

Die Regulierung der Emission strukturierter Finanzprodukte für Retail-Anleger

Projektabschlussbericht*

Rainer Baule
FernUniversität in Hagen

Arnd Wiedemann
Universität Siegen

14. Dezember 2012

1 Gegenstand des Projektes

Strukturierte Finanzprodukte für Retail-Anleger (“Zertifikate”) stellen ein bedeutendes und weiter wachsendes Marktsegment dar. Im Zuge der Finanzkrise 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. 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, z. B. des DAX, ausgewiesen. Studien auf Basis von einzelnen US-amerikanischen Termsheets deuten darauf hin, dass die Auswahl der Szenarien stark zu Gunsten anlegersei-

*Dieses Projekt wurde vom Frankfurter Institut für Risikomanagement und Regulierung gefördert. Die Autoren bedanken sich für die finanzielle Zuwendung und die Kooperation insbesondere bei Herrn Alexander Baunach, Herrn Ralph Freitag und Herrn Wolfgang Hartmann. Eine ausführliche Darstellung der Projektergebnisse findet sich in dem Arbeitspapier *Baule, R.; Blonski, P.; Schilli, T.; Wiedemann, A.*: “Persuasion and Persuasibility of Individual Investors by Scenarios”, Hagen/Siegen 2012.

tig vorteilhafter Szenarien verzerrt ist. Dies könnte eine bewusste Irreführung der Anleger bedeuten und eine (stärkere) Regulierung der Szenarien notwendig machen.

Ziel des Projektes war es, diesen Sachverhalt empirisch und experimentell zu untersuchen. Im ersten Teil wurde eine umfassende Bestandsaufnahme und Analyse von PIB bzw. Prospekten am deutschen sowie am US-amerikanischen Markt durchgeführt. Die Auswertung zeigt, dass eine systematische Verzerrung der Szenarien in den Informationsbroschüren *nicht* zu beobachten ist. Im zweiten Teil des Projektes wurde mit Hilfe von realitätsnahen fiktiven PIB untersucht, inwieweit potenzielle Anleger überhaupt empfänglich für verzerrte Szenariodarstellungen sind. Auch hier sind die Ergebnisse weitgehend negativ: Eine verzerrte Rendite in den Szenarien hat keinen signifikanten Einfluss auf die geschätzte Rendite des Zertifikates. Allenfalls führen überproportional viele positive Szenarien zu einer leichten Reduktion des wahrgenommenen Risikos, da die Anleger offenbar Risiko als Verlustgefahr sehen, die durch einen erhöhten Anteil an Nicht-Verlust-Szenarien unterschätzt wird.

2 Szenarioauswahl in Verkaufsprospekten

Um den Vorwurf einer systematischen Verzerrung durch Banken überprüfen zu können, erfolgte im Rahmen des Projektes die erste umfassende Analyse von Verkaufsprospekten strukturierter Finanzprodukte im Hinblick auf die "suggerierte erwartete Rendite" als arithmetisches Mittel der in den Szenarien gezeigten Zertifikatsrenditen. Hierzu wurden PIB aller zu einem Stichtag ausstehenden Discount-, Bonus- und Expresszertifikate der wesentlichen Emittenten am deutschen Markt (18.666 PIB) untersucht. Des Weiteren wurden vergleichbare Dokumente aller im Mai und Juni 2012 am US-amerikanischen Markt emittierten strukturierten Finanzprodukte, die eine Szenarioanalyse enthalten (1.294 Dokumente), in die Untersuchung mit einbezogen. Die deskriptiven Ergebnisse sind in Tabelle 1 dargestellt.

Die Ergebnisse weichen überraschend stark von den Aussagen bisheriger Untersuchungen ab, die lediglich eine geringe Zahl an Prospekten betrachtet haben. In der Mehrzahl der Fälle ist die durchschnittliche Rendite aller Szenarien pro Informationsbroschüre demnach negativ. Am deutschen Markt beträgt sie im Mittel -15% , am amerikanischen Markt -5% . Bei allen deutschen Emittenten ist die mittlere Szenariorendite negativ. Die Mediane liegen etwas höher, da die Verteilung der Szenariorenditen durch die Existenz von Totalverlustszenarien häufig linksschief ist. Im Mittel liegt der Median der suggerierten Renditen bei $+0\%$ auf dem deutschen und bei $+2\%$ auf dem amerikanischen Markt. Diese Zahlen sprechen für eine realistische Auswahl der Szenarien und gegen die den Banken häufig vorgeworfene Verzerrung zum Zwecke der Investorenbeeinflussung.

Deutscher Markt	Anzahl Dokumente	positive Szenarien	Szenarien pro Dok.	Mittl. Rendite	∅ Median Rendite	Mittl. Risiko
BNP	4.442	43 %	12,8	-16,4 %	-0,6 %	34,4 %
Citigroup	856	61 %	8,0	-5,1 %	+1,3 %	13,9 %
DZ Bank	1.993	46 %	11,7	-26,1 %	-6,2 %	39,9 %
Deutsche Bank	949	43 %	7,5	-21,8 %	-3,8 %	32,4 %
Goldman Sachs	1.645	48 %	7,0	-20,6 %	+1,5 %	47,3 %
HSBC	2.043	63 %	7,3	-3,0 %	+4,3 %	13,2 %
RBS	3.202	65 %	11,5	-9,6 %	+5,9 %	38,3 %
Société Générale	815	57 %	11,0	-17,2 %	+6,2 %	38,6 %
UBS	2.721	56 %	10,0	-15,5 %	-5,6 %	32,9 %
Total	18,666	53 %	10,4	-14,8 %	+0,2 %	33,4 %
US-amerikanischer Markt						
Bank of America	28	75 %	13,9	+11,1 %	+14,9 %	22,6 %
Bank of Montreal	136	68 %	8,6	-10,2 %	-5,9 %	20,7 %
Barclays	232	72 %	20,2	-5,1 %	+5,0 %	24,8 %
Citigroup	45	70 %	7,8	-3,7 %	+5,1 %	24,7 %
Credit Suisse	98	70 %	16,3	-2,5 %	+6,8 %	29,6 %
Deutsche Bank	56	59 %	14,5	-10,1 %	-2,9 %	34,0 %
Goldman Sachs	191	71 %	14,8	-0,9 %	+3,5 %	38,3 %
HSBC	74	71 %	18,5	-0,5 %	+3,3 %	31,8 %
JPMorgan Chase	156	65 %	14,8	-10,8 %	+2,6 %	32,3 %
Morgan Stanley	38	77 %	7,3	+6,9 %	+7,6 %	28,9 %
Royal Bank of Canada	135	67 %	10,1	-8,9 %	-1,8 %	22,9 %
UBS	72	62 %	14,1	-4,7 %	+0,7 %	32,2 %
Wells Fargo	33	72 %	14,6	+6,1 %	+1,6 %	35,4 %
Total	1.294	69 %	14,4	-4,8 %	+2,3 %	29,0 %

Tabelle 1. Deskriptive Statistik der Szenarien am deutschen und amerikanischen Markt. Die Spalten enthalten die Anzahl der untersuchten Dokumente, den Anteil an positiven Szenarien, die durchschnittliche Anzahl an Szenarien pro Dokument, die durchschnittliche suggerierte Rendite, den mittleren Median der suggerierten Rendite und das durchschnittlich suggerierte Risiko (Standardabweichung der Szenariorenditen).

3 Beeinflussbarkeit von Privatinvestoren

Die konservative Gestaltung der Prospekte wirft die Frage auf, inwieweit sich Investoren überhaupt von Szenarien in Verkaufsprospekten beeinflussen lassen. Um darauf eine Antwort zu finden, wurde im zweiten Teil des Projektes eine Studie zur Wahrnehmung eines Zertifikats in Abhängigkeit von dargebotenen Szenarien durchgeführt. Hierzu wurde etwa 300 Probanden je ein fiktives exemplarisches PIB eines Zertifikats (Discount, Bonus oder Express) mit dem DAX als Basiswert vorgelegt. Die dargestellten Szenarien variierten in Bezug auf die mittlere Rendite (Verzerrung nach oben oder unten) sowie die Schwan-

kungsbreite als Maß für das “suggerierte Risiko”. Die Probanden wurden dann nach ihrer Einschätzung hinsichtlich der Rendite und des Risikos des Produktes sowie zu Vergleichszwecken des Basiswertes gefragt.

Unter der Annahme der Beeinflussbarkeit der wahrgenommenen zentralen Produkteigenschaften Rendite und Risiko ist ein statistischer Zusammenhang zwischen suggerierter RET^{SUGG} und geschätzter Rendite RET^{EST} zu erwarten. Gleiches gilt für suggeriertes und wahrgenommenes Risiko $RISK^{SUGG}$ und $RISK^{EST}$. Zur Überprüfung dieses Zusammenhangs wurden Regressionen der Form

$$RET_i^{EST} = \alpha + \beta RET_i^{SUGG} + \gamma^T Controls_i + \epsilon_i \quad (1)$$

bzw.

$$RISK_i^{EST} = \alpha + \beta RISK_i^{SUGG} + \gamma^T Controls_i + \epsilon_i \quad (2)$$

durchgeführt.

Das von den Teilnehmern geschätzte Risiko wird hierbei auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) gemessen. Das suggerierte Risiko entspricht der Standardabweichung der Szenariorenditen. Der Vektor *Controls* steht für einen Satz an Kontrollvariablen, der in verschiedenen Regressionsmodellen variiert wurde. Hierzu zählt insbesondere die Risikoeinschätzung in der Rendite-Regression und vice versa. Des Weiteren wurden Zertifikatstypdummies (Discount, Bonus oder Express), die Szenarienanordnung (auf- oder absteigend), wahrgenommene Produktkomplexität, Prospektverständlichkeit sowie persönliche Eigenschaften des Teilnehmers wie Geschlecht und Alter sowie seine selbst eingeschätzte Expertise im Bereich von Finanzprodukten berücksichtigt. Ferner wurde eine Regression mit Interaktionen der suggerierten Größen mit den Zertifikatstypdummies durchgeführt, um potenziell unterschiedliche Effekte für verschiedene Zertifikatstypen (zum Beispiel aus Gründen der Komplexität) zu messen. Die Ergebnisse (ohne Kontrollvariablen) sind in Tabelle 2 dargestellt.

Überraschenderweise hängt die Einschätzung der vom Anleger erwarteten Rendite des Zertifikats nicht von einer nach oben oder unten gerichteten Verzerrung der Szenarien ab. In sämtlichen Modellen sind die entsprechenden Regressionskoeffizienten insignifikant. Zudem sind die Koeffizienten sehr klein und damit ökonomisch kaum relevant. Ein Wert von 0,06 (Modell 3 und 4) bedeutet beispielsweise, dass eine Erhöhung der suggerierten Rendite um 1 % die wahrgenommene Rendite lediglich um 0,06 % erhöht.

Ähnlich verhält es sich mit der Einschätzung des Risikos und der Schwankungsbreite der Szenarien. Eine erhöhte Volatilität der Szenarien führt nicht signifikant dazu, dass Kunden ein Produkt als risikoreicher einschätzen. Allerdings lässt sich ein leichter Zusammenhang zwischen suggerierter Rendite und wahrgenommenem Risiko konstatieren. In vier der fünf Modelle ist der entsprechende Koeffizient auf dem 5-%-Niveau signifikant. Eine nach oben verzerrte suggerierte Rendite führt damit zu einer Reduktion des wahrgenommenen Risikos. Dieses Ergebnis ist damit zu erklären, dass Privatanleger Risiko nicht als Schwankungsbreite

Rendite	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
RET^{SUGG}	+0,012 (0,057)	+0,037 (0,058)	+0,061 (0,051)	+0,062 (0,054)	
$RET^{SUGG} \cdot DISCOUNT$					+0,098 (0,121)
$RET^{SUGG} \cdot BONUS$					+0,039 (0,089)
$RET^{SUGG} \cdot EXPRESS$					+0,207 (0,258)
$RISK^{SUGG}$		+0,087 (0,078)	+0,019 (0,067)	+0,011 (0,075)	+0,091 (0,143)
Konstante	+6,252*** (0,536)	+5,212*** (1,233)	+4,402 (2,267)	+5,113 (5,626)	+5,745 (5,505)
R^2	0,000	0,066	0,177	0,210	0,202
Risiko	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$RISK^{SUGG}$	+0,019 (0,0133)	+0,003 (0,014)	+0,011 (0,014)	+0,014 (0,015)	
$RISK^{SUGG} \cdot DISCOUNT$					-0,003 (0,018)
$RISK^{SUGG} \cdot BONUS$					+0,026 (0,015)
$RISK^{SUGG} \cdot EXPRESS$					-0,006 (0,027)
RET^{SUGG}		-0,022* (0,011)	-0,024* (0,010)	-0,022 (0,012)	-0,029* (0,013)
Konstante	+3,533*** (0,207)	+3,646*** (0,262)	+2,856*** (0,490)	+1,886 (1,000)	+2,034* (0,965)
R^2	0,015	0,092	0,176	0,212	0,200

Tabelle 2. Regressionsanalyse der Einschätzung von Zertifikatsrendite und -risiko mit 5 Modellen. Die Modelle unterscheiden sich hinsichtlich der einbezogenen Kontrollvariablen, die hier nicht wiedergegeben werden. (Die Anzahl der Kontrollvariablen steigt von Modell 1 bis Modell 4 an.) In Modell 5 ersetzen Interaktionsterme mit Dummies für Discountzertifikate, Bonuszertifikate und Expreszertifikate die ansonsten verwendeten einfachen Regressionsvariablen. In Klammern sind jeweils die Standardabweichungen der Koeffizienten angegeben. Signifikanz auf dem 5-%-Niveau wird durch *, auf dem 1-%-Niveau durch ** und auf dem 0,1-%-Niveau durch *** gekennzeichnet.

um einen Erwartungswert auffassen, sondern als Verlustmöglichkeit. Eine nach oben verzerrte Szenariodarstellung führt nicht nur zu einer erhöhten suggerierten Rendite, sondern durch die damit einhergehende geringere Anzahl an Verlustszenarien auch zu einem nach unten verzerrten Verlustrisiko, was von den Anlegern als solches wahrgenommen wird.

4 Zusammenfassung

Die zentralen Ergebnisse des Projekts lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Sowohl deutsche als auch US-amerikanische Banken führen in ihren Verkaufsbroschüren keine systematische Verzerrung von Szenarien zum Zwecke der Anlegerbeeinflussung durch. Die mittleren suggerierten Renditen sind durchweg negativ. In Bezug auf den Median werden (mit wenigen Ausnahmen seitens US-amerikanischer Banken) realistische Szenarien gewählt.
- Potenzielle Anleger lassen sich in ihrer Renditeeinschätzung eines Produktes nicht signifikant durch eine verzerrte Szenarioauswahl beeinflussen. Die Renditeeinschätzung hängt nicht von der suggerierten Rendite ab.
- Eine positiv verzerrte Szenarioauswahl kann gleichwohl zu einer leichten Reduktion des wahrgenommenen Produktrisikos führen. Dies ist damit zu erklären, dass Anleger Risiko als Verlustgefahr sehen und in ihrer Wahrnehmung derselben von der relativen Anzahl an Verlustszenarien beeinflusst werden.