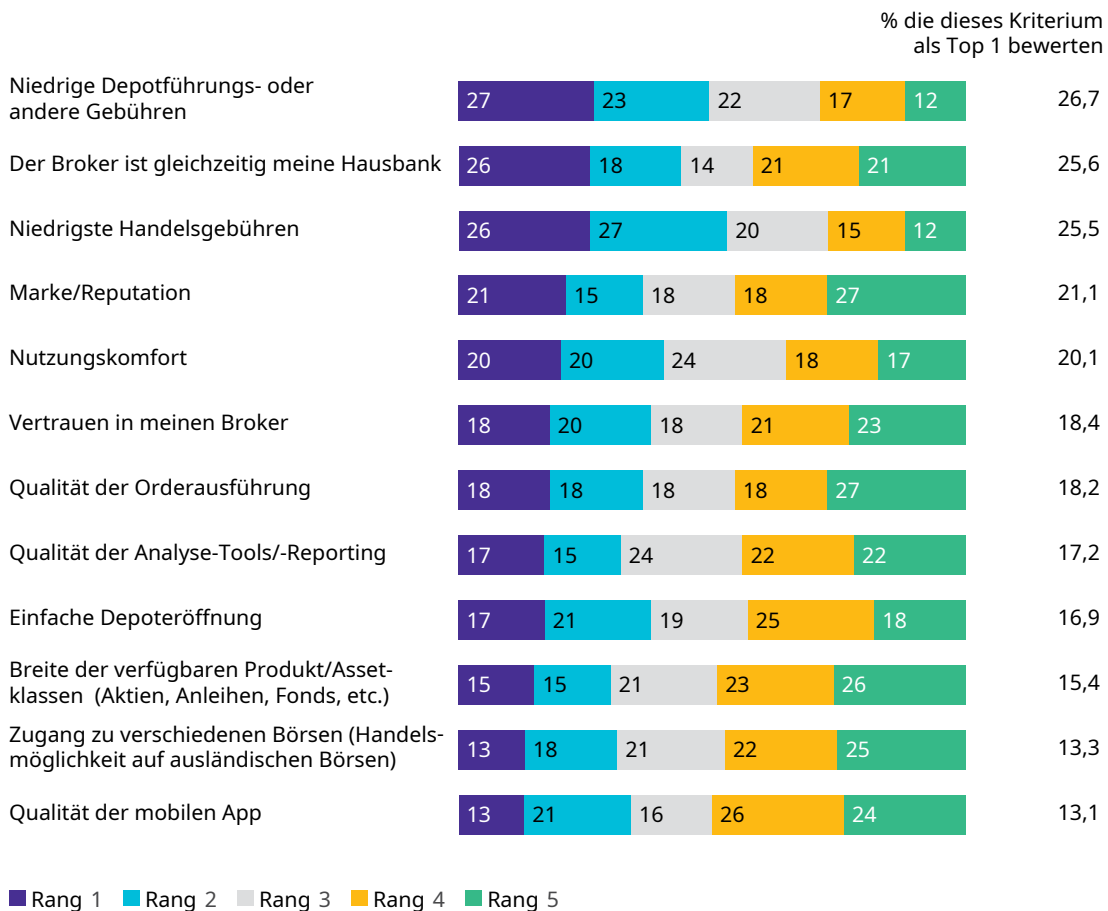
Zur **Auswahl eines Anbieters** informieren sich 75 Prozent der Kunden im Internet oder über Apps. Die Top 3 der aufgerufenen Webseiten sind Finanzen.net (12 Prozent), Boerse-Online.de (10 Prozent) und Finanztip.de (9 Prozent). Auffallend ist auch die Präsenz von Social Media, wie Instagram (3 Prozent) und Facebook (2 Prozent).

Hier bilden sich in letzter Zeit verschiedene Finanzblogs heraus, die ihren „Followern“ das Thema Geldanlage beispielsweise in Instagram-Stories möglichst einfach verdeutlichen wollen und später über „Affiliate-Links“ ihre Follower an die jeweilige Broker-Plattform weiterleiten und dafür bei Kundenabschluss einer Depotöffnung eine Marketing-Provision dieser Plattformen von 40 bis 80 Euro erhalten³.

Die **Entscheidung für einen Onlineanbieter** basiert oftmals auf den Kontoverwaltungs- und Tradinggebühren des Anbieters (fast 27 Prozent nennen Depotgebühren als wichtigstes Argument, 26 Prozent nennen niedrige Handelsgebühren als wichtigstes Argument), seiner Reputation sowie Einfachheit der Nutzung (vgl. Abbildung 5). Für viele Befragte ist es wichtig, dass der Broker eine Bank oder die schon bestehende Bank des Kunden ist. Dies zeigt die Bedeutung von wahrgenommenem Vertrauen und Seriosität für Kunden in Deutschland. Eine weitere Vertiefung ist im Anhang zu finden.

Abbildung 5. Die fünf wichtigsten Gründe zur Auswahl eines Online-Brokers für deutsche Kunden – Oliver Wyman Kundenbefragung 2018

Von sehr (oben) zu am wenigsten (unten) wichtig



3. Siehe www.financeads.net, Zahlen abgerufen zum 17.04.2020.

ERTRAGSSÄULEN IM DEUTSCHEN WERTPAPIER-BROKERAGE-MARKT

Nach unserer Schätzung befinden sich signifikante Erträge im deutschen Wertpapier-Brokerage-Markt; wir gehen von mehr als 1 Milliarde Euro per annum „nur“ für Orderprovisionen und sonstige Gebühren der Brokerage-Anbieter aus. Hinzu kommen Erträge der Produkt- und Infrastrukturanbieter (Börsenplattformen). **In Summe bemessen wir dem deutschen Wertpapiermarkt für Privathaushalte eine Ertragskraft von rund 10 Milliarden Euro per annum.** Aus Broker-Sicht sind nicht nur direkt erzielte Erträge je Transaktion und mit Kunden, sondern auch indirekt erzielte Erträge durch das Halten der Kundenschnittstelle wesentliche Ertragsbringer.

Unter „direkt erzielten Erträgen“ sehen wir zum Beispiel:

- **Erträge aus den Wertpapiertransaktionen an sich:** Eine feste Gebühr pro Transaktion, oft gekoppelt an eine weitere Gebühr, die sich nach dem Volumen der Transaktion richtet.
- **Bestandsprovisionen:** Auch aus gehaltenen Wertpapierbeständen ergeben sich für Broker Erträge, etwa wenn Investmentfonds dem Broker eine Bestandsprovision vergüten.
- **Erträge aus verwandtem Kreditgeschäft (Beispiel: Lombardkredite):** Eher als Nische zu betrachten, aber durchaus attraktiv, da sie einerseits durch die Wertpapierbestände besichert und andererseits ein Mittel sind, die meist auf den Konten verbliebene Liquidität gewinnbringend an die eigene Kundschaft zu verleihen und vertriebsstützend zu agieren.
- **Erträge aus zusätzlichen Serviceangeboten:** Diese werden meist zusätzlich bepreist, zum Beispiel für Adressänderungen, Dividenden aus ausländischen Wertpapieren etc.

Aus dem Halten der Kundenschnittstelle ergeben sich zudem attraktive „indirekte Ertragssäulen“:

- **Erträge durch Partnerschaften mit Anbietern von Finanzprodukten („Issuers“):** Issuer zahlen Kommissionen an Brokerplattformen, um eigene Produkte gezielt zu bewerben, für die Issuer ist dies durch gezielten Zugang zu einer spezifischen Kundengruppe attraktiv. Beispiele sind Anbieter von Wertpapier-Zertifikaten, die mit Plattformen eine „Bronze“-/„Silber“-/„Gold“-/„Platin“-Partnerschaft eingehen und Kunden das Handeln dieser Produkte über die Partnerplattform vergünstigt anbieten. Die Plattform erhält Kommissionen, aber oft übernehmen die Partner auch (teilweise) die Handelsgebühren für diese Zertifikate, das heißt die Plattform erhält weiterhin eine Gebühr je Transaktion, aber der Kunde muss diese nicht (voll) zahlen. Solche „bevorzugten“ Produktangebote können die Attraktivität des Angebots in der Kundengruppe und in der Werbung steigern.
- **Erträge durch Partnerschaften mit Börsen, die für den Traffic bezahlen (in den USA als „payment for order flow“ bezeichnet):** Börsen können den Handelsplattformen Rückvergütungen bieten, wenn der Brokerage-Anbieter das Handelsvolumen auf diese Börse lenkt und somit der Börse Liquidität und ertragsrelevantes Volumen beschert. Dieser Weg ermöglicht beispielsweise Niedrigpreisanbietern wie Trade Republic über Partnerschaften mit Börsenanbietern wie Lang und Schwarz weitere Zusatzerträge je Wertpapiertransaktion.

Was diese Ertragsformen zeigen, **ist die übergeordnete Bedeutung der Kundenschnittstelle**, die auch in der digitalen Welt immer wichtiger werden wird. So erwarten wir, dass die Erträge aus diesen beiden Blocks über die kommenden Jahre weiter steigen. Für die Direktbanken mit breiterem Bankenprodukt- und Serviceangebot ist zudem das „Cross-Selling-Potenzial“ eines Wertpapierangebots und die Bedeutung für die Produktpalette nicht zu vergessen.

DISRUPTIVE EREIGNISSE IM WERTPAPIER-BROKERAGE-MARKT

Auch wenn der deutsche Online-Brokerage-Markt mit ca. 3 Jahrzehnten verhältnismäßig jung ist, deuten die letzten 12-18 Monate auf die größten Umwerfungen der Branche seit langem hin, insb. mit kontinuierlichem Fokus auf Preisführerschaft. Vier disruptive Treiber sind zu nennen:

1. **US-Markt senkt Gebühren auf „Null“:** In einem vielbeachteten Schritt senkte der führende Wertpapier-Broker Charles Schwab die Provisionskosten für Wertpapieraufträge im Oktober 2019 auf Null. Bedeutende Wettbewerber haben nachgezogen, darunter TD Ameritrade, E*Trade und Interactive Brokers und somit einen laut Bloomberg „logischen Endpunkt eines jahrzehntelangen Preiskrieges“ intensiviert⁴. Durch die Vorreiterrolle des US-Kapitalmarkts könnte diese Entwicklung ein Hinweis auf die Entwicklung im deutschen Markt sein. Interessant ist zudem, wie diese Anbieter trotz „Nullgebühren“ weiter Erträge erwirtschaften: Im Fokus stehen das Verleihen der Kundenliquidität, Cross-Selling auf die Wertpapierberatung sowie „Payments for Order Flow“.
2. **„Nullgebühren“ Broker in Deutschland:** Parallel zu 1.) sind in Deutschland 2019 neue „Neobroker“ wie justTrade und Trade Republic an den Start gegangen. Trade Republic berechnet zum Beispiel eine Fremdkostenpauschale von 1 Euro je ausgeführter Order, justTrade bietet kostenlosen Handel ohne Fremdkostenpauschale an. Beide bieten den Handel allerdings nur über alternative Börsenplattformen wie LS Exchange oder Quotrix an, die Kurse werden nicht durch freien Markthandel bestimmt sondern durch Market-Maker. Die „Neobroker“ finanzieren sich durch Rückvergütungen der Partner sowie Gebühren für zusätzliche Dienstleistungen, Trade Republic gibt zum Beispiel bei Orders an „von Dritten [...] einen durchschnittlichen Abwicklungskostenzuschuss in Höhe von 4 Euro“ zu erhalten (Stand Ende April 2020). Trotz dieser potenziellen Einschränkung wird die Aufsicht auf kostenlosen Börsenhandel sowie die intuitive Kundenerfahrung die Direktbanken und Online-Broker kurz- und mittelfristig unter Druck setzen.

4. Siehe Bloomberg, „Brokers Profit From You Even If They Don't Charge for Trading“, 10.10.2020, zuletzt abgerufen am 20.04.2020 unter <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-10-10/brokers-profit-from-you-even-if-they-don-t-charge-for-trading?srnd=economics-vp>





3. **Fusion der „Low-Cost Challenger“:** Der deutsche Broker Flatex übernimmt Ende 2020 den niederländischen Broker Degiro, womit die etwa 300.000 Flatex-Kunden aus der DACH-Region mit 500.000 Degiro-Kunden aus verschiedenen europäischen Ländern vereint werden. Während beide Marken erhalten bleiben sollen, bietet die Fusion Skalierungs- und Synergiechancen, unter anderem durch Vereinheitlichung des Produktangebots. Für andere große Anbieter bedeutet die Fusion eine stark gewachsene Konkurrenz eines Onlineanbieters mit günstigen Preismodellen über europäische Grenzen hinweg, was den Druck auf die etablierten Preismodelle erhöhen wird. Zudem zeigt diese Transaktion erstmalig ein mögliches paneuropäisches Geschäftsmodell auf.
4. **Die Wiederentdeckung der Bedeutung der IT-Stabilität:** Die signifikant höhere Aktivität in der Covid-19-Krise hat die IT-Stabilität der Online-Broker auf den Prüfstand gestellt; berichtet wurde bei mehreren Marktteilnehmern über teils mehrtägige Störungen. Für Endkunden bedeuten solche Aussetzer entgangene Chancen, während den Brokern Einnahmen durch nicht ausgeführte Transaktionen entgehen und Kosten durch stattgegebene Entschädigungsforderungen entstehen können. Zukünftig ist mit einer gestiegenen Aufmerksamkeit auf Kunden- wie Anbieterseite auf diesen Faktor zu rechnen.

HANDLUNGSOPTIONEN

In diesem sich stetig wandelnden Wettbewerbsumfeld ist es für Anbieter zwingend notwendig, sich der strategischen Marschroute bewusst zu sein, um die Wettbewerbsposition und ein profitables Geschäftsfeld weiterhin nachhaltig abzusichern.

Die folgenden Handlungsoptionen orientieren sich an strategischen Hypothesen für den deutschen Online-Brokerage-Markt (vgl. Abbildung 6). Wir gehen weiterhin von einem strukturell wachsenden Markt aus, bei dem nun signifikant die Preissensitivität, aber auch die Bedeutung von Stabilität und Nutzerkomfort des Angebots weiterhin zunehmen werden. In diesem Markt kann nur bestehen, wer weiterhin kosteneffiziente Skaleneffekte nutzt und über all dies hinweg die Kundenschnittstelle besetzt.

Abbildung 6. Strategische Hypothesen für den deutschen Online-Brokerage-Markt

	Der deutsche Wertpapier-Brokerage Markt wird weiter strukturell signifikant wachsen
	Die Preissensitivität der Kunden wird weiter zunehmen – die „Null-Euro-Broker“ sind bereits da!
	Eine stabile und gleichzeitig kostengünstige Plattform wird wichtiger denn je, um zu überleben – Skaleneffekte werden über das reine strategische Überleben entscheiden
	Über die strategisch führende Position wird entscheiden, wer die breite Kundenschnittstelle im Thema Wertpapiere online in Deutschland für sich besetzen kann

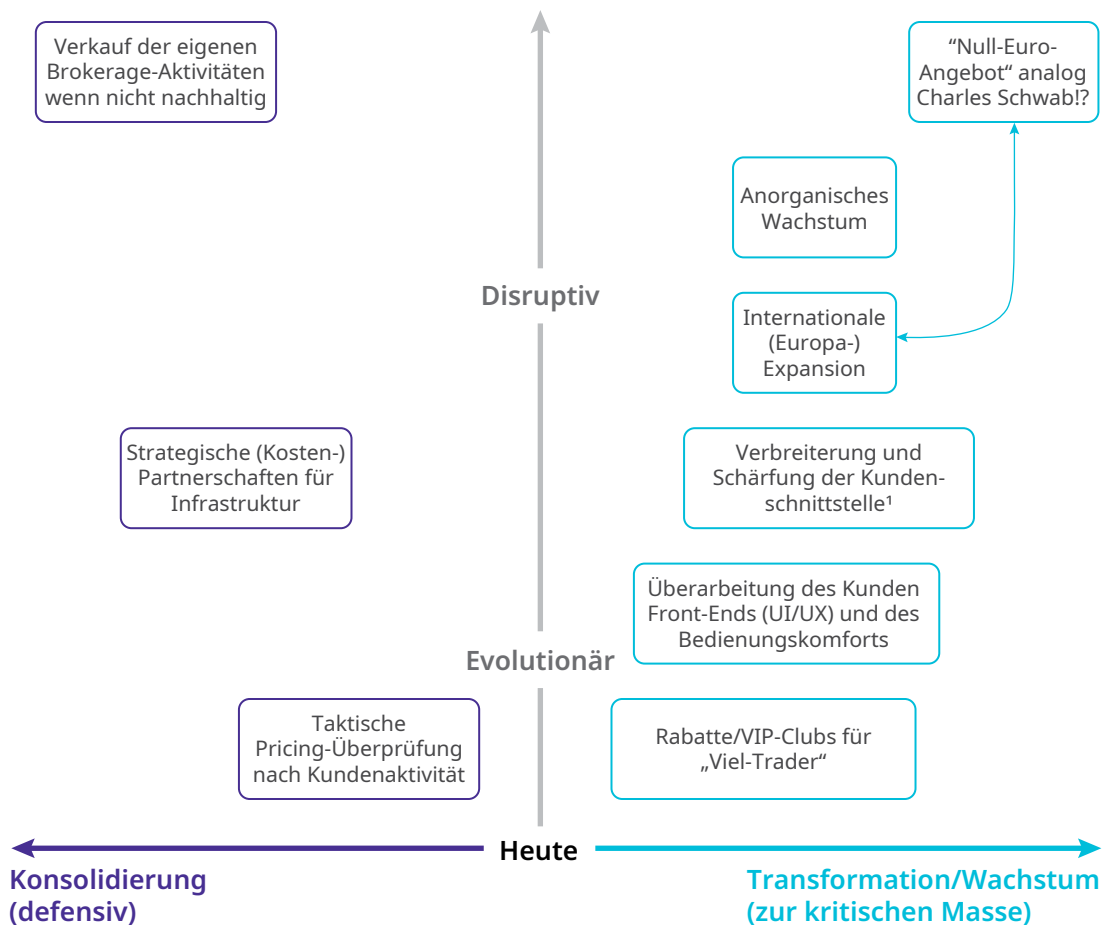
Quelle: Oliver Wyman-Analyse

In den resultierenden Handlungsoptionen ergeben sich zwei wesentliche strategische Stoßrichtungen (vgl. Abbildung 7):

1. Eine **defensive Konsolidierung** mit dem Ziel, das Geschäft nicht weiter auszubauen, aber kostenschonend beizubehalten – bis hin zur Ultima Ratio – das Geschäft komplett zu veräußern und das freigesetzte Kapital für wertsteigendere Projekte einzusetzen. Mit Blick auf die aktuelle Wettbewerbslandschaft (vgl. Abbildung 4) eignen sich diese Optionen insbesondere für die Wettbewerber mit geringem Marktanteil und geringer Kundenspezialisierung.
2. Eine **Transformation/Wachstum** mit dem Ziel, eine kritische Masse weiter auszubauen und zu steigern. Dies kann evolutionär von punktuellen Rabatten für Vieltrader hin zur Verbesserung des Kunden-Front-Ends (UI/UX) mit dem Ziel der Steigerung des Benutzerkomforts hin zur Verbreiterung und Schärfung der Kundenschnittstelle gehen. Disruptive Maßnahmen besitzen allesamt das Ziel, die Skaleneffekte und Transaktionsvolumina signifikant zu steigern. Denkbar wären hier weiteres anorganisches Wachstum oder internationale (EU-)Expansion. Die höchste Steigerungsform wäre die Einführung eines „Null-Euro-Angebots“ analog Charles Schwab in den USA, aus welchem natürlich hochsignifikante Volumina-Anstiege zu erwarten wären. Unabdingbar wären dafür eine sehr effiziente Kostenstruktur von 1 Euro Stückkosten pro Trade oder weniger sowie ein übergeordnetes strategisches Ziel für die Kundenschnittstelle und das übrige Bank-/ Investmentangebot, um die Volumina, Liquidität und Kundenaktivität über weitere Kredit- oder andere Angebote gewinnbringend zu verwerten.

Die Kundenschnittstelle zu besetzen, bedeutet dabei nicht nur die existierende Kundenbasis effizient zu bedienen, sondern auch (1) in Angebote für verwandte Kundengruppen zu expandieren, die vielleicht ein Kapitalmarktinteresse haben, aber nicht eigenständig investieren wollen, beispielsweise mittels Anlageberatung oder Robo-Advisory-Angebote (vor diesem Hintergrund werten wir auch die Ankündigung der ING DiBa, eine Anlageberatung anbieten zu wollen) und (2) das bestehende Angebot intelligent mit dem restlichen Angebot zu verzahnen. Analog dem Konzept von Amazon Prime wäre es denkbar, dem Kunden lediglich ein Premium-Girokonto mit einem monatlichen Fixpreis zu berechnen und hierin monatliche Trades als „Feature“ zu inkludieren – eine Partnerschaft zwischen Neobanken wie N26 und einem der Neobroker wäre eine weitere mögliche Konsequenz.

Abbildung 7. Strategischer Handlungsraum für Online-Brokerage-Anbieter



Marktteilnehmer sollten frühzeitig strategische Klarheit schaffen, um sich intern wie extern optimal zu positionieren. Gleichmaßen ergeben sich hier für Investoren Chancen, Wert zu schaffen.

FAZIT UND AUSBLICK

Der Wertpapierhandel in Deutschland gewinnt an Bedeutung. Dennoch ist der Online-Brokerage-Markt in der deutschen Bankenbranche relativ unbeachtet geblieben, sodass sich neue starke Anbieter etablieren konnten. Der deutsche Online-Brokerage-Markt wird weiterhin strukturell signifikante Wachstumsraten aufweisen, eine strategische Relevanz beibehalten und Zugang zu Milliarden-Ertragspools sicherstellen. In diesem Markt kann auf Dauer nur bestehen, wer Skaleneffekte und Größe besitzt und den Zugang zur Kundenschnittstelle besetzt.

Das Management etablierter Anbieter sollte sich für eine von zwei klaren strategischen Stoßrichtungen entscheiden:

1. Eine defensive Konsolidierung mit dem Ziel, das Geschäft kostenschonend beizubehalten oder
2. Eine progressive Transformation mit dem Ziel, die kritische Masse weiter auszubauen

Der Fokus auf nur eine bestimmte Produktkategorie reicht hierbei nicht; Anbieter sollten eine breitere Abdeckung der Kundenschnittstelle über eine Expansion in verwandte Kundengruppen und -angebote beziehungsweise eine intelligente Verzahnung mit dem restlichen Bankangebot sicherstellen.

ANLAGEN

Anhang 1: CFDs oder „Contracts for Difference“

Exkurs – CFDs oder “Contracts for Difference”: Ihre Bedeutung im deutschen Markt

- CFDs sind Finanzderivate, deren Wert sich aus der Differenz zweier zugrundeliegender Vermögenswerte (“Underlyings”) ergibt – sogenannte “Differenzkontrakte”
- CFDs werden zwischen zwei Parteien vereinbart (“Over-The-Counter”)
- Je nachdem, ob die Differenz höher oder geringer ausfällt, verändert sich der Wert des CFDs – im Gegensatz zu den Underlyings hat eine Veränderung dadurch prozentual eine deutlich größere Wirkung auf den CFD. Hierdurch lässt sich also mit weniger Kapitaleinsatz derselbe Zweck bewirken oder anders herum mit gleichem Kapitaleinsatz eine deutlich höhere Hebelwirkung erzielen
- Da durch die höhere Hebelwirkung auch Risiken, bis hin zu einem möglichen Totalverlust, höher sind, werden CFDs von der Aufsicht stärker reglementiert – so hat die BaFin im August 2017 eine Nachschusspflicht für CFDs ausgeschlossen
- Der deutsche CFD-Verband veröffentlicht regelmäßig Zahlen zur Branche – im Jahr 2018 wurden 69 Millionen CFD-Transaktionen in Deutschland verbucht und ein Volumen von 1.579 Milliarden Euro gehandelt
- Durch die mangelnde Vergleichbarkeit mit klassischen Wertpapieren fokussieren wir uns daher in dieser Studie auf Marktzahlen exklusive CFD-Transaktionen

Anhang 2: Einfluss der Volatilität auf die Transaktionsvolumina im deutschen Wertpapiermarkt

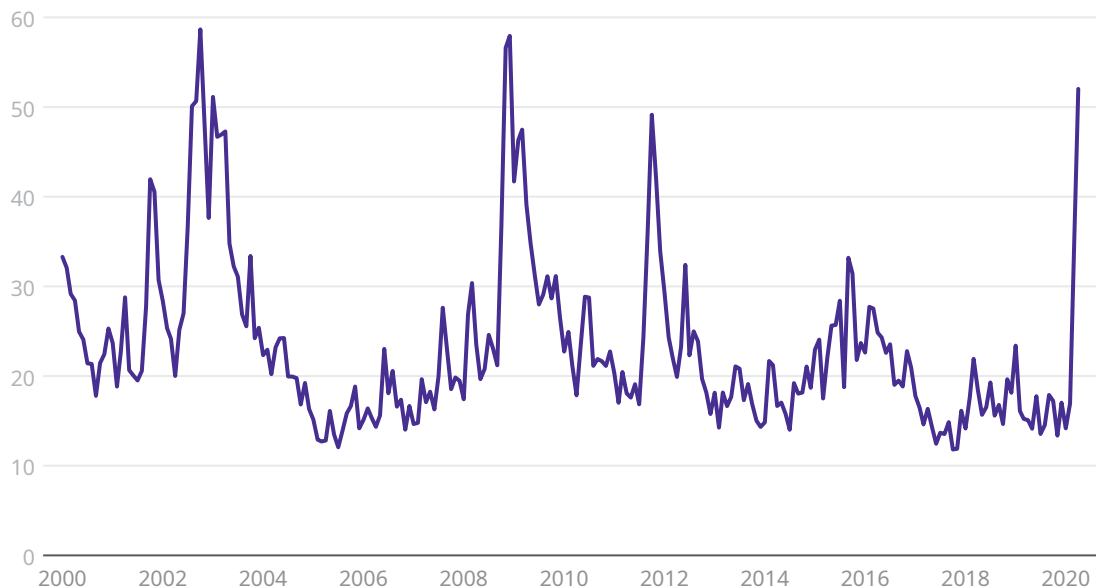
Phasen hoher Risiken oder einzelne „Schock“-Vorfälle (wie die Bekanntgabe der Brexit-Ergebnisse) ziehen deutlich mehr Interesse auf die Geldanlage und können das Transaktionsvolumen drastisch erhöhen – so berichten Anbieter zum Beispiel, dass am 6. Januar 2020, dem Tag nach dem Angriff des US-amerikanischen Militärs auf den iranischen Offizier Qasem Soleimani und der damit verbundenen Angst vor erhöhten geopolitischen Spannungen, das Transaktionsvolumen mehr als drei Mal so hoch gewesen ist wie an einem durchschnittlichen Tag⁵.

5. Siehe Frankfurter Rundschau, „Börsenhandel via Internet: 'Ich halte das für überhaupt nicht riskant'“, 19.01.2020, zuletzt abgerufen am 08.04.2020 unter <https://www.fr.de/wirtschaft/frankfurt-flatex-chef-findet-handel-boerse-internet-nicht-riskant-13447758.html>

Auch die Comdirect gibt in ihrem Geschäftsbericht 2019 an: „Die Orderaktivität unserer Kunden hängt in besonderem Maße vom Börsenumfeld ab und ist kurzfristig kaum planbar“ (Seite 38).

In einer langfristigen Betrachtung ist aber beispielsweise der VDAX, eine Messbetrachtung der Volatilität am deutschen Aktienindex DAX, zuletzt vor den Umwürfen der Corona-Krise von Anfang 2017 bis Anfang 2020 eine Phase verhältnismäßig niedrigerer Volatilität durchlaufen. Die größten „Schock“-Vorfälle haben in den letzten Jahren insbesondere der Kollaps der Investmentbank Lehman Brothers im Jahr 2008, der Höhepunkt der Eurokrise in der zweiten Jahreshälfte 2011 und relativ unbeachtet zuletzt ein plötzlicher Börseneinbruch am 6. Februar 2018 (vgl. Abbildung 8) erzeugt, bevor die Corona-Krise für einen neuen drastischen Anstieg der Volatilität gesorgt hat.

Abbildung 8. DAX-Volatilitätsindex (VDAX-NEW) – Verlauf auf Monatsbasis seit dem 01.01.2000 bis zum 01.04.2020



Quelle: Thomson Reuters Datastream (abgerufen am 08.04.2020), in der Darstellung wird VDAX-NEW verwendet

Anhang 3: Vertiefung der Kundenbefragung sowie Orderprovisionen im Vergleich

Im Punkt niedrigste **Depotführungsgebühren** schneiden von den vier größten Spielern die Consorsbank und die ING DiBa am besten ab, während im Punkt **Handelsgebühren** Flatex die besten Ergebnisse zeigt. Die ING DiBa, als eine der bekannten Banken in Deutschland, erzielt die beste Bewertung zum Thema **Broker und Bank als ein Anbieter**. Die **Bedienbarkeit des Anbieterportals** ist für alle großen Anbieter positiv bewertet, mit der Consorsbank und ING DiBa mit der besten Performance.

Viele **Kunden bleiben lange bei ihrem primären Broker**, fast ein Drittel über 6 Jahre und zwei Drittel über 4 Jahre. Lediglich 5 Prozent der Befragten wechselten ihren primären Broker in weniger als 1 Jahr. Kosten, sowohl Kontoverwaltungs- als auch Tradinggebühren, sind die Hauptgründe für Brokerwechsel. Ein weiterer Grund ist die Empfehlung eines Freundes oder Kollegen, wobei hier die ING DiBa, dicht gefolgt von Degiro (bei noch kleiner Zahl der Antworten), Comdirect, DKB und der Consorsbank, den besten Net Promoter Score (NPS) erreicht.

Die Kundenantworten, welche neben dem Preis auch die Beziehung zu und Reputation ihres Anbieters in den Vordergrund stellen, erklären möglicherweise auch die Diskrepanz im Preisangebot im deutschen Markt. So beobachten wir zum Stichtag 30.04.2020 in einer Stichprobe deutscher Anbieter eine Spannbreite für einen Aktienkauf oder -verkauf zwischen 0 bis 15 Euro (Median 7,30 Euro) bei einem Handelsvolumen von 1.000 Euro. Bei einem Volumen von 15.000 Euro erhöht sich die Spannbreite auf 0 bis 42,50 Euro (Median bei 24,80 Euro) und bei einem Volumen von 50.000 Euro eine Spannbreite von 0 bis 69,90 Euro (Median bei 36,50 Euro). Alle Zahlen sind exklusive Fremdspesen, Neukundenboni und einer evtl. Depotführungsgebühr (beispielsweise bei Flatex aktuell 0,1 Prozent per annum des Depotvolumens). Noch größer sind diese Spannbreiten bei ausländischen Aktien, beispielsweise bei US-Aktien bis zu 55 Euro im Handelsvolumen von 1.000 Euro.

Abbildung 9. Orderprovisionen für Aktientrades (Stand 30.04.2020) verschiedener Größenordnung für Bestandskunden in € (exkl. Neukundenbonus, exkl. Fremdspesen (Börsengebühren) und exkl. evtl. Depotführungsgebühr)

	Aktie in Deutschland in Höhe von...			Aktie in Deutschland in Höhe von...		
	1.000	15.000	50.000	1.000	15.000	50.000
DKB	10,0	25,0	25,0	20,0	35,0	35,0
comdirect	9,9	42,5	59,9	12,9	45,5	62,9
ING Diba	7,4	42,4	69,9	7,4	42,4	69,9
Consorsbank	10,0	42,5	69,0	25,0	57,5	69,0
Flatex	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
s-Broker	9,0	42,5	55,0	9,0	42,5	55,0
Targo Bank	8,9	34,9	34,9	8,9	34,9	34,9
Max Blue	8,9	37,5	58,9	8,9	37,5	58,9
DeGiro	2,2	4,7	11,0	0,5	0,6	0,7
Trade Republic	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
1822direkt	9,9	42,5	59,9	55,0	87,5	175,0
justTrade	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
VR Profibroker	15,0	22,5	56,5	30,0	30,0	56,5
Onvista	5,0	5,0	5,0	10,0	10,0	10,0
Median	8,9	30,0	44,9	8,9	35,0	45,0
Mittelwert	7,3	24,8	36,5	13,8	30,6	45,3
Maximum	15,0	42,5	69,9	55,0	87,5	175,0
Minimum	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Quelle: Unternehmensangaben, Oliver Wyman Analyse

Auffällig ist eine relative Ähnlichkeit der Handelskosten bei den drei größten Anbietern Comdirect, ING DiBa und Consorsbank bestehend aus einer Handelsgebühr zzgl. einem Prozentsatz vom Kurswert – Flatex und Onvista sowie Trade Republic setzen auf eine sog. „flat fee“, also eine vom Handelsvolumen unabhängige Handelsgebühr.

Oliver Wyman ist eine führende internationale Managementberatung. Das Unternehmen verbindet ausgeprägte Branchenspezialisierung mit hoher Methodenkompetenz bei Strategieentwicklung, Prozessdesign, Risikomanagement, Organisationsberatung und Führungskräfteentwicklung.

Für weitere Informationen besuchen Sie bitte unsere Website www.oliverwyman.de oder kontaktieren Sie die Marketingabteilung telefonisch an einem der folgenden Standorte:

Deutschland, Österreich, Schweiz
+49 69 971 730

EMEA
+44 20 7333 8333

Amerika
+1 212 541 8100

Asien und Australien
+65 6510 9700

AUTOREN

Dr. René Fischer

Partner

rene.fischer@oliverwyman.com

Matthias Hübner

Partner

matthias.huebner@oliverwyman.com

Philipp Bulis

Engagement Manager

philipp.bulis@oliverwyman.com

Copyright © 2020 Oliver Wyman

Alle Rechte vorbehalten. Weder die vorliegende Studie noch Kopien oder Teile davon dürfen in Rechtsordnungen verbreitet werden, in denen die Verbreitung von Gesetzes wegen beschränkt ist. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über besagte Einschränkungen informieren und selbige einhalten. Der vorliegende Bericht darf ohne die schriftliche Genehmigung von Oliver Wyman weder ganz noch teilweise vervielfältigt oder weiter verbreitet werden. Oliver Wyman übernimmt keinerlei Haftung für Handlungen Dritter in diesem Zusammenhang

Der vorliegende Bericht stellt weder eine Empfehlung, ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der eventuell hierin genannten Wertpapiere dar. Eine dahingehende Auslegung darf nicht erfolgen. Zudem sollten weder dieser Bericht noch Teile hieraus die Grundlage eines Vertrags oder einer sonstigen beliebigen Verpflichtung darstellen noch sollten derartige vertragliche Verpflichtung im Vertrauen auf diesen Bericht eingegangen werden. Des Weiteren darf der vorliegende Bericht nicht als Empfehlung zum Kauf von oder zur Verfügung über bestimmte Investitionen oder als Aufforderung oder Veranlassung zur Beteiligung an Investitionsaktivitäten betrachtet werden.

Die Informationen, die in diesem Bericht enthalten sind oder auf denen der Bericht basiert, wurden von Quellen bezogen, die Oliver Wyman für zuverlässig und korrekt hält. Es hat jedoch keine unabhängige Überprüfung der Richtigkeit oder Vollständigkeit der von Dritten erhaltenen Informationen stattgefunden noch wurden dahingehende, ausdrückliche oder konkludente Zusicherungen und Gewährleistungen abgegeben. Die Informationen und Schlussfolgerungen werden zum Zeitpunkt des vorliegenden Berichts bereitgestellt und können ohne vorherige Benachrichtigung verändert werden. Oliver Wyman übernimmt keine Verpflichtung zu einer, durch neue Informationen, zukünftige Ereignisse oder auf sonstige Weise bedingten Aktualisierung oder Überarbeitung der hierin enthaltenen Informationen oder Schlussfolgerungen. Die in diesem Bericht bereitgestellten Informationen und Schlussfolgerungen berücksichtigen nicht die individuellen Umstände der jeweiligen Personen; sie dürfen nicht als konkrete Empfehlung zu einer Investitionsentscheidung verstanden werden und stellen keine angemessene ausreichende Grundlage für das Treffen einer Investitionsentscheidung dar. Oliver Wyman übernimmt keinerlei Haftung für Verluste in Zusammenhang mit Handlungen, die aufgrund von Informationen oder Schlussfolgerungen, die in diesem Bericht, oder in den darin zitierten Berichten oder Quellen enthalten sind, unternommen oder unterlassen werden. Oliver Wyman übernimmt selbst dann keine Haftung für mittelbare und Folgeschäden oder vergleichbare Schäden, wenn ihm die Möglichkeit derartiger Schäden bekannt war.

Durch Annahme des vorliegenden Berichts erklären Sie sich mit der Bindungswirkung der vorstehenden Einschränkungen einverstanden.