

Kosten strukturierter Finanzprodukte im Lichte des Anlegerschutzes

Wie verstehen und berücksichtigen Kleinanleger Bankeninformationen in Verkaufsprospekten?

Rainer Baule und Patrick Münchhalphen

Schlagwörter: Derivat, Finanzprodukt, Investitionsrisiko, Kapitalanlage, Regulierung, strukturiertes Produkt, Transparenz, Verbraucherinformation (STW) | Finanzderivat, Geldanlage, Kapitalanlage, Kostenvergleich, Regulierung, Risikoabschätzung, Transparenz, Verbraucherinformation, Zertifikat (TheSoz)

Abstract

Nach EU-Recht müssen Banken seit 2018 Kleinanlegern standardisierte Basisinformationsblätter für strukturierte Anlageprodukte zur Verfügung stellen, in denen unter anderem die aus Anlegersicht entstehenden Kosten offenzulegen sind. Unsere Studie zeigt, dass diese Kosten ein wesentlicher Faktor bei der Anlageentscheidung sind. Daneben ist insbesondere für erfahrene Anleger die Produktstruktur von Bedeutung, während die Bank und der ebenfalls vorgeschriebene Risikoindikator weniger relevant sind.

Dieser Beitrag erscheint unter der Creative-Commons-Lizenz: Namensnennung – Weitergabe unter gleichen Bedingungen 4.0 International | CC BY-SA 4.0
Kurzform | <https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/deed.de>
Lizenztext | <http://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/de/legalcode>

Förderhinweis: Dieses Forschungsprojekt wurde durch das Ministerium für Kultur und Wissenschaft (MKW) des Landes Nordrhein-Westfalen im Rahmen des Kompetenzzentrums Verbraucherforschung (KVF NRW) gefördert. Das KVF NRW war zwischen 2011 und 2020 ein Kooperationsprojekt der Verbraucherzentrale Nordrhein-Westfalen e. V. mit dem Ministerium für Umwelt, Landwirtschaft, Natur- und Verbraucherschutz (MULNV) und dem Ministerium für Kultur und Wissenschaft (MKW) des Landes Nordrhein-Westfalen.

1 Einleitung

Strukturierte Finanzprodukte sind Geldanlageobjekte, deren Rückzahlung von der Wertentwicklung eines Basiswerts oder mehrerer Basiswerte wie etwa Aktien, Währungen oder Rohstoffe abhängt. Insbesondere in Deutschland werden derartige Produkte häufig unter dem Begriff „Zertifikate“ explizit für kleine private Anleger – im Gegensatz zu professionellen Marktteilnehmern – angeboten und erfreuen sich großer Beliebtheit. Trotz einiger Einbußen in den vergangenen Jahren, beträgt das Marktvolumen gemäß einer aktuellen Statistik des Deutschen Derivate Verbands circa 70 Mrd. Euro. Dabei stehen das Marktsegment als Ganzes und die Emittenten immer wieder in der Kritik insbesondere von Verbraucherschützern. Kritisiert werden die für Privatanleger teilweise kaum durchschaubare Komplexität der Produkte, die undurchsichtige Preisstellung und Kostenstruktur sowie mangelhafte bis hin zu irreführender Information in Verkaufsprospekten und Angebotsbroschüren. Während von mancher Seite geforderte grundsätzliche Verbote bestimmter Produktarten in Deutschland anders als ansatzweise in anderen Ländern (zum Beispiel in Form eines Moratoriums in Belgien) bislang ausgeblieben sind, haben in den letzten Jahren nationale und internationale Regulatoren vermehrt Vorschriften bezüglich einer standardisierten und transparenten Darstellung von Informationen bei strukturierten Finanzprodukten mit besonderem Schwerpunkt auf der Offenlegung von Kosten erlassen.

Die gewünschte Wirkung solcher Standardisierungen und Regulierungen von Verbraucherinformationen besteht darin, ein Bewusstsein für – auch versteckte – Kosten zu schaffen, Produkte verständlicher und vergleichbarer zu machen und so eine fundierte Anlageentscheidung zu begünstigen. Inwieweit dies erreicht wird, hängt entscheidend davon ab, wie die Informationen vom potenziellen Anleger wahrgenommen werden. Eine Kostentransparenz war ein wesentliches Element der zu Beginn 2018 EU-weit in Kraft getretenen sogenannten PRIIPs-Verordnung¹, welche die Standardisierung von Verbraucherin-

¹ 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).

formationen mittels Einführung eines „Basisinformationsblattes“ für eine Vielzahl von Anlageprodukten zum Ziel hatte. Die vorliegende Studie untersucht, inwieweit potenzielle Kleinanleger auf die in den Produktinformationsblättern vorliegenden Informationen reagieren. Geprüft wird auch, ob die bestehende Regulierung im Sinne des Verbraucherschutzes die Transparenz erhöht und somit Vorteile für private Investoren bietet.²

Dabei konzentrieren wir uns auf Discountzertifikate als eine der bedeutendsten Produktkategorien innerhalb der strukturierten Anlageprodukte. Discountzertifikate bieten die Möglichkeit, in einen Basiswert wie eine Aktie oder einen Aktienindex (etwa den DAX) zu investieren, wobei die anbietende Bank einen Abschlag – den Discount – zum Marktpreis des Basiswertes gewährt. Als Gegenleistung für den Discount verzichtet der Anleger auf die Wertentwicklung oberhalb eines bestimmten Kurses, dem sogenannten Cap. Er erhält also am Ende der Laufzeit, die sich zwischen einigen Monaten und Jahren bewegt, eine Rückzahlung in Höhe des Kurses des Basiswertes bei Fälligkeit, maximal jedoch den Cap.

Die in der Bewertung und Analyse solcher Produkte entscheidende Frage lautet, ob Leistung und Gegenleistung – hier also Discount und Cap – in einem angemessenen Verhältnis stehen. Die anbietende Bank kann die Zahlungsstruktur eines Zertifikats durch (gegebenenfalls synthetische) Positionen in Finanzprodukten wie sogenannte Futures und Optionen nachbilden, zu denen der Kleinanleger keinen Zugang besitzt. Finanzmarkttheoretisch besteht die Funktion der Bank beziehungsweise des Zertifikats also darin, Kleinanlegern den Zutritt zu einem Markt zu öffnen, der ihnen ansonsten verwehrt wäre. Die Produktanalyse kann nun durch Vergleich des Preises, den die Bank für die Nachbildung des Produktes am Markt zahlen muss (der „faire Wert“), und dem Preis, zu dem sie Kleinanlegern das Produkt anbietet, erfolgen. Die Differenz stellt für die Bank einen Deckungsbeitrag dar; für den Kleinanleger sind es spiegelbildlich implizite Kosten, die er für den Marktzugang zahlen muss. Diese Kosten sind allerdings nicht offensichtlich, da zu deren Ermittlung die Berechnung des fairen Wertes notwendig ist. Die hierfür notwendigen Kenntnisse des

2 Eine ausführlichere Darstellung der Ergebnisse ist zu finden in Baule und Münchhalphen 2021.

Marktes und entsprechender Bewertungsmodelle besitzen Kleinanleger in der Regel nicht.

Vor diesem Hintergrund sind die Banken mit Einführung der PRIIPs-Verordnung seit Beginn des Jahres 2018 verpflichtet, sämtliche Kosten in einem Basisinformationsblatt explizit auszuweisen. Wir analysieren die Wirkung dieser regulatorischen Maßnahme und beantworten dabei folgende zentrale Forschungsfragen:

- Nehmen Anleger die im Basisinformationsblatt offengelegten impliziten Kosten wahr und beeinflussen diese ihre Anlageentscheidung?
- An welchen (weiteren) Kriterien orientieren sich Anleger beim Kauf von Zertifikaten?

2 Discountzertifikate und ihre Attribute

Discountzertifikate bilden eine beliebte Untergruppe von strukturierten Produkten, die vergleichsweise einfach zu verstehen ist. Wie erläutert, erhält der Käufer eines Discountzertifikats am Laufzeitende eine Rückzahlung in Höhe des Kurses des Basiswerts bei Fälligkeit, maximal jedoch den Cap.³ Der Anleger wird somit von Gewinnen oberhalb des Cap-Niveaus abgeschnitten; zum Ausgleich liegt der Kaufpreis des Discountzertifikats unter dem Kurs des Basiswertes – der Anleger erhält den Basiswert mit einem Abschlag beziehungsweise Discount. Wir konzentrieren uns im Weiteren auf den DAX als einzigen Basiswert, um die Attraktivität des Produktes von der Attraktivität des Basiswertes zu entkoppeln. Zudem fixieren wir die Laufzeit auf einheitlich ein Jahr.

3 Bei Basiswerten mit hohem Kursniveau bezieht sich ein Zertifikat in der Regel auf einen Bruchteil des Basiswertes, zum Beispiel mit dem Faktor 0,01.

Neben der Laufzeit ist bei Discountzertifikaten der Cap die wichtigste Komponente, welche die Struktur des Produktes bestimmt. Je höher der Cap, desto höher ist die maximal mögliche Rendite für den Anleger, aber desto geringer ist auch der Discount. Es hängt von den Risiko-Rendite-Präferenzen des Anlegers und der Markterwartung ab, ob ein höherer oder ein niedrigerer Cap erwünscht ist. In jedem Fall sollte der Cap ein wichtiger Faktor bei der Auswahl eines Produktes sein.

Mit der Festlegung des Caps werden die Auszahlungsstruktur des Zertifikats und damit auch sein Risikoprofil vollständig bestimmt. Die Regelung der PRIIPs-Verordnung schreibt die Veröffentlichung eines Risikoindicators (Summary Risk Indicator, SRI) vor, der obligatorischer Bestandteil jedes Basisinformationsblattes ist. Der Risikoindikator soll Privatanlegern helfen, die Risiken verschiedener Anlagen zu identifizieren und zu vergleichen. Da das tatsächliche Risiko jedoch durch den Cap bereits festgelegt ist, können wir analysieren, ob eine Risikokommunikation die Wahl des Anlegers beeinflusst: Wird ein Produkt gegenüber einem ansonsten identischen Produkt bevorzugt, wenn es mit einem niedrigeren Risikoindikator gekennzeichnet ist?

Das Hauptmerkmal in unserer Analyse sind die mit der Investition verbundenen Kosten. Die Kosten für den Investor entstehen explizit durch Gebühren sowie implizit als Aufschlag auf den fairen Wert des Produktes. Die Summe aller Kosten für den Investor muss im Basisinformationsblatt ausgewiesen werden, sowohl als Prozentwert als auch als Euro-Betrag bei einer Investition von 10.000 Euro.

Schließlich betrachten wir die emittierende Bank als einen möglicherweise wichtigen Entscheidungsfaktor. Zertifikate sind rechtlich gesehen ungesicherte Inhaberschuldverschreibungen und nicht durch das Einlagensicherungssystem gedeckt. Der Anleger ist daher mit dem Ausfallrisiko der Emissionsbank konfrontiert, das von Emittent zu Emittent unterschiedlich ist. Zudem können, wie verschiedene Studien gezeigt haben, Vertrautheit und Bekanntheit, Sympathie und Loyalität wichtige Aspekte in Entscheidungsprozessen bei der Auswahl einer Anlage sein. Zusammenfassend halten wir als Produkteigenschaften den Cap, den Risikoindikator, die Kosten und den Emittenten für potenziell entscheidungsrelevant. Alle zur Auswahl stehenden Zertifikate sind mit dem DAX als Basiswert sowie einer Laufzeit von einem Jahr ausgestattet.

3 Forschungsmethodik

3.1 Definition der Merkmalsausprägungen

Ziel der Studie ist es, die Präferenzen von Privatanlegern anhand von Wahl-situationen zwischen verschiedenen Discountzertifikaten zu ermitteln. Hierzu haben wir eine experimentelle Untersuchung durchgeführt. Um die maximale Belastbarkeit der Teilnehmenden nicht zu überschreiten und um viele Unterbrechungen während der Befragung zu vermeiden, wurden auf eine Seite reduzierte Basisinformationsblätter zur Auswahl vorbereitet. All diese reduzierten Informationsblätter haben die gleiche Struktur und unterscheiden sich nur in den vier angesprochenen Merkmalen:

- Der **Cap** bestimmt die Struktur des Produktes. In unserem Experiment geben wir den Teilnehmenden die Information, dass der aktuelle Stand des DAX bei 11.500 Indexpunkten liegt. Bei einem Multiplikator von 0,01 würde ein Direktinvestment in den Basiswert somit 115 Euro kosten. Wir wählen vier Ausprägungen des Caps: 100, 110, 120 und 130 Euro. Es ist üblich, dass Discountzertifikate mit Caps sowohl oberhalb als auch unterhalb des Basiswertes angeboten werden. Bei einem hohen Cap von 130 Euro ähnelt das Zertifikat einer Investition in den Basiswert selbst mit einem nur geringen Discount. Bei einem niedrigen Cap von 100 Euro ähnelt das Zertifikat eher einer Anleiheinvestition (Zerobond) mit Nominalwert 100 Euro, die eine im Vergleich zu normalen Anleihen höhere Rendite ermöglicht, aber das Risiko birgt, anstelle des Nominalwerts eine niedrigere Rückzahlung zu erhalten.
- Der **Risikoindikator** soll Risiken von Investitionen für Privatanleger transparent und vergleichbar machen. Wie erwähnt, sind die Berechnungsregeln des Indikators verbindlich, sodass bei gegebenem Cap der auszuweisende Indikator feststeht. Um die Reaktion der Investoren auf die Risikokommunikation zu analysieren, variieren wir aber den Indikator für einen gegebenen Cap. Er kann für jedes Produkt einen „hohen“ und einen „niedrigen“ Wert annehmen: Beim Cap von 100 Euro ist der niedrige Wert 2 und der hohe Wert 3. Beim Cap von 110 Euro sind es 3 und 4; bei höheren Caps analog.

Wert mit der Black-Scholes-Formel (Black und Scholes 1973) und der aktuellen Marktvolatilität und addieren den Kostenparameter, um den Produktpreis zu erhalten.

- Schließlich werden die fiktiven Produkte mit vier **Emittenten** gekennzeichnet: Sparkasse, Commerzbank, DZ Bank und Merrill Lynch. Die Sparkasse repräsentiert Kreditinstitute mit einer breiten lokalen Präsenz. Die DZ Bank ist das Dachinstitut des genossenschaftlichen Finanzverbundes. Die Commerzbank repräsentiert den deutschen Privatbankensektor mit internationalem Geschäft. Darüber hinaus beziehen wir Merrill Lynch als Vertreter großer ausländischer Investmentbanken ein.

Insgesamt gibt es $4 \times 2 \times 3 \times 4 = 96$ mögliche unterschiedliche Produkte. Abbildung 1 zeigt ein beispielhaftes reduziertes Basisinformationsblatt eines Produktes der DZ Bank mit einem Cap in Höhe von 100 Euro, einen niedrigen SRI und ausgewiesenen Kosten in Höhe von 0,5 Prozent.

3.2 Experimentelles Design

Das primäre Studiendesign ist eine auswahlwahlbasierte Conjoint-Analyse.⁴ Den Teilnehmenden (mehr zur deren Auswahl siehe Seite 191) wurden verschiedene Discountzertifikate zur Auswahl gestellt, wobei jede Auswahl auf nur jeweils zwei Zertifikaten basierte, um die Probanden bei der Informationsaufnahme nicht zu überfordern. Jede teilnehmende Person erhielt zwölf verschiedene Auswahlsets, das heißt Paare von reduzierten Basisinformationsblättern von Discountzertifikaten, zur Auswahl. Jedes Paar der reduzierten Informationsblätter wurde zusammen auf einem einzigen Bildschirm präsentiert, sodass kein Scrollen zum Vergleich der beiden Produkte notwendig war. Mögliche Auswahlmöglichkeiten waren Produkt A, Produkt B oder keines von beiden.

Bei zwei von den zwölf Auswahlsets handelte es sich um Kontrollsets, um so mangelnde Konzentration und stumpfes Durchklicken zu erkennen. In beiden

⁴ Details zu dieser Methodik finden sich beispielsweise bei Gustafsson, Herrmann und Huber 2007; zur speziellen Ausgestaltung im Rahmen der vorliegenden Studie siehe Baule und Münchhalfen 2021.

Kontrollsets war jeweils ein Zertifikat eindeutig besser als das andere (gleicher Emittent, höhere Maximalrendite, geringerer Risikoindikator und geringere Kosten). Alle Teilnehmenden, die mindestens eines der klar schlechteren Produkte wählten, wurden von der Analyse ausgeschlossen. Während das erste Kontrollset zufällig zwischen den eigentlichen Auswahlsets platziert wurde, fand die zweite Kontrolle immer am Ende der zwölf Auswahlsets statt.

Das Experiment begann mit einer Einführung. Die Teilnehmenden erhielten Informationen über die Aufgabenstellung, die zu erwartende Bearbeitungszeit, die Gewährleistung der Anonymität und des Datenschutzes sowie die Möglichkeit zur Teilnahme an einem Gewinnspiel.⁵ Vor den eigentlichen Auswahlsets wurden die Probanden um eine Selbsteinschätzung ihrer Expertise im Bereich der strukturierten Produkte gebeten, die auf einer fünfstufigen Skala beantwortet werden sollte. Unabhängig von der Antwort konnten die Teilnehmenden weitere Erläuterungen zu Discountzertifikaten, deren Eigenschaften und der Struktur der Basisinformationsblätter aufrufen. Die Informationen zur Funktionalität und Gestaltung von Discountzertifikaten wurden anhand eines Auszahlungsprofils mit anschaulichen Szenarien grafisch und verbal dargestellt.

Nach der Selbsteinschätzung und der optionalen Produkterklärung folgten die Auswahlsets wie beschrieben. Danach wurden die Teilnehmenden zusätzlich direkt nach ihren Präferenzen bei der Anlageentscheidung gefragt. Insbesondere fragten wir nach der Bedeutung des Verlustrisikos, der Renditechancen, des Emittenten, der Kosten und eines Risikopuffers bei Anlageentscheidungen, und das jeweils auf einer fünfstufigen Skala. Um Sequenzeffekte zu vermeiden, wurde die Reihenfolge der fünf Attribute randomisiert. Das Experiment endete mit der Abfrage von demografischen Daten wie Geschlecht, Alter und Berufsgruppe sowie der freiwilligen Teilnahme an einer Lotterie, welche zu Motivationszwecken angeboten wurde.

Die Zielgruppe unserer Forschungsfragen sind Privatanleger, die ihre Anlageentscheidung zumindest teilweise selbstständig treffen und keine Bank- und Finanzberater aufsuchen. Diese Gruppe von Anlegern sollte den Umgang mit selbstständigen Geschäften auf Online-Brokerplattformen beherrschen und

5 Zu Anreizzwecken wurden nach der Studie unter den Teilnehmenden drei Barpreise in Höhe von 100 Euro, 150 Euro und 250 Euro verlost.

über eine höhere Finanzkompetenz als der Bevölkerungsdurchschnitt verfügen. Deshalb war es wünschenswert, dass auch die Teilnehmenden des Experiments zumindest teilweise eine höhere Finanzexpertise, insbesondere im Bereich der Investmentzertifikate, besitzen. Ausgehend von diesen Überlegungen haben wir zwei Gruppen zur Teilnahme an unserem Experiment eingeladen. Die erste Gruppe bestand aus Abonnenten eines Newsletters der Börse Stuttgart, die zweite Gruppe aus aktuellen und ehemaligen Studenten des Lehrstuhls für Bank- und Finanzwirtschaft der FernUniversität in Hagen. In beiden Gruppen sollte eine überdurchschnittliche Affinität und Erfahrung im Umgang mit Investmentzertifikaten – sei es praktisch oder theoretisch – vorhanden sein. Dabei ist zu beachten, dass die Studierendenschaft der FernUniversität in Hagen wesentlich heterogener ist als bei anderen Universitäten, da ein Großteil der Eingeschriebenen in Teilzeit studiert und parallel einer Beschäftigung nachgeht. Die Kontaktaufnahme zu beiden Gruppen begann am 15. März 2019 (im Rahmen des Newsletters oder direkt per E-Mail). Die Umfrage lief bis zum 15. April 2019. Eine Erinnerungsnachricht (mit gleichem Inhalt) wurde am 1. April 2019 verschickt.

Im Vorfeld der Studie haben wir verschiedene Pre-Tests durchgeführt, um die Verständlichkeit der Produktpräsentationen und Fragen sicherzustellen. Die Pre-Tests wurden mittels Think-Aloud-Technik durchgeführt und aufgezeichnet.⁶ Als zwei wesentliche Konsequenzen hieraus haben wir zu Beginn der Befragung eine kurze Fact-Box und Informationen zum grundsätzlichen Bearbeitungsstand in den Auswahl-situationen hinzugefügt. Die Fact-Box enthielt Informationen über die Anzahl der Seiten, die geschätzte Dauer und eine Erinnerung an die Verlosung.

3.3 Definition der Merkmalsausprägungen

Während 344 Teilnehmende das Experiment zwar begannen, jedoch nicht beendeten, erhielten wir insgesamt 226 abgeschlossene Umfragen. Um verlässliche Ergebnisse zu gewährleisten, filterten wir vor der Auswertung Daten von geringer Qualität heraus. 21 Teilnehmende, die in den Kontrollsets (siehe oben)

6 Für Details hierzu siehe zum Beispiel Van Someren, Barnard und Sandberg 1994.

die eindeutig schlechtere Alternative gewählt haben, blieben unberücksichtigt. Darüber hinaus führte das folgende Verhalten zu einem Ausschluss von weiteren neun Teilnehmenden:

- Kurze Verweildauer in jedem Auswahlset (eine Sekunde oder weniger).
- Keine Bewegung der Computer-Maus, obwohl eine Maus angeschlossen war.
- Kein Scrollen, obwohl ein Scrollen zum Lesen der vollständigen Frage erforderlich war.

Nach Abschluss der Datenbereinigung verblieben 196 Teilnehmende als Grundlage für unsere Auswertung. Deren Zusammensetzung ist in Tabelle 1 aufgeschlüsselt.

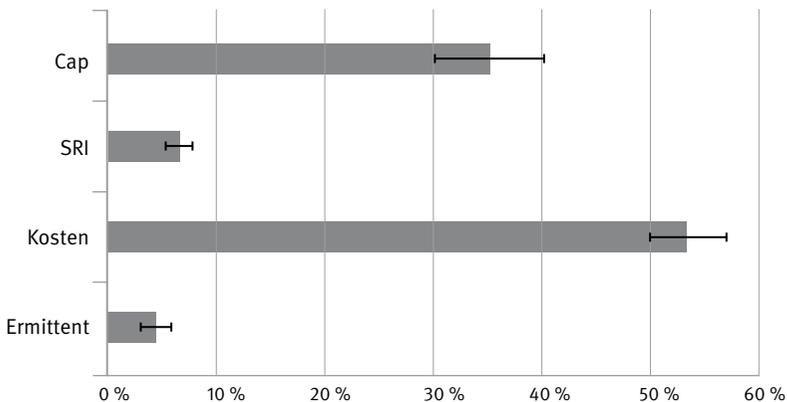
		Anzahl
Expertise	1 = niedrig	15
	2	44
	3	67
	4	49
	5 = hoch	21
Geschlecht	Männlich	147
	Weiblich	48
	Sonstige	1
Altersgruppe	Bis 25	13
	26-40	113
	41-55	40
	56-70	22
	über 70	8
Beschäftigung	Student	13
	Angestellt	139
	Selbstständig	15
	Ruhestand	19
	Sonstige	10

Tabelle 1: Deskriptive Übersicht der Teilnehmenden (Quelle: Eigene Darstellung).

4 Ergebnisse

4.1 Relative Wichtigkeit der Attribute

Die Abbildungen 2 bis 4 zeigen die Ergebnisse der Conjoint-Analyse. Abbildung 2 legt dar, dass der bedeutendste Faktor für die Auswahl eines Produktes mit einer relativen Wichtigkeit von 54 Prozent die Kosten sind. Die Produkteigenschaften (ausgedrückt durch den Cap) weisen mit einem Wert von 35 Prozent ebenfalls eine hohe Wichtigkeit auf. Weniger wichtig sind der Risikoindikator SRI und der Emittent mit Werten von 7 beziehungsweise 4 Prozent.



Fehlerbalken repräsentieren Konfidenzintervalle zum Niveau 90 Prozent.
(Noch höhere Niveaus würden hier zu unverhältnismäßig großen Intervallen führen.)

Abbildung 2: Relative Wichtigkeit der Attribute in der Conjoint-Analyse (Quelle: Eigene Darstellung).

Abbildung 3 veranschaulicht die Teilnutzenwerte der einzelnen Merkmalsausprägungen. Die Höhe des Caps determiniert wie dargelegt die Risiko-Rendite-Struktur hinsichtlich der Renditemöglichkeiten, der Wahrscheinlichkeit der maximalen Auszahlung und des Puffers für mögliche Verluste. Während hohe Caps mit höheren Chancen einhergehen, reduzieren niedrigere Caps die Verlustwahrscheinlichkeit. Den Resultaten zufolge sind Produkte mit höheren

Caps – und damit mehr aktienähnlichen Profilen – für Anleger attraktiver. Am beliebtesten sind Produkte mit Caps von 130 Euro und 120 Euro, gefolgt von 110 Euro mit größerem Abstand und schließlich 100 Euro.

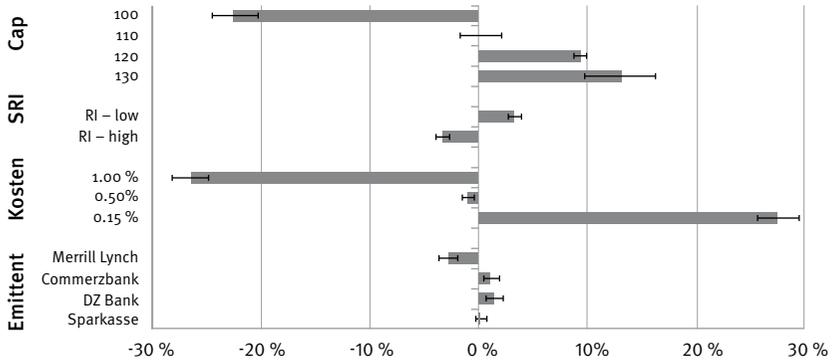


Abbildung 3: Teilnutzenwerte in der Conjoint-Analyse (Quelle: Eigene Darstellung).

Es ist davon auszugehen, dass sich die Teilnehmenden des Zusammenhangs zwischen Risiko und Rendite bewusst sind. Ein höherer Cap ist explizit mit einem höheren Risikoindikator SRI versehen – so ist zum Beispiel der Cap 130 Euro mit SRIs von 5 oder 6 gekennzeichnet, der Cap 100 Euro hingegen mit SRIs von 2 oder 3. Somit haben Investoren eine starke Präferenz für die Kombination „Cap 130; SRI 5“ gegenüber „Cap 100; SRI 2“. Da die Teilnehmenden zudem über ein überdurchschnittliches Wissen über Finanzprodukte verfügen, ist es unwahrscheinlich, dass sie nur die höheren Renditechancen berücksichtigen und das Risiko übersehen.

Weiterhin überrascht es wenig, dass niedrige Kosten bevorzugt werden, während höhere Kosten die Beliebtheit eines Discountzertifikats reduzieren. Der resultierende Präferenzunterschied zwischen dem mittleren Kostenniveau (0,5 Prozent) und dem niedrigen Kostenniveau (0,15 Prozent) ist ähnlich groß wie der Unterschied zwischen dem hohen Kostenniveau (1,0 Prozent) und dem mittleren Kostenniveau.

Die Ergebnisse für den Risikoindikator sind statistisch signifikant, aber von geringem Ausmaß. Es sei daran erinnert, dass in dem Experiment über den Indikator nicht das tatsächliche Risiko, sondern lediglich die Risikokommunikation beeinflusst wird – das tatsächliche Risiko ist durch die Produktstruktur und damit den Cap vollständig gegeben. Die Ergebnisse beziehen sich zum Beispiel auf eine Präferenz einer Kombination „Cap 120; SRI 4“ gegenüber „Cap 120; SRI 5“, obwohl die Produkte eigentlich identisch sind. Die geringe relative Bedeutung zeigt, dass sich die meisten Teilnehmenden dieses Umstandes bewusst sind und sich nicht durch einen (zu) niedrigen Risikoindikator blenden lassen. Dieser Befund unterstreicht wiederum deren relativ hohe Finanzkompetenz. Dennoch gibt es auch Teilnehmende, die den Indikator in ihre Anlageentscheidung einbeziehen.

Interessanterweise hat die emittierende Bank ebenfalls keinen großen Einfluss auf die Produktauswahl. Bei geringen Unterschieden sind die Zertifikate der DZ Bank und der Commerzbank am attraktivsten, gefolgt von der Sparkasse. Die starke regionale Präsenz und die hohe Sicherheit der Sparkasseninstitute reichten demnach nicht für den ersten Platz aus. Ein möglicher Grund dafür könnte darin liegen, dass die Teilnehmenden Zertifikate der DZ Bank und der Commerzbank bevorzugen, da diese beiden Banken im Gegensatz zur Sparkasse in der Realität sehr aktiv als Emittenten von Zertifikaten auftreten. Allerdings ist, wie bereits von Baule und Blonski (2015) dargelegt, die Kundenbindung am Markt für Zertifikate nicht sehr ausgeprägt, was durch den geringen Einfluss des Emittenten auf die Produktauswahl bestätigt wird. Am wenigsten attraktiv ist Merrill Lynch. Dies überrascht nicht, da diese Bank nicht als Emittent strukturierter Produkte in Deutschland auftritt, wodurch entsprechende Unsicherheiten resultieren, beispielsweise auch hinsichtlich der Geltendmachung etwaiger rechtlicher Ansprüche.

Abbildung 4 legt die marginale Zahlungsbereitschaft für einzelne Produktmerkmale dar, jeweils relativ zum unattraktivsten Merkmal, ausgedrückt in Prozentpunkten als Kostenäquivalent. Der Wert von 0,08 Prozent für den niedrigen Risikoindikator besagt, dass Anleger im Mittel bereit sind, um 0,08 Prozentpunkte höhere Kosten zu akzeptieren, wenn das Produkt mit einem um eine Stufe besseren Risikoindikator versehen ist. Dieser Wert ist sowohl für Banken als auch für Aufsichtsbehörden interessant: Wenn Banken ihr Produkt mit einem um eine Stufe zu niedrigen Risikoindikator kennzeichnen (irrtümlich oder absicht-

lich), können sie eine zusätzliche Marge von 0,08 Prozent erzielen. Bei einer durchschnittlichen Marge von 0,4 Prozent für DAX-Discountzertifikate (Baule 2011) erscheint dieser Wert gering, ist aber nicht zu vernachlässigen. Schließlich kann die Zahlungsbereitschaft für eine bestimmte Bank als Wert der Marke in diesem Markt angesehen werden. Offensichtlich ist dieser Wert nicht besonders hoch: Er beträgt 0,03 Prozent für die Sparkasse und 0,07 Prozent sowohl für die DZ Bank als auch für die Commerzbank, die ihre Marke in diesem Markt über Jahre hinweg durch Emissionstätigkeiten etabliert haben.

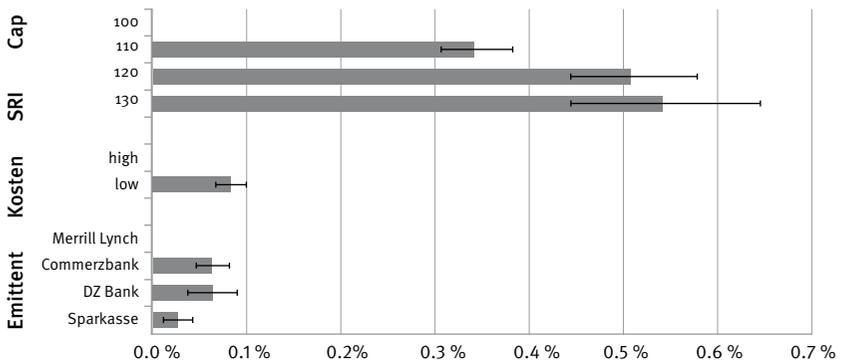


Abbildung 4: Marginale Zahlungsbereitschaft für einzelne Attribute in Prozent (Quelle: Eigene Darstellung).

4.2 Einfluss der Expertise

Wie bereits erläutert, haben wir Teilnehmende für die Studie eingeladen, die überdurchschnittliche Kenntnisse der Finanzmärkte oder entsprechende Handelserfahrung besitzen sollten. Darüber hinaus ist bekannt, dass Finanzkompetenz und die Bereitschaft zur Investition in den Aktienmarkt eng miteinander verbunden sind (Van Rooij, Lusardi und Alessie 2011). Dennoch ist unsere Stichprobe hinsichtlich der Erfahrung und Expertise in strukturierten Finanzprodukten heterogen. In diesem Abschnitt analysieren wir, ob die Expertise der Teilnehmenden die Ergebnisse beeinflusst. Mangels Verfügbarkeit eines objektiven Maßes für die Finanzexpertise greifen wir hierzu auf die Selbsteinschätzung der Teilnehmenden zurück. Dies ist bei der Interpretation entsprechend zu berücksichtigen.

Hierzu teilen wir die Stichprobe auf Grundlage der Selbsteinschätzung in fünf Gruppen auf und führen für jede Gruppe eine separate Conjoint-Analyse durch. Abbildung 5 stellt die Ergebnisse dar, in Form der relativen Wichtigkeiten der Produktmerkmale je Expertise-Gruppe (oberer Teil) sowie nochmals im Vergleich der Gruppen 1 und 5 (unterer Teil).

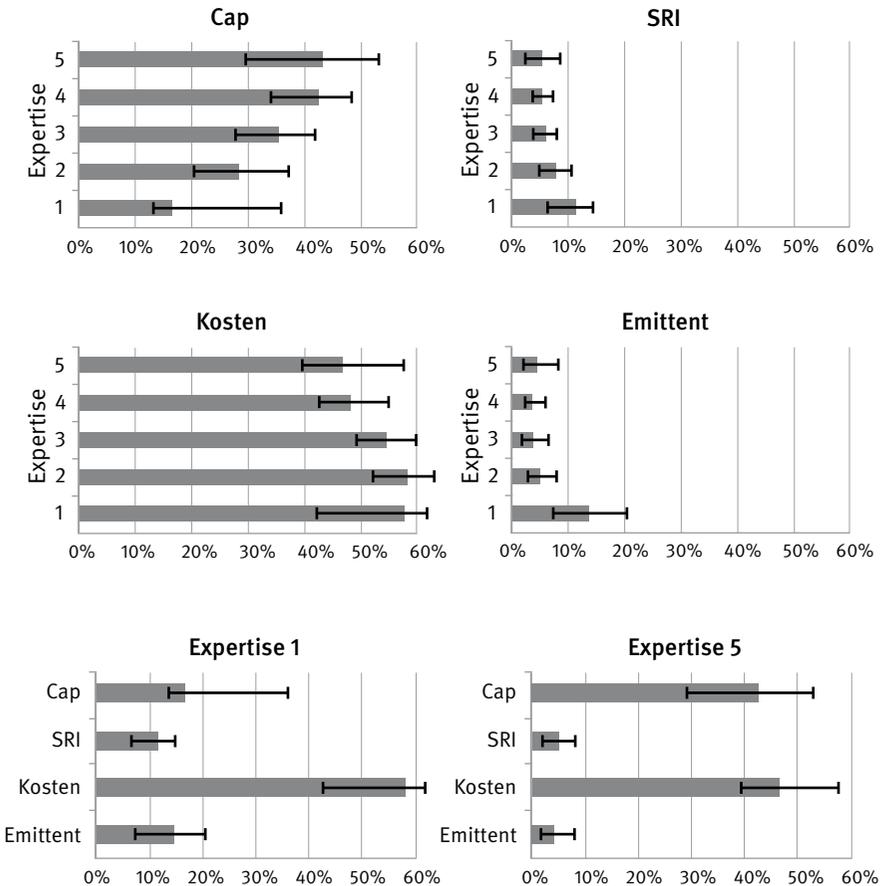


Abbildung 5: Unterschiede in den Präferenzen nach Expertise: Von Gruppe 1 (niedrige Expertise) bis Gruppe 5 (hohe Expertise). Die Fehlerbalken repräsentieren Konfidenzintervalle zum Niveau 90 Prozent.

(Quelle: Eigene Darstellung).

Es zeigt sich ein auffälliger Zusammenhang zwischen dem Niveau der Expertise und der relativen Bedeutung der Produktmerkmale, der für alle Merkmale monoton zwischen den Gruppen verläuft. Am stärksten ausgeprägt ist dieser Zusammenhang für die Produktstruktur, gegeben durch den Cap: Während der Cap für Investoren mit niedriger Expertise von geringem Interesse ist, gewinnt er in den Gruppen mit höherer Expertise an Bedeutung und ist dort fast so relevant wie die Kosten. Umgekehrt sinkt die Bedeutung der Kosten zwischen den Gruppen mit niedriger und hoher Expertise. Während für die Gruppe mit Expertise 1 die Differenz zwischen Kosten und Cap 41 Prozentpunkte beträgt, wird diese Differenz für die Gruppen 4 und 5 insignifikant.⁷

Dieser Befund bestätigt die Annahme, dass sich die Teilnehmenden der Risiko-Rendite-Struktur der Produkte bewusst sind: Explizit bevorzugen die erfahreneren Anleger Produkte mit höheren Caps. Sollte eine solche Präferenz auf einem Missverständnis der Produkte und der damit verbundenen Risiken beruhen, würden wir einen stärkeren Effekt bei unerfahreneren Teilnehmenden erwarten.

Hinsichtlich des Risikoindicators SRI legen die Gruppen mit geringer Expertise mehr Wert auf dieses Attribut. Wie erläutert, beinhaltet der Indikator keinerlei zusätzliche Informationen, sondern versieht das Zertifikat lediglich mit einem Etikett. Weniger erfahrene Investoren verlassen sich eher auf dieses Etikett, während erfahrene Investoren ein besseres Verständnis der inhärenten Risiken besitzen und ein solches Etikett nicht benötigen. Schließlich spielt auch der Emittent für die weniger erfahrenen Anleger eine wichtigere Rolle. Insbesondere weisen sie der Investmentbank Merrill Lynch einen größeren negativen Teilnutzenwert zu.

4.3 Einfluss der Informationsanforderung

Erfahrung und Fachwissen sowie Anlageentscheidungen können mit dem Informationsstand der Teilnehmenden zusammenhängen. Vor Beginn des eigentlichen Experiments bestand die Möglichkeit zur Einsicht eines komprimierten

7 Zu Details hinsichtlich Signifikanzen siehe Baule und Münchhalfen 2021.

Informationsblatts, welches die Funktionsweise und das Design von Discountzertifikaten näher erläutert. Erwartungsgemäß nutzten weniger erfahrene Teilnehmende diese Möglichkeit häufiger als jene, die sich selbst als kompetent einschätzten.

Interessanterweise unterscheiden sich die Präferenzen der Teilnehmende erheblich, je nachdem, ob sie weitere Informationen über Discountzertifikate angefordert haben oder nicht. Um die reinen Effekte der zusätzlichen Informationen zu identifizieren, konzentrieren wir uns bei der folgenden Analyse auf eine Gruppe von Teilnehmenden, die sich selbst eine gleich hohe Expertise zuschreiben. Aufgrund einer hinreichenden Anzahl von Gruppenmitgliedern betrachten wir für eine detaillierte Analyse Teilnehmende aus der Expertise-Gruppe 4. Im Gegensatz zur noch größeren Expertise-Gruppe 3 teilt sich Gruppe 4 nahezu gleichmäßig auf in Anleger, die weitere Informationen in Anspruch nahmen, und solche, die dies nicht taten. Die Ergebnisse der Conjoint-Analyse für diese Untergruppe sind in Abbildung 6 dargestellt, aufgeteilt in 24 Personen, die das Informationsblatt anforderten und 25 Personen, die dies nicht taten.

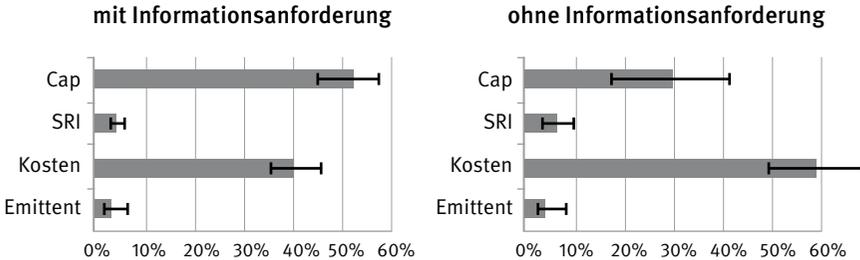


Abbildung 6: Unterschiede in den Präferenzen nach Informationsanforderung: Die relativen Wichtigkeiten sind mit Konfidenzintervallen zum Niveau 90 Prozent angegeben (Quelle: Eigene Darstellung).

Durch den Erhalt weiterer Informationen über die Ausgestaltung von Discountzertifikaten wird die relative Bedeutung des Caps erheblich größer. Ohne weitere Informationen anzufordern, verhalten sich die Teilnehmenden ähnlich wie die Personen der Expertise-Gruppe 2, während Teilnehmende, die sich die grundlegenden Informationen angeschaut haben, die Struktur des Produktes deutlich stärker betonen.

Eine normative Beurteilung, ob eine stärkere Fokussierung auf die Produktstruktur „gut“ oder „schlecht“ ist, ist schwierig. Auf der positiven Seite schärfen die weiteren Informationen offensichtlich den Blick auf die Struktur des Produktes und die Anleger gewinnen ein besseres Verständnis für die Funktionalität des Produktes. Andererseits könnte eine zu starke Gewichtung der Produktstruktur als Hinweis darauf gewertet werden, dass die Teilnehmenden ihre eigenen Fähigkeiten zur Auswahl des „besten“ Produktes überschätzen. Barberis und Thaler (2003) merken an, dass in manchen Fällen mehr Fachwissen eher Hindernis als Hilfe sein kann. Weiterhin ist zu beachten, dass die Ergebnisse auch durch einen Selektionseffekt getrieben sein können: Diejenigen Teilnehmenden, für die a priori die Produkteigenschaften von höherer Bedeutung sind, könnten dazu neigen, weitere Informationen anzufordern. Einen reinen Informationseffekt kann unser Studiendesign nicht nachweisen, da die Präsentation weiterer Informationen den Teilnehmenden nicht randomisiert zugeordnet wurde.

5 Fazit

5.1 Zusammenfassung

Unsere auswahlbasierte Conjoint-Analyse gibt Aufschlüsse über die Präferenzen und das Verhalten von Privatanlegern bei der Auswahl von strukturierten Finanzprodukten. Die Haupttreiber der Präferenzen sind die Produktstruktur, im Fall von Discountzertifikaten gegeben durch den Cap, und die Kosten. Die relative Bedeutung dieser beiden Attribute hängt vom Grad der Expertise ab: Erfahrenere Anleger sehen beide Attribute als etwa gleich wichtig an, während weniger erfahrene Anleger die Kosten stärker in den Vordergrund stellen. Darüber hinaus wird die relative Bedeutung der Produktstruktur in unserem Experiment erhöht, wenn die Teilnehmenden weitere Informationen über die Funktionsweise von Discountzertifikaten angefordert haben.

Ist das Verhalten der Anleger sinnvoll beziehungsweise rational? Es lässt sich – unter plausiblen Annahmen bezüglich Risikoaversion und erwarteter Marktrendite – zeigen, dass in dem durchgeführten Experiment die Produktstruktur beziehungsweise der Cap sowie die Kosten tatsächlich etwa gleich wichtig für den erwarteten Nutzen der Investition sind. Somit verhalten sich zumindest die erfahreneren Investoren recht rational. In dieser Hinsicht schließen wir uns Blonski und Blonski (2016) an, die der weitverbreiteten Ansicht entgegengetreten, dass alle Kleinanleger „dumme Noise Trader“ seien. Da die Erfahrung und Expertise in unserem Experiment auf einer Selbsteinschätzung beruhen, scheint diese Einschätzung realistisch zu sein. Hinweise auf Selbstüberschätzung, etwa unsinnige Entscheidungsmuster bei hoch eingeschätzter Expertise, finden wir nicht.

Die Kundenbindung ist bei strukturierten Produkten derweil nicht allzu stark ausgeprägt: Die Bedeutung des Emittenten ist gering. Der Wert der Marke eines Emittenten, ausgedrückt in der marginalen Zahlungsbereitschaft, beträgt nur wenige Basispunkte. Diese Ergebnisse unterstützen die von Baule und Blonski (2015) auf der Basis tatsächlicher Handelsdaten vorgelegte Evidenz. Schließlich ist die Bedeutung des regulatorischen Risikoindikator für erfahrene Investoren gering und steigt für weniger erfahrene an. Auch dieses Ergebnis entspricht einem rationalen Verhalten: Da der Indikator nur ein Etikett ist und die Eigenschaften des Produktes nicht verändert, sollten sich diejenigen Investoren, die die Funktionalität eines Discountzertifikats vollständig verstehen, nicht um ein solches Etikett kümmern. Für weniger erfahrene Anleger ist es hingegen sinnvoll, sich auf diesen einfachen und verständlichen Indikator als Heuristik zu verlassen.

5.2 Handlungsempfehlungen

Die Ergebnisse erlauben eine Reihe von Schlussfolgerungen hinsichtlich regulatorischer Maßnahmen. Zunächst einmal ist die Einführung eines vereinheitlichten Basisinformationsblattes grundsätzlich zu begrüßen. Da gemäß unserer Studie die Kosten den wichtigsten Faktor bei der Produktwahl von Kleinanlegern darstellen, ist eine entsprechende Transparenz aus Sicht des Verbraucherschutzes von hoher Bedeutung. Dabei ist es jedoch unerlässlich, dass diese Kosten zwischen den Emittenten vergleichbar sind. Die Definition der Kosten

in der PRIIPs-Verordnung ist nicht gänzlich eindeutig. Aktuelle Ergebnisse von Baule, Münchhalfer und Tallau (2019) bezüglich des „Issuer Estimated Value“, also des vom Emittenten selbst geschätzten Produktwerts, der im Rahmen einer Selbstregulierung der Emittenten freiwillig ausgewiesen wurde und insofern als Vorläufer der Kostenoffenlegung in der PRIIPs-Verordnung gesehen werden kann, zeigen: Die Emittenten interpretierten ihre Offenlegungspflichten unterschiedlich. Infolgedessen waren diese Werte nicht vergleichbar und somit wenig zielführend. Angesichts der Bedeutung der Kosten für die Anleger wird dringend empfohlen, die Kostendefinition klarer zu fassen. Letztlich ist es für Anleger unerheblich, ob die zu zahlende Prämie aus Marketingkosten, Absicherungskosten oder Gewinnmargen besteht. Eine generische und vergleichbare Definition der Einstiegskosten wäre daher die Differenz zwischen dem Produktpreis, den der Investor zu zahlen hat, und dem theoretisch fairen Produktwert. Dieser theoretische Wert muss die aktuellen Marktbedingungen unter professionellen Händlern widerspiegeln; er muss unter der Annahme eines vollkommenen Marktes berechnet werden (und darf nicht durch interne Kosten wie Strukturierungs- oder Absicherungskosten beeinflusst werden); er muss das Ausfallrisiko des Emittenten berücksichtigen; und er muss, wo immer nötig, auf der Grundlage anerkannter Modelle berechnet werden, welche anhand mittlerer Marktnotierungen von gehandelten Instrumenten kalibriert sind. Auf Verlangen muss die Berechnungsmethodik den Aufsichtsbehörden im Rahmen von stichprobenartigen Prüfungen plausibel dargelegt werden können.

Wie unsere Analyse zeigt, ist zudem der Risikoindikator als weiteres Kernelement der Basisinformationsblätter insbesondere für weniger erfahrene Anleger von Bedeutung, wenn auch nicht so stark wie der Kostenausweis. Es gibt jedoch weitaus komplexere Instrumente als Discountzertifikate. Als eine angenommene Verallgemeinerung unserer Ergebnisse könnte der Risikoindikator an Bedeutung gewinnen, wenn die Risiko-Rendite-Struktur eines Produktes weniger klar ist. Daher wird empfohlen, diesen Indikator weiterhin als integralen Bestandteil des Basisinformationsblatts auszuweisen. Da seine Berechnung im Detail geregelt ist, sollten keine Probleme der Vergleichbarkeit oder Verzerrung auftreten.

Schließlich haben wir festgestellt, dass die Struktur eines Produktes von höherer Bedeutung für die Anlageentscheidung ist, wenn sich die Anleger im Vorfeld näher mit dieser Struktur beschäftigen. Wir interpretieren diesen Be-

fund so, dass hierüber ein höheres Bewusstsein für die Produkteigenschaften und letztlich ein besseres Produktverständnis erzielt wird. Generell führt eine bessere Information zu einer besseren Entscheidung. Wie Anic und Wallmeier (2020) darüber hinaus zeigen, beeinflusst eine bessere Information auch die wahrgenommene Attraktivität von strukturierten Produkten. Aufsicht und Verbraucherschutz sollten daher weitere Anstrengungen unternehmen, um das Verständnis der Produkte zu erhöhen und so Fehlinvestitionen von Kleinanlegern zu verhindern. Im Rahmen der aktuellen Basisinformationsblätter könnte neben der einleitenden Produkterklärung ein möglicher Weg eine Verbesserung der Darstellung von Performance-Szenarien sein. Da wir diesen Abschnitt in unseren reduzierten Informationsblättern bewusst ausgeklammert haben, lassen die Wahrnehmung und der Einfluss dieser Performance-Szenarien Raum für weitere Untersuchungen.

Literatur

- Anic, Vladimir und Martin Wallmeier. 2020. Perceived attractiveness of structured financial products: The role of presentation format and reference instruments. *Journal of Behavioral Finance* 21, Nr. 1: 78-102. <https://doi.org/10.1080/15427560.2019.1629441>.
- Barberis, Nicholas und Richard Thaler. 2003. A survey of behavioral finance. In: *Handbook of the Economics of Finance* 1B, hg. von George M. Constantinides, Milton Harris und René M. Stulz, 1053-1128. Amsterdam: Elsevier.
- Baule, Rainer. 2011. The order flow of discount certificates and issuer pricing behavior. *Journal of Banking & Finance* 35, Nr. 11: 3120-3133.
- Baule, Rainer und Philip Blonski. 2015. The demand for warrants and issuer pricing strategies. *Journal of Futures Markets* 35, Nr. 12: 1195-1219. <https://doi.org/10.1002/fut.21703>.
- Baule, Rainer, Patrick Münchhalfen und Christian Tallau. 2019. *Disclosure policies for the issuer estimated value – Facts and fiction*. Working Paper der FernUniversität in Hagen und Fachhochschule Münster. Hagen: FernUniversität in Hagen. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3317499.
- Baule, Rainer und Patrick Münchhalfen. 2021. *What is your desire? Retail investor preferences in structured products*. Erscheint in: *Review of behavioral finance*.
- Black, Fischer und Myron Scholes. 1973. The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy* 81, Nr. 3: 637-654. <http://www.jstor.org/stable/1831029>.
- Blonski, Philip und Simon Christian Blonski. 2016. Are individual investors dumb noise traders: An analysis of their cognitive competence based on expert assessments. *Qualitative Research in Financial Markets* 8, Nr. 1: 45-69. <https://doi.org/10.1108/QRFM-02-2015-0009>.
- Gustafsson, Anders, Andreas Herrmann und Frank Huber. 2007. *Conjoint measurement: Methods and applications*. 4. Auflage. Berlin: Springer.
- Van Rooij, Maarten, Annamaria Lusardi und Rob Alessie. 2011. Financial literacy and stock market participation. *Journal of Financial Economics* 101, Nr. 2: 449-472. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.006>.
- Van Someren, Maarten W., Yvonne F. Barnard und Jacobijn A. C. Sandberg. 1994. *The think aloud method: A practical guide to modelling cognitive processes*. London: Academic Press.

Über die Autoren

Prof. Dr. Rainer Baule; Inhaber des Lehrstuhls für Bank- und Finanzwirtschaft der FernUniversität in Hagen.

Prof. Dr. Patrick Münchhalfen; Dozent am Fachbereich Finanzen der Hochschule des Bundes für öffentliche Verwaltung.