

Neue
Betriebswirtschaftliche
Studienbücher

Band 43

Patrick Münchhalfen

Nutzen, Grenzen und Notwendigkeit regulatorischer Pflichtinformationen für strukturierte Finanzprodukte



Berliner
Wissenschafts-Verlag

Nutzen, Grenzen und Notwendigkeit
regulatorischer Pflichtinformationen
für strukturierte Finanzprodukte

Neue Betriebswirtschaftliche Studienbücher

Begründet von Prof. Dr. Hans-Dieter Deppe †

Herausgegeben von

Prof. Dr. Rainer Baule, Prof. Dr. Wolfgang Benner,
Prof. Dr. Thomas Burkhardt, Prof. Dr. Oliver Entrop,
Prof. Dr. Jan Körnert, Prof. Dr. Karl Lohmann,
Prof. Dr. Hendrik Scholz, Prof. Dr. Ursula Walther,
Prof. Dr. Marco Wilkens

Band 43

Patrick Münchhalfen

Nutzen, Grenzen und Notwendigkeit regulatorischer Pflichtinformationen für strukturierte Finanzprodukte



Berliner
Wissenschafts-Verlag

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtes ist unzulässig und strafbar.

Diese Veröffentlichung erscheint mit freundlicher Unterstützung der FernUniversität in Hagen.

© 2021 BWV | BERLINER WISSENSCHAFTS-VERLAG GmbH,
Behaimstraße 25, 10585 Berlin,
E-Mail: bwv@bwv-verlag.de, Internet: <http://www.bwv-verlag.de>

Druck: docupoint, Magdeburg
Gedruckt auf holzfreiem, chlor- und säurefreiem, alterungsbeständigem Papier.
Printed in Germany.

ISBN Print 978-3-8305-5085-3
ISBN E-Book 978-3-8305-4293-3

Für Anne und meine Eltern

Geleitwort

Strukturierte Finanzprodukte haben in der ersten Dekade des Jahrtausends einen bemerkenswerten Siegeszug angetreten – jäh gebremst durch die globale Finanzkrise und die Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers, die auch am deutschen Markt derartige Produkte für Kleinanleger angeboten hatte. Zahlreiche Anleger verloren viel Geld, mitunter einen Großteil ihres Vermögens. Die „Lehman-Oma“ stand sinnbildlich für den unbedarften Sparer, der durch vermeintliche Falschberatung in den Ruin getrieben wurde.

Die Reaktionen waren so vielfältig wie absehbar. Während einzelne (vermeintliche) Verbraucherschützer ein Verbot komplexer Produkte erreichen wollten, sahen manche Branchenvertreter keinen Anlass für Einschränkungen. Letztlich lief es auf eine verschärfte Regulierung der Informationspflichten hinaus. Insbesondere wurde in Deutschland das Produktionsinformationsblatt eingeführt, ein dreiseitiger „Beipackzettel“, der Anleger kompakt und standardisiert über Funktionsweise und Risiken des jeweiligen Produkts aufklären sollte.

Damit waren die Regulierungsmaßnahmen aber nicht erschöpft. Auf Ebene der Europäischen Union bereitete man eine länder- und produktübergreifende Standardisierung vor; gleichzeitig wurde die Branche in Deutschland selbst aktiv und gab sich einen „Kodex“ – sei es, um das gelittene Image des Marktsegments aufzubessern, sei es, um weiteren externen Vorschriften vorzubeugen. Zumindest das zweite Ziel wurde nicht erreicht: 2018 trat EU-weit die Verordnung über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger in Kraft.

Sind die verschiedenen getroffenen Regulierungsmaßnahmen hilfreich für den Kleinanleger? Woran orientiert er sich beim Kauf strukturierter Finanzprodukte? Wie gehen Banken mit den Vorschriften um? Welche Unterschiede sind zwischen Selbstregulierung und externer Regulierung festzustellen? Werden die Maßnahmen dem Ziel der Standardisierung gerecht?

Diese Fragen stehen im Zentrum der vorliegenden Dissertationsschrift von Herrn Münchhalfen. Damit stellt er der politisch-lobbyistisch geprägten Diskussion wertvolle unabhängige wissenschaftliche Erkenntnisse an die Seite. In einzelnen Teilstudien geht er darauf ein, inwieweit die Banken ihrem selbstgeschaffenen Kodex entsprechen und wahrheitsgemäß faire Werte ihrer Produkte berichten, inwieweit Kernelemente der neuen Basisinformationsblätter für Anleger in ihrer Produktwahl relevant sind bzw. an welchen weiteren Faktoren sie sich orientieren, inwieweit die Standardisierung zu vergleichbarer Aufmerksamkeit potenzieller Anleger führt sowie welche weiteren Darstellungselemente zu einem besseren Produktverständnis beitragen können.

Aus wissenschaftlicher Sicht konstituiert die Zusammenstellung dieser Studien ein höchst interessantes Forschungsprogramm, dem auch bereits entsprechende Aufmerksamkeit auf Fachtagungen in Europa und Amerika zuteil wurde. Herr Münchhalpen beeindruckt insbesondere durch die thematische und methodische Vielfalt, die in der Arbeit zum Ausdruck kommt. Daneben ist die Arbeit aber auch für Praktiker von Interesse: Regulatoren erhalten Erkenntnisse für die Wirksamkeit ihrer Maßnahmen, Verbraucherschützer bekommen Hinweise für weiteren Schutzbedarf von Kleinanlegern, und nicht zuletzt werden auch den Banken Informationen über das Verhalten ihrer Kunden und damit zusammenhängend Impulse für das Marketing bereitgestellt. Ein entsprechend hoher Verbreitungsgrad ist der Arbeit uneingeschränkt zu wünschen.

Hagen, im Oktober 2020

Rainer Baule

Vorwort

Die vorliegende Arbeit ist im Rahmen meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bank- und Finanzwirtschaft der FernUniversität in Hagen entstanden. Im Herbst 2020 wurde sie an der Fakultät für Wirtschaftswissenschaft der FernUniversität als Dissertationsschrift angenommen.

Es gibt Themengebiete, in welchen man sich auf kompetente Hilfe verlassen muss. Für viele Menschen bilden Finanzanlagen solch ein Thema, welches zudem in den letzten Jahrzehnten, wie beispielsweise im Bereich der privaten Altersabsicherung, konstant an Bedeutung gewonnen hat. Gleichzeitig fallen klassische und risikoarme Anlagen wie Spar- und Termineinlagen aktuell durch Niedrig- und Negativzinsen als probate Anlagemöglichkeiten aus. Solch eine Konstellation kann Kleinanleger zu Investitionen in komplexe Finanzprodukte verleiten. Um auch unerfahrenen Anlegern dabei fundierte Investitionsentscheidungen zu ermöglichen, sollen regulatorisch vorgegebene Produktinformationsblätter relevante Informationen kompakt und verständlich wiedergeben. Der Evaluierung eben jener Produktinformationsblätter für strukturierte Finanzprodukte widmet sich diese Arbeit. Auf Basis interessanter Zwischenergebnisse resultiert die Erkenntnis dieser Dissertation in der Frage, ob unerfahrene Kleinanleger überhaupt mittels aktueller Produktinformationsblätter in die Lage versetzt werden können, komplexe Finanzprodukte adäquat zu verstehen.

Der Weg zu dieser Erkenntnis war lang und gepflastert mit vielfältigen Hürden. Man hat keine Vorstellung davon, welche Probleme im Rahmen einer Promotion auftauchen können. Angefangen von der Suche nach qualitativ hochwertigen und gleichzeitig bezahlbaren Datensätzen bis hin zu Hindernissen datenschutzrechtlicher Natur. Mehr als einmal stand ich an einem Punkt, an dem es nicht weiter zu gehen schien. Es mag ein ungeschriebenes Gesetz zu sein, dass ein Promovend solche Situationen meistern muss. Im besten Falle gehört es wohl einfach zur persönlichen Entwicklung dazu. Als gebürtiger Rheinländer erinnert mich dieser Prozess an das rheinische Grundgesetz, welches mit folgendem Paragraphen beginnt:

§ 1 - Et es wie et es.

Anders gesagt: Es hilft nichts und man muss eben weiter machen. Gott sei Dank ist man dabei nicht allein, sodass es vielen Personen zu danken gilt. Angefangen bei meinem Doktorvater, Prof.

Dr. Rainer Baule, welcher mir nicht nur die Möglichkeit zur Promotion gab, sondern dabei im Rahmen seiner außergewöhnlichen Betreuung stets ein offenes Ohr und für jedes Problem eine probate Lösung hatte. Vielen Dank für die notwendige Geduld und das mir entgegengebrachte Vertrauen! Ebenso danken möchte ich Prof. Dr. Sabine Fliess für die Übernahme des Zweitgutachtens sowie Prof. Dr. Jörn Littkemann für seine Tätigkeit als Drittprüfer im Rahmen meiner Disputation. Ebenfalls zu nennen sind meine ehemaligen Kollegen vom Premium-Lehrstuhl. Besonders bedanken möchte ich mich hier bei Dr. Karin Niehoff, Jasmin Mazurek, Dr. David Shkel, (noch nicht Dr.) Sebastian Wessels, Michael Naumann, Philip Rosenthal, Florian Borchard, Sebastian Schlie, Falk Jensen und unserem akademischen Stiefbruder Oliver Beckmann. Viel zu selten habe ich mich für die fachliche Unterstützung oder einfach eine schöne Zeit bedankt. In euch habe ich so manchen Freund gefunden. Ebenso gilt mein Dank den Kollegen des Lehrstuhls Allgemeine Psychologie: Lernen, Motivation, Emotion, insbesondere Prof. Dr. Robert Gaschler und Dr. Christine Blech, welche mich bei der Durchführung meiner Experimente ungemein unterstützt haben. Neben der Arbeit am Lehrstuhl hatte ich zudem das Glück, viele interessante Projekte als Unternehmensberater begleiten zu dürfen. Stellvertretend für alle Kollegen der RFC Professionals GmbH möchte ich mich bei Oliver Tiebing für die persönliche Unterstützung und eine tolle Zeit (nicht nur bei den herausragenden Firmen-Events) bedanken.

Rückblickend fügten sich dann eben doch die Puzzlestücke auf dem Weg zur erfolgreichen Promotion wie durch Zauberhand. Sei es das anfängliche Einsteigerprojekt, welches sich dann doch als vollwertiges Forschungsprojekt herausstellte, die Auseinandersetzung mit dem Verbraucherschutz oder die Wendung hin zur experimentellen Forschung, welche mir überaus viel Freude bereitete! Letztendlich sah ich ein:

§ 2 - Et kütt wie et kütt

und das ist auch gut so! Zu guter Letzt gilt es noch ein paar ganz besonderen Menschen zu danken. Dazu zählen meine Eltern, welche mich in meinem Leben immer unterstützt und gefördert haben. Ich kann euch gar nicht genug danken und hoffe, euch stolz zu machen. Und natürlich danke ich meiner wundervollen Frau Anne, welche mir immer den Rücken gestärkt und meine (nunja, suboptimalen...) Launen, gerade zur Finalisierung der Dissertation, ertragen hat. Besser hätte ich es nicht treffen können. Letztendlich verbleibt so meine persönliche, ultimative Wahrheit:

§ 3 - Et hätt noch immer jot jejange!

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	vii
Vorwort	ix
Abbildungsverzeichnis	xv
Tabellenverzeichnis	xvii
Abkürzungsverzeichnis	xix
Symbolverzeichnis	xxi
1 Einführung	1
1.1 Thematische Einleitung und Zielsetzung	1
1.2 Struktur und Aufbau der Dissertation	4
2 Strukturierte Finanzprodukte für private Investoren	7
2.1 Zusammenführung der grundlegenden Themen	7
2.2 Strukturierte Finanzprodukte in Deutschland	9
2.2.1 Historische Entwicklung des Marktes	9
2.2.2 Betrachtung ausgewählter strukturierter Finanzprodukte	11
2.2.2.1 Marktüberblick	11
2.2.2.2 Kapitalschutz-Zertifikate	14
2.2.2.3 Express-Zertifikate	15
2.2.2.4 Bonus-Zertifikate	17
2.2.2.5 Discount-Zertifikate	18

2.2.3	Finanzwirtschaftliche Bewertung strukturierter Produkte am Beispiel des Discount-Zertifikates	19
2.2.4	Der Handel strukturierter Produkte in Deutschland	25
2.2.5	Historische Entwicklung der Margen	27
2.3	Regulatorische Aspekte zu strukturierten Finanzprodukten	31
2.3.1	Notwendigkeit externer Eingriffe	31
2.3.2	Entwicklung der Regulierung mittels Pflichtinformationen	33
2.3.3	Selbstregulierung	38
2.3.4	Aktuelle Pflichtinformationen für strukturierte Finanzprodukte	40
2.4	Regulierung strukturierter Produkte aus Sicht der Behavioral Finance	48
2.4.1	Neoklassischer Ansatz der vollständigen Rationalität	48
2.4.2	Entwicklung der Prospect Theory	49
2.4.3	Der Entscheidungsprozess des Homo Oeconomicus Humanus	54
2.4.4	Mögliche Verzerrungen im Entscheidungsprozess	58
2.4.5	Reduzierung von Verzerrungen mittels Pflichtinformationen	63
2.4.5.1	Möglichkeiten der Reduzierung von Verzerrungen	63
2.4.5.2	Pflichtinformationen aus Sicht der Behavioral Finance	65
3	Effekte der Selbstregulierung mittels Issuer Estimated Value	69
3.1	Einführung und Einordnung in die Literatur	69
3.2	Empirische Analyse	72
3.2.1	Berechnung des IEV	72
3.2.2	Basis und Aufbereitung der Daten	73
3.2.3	IEV- und Fair-Value-Margen	76
3.2.4	Offenlegungspolitik der Emittenten	83
3.3	Fazit	88

4	Anlegerpräferenzen bei strukturierten Finanzprodukten	91
4.1	Einführung und Einordnung in die Literatur	91
4.2	Methodik und Design	94
4.2.1	Discount-Zertifikate und mögliche Einflussfaktoren	94
4.2.2	Experimentelles Design	95
4.2.3	Einführung in die auswahlbasierte Conjoint-Analyse	101
4.3	Empirische Ergebnisse	104
4.3.1	Relative Wichtigkeiten von Produktattributen	104
4.3.2	Einfluss von Expertise und zusätzlichen Informationen	107
4.3.3	Vergleich direkter und indirekter Präferenzen	110
4.4	Fazit	113
5	Wahrnehmung und Standardisierung von Basisinformationsblättern	117
5.1	Einführung und Einordnung in die Literatur	117
5.2	Methodik und Design	119
5.3	Empirische Ergebnisse	123
5.3.1	Teilnehmer der Studie	123
5.3.2	Messung der Fläche und der Aufmerksamkeit	127
5.3.3	Standardisierung als Ziel der Regulierung	130
5.4	Fazit	132
6	Auswirkungen verschiedener Darstellungsformen auf die Informationsvermittlung von Pflichtinformationen	135
6.1	Einführung und Einordnung in die Literatur	135
6.2	Methodik und Design	138
6.3	Empirische Analyse	143
6.3.1	Deskriptive Statistiken	143
6.3.2	Effekte der Darstellungsformen auf das Produktverständnis	144
6.4	Fazit	148

7 Schlussbetrachtung	151
7.1 Studienübergreifende kritische Würdigung	151
7.2 Ausblick und Empfehlung	153
Anhang	155
Literaturverzeichnis	163

Abbildungsverzeichnis

2.1	Entwicklung des Zertifikatevolumens in Deutschland	9
2.2	Produktklassifizierung strukturierter Wertpapiere	11
2.3	Entwicklung der Marktvolumina ausgewählter Zertifikatetypen	14
2.4	Rekonstruktion eines Kapitalschutz-Zertifikates	15
2.5	Auszahlungsstruktur eines Express-Zertifikates	16
2.6	Rekonstruktion eines Bonus-Zertifikates	18
2.7	Rekonstruktion eines Discount-Zertifikates	19
2.8	Ermittelte Margen im Zeitverlauf	30
2.9	Wertfunktion der klassischen Prospect Theory	52
2.10	Wahrscheinlichkeitsgewichtungsfunktion	53
2.11	Zwei Systeme der Kognition nach Kahneman	55
3.1	Verteilung der IEV-Margen Teil 1	78
3.2	Verteilung der IEV-Margen Teil 2	79
3.3	IEV- und FV-Margen in Punktediagrammen Teil 1	86
3.4	IEV- und FV-Margen in Punktediagrammen Teil 2	87
4.1	Beispiel eines reduzierten BIB	97
4.2	Beispielhafte Auswahl-situation	99
4.3	Optionale zusätzliche Informationen	100
4.4	CBCA-Ergebnisse für die Gesamtstichprobe	105

5.1	Visualisierung der Areale	123
5.2	Relative Flächen der BIB	127
5.3	Relative Verteilung der Fixationszeiten	128
5.4	Relative Differenzen der Sektionen	129
6.1	Einführung in das Experiment	139
6.2	Produktinformationen in Textform für das Kapitalschutz-Zertifikat	140
6.3	DAX-Szenarien	141
6.4	Auszahlungsdiagramm für das Discount-Zertifikat	142
6.5	Auszahlungstabelle für das Express-Zertifikat	142
1	Komplettes BIB eines Discount-Zertifikates	158
2	Produktinformationen in Textform für das Discount-Zertifikat	159
3	Produktinformationen in Textform für das Bonus-Zertifikat	159
4	Produktinformationen in Textform für das Express-Zertifikat	160
5	Auszahlungsdiagramm für das Kapitalschutz-Zertifikat	160
6	Auszahlungsdiagramm für das Bonus-Zertifikat	161
7	Auszahlungsdiagramm für das Express-Zertifikat	161
8	Auszahlungstabelle für das Kapitalschutz-Zertifikat	161
9	Auszahlungstabelle für das Discount-Zertifikat	162
10	Auszahlungstabelle für das Bonus-Zertifikat	162

Tabellenverzeichnis

1.1	Graphische Darstellung der Leitfragen der Dissertation	4
2.1	Struktur des Zertifikatemarktes 2019	12
3.1	Zusammensetzung des IEV	72
3.2	Deskriptive Statistik der Stichprobe	74
3.3	Deskriptive Statistik der IEV-Margen	77
3.4	Zusammensetzung der FV-Margen	80
3.5	Vergleich von IEV- und FV-Margen	81
3.6	Ergebnisse der Margenregression	85
4.1	Attribute und Ausprägungen	98
4.2	Relative Wichtigkeiten der Produktattribute nach Expertise	108
4.3	Relative Wichtigkeiten unter Nutzung zusätzlicher Informationen	109
4.4	Direktabfrage der Wichtigkeiten	110
4.5	Ergebnisse der Regression der Präferenzen	112
5.1	Verknüpfung von Arealen und Sektionen	124
5.2	Erfahrungen der Eye-Tracking-Probanden	125
5.3	Direkte Abfrage von Verständlichkeit und Wichtigkeit	126
5.4	Relative Fixationszeiten	131
6.1	Produktinformationen nach Position im Experiment	140

6.2	Deskriptive Statistiken nach Expertise und Geschlecht	143
6.3	Anteile korrekter Antworten je Produkt und Position	145
6.4	Signifikante Unterschiede bei den Anteilen korrekter Antworten	145
6.5	Risikoeinschätzungen je Produkt und Position	147
6.6	Signifikante Unterschiede bei den Risikoeinschätzungen	147

Abkürzungsverzeichnis

AnSFuG	Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BIB	Basisinformationsblatt
BMEL	Bundesministerium für Ernährung und Landwirtschaft
BMELV	Bundesministerium für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz
BRRD	Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten (Englisch: Bank Recovery and Resolution Directive)
BSM	Black-Scholes-Merton
BZ	Bonus-Zertifikat
CBCA	Auswahlbasierte Conjoint-Analyse (Englisch: Choice-Based Conjoint Analysis)
CERS	Komitee der europäischen Aufsichtsbehörden (Englisch: Committee of European Securities Regulators)
CFD	Contract For Difference
CPT	Cumulative Prospect Theory
CRM	Credit Risk Measure
CS	Auswahlsituation (Englisch: Choice-Set)
DAX	Deutscher Aktienindex
DDV	Deutscher Derivate Verband
DEHOGA	Deutscher Hotel- und Gaststättenverband
DZ	Discount-Zertifikat
ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (Englisch: European Securities and Markets Authority)
EU	Erwartungsnutzen (Englisch: Expected Utility)
EUREX	European Exchange
EUWAX	European Warrant Exchange
EZ	Express-Zertifikat