

PRIIPs-Verordnung und Marketingerfolg strukturierter Produkte

Von Rainer Baule und Patrick Münchhalphen



Die Kosten sind für die Mehrzahl der Kleinanleger das ausschlaggebende Argument bei der Auswahl strukturierter Finanzprodukte, dicht gefolgt von der Produktstruktur, die insbesondere für versiertere Anleger ebenso wichtig ist. Zu diesem Ergebnis kommen die Autoren bei einer in Zusammenarbeit mit der Börse Stuttgart durchgeführten experimentellen Analyse. Die Kundenbindung ist demnach wenig ausgeprägt: Der Emittent spielt in der Investitionsentscheidung nur eine marginale Rolle. Red.

Mit Inkrafttreten der sogenannten PRIIPs-Verordnung¹⁾ im Jahr 2018 sind Emittenten strukturierter Finanzprodukte für Kleinanleger verpflichtet, ihren Kunden ein standardisiertes dreiseitiges Basisinformationsblatt zur Verfügung zu stellen. Neben im Detail spezifizierten Regelungen zur Beschreibung und Darstellung der Produkte müssen diese Basisinformationen zwingend einen Risikoindikator sowie einen Kostenausweis enthalten. Der Risikoindikator wird nach genau vorgegebenen Methoden berechnet und stellt das Risiko plakativ auf einer Skala von 1 (geringes Risiko) bis 7 (hohes Risiko) dar.

Der Kostenausweis ist in dieser Form im Marktsegment für strukturierte Produkte neuartig: Erstmals werden Emittenten verpflichtet, ihre Bruttogewinnmarge offenzulegen. Sie ergibt sich aus der Differenz zwischen Ange-

botspreis und theoretischem fairem Wert des Produktes, wobei Letzterer wiederum – markt- oder modellbasiert – dem Handelspreis des Produktes zwischen professionellen Marktteilnehmern entspricht. Für den Emittenten stellt diese Differenz den Deckungsbeitrag dar, für den Anleger entspricht sie spiegelbildlich renditemindernden Kosten und ist entsprechend auszuweisen.

Welche Rolle spielt dieser Kostenausweis bei der Investitionsentscheidung? Ändert sich dadurch das Investitionsverhalten von Kleinanlegern? Aus anderen Bereichen ist bekannt, dass Bankkunden häufig sehr kostensensitiv agieren. So sind beispielsweise bei Investmentfonds der Ausgabeaufschlag sowie die jährliche Kostenquote ein wesentliche Entscheidungskriterien.²⁾ Im Bereich derivativer Retail-Produkte waren die Kosten hingegen vor Einführung der PRIIPs-Verordnung nicht

transparent. Auch wenn zumindest einzelne erfahrene Anleger eine gewisse Margensensitivität offenbarten,³⁾ dürfte der nun obligatorische Ausweis einen wesentlichen Einfluss auf das Anlegerverhalten besitzen.

Fokus auf Discountzertifikate

In diesem Beitrag⁴⁾ präsentieren wir die Ergebnisse einer auswahlbasierten Conjoint-Analyse, die wir unter knapp 200 potenziellen Anlegern durchgeführt haben. Die Teilnehmer waren zum einen Abonnenten eines Newsletters der Börse Stuttgart, die eine gewisse Affinität zum Börsengeschehen im Allgemeinen und zu strukturierten Produkten im Besonderen mitbringen. Zum anderen waren es ehemalige Teilnehmer studentischer Seminare am Lehrstuhl für Bank- und Finanzwirtschaft der Fernuniversität in Hagen. Aufgrund der Eigenheiten des Fernstudiums ist die Zusammensetzung dieser Gruppe hinreichend heterogen und insbesondere nicht restringiert auf junge Studenten mit geringem Einkommen. Eine Robustheitsanalyse zeigt zudem keine signifikanten Unterschiede im Investitionsverhalten beider Gruppen.

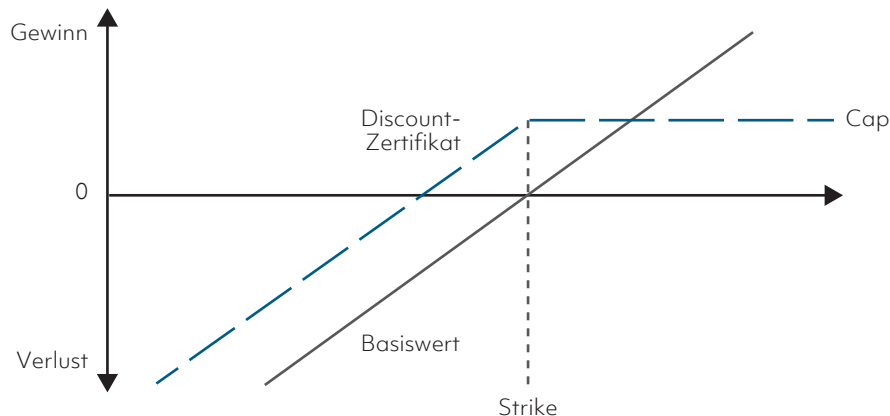
Die Untersuchung fokussiert auf Discountzertifikate als eine der bedeutendsten Produktkategorien innerhalb



Prof. Dr. Rainer Baule,
FernUniversität, Hagen

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 dafür verzichtet der Anleger auf die Wertentwicklung oberhalb eines bestimmten Kurses, dem 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. Eine Visualisierung des Auszahlungsprofils wird in Abbildung 1 dargestellt.

Abbildung 1: Auszahlungsprofil eines Discount-Zertifikates



Quelle: R. Baule/P. Münchhalfen

Wir haben uns auf den Dax als einzigen Basiswert festgelegt, um die Attraktivität des Produktes von der Attraktivität des Basiswertes zu entkoppeln. Zudem lag die Laufzeit einheitlich bei einem Jahr. Neben der Laufzeit ist bei Discount-Zertifikaten 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 unserem Experiment erhielten die Teilnehmer 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. Für den Cap wählten wir vier Ausprägungen: 100, 110, 120 und 130 Euro. Es ist üblich, dass Discount-Zertifikate mit Caps sowohl oberhalb als auch unterhalb des aktuellen Kurses. Bei einem hohen Cap von 130 Euro ähnelt das Zertifikat einer Investition in den Basis-

wert 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.

Mit der Festlegung des Caps ist die Auszahlungsstruktur des Zertifikates und damit auch sein Risikoprofil vollständig bestimmt. Wie dargelegt, schreibt die PRIIPs-Verordnung die Veröffentlichung eines Risikoindikator (Summary Risk Indicator, SRI) vor, der Privatanlegern helfen soll, die Risiken verschiedener Anlagen zu identifizieren und zu vergleichen. Da das tatsächliche Risiko jedoch durch den Cap bereits festgelegt ist, lässt sich 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?

Um die Reaktion der Investoren auf die Risikokommunikation zu analysieren, wurde der Indikator für einen gegebenen Cap variiert. Er konnte für jedes Produkt einen „hohen“ und einen „niedrigen“ Wert annehmen: Bei einem Cap von 100 Euro ist der niedrige Wert 2 und der hohe Wert 3, bei einem Cap von 110 Euro sind es 3 und 4, bei einem Cap von 120 Euro 4 und 5 und bei einem Cap von 130 Euro 5 und 6. Das Hauptmerkmal der Analyse sind die mit der Investition verbundenen Kosten, letztlich die Differenz aus Angebotspreis und theoretisch fairem Wert.

Diese Kosten müssen im Basisinformationsblatt ausgewiesen werden, sowohl als Prozentwert als auch als Euro-Betrag bei einer Investition von 10 000 Euro. Für das Experiment verwendeten wir drei Stufen: 0,15 Prozent, 0,5 Prozent und 1,0 Prozent. Dies sind realistische Werte für die tatsächlichen Kosten, sowohl hinsichtlich der Größe als auch der Streuung. Die Kosten sind im Basisinformationsblatt explizit angegeben. Darüber hinaus sind sie Teil des Produktpreises: Der ausgewiesene Preis entspricht dem fairen Wert zuzüglich der Kosten. Schließlich werden die fiktiven Produkte mit einem von vier Emittenten versehen: Sparkasse, Commerzbank, DZ Bank und Merrill Lynch.

Auswahlbasierte Conjoint-Analyse

Insgesamt gibt es $4 \times 2 \times 3 \times 4 = 96$ mögliche unterschiedliche Produkte. Den Teilnehmern der Studie wurden nach einer und Erläuterung der Funktionsweise von Discount-Zertifikaten jeweils zehn Paare von je zwei Zertifikaten zur Auswahl gestellt. Die Darstellung erfolgte anhand von vereinfachten Basisinformationsblättern, die den realen Blättern nachempfunden waren, aber die wesentlichen Informationen auf einer Seite verdichteten. Jedes Paar der reduzierten Informationsblätter wurde zusammen auf einem Bildschirm präsentiert, sodass kein Scrollen zum Vergleich der beiden Produkte notwendig war. Mögliche Auswahlmöglichkeiten waren Produkt A, Produkt B oder keines von beiden. Abbildung 2 zeigt ein beispielhaftes reduziertes Basisinformationsblatt eines Produktes der DZ Bank



Dr. Patrick Münchhalfen, Hochschule des Bundes für öffentliche Verwaltung, FB Finanzen, Münster

Abbildung 2: Reduziertes Basisinformationsblatt am Beispiel der DZ Bank

DZ BANK

Basisinformationsblatt

Produkt
Discount Zertifikat bezogen auf den Dax
WKN: 846900 / ISIN: DE0008469008
Hersteller des Produkts: DZ Bank (Emittent)

Sie sind im Begriff, ein Produkt zu erwerben, das nicht einfach ist und schwer zu verstehen sein kann.

1. Um welche Art von Produkt handelt es sich?

Basiswert	Deutscher Aktienindex (DE0008469008)	Kurs des Basiswerts bei Emission	11 500 Punkte
Emissionstag	01.03.2019	Bewertungstag	21.02.2020
Emissionspreis	97,92 Euro	Fälligkeit	28.02.2020
Cap / Höchstbetrag	100,00 Euro	Bezugsverhältnis	0,01

2. Welche Risiken bestehen?

Risikoindikator

1 2 3 4 5 6 7

← Niedrigeres Risiko Höheres Risiko →

Dieser Risikoindikator beruht auf der Annahme, dass Sie das Produkt bis zur Fälligkeit halten.

3. Welche Kosten entstehen?

Die Renditeminderung (Reduction in Yield – RIY) zeigt, wie sich die von Ihnen gezahlten Gesamtkosten auf die Anlagerendite, die Sie erhalten könnten, auswirken. In den Gesamtkosten sind einmalige und laufende Kosten berücksichtigt.

Kosten im Zeitverlauf	
Anlage 10 000 Euro	Wenn Sie am 28. Februar 2020 (Fälligkeit) einlösen:
Gesamtkosten:	50 Euro
Auswirkungen auf die Rendite (RIY) pro Jahr	0,50 Prozent

Quelle: R. Baule/P. Münchhalphen

mit einem Cap in Höhe von 100 Euro, einen niedrigen SRI und ausgewiesenen Kosten in Höhe von 0,5 Prozent.

Die Auswertung erfolgte anhand einer auswahlwahlbasierten Conjoint-Analyse.⁵⁾ Die zentrale Idee dieses Verfahrens besteht darin, den einzelnen Produktmerkmalen prozentuale Werte für ihre relative Wichtigkeit im Entscheidungsprozess zuzuordnen, die sich zu 100 Prozent addieren. Abbildung 4 zeigt das zentrale Ergebnis. Der bedeutendste Faktor für die Auswahl eines Produktes mit einer relativen Wichtigkeit von 54 Prozent sind die Kosten. Die Produkteigenschaften (ausgedrückt durch den Cap) weisen mit einem Wert von 35 Prozent ebenfalls eine hohe Relevanz auf. Weniger bedeutend sind der Risikoindikator SRI und der Emittent mit Werten von 7 Prozent beziehungsweise 4 Prozent. Die Conjoint-Analyse erlaubt es darüber hinaus, eine mittlere Zahlungsbereitschaft für einzelne Produktmerkmale anzugeben.

Dieser Wert gibt jeweils an, welche zusätzlichen Kosten für ein bestimmtes Merkmal akzeptabel sind.

Marginale Zahlungsbereitschaft

Die entsprechenden Ergebnisse finden sich in Abbildung 4, wobei die marginale Zahlungsbereitschaft jeweils relativ zum unattraktivsten Merkmal angegeben ist. Für den Cap ist der Wert von 100 Euro am wenigsten attraktiv. Der erste Balken besagt, dass Anleger im Mittel zusätzliche Kosten von 0,34 Prozentpunkten akzeptieren, um anstelle von 100 Euro einen Cap von 110 Euro zu erhalten. 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. Den Resultaten zufolge sind Produkte mit höheren Caps und damit mehr aktienähnlichen Profilen für Anleger attrakti-

ver, wobei eine monotone Präferenzreihenfolge besteht. Am beliebtesten sind Produkte mit Caps von 130 Euro, wofür Anleger um 0,54 Prozentpunkte höhere Kosten als für einen Cap bei 100 Euro akzeptieren würden.

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 Teilnehmer dieses Umstandes bewusst sind und sich nicht durch einen (zu) niedrigen Risikoindikator blenden lassen. Allerdings sind die Anleger im Mittel immerhin bereit, 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 absichtlich), können sie eine zusätzliche Marge von 0,08 Prozent erzielen. Dieser Wert erscheint gering, ist vor dem Hintergrund der für die hier betrachteten Standardprodukte aber insgesamt sehr niedrigen Margen aber nicht zu vernachlässigen. Nähere Analysen zeigen, dass dieser Wert für weniger erfahrene Anleger noch zunimmt, während der Risikoindikator für versierte Anleger kaum eine Rolle spielt.

Geringe Loyalität zum Emittenten

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 Sparkassen (die als Regionalinstitute in der Regel nicht selbst als Emittenten auftreten) und 0,07 Prozent für die DZ Bank sowie die Commerzbank, die ihre Marke in die-

sem Markt über Jahre hinweg durch Emissionstätigkeiten etabliert haben.

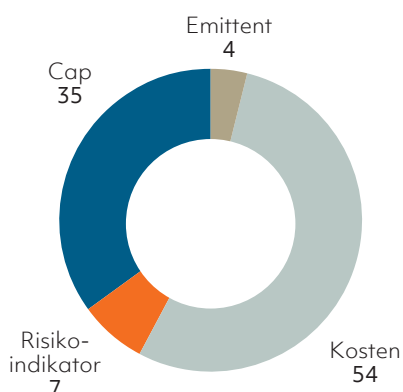
Diese Feststellung reiht sich ein in eine bereits seit Längerem beobachtete geringe Loyalität von Bankkunden. Dies gilt allgemein für Bankgeschäfte – durch wechselbereites Finanzverhalten wächst schon seit geraumer Zeit der Anteil von Zweit- und Drittbankverbindungen, da Bankkunden nicht nur von einem einzigen Anbieter abhängig sein möchten.⁶⁾ Auch speziell im Markt für Retail-Derivate wurde festgestellt, dass Investoren dazu neigen, für etwas geringere zu zahlende Margen den Emittenten zu wechseln.⁷⁾

Nicht alle Kleinanleger sind irrational

Als Fazit lässt sich festhalten: Die Offenlegung von Kosten für strukturierte Retail-Finanzprodukte gemäß PRIIPs-Verordnung hat einen maßgeblichen Einfluss auf das Entscheidungsverhalten der Anleger. Weitere Analysen haben gezeigt, dass sich insbesondere weniger erfahrene Investoren sehr stark an diesem einfach verständlichen Parameter orientieren, während für versiertere Teilnehmer die Produktstruktur zunehmend bedeutender wurde.⁸⁾ Für die Emittenten hat der Kostenfokus zur Folge, dass der ohnehin starke Preisdruck im Segment von Standardprodukten zumindest nicht nachlassen wird.

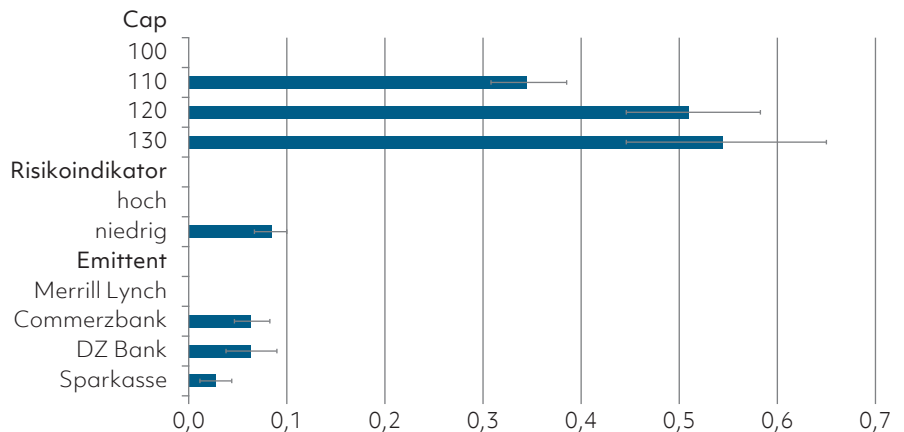
Die positive Nachricht ist indes, dass das Verhalten der Anleger durchaus sinnvoll beziehungsweise rational sein

Abbildung 3: Relative Wichtigkeit der Attribute in Prozent



Quelle: R. Baule/P. Münchhalfen

Abbildung 4: Marginale Zahlungsbereitschaft auf Ebene der Ausprägungen in Prozentpunkten



Quelle: R. Baule/P. Münchhalfen

kann. Es lässt sich – unter plausiblen Annahmen bezüglich Risikoaversion und erwarteter Markttrendite – zeigen, dass in dem durchgeführten Experiment die Produktstruktur beziehungsweise der Cap sowie die Kosten etwa gleich wichtig für den erwarteten Nutzen der Investition sind. Die Teilgruppe der gemäß Selbsteinschätzung versierteren Anleger in unserem Experiment zeigte ein Entscheidungsmuster, das mit diesen Annahmen kompatibel ist. Somit verhalten sich zumindest die erfahreneren Investoren recht rational. Entgegen einer weit verbreiteten Ansicht sind also nicht alle Kleinanleger „dumme Noise Trader“.⁹⁾

Die zunehmende Wichtigkeit der Produktstruktur zeigt die Bedeutung der Innovationskraft der Emittenten auf. Während mit Standardprodukten nur noch geringe Margen zu verdienen sind, ist für erfahrenere Anleger die Konzeption des Produktes von hoher Relevanz. Dabei ist es weitestgehend unerheblich, welcher Emittent ein Produkt anbietet. Gerade die Ermittlung der marginalen Zahlungsbereitschaft gibt Hinweise, wie Emittenten die Wünsche der Kundschaft gewinnbringend erfüllen können. Demnach zeigen gerade risikobereite Anleger Bereitschaft, für ein Produkt mit hoher Renditechance eine höhere Gebühr zu zahlen. Dies kann als Reaktion auf die niedrige Rendite sein, welche sicherheitsorientierte Anlagen in der derzeitigen Marktstruktur bieten. Unter Berücksichtigung des Kundenwillens gilt demnach: Mit guten Produktideen dürfte sich also auch zukünftig noch einträgliches Geschäft realisieren lassen.

Fußnoten

- 1) Verordnung (EU) 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (Packaged Retail Investment and Insurance-based Products, PRIIPs).
- 2) Vgl. beispielsweise Barber, Odean und Zheng (2006) sowie Wilcox (2003).
- 3) Vgl. Baule und Blonski (2015).
- 4) Der Beitrag basiert auf Baule und Münchhalfen (2020), Baule und Münchhalfen (2021) sowie Münchhalfen (2021).
- 5) 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).
- 6) Vgl. z. B. Lohmann (1997).
- 7) Vgl. Baule und Blonski (2015).
- 8) Vgl. Baule und Münchhalfen (2021).
- 9) Vgl. Blonski und Blonski (2016), die zu einer ähnlichen Einschätzung kommen.

Literaturverzeichnis

- Barber, B., T. Odean und L. Zheng (2005): Out of sight, out of mind: The effects of expenses on mutual fund flows. *Journal of Business* 78, 2095–2120.
- Baule, R. und P. Blonski (2015): Die Margen-Ab-satz-Funktion am Retail-Markt für Optionsscheine. *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 68, 396–399.
- Baule, R. und P. Münchhalfen (2020): Kosten strukturierter Finanzprodukte im Lichte des Anlegerschutzes. *Working Papers des KVF NRW*, Nr. 16.
- Baule, R. und P. Münchhalfen (2021): What is your desire? Retail investor preferences in structured products. *Review of Behavioral Finance*, im Erscheinen.
- Blonski, P. und S. C. Blonski (2016): Are individual investors dumb noise traders: An analysis of their cognitive competence based on expert assessments. *Qualitative Research in Financial Markets* 8, 45–69.
- Gustafsson, A., A. Herrmann und F. Huber (2007): *Conjoint Measurement: Methods and Applications*. 4. Auflage, Berlin.
- Lohmann, F. (1997): *Loyalität von Bankkunden*. Wiesbaden.
- Münchhalfen, P. (2021): *Nutzen, Grenzen und Notwendigkeit regulatorischer Pflichtinformationen für strukturierte Finanzprodukte*. Berlin.
- Wilcox, R. T. (2003): Bargain hunting or star gazing? Investors' preferences for stock mutual funds. *Journal of Business* 76, 645–663.