

Die Regulierung der Emission strukturierter Finanzprodukte für Retail-Anleger

Rainer Baule | Arnd Wiedemann

Strukturierte Finanzprodukte für Retail-Anleger stellen ein bedeutendes und weiter wachsendes Marktsegment dar. Im Zuge der Finanzkrise, insbesondere durch den Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers, gerieten diese Produkte jedoch negativ in den Fokus einer breiteren Öffentlichkeit in Deutschland. Verstärkt durch die medienwirksame Zurschaustellung betroffener Privatkunden wurde der Ruf nach verbessertem Schutz der Verbraucher vor Falschberatung lauter. Als eine erste Maßnahme hat der Gesetzgeber die Verpflichtung zur Erstellung so genannter Produktinformationsblätter (PIB) beschlossen, um Kunden über wesentliche Daten, Risiken und Kosten verschiedener Anlageprodukte aufzuklären. Der vorliegende Beitrag untersucht die Ausgestaltung und Wirkung von PIB im Hinblick auf die seitens der Emittenten gewählten Szenarien zur Veranschaulichung der Produkte.

Auf der Basis von § 5a WpDVerOV veröffentlichte das Bundesministerium für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz (BMELV) ein Muster eines standardisierten Produktinformationsblattes für Finanzprodukte. Diese Maßnahme sollte sowohl die Verständlichkeit als auch die institutsübergreifende Vergleichbarkeit von Anlageprodukten verbessern. Inwieweit die aktuellen Regulierungsvorschriften dem Schutz der Investoren dienen, ist Gegenstand des vom FIRM geförderten Forschungsprojektes „Die Regulierung der Emission strukturierter Finanzprodukte für Retail-Anleger“. Der Fokus liegt hierbei auf den Szenarien innerhalb der PIB, auch vor dem Hintergrund einer kürzlich vom BMELV in Auftrag gegebenen Studie [Habschick et al., 2012], die unter anderem zu dem Ergebnis kommt, dass die Gestaltung der Szenarien reguliert werden sollte.

Rechtfertigung und Notwendigkeit staatlicher Regulierung

Wissenschaftliche Studien haben analysiert, wie stark Emissionen strukturierter Produkte vom theoretisch fairen Wert abweichen. Während die Marge vor einigen Jahren noch bei mehreren Prozentpunkten lag [Wilkens/Erner/Röder, 2003], ist sie in letzter Zeit zumindest bei Standardprodukten stark zurückgegangen und liegt für diese nun deutlich unter einem Prozent [z. B. Baule, 2011]. Allerdings gibt es starke Unterschiede im Hinblick auf die Komplexität: Für komplexere Produkte werden deutlich höhere Margen aufgeschlagen als für einfache [Stoimenov/Wilkens, 2005]. Am US-Markt finden Henderson und Pearson [Henderson/Pearson 2011] Preisaufschläge von durchschnittlich acht Prozent für Produkte mit emittentenseitigem Kündigungsrecht.

Diese Tatsache allein rechtfertigt jedoch noch keine staatliche Regulierung. Ein solcher Eingriff könnte auf der Basis der Theorie der Bankenregulierung im Hinblick auf das Schutzbedürfnis der Anleger begründet werden. Analog zu Dewatripont und Tirole [Dewatripont/Tirole 1993, 1994], die die Notwendigkeit einer Bankenregulierung mit den nicht vorhandenen Monitoring-Fähigkeiten der Einleger bzw. deren entstehenden Monitoring-Kosten begründen, ließe sich

eine Regulierung des Marktes für strukturierte Finanzprodukte mit den Anlegern entstehenden Kosten für den Erwerb eines umfassenden Produkt- und Preisverständnisses begründen. So zeigen beispielsweise experimentelle Studien von Rieger [Rieger 2012] einen starken Zusammenhang zwischen der Fehleinschätzung von Anlegern hinsichtlich der Wahrscheinlichkeit, mit der gewisse Kursverläufe eintreten und der Existenz von strukturierten Finanzprodukten, mit denen Emittenten von genau diesen Fehleinschätzungen profitieren.

In PIB erklären Emittenten die Funktionsweise ihrer Produkte häufig mit Hilfe von illustrativen Szenarioanalysen. Hierbei wird die mit dem Produkt erzielbare Auszahlung für verschiedene mögliche Zukunftsszenarien des wesentlichen Werttreibers, beispielsweise des DAX, ausgewiesen. Studien auf der Basis von einzelnen US-amerikanischen Termsheets deuten darauf hin, dass die Auswahl der Szenarien stark zu Gunsten anlegerseitig vorteilhafter Szenarien verzerrt ist [Olazábal/Marmorstein, 2010, Bernard/Boyle/Gornall, 2011]. Dies könnte eine bewusste Irreführung der Anleger bedeuten und eine (stärkere) Regulierung der Szenarien notwendig machen. An dieser Stelle setzt das Forschungsprojekt an.

Verzerrte Szenarien in PIB – verkehrte Welt

Um den Vorwurf einer systematischen Verzerrung durch Banken überprüfen zu können, erfolgt im Rahmen des Projektes die erste umfassende Analyse von Verkaufsprospekten strukturierter Finanzprodukte im Hinblick auf die „sugerierte erwartete Rendite“ der Szenarien. Hierzu werden PIB aller zu einem Stichtag ausstehenden Discount-, Bonus- und Expresszertifikate der wesentlichen Emittenten am deutschen Markt (etwa 19.000 PIB) untersucht. Des Weiteren werden vergleichbare Dokumente aller im Mai und Juni 2012 am US-amerikanischen Markt emittierten strukturierter Finanzprodukte (etwa 1.000 Dokumente) in die Untersuchung einbezogen.

Die Ergebnisse weichen überraschend stark von den Aussagen bisheriger Untersuchungen ab, die lediglich eine geringe Zahl an Pro-

spekten analysiert haben. In der großen Mehrzahl der Fälle ist die durchschnittliche Rendite aller Szenarien demnach negativ – am deutschen Markt im Mittel bei -15 Prozent, am amerikanischen Markt -6 Prozent. Bei allen deutschen Emittenten ist die mittlere Szenariorendite negativ. Diese Zahlen sprechen klar gegen die den Banken häufig vorgeworfene Verzerrung der Szenarien zur Investorenbeeinflussung. Vielmehr werfen die Ergebnisse die Frage auf, inwieweit sich Investoren von der szenariobasiert suggerierten Rendite überhaupt beeinflussen lassen und welcher Stellenwert der Szenarioanalyse mit Blick auf die Regulierung zukommen sollte.

Einfluss von Szenarien geringer als angenommen

Um darauf eine Antwort zu finden, wird im Rahmen des Projektes untersucht, inwieweit die Szenarioauswahl in Verkaufsprospekten einen Einfluss auf die Wahrnehmung eines Produktes seitens der Anleger hat. Hierzu wurde über 300 Probanden je ein fiktives exemplarisches PIB eines strukturierten Finanzproduktes (Discount-, Bonus- oder Expresszertifikat) vorgelegt. Die dargestellten Szenarien variieren in Bezug auf die mittlere Rendite (Verzerrung nach oben oder unten) sowie die Schwankungsbreite als Maß für ein „suggeriertes Risiko“.

Erstaunlicherweise hat die Auswahl der Szenarien im PIB kaum signifikanten Einfluss auf die Beurteilung der Zertifikate. Insbesondere hängt die Einschätzung der vom Anleger erwarteten Rendite des Zertifikats nicht von einer nach oben oder unten gerichteten Verzerrung der Szenarios ab. Ähnlich verhält es sich mit der Schwankungsbreite der Szenarien. Eine erhöhte Volatilität der Szenarien führt nicht einheitlich dazu, dass Kunden ein Produkt als risikoreicher einschätzen.

Diese Resultate zeigen eine weitgehende Immunität der potenziellen Kunden gegenüber dem Versuch einer Beeinflussung durch die gezielte Auswahl von Szenarien. Inwieweit stiften Szenariodarstellungen aber überhaupt einen Nutzen? Zur Beantwortung dieser Frage können die Ergebnisse des Experiments über die Verständlichkeit sowie die wahrgenommene Komplexität der Produkte herangezogen werden. Hierzu war ein Teil der fiktiven PIB gänzlich ohne Szenarien ausgestattet. Während gerade bei einfachen Produkten die Existenz von Szenarien keinen Einfluss auf die Verständlichkeit hat, zeigt sich bei komplexeren Strukturen eine Reduktion der empfundenen Produktkomplexität. Unter Bereitstellung eines PIB mit Szenarien verringert sich der subjektiv empfundene Komplexitätsunterschied zwischen Bonus- und Expresszertifikaten.

Fazit

Im Hinblick auf die Ausgangsfragestellung des Projektes kann zunächst festgestellt werden, dass Banken mit der Verwendung von Szenarien die regulatorischen Anforderungen derzeit bereits erfüllen. Dabei werden die Szenarien in den meisten Fällen „on the fly“ auf der Basis aktueller Marktdaten generiert. Dem Kunden werden demnach hochgradig aktuelle Informationen zur Verfügung gestellt. Entgegen der häufiger zu findenden Aussage, dass die sich aus den Szenarien ergebende erwartete Rendite zum Vorteil der Investoren verzerrt ist, deuten die Ergebnisse darauf hin, dass in den Szenarien eher negative Renditen dargestellt werden. Hinzu kommt, dass die Szenariogestaltung kaum einen messbaren Einfluss auf die kundenseitige Wahrnehmung eines Finanzproduktes in Bezug auf Rendite und Risiko hat. Eine verstärkte Regulierung der Szenariodarstellungen in PIB scheint daher nicht notwendig. Stattdessen sollte der zukünftige

Fokus darauf ausgerichtet sein, mit welchen anderen Mitteln das Produktverständnis von Investoren verbessert werden kann.

Literatur

- Baule, R. [2011]: *The Order Flow of Discount Certificates and Issuer Pricing Behavior*, in: *Journal of Banking & Finance* 11/2011, S. 3120-3133.
- Bernard, C./Boyle, P./Gornall, W. [2011]: *Locally-Capped Investment Products and the Retail Investor*, in: *Journal of Derivatives* 4/2011, S. 72-88.
- Dewatripont, M./Tirole, J. [1993]: *Efficient Governance Structure: Implications for Banking Regulation*, in: Mayer, C./Vives, X. (Hrsg.): *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge 1993, S. 12-35.
- Dewatripont, M./Tirole, J. [1994]: *The Prudential Regulation of Banks*. Cambridge 1994.
- Habschick, M./Gaedeke, O./Lausberg, E./Eibisch, M./Evers, M. [2012]: *Evaluation von Produktinformationsblättern für Geldanlageprodukte. Studie im Auftrag der Bundesanstalt für Landwirtschaft und Ernährung für das Bundesministerium für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz (Az. 514-06.01-2810HS015)*, Hamburg/Köln 2012.
- Henderson, B. J./Pearson, N. D. [2011]: *The Dark Side of Financial Innovation: A Case Study of the Pricing of a Retail Financial Product*, in: *Journal of Financial Economics* 2/2011, S. 227-247.
- Olazábal, A. M./Marmorstein, H. [2010]: *Structured Products for the Retail Market: The Regulatory Implications of Investor Innumeracy and Consumer Information Processing*, in: *Arizona Law Review* 3/2010, S. 623-673.
- Rieger, M. O. [2012]: *Probability Misestimation and Preferences in Financial Investment Decisions*, in: *Journal of Behavioral Finance* 2/2012, S. 108-118.
- Stoimenov, P. A.; Wilkens, S. [2005]: *Are Structured Products "Fairly" Priced? An Analysis of the German Market for Equity-Linked Instruments*, in: *Journal of Banking & Finance* 12/2005, S. 2971-2993.
- Wilkens, S.; Erner, C.; Röder, K. [2003]: *The Pricing of Structured Products in Germany*, in: *Journal of Derivatives* 1/2003, S. 55-69.

Autoren



Prof. Dr. Rainer Baule, Lehrstuhl für Bank- und Finanzwirtschaft, FernUniversität in Hagen



Prof. Dr. Arnd Wiedemann, Lehrstuhl für Finanz- und Bankmanagement, Universität Siegen