

Überlegungen zur Verbesserung des Anlegerschutzes: Transparenz versus Komplexität von Finanzprodukten

Diskussionspapier

von

Marc Becker / Björn Döhrer / Lutz Johanning

Stand: Mai 2012

Prof. Dr. Lutz Johanning
WHU - Otto Beisheim School of Management
Lehrstuhl für Empirische Kapitalmarktforschung
Burgplatz 2
56179 Vallendar
E-Mail: lutz.johanning@whu.edu

Björn Döhrer
EDG AG
E-Mail: doehrer@derivatives-group.com

Marc Becker
XTP GmbH
E-Mail: becker@transaction-partners.com

$$\sigma(\hat{\theta}) = \sqrt{\text{Var}(\hat{\theta})}$$

$$dS_t = \mu S_t dt + \sigma S_t dW_t$$

$$s^2 = \frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2$$

$$\sigma(\hat{\theta}) = \sqrt{\text{Var}(\hat{\theta})}$$

$$e = \lim_{n \rightarrow \infty} \left(1 + \frac{1}{n}\right)^n$$

$$m(x_1, \dots, x_2) = g_1(b_0^{(1)} + b_1^{(1)}x_1 + \dots + b_p^{(1)}x_p) + \dots + g_M(b_0^{(M)} + b_1^{(M)}x_1 + \dots)$$

In dem vorliegenden Diskussionspapier werden alternative Ansätze für die Regulierung von Finanzprodukten zur Verbesserung des Anlegerschutzes aufgezeigt. Anregungen zum dargestellten Diskussionsstand sind jederzeit herzlich willkommen und können per E-Mail direkt an Prof. Dr. Lutz Johanning (lutz.johanning@whu.edu) gerichtet werden.

Inhalt

| | | |
|-----|--|----|
| 1 | Ausgangssituation | 4 |
| 2 | Komplexität | 5 |
| 2.1 | Regulierungsinitiativen zur Komplexität | 5 |
| 2.2 | Subjektivität von Komplexität | 6 |
| 2.3 | Derivate und das Kundenbedürfnis nach Risikoreduktion | 7 |
| 3 | Transparenz..... | 9 |
| 3.1 | Definition und Aufschlüsselung der Transparenz | 9 |
| 3.2 | Darstellungsformen | 10 |
| 3.3 | Vergleich der Transparenz von verschiedenen Finanzprodukten | 11 |
| 3.4 | Standardisierung mittels Klassifizierung der wichtigsten Produkteigenschaften..... | 13 |
| 4 | Zusammenfassung und Schlussfolgerungen | 19 |
| | Literatur | 20 |

1 Ausgangssituation

Die Verbesserung des Anlegerschutzes steht in Deutschland und Europa auf der politischen und regulatorischen Prioritätenliste weit oben. Dabei geht es vor allem darum, Privatanleger vor zu hohen, unüberschaubaren Risiken zu schützen, sowie mehr Kostentransparenz herbeizuführen.

Zur Erreichung dieses Zieles hat der Gesetzgeber in den letzten Jahren bereits verschiedene Maßnahmen ergriffen. So wurde beispielsweise durch entsprechende Änderungen des deutschen Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) der Vertrieb von komplexen Produkten an eine besondere Eignungsprüfung geknüpft. Auch die aktuelle regulatorische Diskussion und Konsultation greift die Komplexität von Produkten für die private Kapitalanlage auf. So soll die ESMA (European Security Market Authority) mit der neu geschaffenen Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente (MiFIR-Verordnung) autorisiert werden, zeitlich begrenzte Verbote für als komplex erachtete Produkte auszusprechen. Zusätzlich dazu sollen die nationalen Behörden Produktverbote zum Zwecke des Verbraucherschutzes erlassen können.

Im vorliegenden Diskussionspapier wird der Frage nachgegangen, inwieweit das Ziel des Anlegerschutzes auf dem Wege der Regulierung von Komplexität erreicht werden kann. Ausgangspunkt der Überlegungen ist das Fehlen einer einheitlichen, objektiv nachvollziehbaren Definition von Komplexität. Hinzu kommt die Diskrepanz der regulatorischen Annahmen hinsichtlich der Verwendung von Derivaten und der tatsächlichen Nutzung dieser Finanzprodukte durch Privatanleger. Entgegen weit verbreiteter Vorbehalte dienen als komplex geltende Derivate nämlich ganz überwiegend der Risikoreduktion und werden von privaten Anlegern kaum zu spekulativen Zwecken genutzt.¹ Ein etwaiges Verbot solcher Produkte würde also nicht zum Abbau von Risiken beitragen, sondern im Gegenteil die Reduktion von Risiken erschweren und damit den Intentionen des Regulators sogar zuwiderlaufen.²

Im Folgenden wird diskutiert, ob die unbestreitbar sinnvollen Ziele des Regulators - Verbesserung des Anlegerschutzes sowie der Verständlichkeit und Vergleichbarkeit von Finanzprodukten - mit den bislang angewandten und aktuell vorgeschlagenen Mitteln überhaupt erreicht werden können und welche Lösungsalternativen sich anbieten. In diesem Zusammenhang wird ein Ansatz zur Realisierung der Anlegerschutz-Ziele entwickelt, der nicht auf die Komplexität der Produkte, sondern auf die Transparenz und insbesondere auf die Standardisierung der Transparenz abstellt.

¹ Vgl. ausführlich Abschnitt 2.3.

² Es käme wohl niemand auf die Idee, eine wirksame Medizin zu verbieten, nur weil es Patienten gibt, die die Zusammensetzung nicht kennen und die Wirkungsmechanismen nicht verstehen. Ein Teil der Medikamente unterliegt aber der Verschreibungspflicht, um Patienten vor potentiell gefährlichen Nebenwirkungen eines unsachgemäßen und unkontrollierten Gebrauchs zu schützen.

2 Komplexität

Die Komplexität von Finanzprodukten ließe sich nur dann sinnvoll regulieren, wenn es eine einheitliche, objektiv nachvollziehbare Definition von Komplexität gäbe. Dies ist aber nicht der Fall. Komplexität ist keine objektiv messbare Eigenschaft von Produkten, sie hängt vielmehr von der Einschätzung des Betrachters ab und ist somit subjektiv bestimmt.

2.1 Regulierungsinitiativen zur Komplexität

Komplexität ist sowohl im WpHG, das v.a. die MiFID I-Richtlinie (Markets in Financial Instruments Directive) umsetzt, als auch im Entwurf der EU-Kommission zur MiFID II-Richtlinie Ausgangspunkt aufsichtsrechtlicher Vorgaben. Dabei kommen diese Regelwerke ohne eine Legaldefinition von Komplexität aus. Die Unterscheidung zwischen komplexen und nicht-komplexen Produkten erfolgt lediglich per expliziter Zuordnung in Form von Aufzählungen. So listen § 31 Abs. 7 Nr. 1 und § 7 der WpDVerOV die als nicht-komplex erachteten Finanzinstrumente auf und nehmen sie von besonderen Prüfungen bzw. Prozessen aus. In der Folge können beispielsweise OGAW-Fonds unabhängig von ihrer etwaigen Komplexität auf Kundeninitiative hin ohne Eignungsprüfung vertrieben werden, während nicht unter die Aufzählung fallende - und demnach als komplex anzusehende - Produkte, zu denen insbesondere Schuldverschreibungen mit derivativen Komponenten (sogenannte Zertifikate) zählen, einer Prüfung unterzogen werden müssen. Hierbei ist unter anderem festzustellen, ob das Produkt für den jeweiligen Anleger geeignet ist. MiFID II sieht darüber hinaus für komplexe Produkte besondere Berichtspflichten vor, die vor allem auf die Bewertung dieser Produkte abzielen. Banken wird somit regulatorisch ein Anreiz gegeben, vorrangig nicht-komplexe Finanzprodukte zu vermarkten, da deren Vertrieb mit geringeren Prozesskosten verbunden ist. Dass das Nichtvorhandensein objektiver Faktoren für die Bestimmung von Komplexität die Regulierung vor erhebliche Probleme stellt, zeigt sich schon in der fehlenden Konkretisierung des Begriffs Komplexität in der MiFID wie im WpHG.

Die Einstufung in (übermäßig) komplex oder nicht-komplex erfolgt in den verschiedenen Initiativen und Regulierungen weder einheitlich noch ökonomisch durchgängig nachvollziehbar. Während OGAWs - und damit auch tatsächlich als sehr komplex geltende Fondsstrukturen wie Hedge Fonds (Newcits) oder strukturierte Fonds - in der MiFID bisher als nicht-komplex gelten, werden einfache strukturierte Produkte per se als komplex eingestuft. Über beide Produktgruppen können aber absolut vergleichbare Auszahlungsprofile und Kundennutzen abgebildet werden (beispielsweise mit einem Garantiefonds und Kapitalschutz-Zertifikat). Bei aller Unterschiedlichkeit in der rechtlichen Struktur (Sondervermögen vs. Inhaberschuldverschreibung) sind sich beide Produktgruppen hinsichtlich Anlagestrategie bzw. Komplexität doch sehr ähnlich.

Wie schwer respektive willkürlich es ist zwischen komplexen und nicht-komplexen Produkten abzugrenzen, verdeutlichen auch die diesbezüglichen Diskussionen und Konsultationen der Regulierer in den einzelnen Ländern.³ So gelten beispielsweise laut dem FSMA-Moratorium in Belgien⁴ Produkte

³ Verschiedene nationale Behörden sowie private Institutionen und Verbände haben gezielt Konsultationspapiere zu strukturierten oder komplexen Finanzprodukten erarbeitet. Siehe hierzu beispielhaft: FSA (2011), AMF (2010), COSOB (2009), Dänemark (2011) und FINRA (2011).

⁴ Vgl. FSMA (2011). Am 20. Juni 2011 hat die belgische FSMA (Financial Services and Markets Authority) eine Mitteilung über ein freiwilliges Moratorium veröffentlicht. Demnach verzichten die teilnehmenden Finanzinstitute freiwillig auf den

auf Gold als nicht-komplex, wohingegen Produkte mit dem Basiswert Silber als komplex eingestuft werden. Während Cliquet-Optionen, um ein weiteres Beispiel anzuführen, aufgrund ihrer Risikoreduktionseigenschaft zu den nicht-komplexen Produkten gezählt werden, gelten Barriere-Optionen, obwohl in der Praxis oftmals ebenfalls risikoreduzierend eingesetzt, dagegen als komplex.

Wollte man den Begriff der Komplexität etwa über die verwendeten Instrumente genauer fassen, so würde der Versuch unter anderem daran scheitern, dass viele derivative Auszahlungsprofile durch Handelsstrategien in den zugrundeliegenden Basiswerten repliziert werden können. Diese Replikation der zugrunde liegenden Auszahlungsprofile ist Grundlage der Bewertung von Optionen und in der Praxis üblich. So kann die Zahlungsstruktur eines Aktiengarantiefonds durch eine Absicherung über Derivate⁵, aber auch über eine dynamische Handelsstrategie - die sogenannte Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI)⁶ - oder ähnliche Strategien dargestellt werden. Andere Beispiele für derivative Auszahlungsprofile sind Lebensversicherungen und Bausparverträge.⁷ Auch aktiv gemanagte Aktienfonds, die die Erzielung einer Überrendite im Vergleich zu einem Index verfolgen, enthalten häufig einen erheblichen Derivateanteil. Wie aber will man schlüssig begründen, identische Strategien regulatorisch ungleich zu behandeln? Dies widerspräche insbesondere dem (nunmehr der PRIPs-Initiative⁸ zugrunde liegenden) Ziel der Regulierung, ein einheitliches „level-playing-field“ für Finanzprodukte zu schaffen und regulatorische Vorteile oder Benachteiligungen („Regulatory Arbitrage“) auszuschließen.

Diese Diskrepanzen hat die ESMA erkannt und in ihren im Januar 2012 veröffentlichten Richtlinien zu ETFs und anderen (strukturierten) OGAWs aufgegriffen.⁹ So werden für strukturierte und komplexe OGAWs sowie ETFs weitreichende Informationspflichten gefordert, um eine Anlage in diese Produkte transparenter zu gestalten. Neben einfachen Erweiterungen wie der Kennzeichnung von ETFs im Namen werden auch weitreichende Auskunftspflichten zu Wertpapierleihe und Total Return Swaps angestrebt. Anbieter sollen dazu verpflichtet werden, Angaben zu Höhe und Art der Ausfallrisiken, zur Besicherung (vor allem zur Qualität des Collaterals) und zur Verwendung der Einnahmen (im Fall von Wertpapierleihe) zu veröffentlichen. Die ESMA fordert hier also die Erhöhung der Transparenz und reguliert nicht die Komplexität.

2.2 Subjektivität von Komplexität

Die Beantwortung der Frage, ob ein Finanzprodukt als komplex oder nicht-komplex einzustufen ist, hängt in erster Linie vom Wissensstand und der Erfahrung des Anlegers ab. Ein auf die Bewertung und Risikoeinschätzung spezialisierter Finanzmathematiker wird nahezu sämtliche Finanzprodukte eigenständig bewerten und damit auch die Kosten sowie das Risiko bestimmen können. Dagegen

Vertrieb von „übermäßig komplexen“ strukturierten Produkten (Zertifikaten) an Privatanleger. Dieses Moratorium gilt in Belgien seit dem 1. August 2011.

⁵ Auszug aus dem Halbjahresbericht 2011 eines Garantiefonds: Bestand der Derivate am Fondsvermögen: 77,04 %. Siehe Deka (2011).

⁶ Vgl. Black / Jones (1987).

⁷ „Der Zyklus eines Bausparvertrages umfasst im Wesentlichen die Anspar-, die Zuteilungs- und die Tilgungsphase. Alle Phasen sind durch vielfältige, nicht vom Basisvertrag trennbare Optionsrechte gekennzeichnet. Entsprechend ist der Bausparvertrag als strukturiertes Finanzinstrument zu qualifizieren.“ Siehe hierzu Schwäbisch Hall (2010), S. 56.

⁸ PRIPs steht für Packaged Retail Investment Products.

⁹ ESMA (2012).

wird ein unerfahrener, in Finanzfragen wenig vorgebildeter Privatanleger diese Bewertung selbst dann nicht vornehmen können, wenn ihm umfassende Detailinformationen über das Produkt an die Hand gegeben werden. Aus Sicht des Durchschnittsanlegers wären folglich die meisten Finanzprodukte als komplex, aus Sicht des Finanzmathematikers die meisten Produkte als nicht-komplex einzustufen.

Genau diese Subjektivität lässt sich, wie eingangs beschrieben, auch an den unterschiedlichen nationalen Regulierungsinitiativen ablesen. Eine einheitliche Definition von Komplexität, welche die Perspektiven von Regulierung, Produktanbietern sowie Verbrauchern integriert, ist demnach nicht oder nur um den Preis außerordentlicher Abstriche und Verzerrungen möglich, da „ein gemeinsamer Nenner“ gefunden werden müsste.

2.3 Derivate und das Kundenbedürfnis nach Risikoreduktion

Wie eingangs kurz beschrieben, wird bei der Diskussion um die Komplexität von Finanzprodukten zumeist außer Acht gelassen, dass vielfach als komplex eingestufte Derivate von sicherheitsorientierten Anlegern gezielt genutzt werden, um Risiken zu verringern.¹⁰ Dies zeigt anschaulich die Verteilung der investierten Anlegergelder im Zertifikatemarkt. Die nachfolgende Abbildung gibt die Verteilung des investierten Volumens und der Anzahl strukturierter Finanzprodukte über die Risikoklassen der EDG AG für den deutschen Zertifikatemarkt¹¹ zum 31.12.2011 an. Seit mehr als sechs Jahren lässt der Deutsche Derivate Verband (DDV) zweimal wöchentlich das Risiko für über 700.000 Produkte berechnen. Bei der Risikoklassifizierung werden alle Produkte in eine von fünf Risikoklassen eingestuft. Während die Risikoklasse 1 Produkte für den „sicherheitsorientierten“ Anleger umfasst, enthalten die Risikoklassen 2 und 3 Produkte für den „begrenzt risikobereiten“ bzw. den „risikobereiten“ Anleger. Die Produkte der Risikoklasse 4 eignen sich nur für den „vermehrt risikobereiten“ Anleger, und die in Risikoklasse 5 eingestuften Produkte kommen schließlich nur noch für den „spekulativen“ Anleger in Betracht. Beliebte Basiswerte wie der DAX oder EURO STOXX 50 fallen gemäß diesem Schema in die Risikoklasse 3.

¹⁰ Auch der niederländische Regulierer (AFM - Autoriteit Financiële Markten) bezieht positiv Stellung zu komplexen Produkten, solange Investoren diese verstehen und einen Nutzen daraus erzielen.

¹¹ Zum 31.01.2012 betrug das in der DDV-Marktvolumenstatistik erhobene investierte Marktvolumen in Zertifikaten 90,3 Mrd. €, woraus sich eine Schätzung für den Gesamtmarkt von 100,3 Mrd. € ergibt. Davon entfallen 98,7 % auf Anlageprodukte und 1,3 % auf Hebelprodukte.

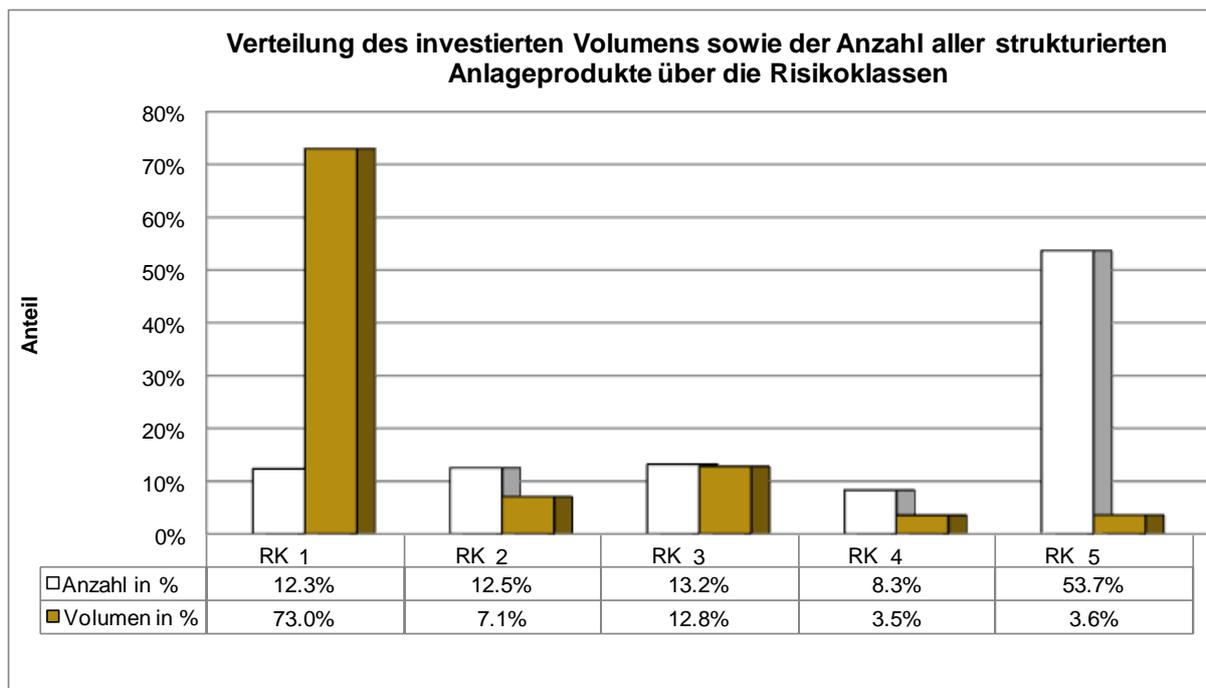


Abbildung 1: Verteilung des investierten Volumens sowie der Anzahl aller strukturierten Anlageprodukte über die EDG-Risikoklassen zum 31.12.2011¹²

Auffällig ist die gegensätzliche Verteilung der Produkte über die Risikoklassen nach Anzahl und investiertem Volumen. Aufgrund der Vielzahl an Hebelprodukten (Optionsscheine und Knock-Out-Papiere) mit unterschiedlichsten Ausstattungen ist mehr als die Hälfte aller strukturierten Produkte (53,7 %) in der höchsten Risikoklasse 5 eingestuft. Auf die risikoärmsten Klassen 1 und 2 entfallen dagegen nur 12,3 % bzw. 12,5 % aller Produkte. Richtet man den Blick jedoch auf die Verteilung der Volumina, so wird rasch deutlich, dass der weitaus größte Teil der Anlegergelder in den risikoärmsten Produkten investiert ist. Ganz eindeutig dominieren Zertifikate für sicherheitsorientierte Anleger (Risikoklasse 1) mit einem Anteil am Gesamtvolumen von fast drei Vierteln (73,0 %). Auf spekulative Produkte (Risikoklasse 5) entfällt umgekehrt nur ein kleiner Teil der Anlegergelder (unter 4 %).

Aus der Analyse der Verteilung des investierten Volumens über die Risikoklassen geht also hervor, dass Anleger, die in strukturierte Produkte investieren - entgegen der gängigen Meinung - überwiegend zu den konservativen Investoren zu zählen sind. Sie nutzen die Produkte primär zur Reduktion der Risiken im Vergleich zu einer Direktanlage. Ihr treibendes Motiv ist folglich die Absicherung bzw. der Kapitalerhalt und nicht die Spekulation. Dabei handelt es sich bei der in Abbildung 1 aufgezeigten Verteilung keinesfalls um eine Momentaufnahme, sondern um ein seit Jahren (in gewissen Schwankungsbreiten) stabiles Gefüge. Offensichtlich bestätigen die realen Markterfahrungen und das darauf aufbauende Investitionsverhalten die Eignung strukturierter Anlageprodukte bzw. derivativer Strukturen zur Absicherung und Begrenzung von Risiken.

¹² Nicht für alle 700.000 Produkte liegen aktuell Informationen zu dem investierten Volumen vor. Für die dargestellte Verteilung des investierten Volumens wurden 401.309 Produkte mit einem Volumen von insgesamt 43,3 Mrd. € untersucht. Um den Gesamtmarkt abzubilden, wurde die Verteilung der einbezogenen Produkte hochgerechnet.

3 Transparenz

Während die Beurteilung der Komplexität eines Finanzprodukts maßgeblich von subjektiven Faktoren abhängt, kann die Transparenz eines Produkts objektiv festgestellt werden. Dazu muss in einem ersten Schritt der Begriff der Transparenz definiert bzw. aufgeschlüsselt werden. Dies erfolgt auf der Grundlage der wesentlichen Charakteristika von Finanzprodukten. Zu unterscheiden sind hierbei die einzelnen Produktmerkmale und die darauf bezogenen Darstellungsformen der Transparenz. Um verschiedene Produkttypen hinsichtlich ihrer (Gesamt-)Transparenz miteinander vergleichen zu können, bedarf es eines allgemeinen, produktübergreifenden Klassifizierungsschemas für die konstitutiven Merkmale Risiko, Bonität, Liquidität, Renditepotential und Kosten.

3.1 Definition und Aufschlüsselung der Transparenz

Unter Transparenz von Finanzprodukten wird nachfolgend die jederzeitige öffentliche Verfügbarkeit nachprüfbarer Informationen über die wichtigsten, für das Verständnis und die Vergleichbarkeit von Wertpapieren relevanten Eigenschaften eines Produkts verstanden. Ausgehend von den wichtigsten Eigenschaften kann Produkttransparenz unterteilt werden in die Basiswert-, Szenario-, Bewertungs-, Kosten-, Risiko-, Bonitäts- und Liquiditätstransparenz. Auf Basis dieser Transparenz-Bestandteile können verschiedene Finanzprodukte einander gegenüber gestellt und beurteilt werden.

- **Basiswerttransparenz** liegt vor, wenn die Einzelbestandteile des Finanzprodukts jederzeit bekannt und öffentlich verfügbar sind. So ist bei bestimmten Anlageprodukten, wie beispielsweise den meisten Zertifikaten, bekannt, aus welchen Einzelbestandteilen sie sich zusammensetzen. Bei anderen Produkten hingegen, wie etwa aktiven Fonds und Lebensversicherungen, ergibt sich aus der Natur der Anlagephilosophie, dass die Einzelbestandteile nicht jederzeit offengelegt werden.
- **Szenariotransparenz** ist gegeben, wenn die Wertentwicklung eines Produkts für verschiedene Szenarien des bzw. der Basiswerte aufgezeigt wird. Auch hier gilt, analog zur Basiswerttransparenz, dass sich bei bestimmten Anlageprodukten wie z.B. aktiven Fonds eine gewisse Intransparenz aus der Natur der Anlagephilosophie ergeben kann.
- **Bewertungstransparenz** besteht, wenn Angaben zum Wert des Produkts vorliegen, wie dies beispielsweise bei börsengehandelten Produkten der Fall ist. Selbst basiswertintransparente Produkte können bewertungstransparent sein, wenn, wie etwa bei aktiven Fonds, täglich der Rücknahmewert (Net Asset Value (NAV)) angegeben wird.
- **Kostentransparenz** ist gegeben, wenn die einzelnen Kostenkomponenten eindeutig benannt und die Kostenhöhen publiziert sind. Bei den meisten Finanzprodukten werden die Vertriebskosten ausgewiesen. Angaben zu den Produzentenmargen (Innenmargen) gibt es dagegen zumeist nicht. Dies ist allerdings kein Spezifikum der Finanzbranche, sondern auch in anderen Wirtschaftszweigen, beispielsweise der Konsumgüterindustrie, gängige Praxis. Solche Kosten lassen sich im Vorhinein nicht exakt bestimmen, sondern können allenfalls geschätzt werden.

- **Risikotransparenz** liegt vor, wenn sämtliche Risiken des Produkts beschrieben und Angaben über deren Höhen sowie die Berechnungsverfahren verfügbar sind.
- **Bonitätstransparenz** ist eng mit der Risikotransparenz verbunden. Von Bonitätstransparenz wird gesprochen, wenn das Ausfallrisiko von Finanzprodukten eindeutig beschrieben und die Höhe dieses Risikos bekannt ist.
- **Liquiditätstransparenz** ist gegeben, wenn Möglichkeit, Dauer und Kosten des Erwerbs wie der Veräußerung (Liquidität) eines Produkts beschrieben sind und die Höhe der Liquidität beziffert wird. Auch kann das Liquiditätsrisiko, d.h. die mögliche Änderung der Liquidität, beschrieben und beziffert werden.

3.2 Darstellungsformen

Transparenz kann auf verschiedene Weisen hergestellt werden, sei es mittels narrativer Produktbeschreibungen oder mit Hilfe von Kennzahlen für einzelne Merkmale bzw. Teilbereiche oder in Form eines standardisierten Klassifizierungsmodells.

1. **Narrative Darstellung:** In den Wertpapier- und Fondsprospekten werden die Finanzprodukte i.d.R. sehr umfassend und detailliert beschrieben, so dass - ohne an dieser Stelle dem Anspruch einer vollständigen Prüfung zu genügen - davon auszugehen ist, dass hinreichende Informationen über die wesentlichen Eigenschaften der Produkte vorliegen. Allerdings sind diese Prospekte sehr umfangreich und dürften für den Großteil der Privatanleger vielfach nur schwer zu verstehen sein. Das Ziel der Aufsicht, die Verständlichkeit und Vergleichbarkeit der verschiedenen Produkte durch eine geeignete zwei- bzw. dreiseitige Kurzdokumentation (Key Investor Information Document (KIID) bei Fonds oder durch Produktinformationsblätter (PIB) bei anderen Anlageprodukten wie z.B. Zertifikaten zu verbessern, ist deshalb sehr zu begrüßen. Die Umsetzung der wesentlichen Anlegerinformationen bei Fonds enthält abgestimmte Textbausteine und erreicht damit eine gewisse, für den Anleger hilfreiche Vereinheitlichung in der Informationsaufbereitung. Eine vergleichbare Normierung gibt es bei den in Deutschland am 01.07.2011 eingeführten Produktinformationsblättern jedoch nicht. In welchem Ausmaß eine Vereinheitlichung der narrativen Darstellung dazu beitragen kann, die Produkte besser verständlich und vergleichbar zu machen, sollte Gegenstand weiterer Forschungen zum Anlegerverhalten sein.¹³
2. **Darstellung in Form von Kennzahlen:** Kosten, Risiko, Bonität und Liquidität können jedoch nicht nur beschrieben, sondern auch gemessen und in ihrer Höhe konkret benannt werden. So müssen bei den Vertriebskosten beispielsweise Ausgabeaufschläge und Vertriebsprovisionen angegeben werden. Auch werden üblicherweise solche Produktionskosten wie Managementgebühren ausgewiesen, die eindeutig bestimmbar sind. Bei Fonds sind die Managementgebühren Teil der Total Expense Ratio. Innenmargen bei Zertifikaten oder variable Transaktionskosten bei Fonds können dagegen ex ante nur geschätzt werden. Ihre Eignung als Kennzahl ist deshalb sehr begrenzt. Wie in anderen Branchen üblich, werden sie i.d.R. nicht veröffentlicht. Die Risiken von Finanzprodukten lassen sich mit verschiedenen Risikomaßen (z.B. Volatilität oder Value at Risk) auf Basis der relevanten Risikofaktoren (Kurs-,

¹³ Vgl. für einen Überblick Chater / Huck / Inderst (2010).

Zins-, Währungs-, Volatilitäts- und Ausfallrisiken) bestimmen. Aufgrund der hohen Bedeutung des Bonitätsrisikos erscheint es ratsam, dieses Risiko gesondert auszuweisen. Es kann auf Basis von Kapitalmarktnotierungen beispielsweise aus Credit Spreads abgeleitet werden. In vergleichbarer Weise beziffert werden können die Liquidität, d.h. Dauer und Kosten eines Erwerbs bzw. einer Veräußerung, sowie das Risiko der Änderung der Liquidität.

3. **Standardisierte Klassifizierungsmodelle:** Mit Einführung der wesentlichen Anlegerinformationen für Fonds (KIID) wurde ein synthetischer Risiko- und Rendite-Indikator (SRRRI) etabliert. Er verlangt, das Risiko eines Fonds nach vorgegebenen Verfahren zu berechnen und in eine von sieben Risikoklassen einzustufen.¹⁴ Für Zertifikate gibt es bereits seit 2005 eine vergleichbare fünfstufige Risikoklassifizierung, die von der EDG AG im Auftrag des Deutschen Derivate Verbands (DDV) entwickelt wurde. Solche standardisierten Klassifizierungsmodelle fördern die Verständlichkeit¹⁵ und Vergleichbarkeit der Produkte verschiedener Anbieter hinsichtlich ihrer Risiko-Disposition.¹⁶ Ähnliche Klassifizierungsansätze könnten auch für die Merkmale Kosten, Bonität und Liquidität entwickelt werden und einen wertvollen Beitrag zur Produktverständlichkeit und –vergleichbarkeit, zumindest innerhalb einer Produktkategorie, leisten. Ein viel entscheidender Schritt aber wäre die Entwicklung standardisierter Klassifizierungsmodelle, die sich auf die verschiedenen Finanzprodukte anwenden lassen. An solchen produkttypübergreifenden Ansätzen fehlt es bislang jedoch.

3.3 Vergleich der Transparenz von verschiedenen Finanzprodukten

Auf der Grundlage der in Kapitel 3.1 vorgenommenen Definitionen und Abgrenzungen sowie der in 3.2 vorgestellten Darstellungsformen werden nachfolgend verschiedene Produkttypen einander gegenüber gestellt und hinsichtlich ihrer Transparenz beurteilt. Bei diesen Beurteilungen handelt es sich um persönliche Einschätzungen der Verfasser.

a. Lebensversicherung

Bei Lebensversicherungen kennt der Anleger den Basiswert nicht. Jahres- und Halbjahresberichte geben teilweise Auskunft über den Deckungsstock. Die bei Vertragsabschluss über die Produktbeschreibung bereitgestellten Informationen umfassen im Wesentlichen Modellrechnungen (allerdings nur in limitiertem Umfang) und Simulationen. Aktuelle Bewertungen in Form des jeweiligen Rückkaufwerts können angefragt werden, sind aber nicht permanent verfügbar. Zudem werden i.d.R. jährliche Reports mit einer Bewertung erstellt und dem Kunden übermittelt. Kostentransparenz besteht bzgl. der Vertriebs- und Verwaltungskosten; weitere interne Kosten sind nicht nachvollziehbar. Die Kosten der Vermögensanlage werden meist direkt vom Anlagebetrag abgezogen (bei Fondspolice werden die Kosten der Fonds meist nicht erfasst und bleiben dem Anleger unbekannt).¹⁷ Die Risi-

¹⁴ Dieser grundsätzlich sinnvolle Ansatz bedarf der inhaltlichen Überarbeitung bei der Risikomessung verschiedener Fonds. Vgl. Döhner / Johannig / Steiner / Völkle (2012).

¹⁵ Vgl. Chater / Huck / Inderst (2010), S. 19-20.

¹⁶ Vgl. Habschick / Gaedeke / Lausberg / Eibisch / Evers (2012), S. 16.

¹⁷ Vgl. ZEW (2010), S. 51 ff.

ken werden in allen anlagebezogenen Unterlagen nur narrativ beschrieben, nicht aber explizit in ihrer Höhe ausgewiesen. Die meisten Versicherungsgesellschaften lassen ihre Bonität von einer Ratingagentur bewerten. Mit der nur auf Anfrage erhältlichen Auskunft zum Rückkaufwert (s.o.) und damit auch zur Dauer eines eventuellen Verkaufs liegen grundsätzliche Angaben zur Liquidität der Anlage vor.

b. Aktiver Aktienfonds

Auch bei aktiven Aktienfonds (zum Beispiel ein aktiver Fonds auf deutsche Aktien mit Benchmark DAX) ist der Basiswert nicht öffentlich verfügbar; die Produktdokumentation beschreibt narrativ das verfolgte Anlageziel sowie (meist) den regionalen Fokus. Es liegt in der Natur aktiver Anlagestrategien, die einzelnen Bestandteile (Einzelpositionen / Basiswerte) nicht offenzulegen. Sie sind deshalb als basiswertintransparent zu bewerten. Im KIID werden für Fonds Angaben zur vergangenen Rendite gefordert. Bei strukturierten Fonds werden diese Angaben durch eine Szenarioanalyse ersetzt. Durch die meist tägliche NAV-Feststellung ist die Bewertung transparent. Die Kosten des Fonds, insbesondere die Managementgebühren, werden im KIID über die Total Expense Ratio (TER) angegeben. Zusätzlich werden Ausgabeaufschläge und Rücknahmeabschläge ausgewiesen. Auch die Performance-Fee wird gesondert aufgeführt. Für den Anleger nicht nachvollziehbar bleiben jedoch die Transaktionskosten, die aber - wie beschrieben - ex ante nicht exakt bestimmt werden können. Im Prospekt wird auf ihre Existenz hingewiesen.¹⁸ Bei Sondervermögen bestehen keine Bonitätsrisiken. Produktrisiken werden sowohl narrativ als auch über eine Klassifizierung ausgewiesen. Der SRRI nach dem KIID setzt einheitliche Risikoberechnungsmaßstäbe für alle Fonds. Liquidität und Liquiditätsrisiken werden beschrieben, einheitliche Kennzahlen und Klassifizierungen hierzu fehlen jedoch.

c. ETF

Da dem Anleger in ETFs (zum Beispiel ein DAX-ETF) entweder der Basiswert bekannt oder jederzeit ersichtlich ist, welche Performance er erhält¹⁹, sind ETFs im Unterschied zu aktiven Aktienfonds als basiswert- bzw. szenariotransparent einzustufen. Was die übrigen Informationspflichten anbelangt, so unterscheiden sich die beiden Produkttypen nicht, da beide bei Registrierung unter die OGAW-Regulierung fallen und somit insbesondere der Pflicht zur Ausgabe eines KIIDs unterliegen. Anders als aktive Fonds, die nur selten liquide über eine Börse gehandelt werden, werden ETFs in der Regel sowohl börslich als auch außerbörslich sehr häufig gehandelt. Die Angaben zu Geld-Brief-Spannen und Mindestquotierungsgrößen im Börsen-Orderbuch können demnach als hochwertiger eingestuft werden. Für auf Xetra gelistete ETFs wird das Xetra-Liquiditätsmaß berechnet, das einen einheitlichen Maßstab für die Börsenliquidität bildet.²⁰ Eine Klassifizierung dieser Kennzahlen existiert aber nicht.

¹⁸ Transaktionskosten sind jedoch signifikant und performancerelevant. Vgl. Edelen / Evans / Kadlec in Zusammenarbeit mit Morningstar (2007).

¹⁹ Bei physisch replizierenden ETFs weiß der Anleger zu jeder Zeit, in welche Anlagen der Fonds investiert. Swapbasierte, synthetische ETFs versprechen dem Anleger die Auszahlung der Basiswertperformance, erreichen diese aber mit anderen Wertpapieren als dem Basiswert selbst. Das Auszahlungsversprechen wird über einen Swapkontrahenten erzielt.

²⁰ Vgl. Gomber / Schweickert (2002).

d. Zertifikat

Als Unterkategorie der Exchange Traded Products ähneln Zertifikate in puncto Transparenz den ETFs. Zertifikate (zum Beispiel ein Discount-Zertifikat auf den DAX) sind i.d.R. basiswert-²¹ und auf Grund des Börsenhandels bewertungstransparent, auch wenn die finanzmathematische Berechnung des Kurses nicht für jeden Privatanleger nachvollziehbar ist. Im PIB werden für strukturierte Produkte Szenariorechnungen gefordert. In den Kurzinformationen werden die Vertriebskosten ausgewiesen. Zur Innenmarge geben sie keine Auskunft, da diese - wie beschrieben - ex ante nicht exakt bestimmt werden kann. Zertifikate unterliegen einem Bonitätsrisiko. Die meisten Emittenten lassen ihre Bonität regelmäßig von Ratingagenturen bewerten. Der DDV weist auf seiner Homepage für seine Mitglieder die täglich aktualisierten Werte für die Spannen (Spreads) der Credit Default Swaps aus. Diese erlauben eine kurzfristige Überwachung des Bonitätsrisikos der Emittenten. Geld-Brief-Spannen, quotierte Mindestliquidität und Ausführungsgeschwindigkeiten sind auf Produkt- bzw. Emittentenebene grundsätzlich verfügbar. Eine einheitliche Messung und Klassifizierung von Liquidität ist nicht vorhanden.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass bei allen betrachteten Produktgruppen Kosten, Risiken, Bonität und Liquidität narrativ beschrieben werden. Für die Kosten liegen produktbezogene Kennzahlen vor, jedoch fehlt eine einheitliche Klassifizierung. Zertifikate und OGAWs werden einer Risikoklassifizierung unterzogen. Bei Lebensversicherungen werden die Risiken derzeit noch nicht mit Hilfe einer Kennzahl offengelegt. Die Liquidität kann über verschiedene Kennzahlen gemessen werden, wird aktuell aber für keine Produktgruppe in einer Klassifizierung zusammengefasst. Bei börsengehandelten Produkten (Aktien, ETFs und Zertifikate) erfolgt bereits eine standardisierte Messung der Liquidität, auch wenn eine abschließende Klassifizierung hier weiterhin aussteht.

3.4 Standardisierung mittels Klassifizierung der wichtigsten Produkteigenschaften

Wie der oben dargestellte Vergleich zeigt, stehen bislang nur in sehr begrenztem Umfang Klassifizierungsansätze zur Verfügung, die dem Anleger das Verständnis der Produkte erleichtern. So beziehen sich die bestehenden Klassifizierungen für Fonds und Zertifikate nur auf das Risiko, also auf eine einzelne Produkteigenschaft. Und selbst für dieses einzelne Merkmal ist kein produktübergreifendes Klassifizierungsschema verfügbar. Das soll sich mit der Umsetzung einer neuen EU-Richtlinie jedoch ändern (derzeit Konsultation im Rahmen der PRIPs-Initiative). Für die Bonität liegen mit den Ratings großer Agenturen zwar etablierte Klassifizierungen vor, es wäre aber zu empfehlen, diese in eine an die Risikoklassifizierung angelehnte Skala zu konvertieren. Für die Produktmerkmale Kosten und Liquidität existieren derzeit keine Klassifizierungsansätze. Voraussetzung für die Einführung eines allgemein anwendbaren Klassifizierungsmodells ist die sachgerechte Festlegung der einzelnen Klassen. Diese könnte resp. sollte in die Hände eines Expertengremiums gelegt und auf Basis umfangreicher empirischer Analysen und Untersuchungen zum tatsächlichen Anlageverhalten vorgenommen werden. Eine solche Abgrenzung der Klassengrenzen wäre weit weniger von subjektiven Einflüssen ge-

²¹ Bei wenigen Zertifikaten auf selbstkreierte Basiswerte sind die Bestandteile nur auf Anfrage verfügbar.

prägt als die oben beschriebene Praxis der Einstufung der Komplexität von Finanzprodukten (siehe Abschnitt 2.2).

Um aufzuzeigen, wie ein solches Klassifizierungsmodell aussehen könnte, werden nachfolgend reale Finanzprodukte bezüglich der Merkmale Risiko, Bonität, Liquidität und Managementgebühren sowie des daraus resultierenden Renditepotentials klassifiziert. Um die Differenzierungskraft eines solchen Klassifizierungsmodells herauszuarbeiten, werden in einem ersten Schritt ein Garantiefonds und ein aktiver Emerging Market-Fonds miteinander verglichen. Anschließend werden zwei Produkte mit ähnlichen Produkteigenschaften für eine bestimmte Anlegerpräferenz herangezogen.²² Im Sinne des in den verschiedenen regulatorischen Initiativen verfolgten Transparenz-Zieles wird das Modell um die für die Beratungsleistung anfallenden Vertriebskosten erweitert. Als Vorfilter werden schließlich noch der Anlagehorizont des Investors und die Laufzeit des Anlageprodukts innerhalb des Klassifizierungsmodells abgeglichen. Typischerweise investiert ein Anleger mit einem bestimmten Anlagehorizont und kann während der Laufzeit des Produkts nicht oder nur mit zusätzlichen Kosten auf sein Kapital zugreifen. Produkte mit unbegrenzter Laufzeit wie beispielsweise Aktienfonds sind in der Regel liquide, sie können entweder an Börsen oder auch auf dem außerbörslichen Markt gehandelt oder wie im Fall von offenen Investmentfonds täglich zum Nettoinventarwert an die Fondsgesellschaft zurückgegeben werden. Hochliquide Produkte mit unbegrenzter Laufzeit sind - wenn Vertriebskosten unberücksichtigt bleiben - somit für sämtliche Anlagehorizonte geeignet.²³ Insbesondere eignen sie sich für Anleger, die für einen Notfall eine Liquiditätsreserve vorhalten wollen (Anlagemotiv Liquiditätskasse).

In Anlehnung an das KIID werden bei der Klassifizierung jeweils sieben Klassen verwendet, ohne damit die Vorteilhaftigkeit von sieben Klassen im Vergleich zu beispielsweise fünf Klassen zu unterstellen. Die Einteilung der Klassen für die Kriterien Risiko, Bonität, Liquidität, Managementgebühren, Renditepotential und Vertriebskosten erfolgt exemplarisch, d.h. sie basiert nicht auf einer bereits eingeführten Skalierung.²⁴ Wie in verschiedenen wissenschaftlichen Untersuchungen nachgewiesen, ist das Renditepotential einer Anlage umso größer, je höher das Risiko, das Bonitätsrisiko und die Managementgebühren sind und je geringer die Liquidität ist.²⁵ Das Renditepotential ergibt sich somit aus den Produkteigenschaften Risiko, Bonität, Veräußerbarkeit und Managementeinsatz. So werden Managementgebühren für aktive Anlagestile dafür bezahlt, eine Überrendite im Vergleich zu einer Benchmark (z.B. DAX) zu erwirtschaften. Aktive Anlagestile können deshalb mit höheren Risiken als die passiven Vergleichsanlagen einhergehen, eröffnen dafür aber ein höheres Chancenpotential. Ein weiteres Ziel aktiven Portfolio-Managements kann auch die Risikoreduktion sein. Vertriebskosten - Ausgabeaufschläge und jährliche Bestandsprovisionen - entstehen hingegen nicht aus der unterschiedlichen Beschaffenheit der Produkte, sondern werden für die Anlageberatung sowie für die fortlaufende Berichterstattung und Nachberatung bezahlt. Sie sind deshalb aus dem Renditepotential heraus zu rechnen und zwar unabhängig von der Form, in die sie gekleidet werden. Vertriebskosten können als Honorar oder als Provision, d.h. über das Produkt bezahlt werden. Im ersten Fall ist der Zusammenhang offensichtlich - mit dem Honorar wird explizit die Dienstleistung der Beratung vergü-

²² Vgl. für die nachfolgenden Überlegungen Johanning (2011).

²³ Fällt bei einem Fondskauf beispielsweise ein hoher, einmaliger Ausgabeaufschlag an, so wäre diese Anlage nicht für einen kurzen Anlagehorizont geeignet, da die Einmalkosten sich bei einer kurzen Anlage i.d.R. nicht amortisieren.

²⁴ Bei der folgenden Risikoeinstufung der Fonds handelt es sich nicht um die im KIID verwendete Risikoklassifizierung.

²⁵ Die Zusammenhänge zwischen Renditepotential einerseits und Risiko sowie Liquidität andererseits sind Gegenstand vielfältiger Untersuchungen. Vgl. beispielsweise Bali / Demirtas / Levy (2009) und Amihud (2005).

tet - im zweiten Fall verstellt die Koppelung an das Produkt gegebenenfalls den Blick auf den eigentlichen Ursprung der Kosten. Abbildung 2 gibt die Produkteigenschaften eines Garantiefonds mit einer Laufzeit von 6 bis 9 Jahren (blaue, gepunktete Linie) und eines aktiven Emerging Market-Fonds mit unbegrenzter Laufzeit (grüne, gestrichelte Linie) wieder. Beide Produkte unterscheiden sich hinsichtlich Laufzeit, Risiko, Managementgebühren, Renditepotential und Vertriebskosten. Gleiche Ausprägungen zeigen sie hingegen bzgl. der Liquidität (beide Fonds können täglich zum NAV gehandelt und an der Börse mit ähnlichen Geld-Brief-Spannen gehandelt werden) und der Bonität²⁶ (beides Sondervermögen).

²⁶ Sowohl der Emerging Market-Fonds als auch der Garantiefonds sind Sondervermögen und besitzen somit kein direktes Ausfallrisiko. Die Fondspositionen beispielsweise Anleihen und Derivate können jedoch Bonitätsrisiken aufweisen. Diese Bonitätsrisiken spiegeln sich jedoch im Produktrisiko wider und werden somit in der nachfolgenden Klassifizierung unter „Risiko“ erfasst.

| Erläuterung | Anlagehorizont Investor | | Garantiefonds 2018-2021 | | | | | Emerging Market-Fonds | | |
|--|-------------------------|--|---|---|--------|---|---|-----------------------|----------|---|
| Test, ob die Laufzeit der berücksichtigten Anlageprodukte zu dem Anlagehorizont des spezifischen Kunden passt. | NA | | Es wird kein Laufzeittest als Vorfilter vorgenommen, da kein Investorenprofil ausgewählt ist. | | | | | | | |
| Erläuterung | Eigenschaft | Beispiel | niedrig | | mittel | | | hoch | Beispiel | |
| Risiko misst die Verlusthöhe und die Verlustwahrscheinlichkeit. Ein niedriges (hohes) Risiko bedeutet, dass zukünftig im Verlustfall durchschnittlich geringe (hohe) Verluste mit geringer (hoher) Wahrscheinlichkeit eintreten. | Risiko | niedriges Risiko bei z.B. Geldmarktfonds, Sparanlage | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | hohes Risiko bei z.B. Aktiennebenwert, Optionsschein |
| Bonitätsrisiko misst die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls des Produktanbieters (Emittenten) und somit des Produkts. Ein geringes (hohes) Bonitätsrisiko bedeutet, dass die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls gering (hoch) ist. Beim Ausfall kann es zu einem Totalverlust der Anlage kommen. | Bonitätsrisiko | niedriges Bonitätsrisiko bei z.B. Investmentfonds, Bundesanleihe | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | hohes Bonitätsrisiko bei z.B. Hochzinsanleihe |
| Veräußerbarkeit (Liquidität) misst die Ausführungszeiten und Preisabschläge, mit denen eine Anlage in Bargeld 'getauscht' werden kann. Bei einer niedrigen (hohen) Veräußerbarkeit sind die Zeiten lang (kurz) und die Preisabschläge hoch (gering). | Veräußerbarkeit | niedrige Veräußerbarkeit bei z.B. selbstgenutzter Wohnimmobilie | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | hohe Veräußerbarkeit bei z.B. börsengehandeltem Produkt (Aktie oder Zertifikat) |
| Managementkosten werden zur Erwirtschaftung eines zusätzlichen Renditepotentials aufgewendet; z.B. wird bei aktiven Aktienfonds ein Fondsmanager dafür bezahlt, eine Überrendite im Vergleich zu einer Benchmark-Anlage (z.B. DAX) zu erwirtschaften. | Managementkosten | niedrige Managementkosten bei z.B. Sparanlage, Discount-Zertifikat | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | hohe Managementkosten bei z.B. aktivem Fonds für alternative Anlagen |
| Renditepotential misst die Renditechance und deren Eintrittswahrscheinlichkeit. Ein niedriges (hohes) Renditepotential bedeutet, dass zukünftig im Gewinnfall durchschnittlich niedrige (hohe) Renditen mit geringer (hoher) Wahrscheinlichkeit eintreten. Das Renditepotential ist umso höher, je höher die Laufzeit, das Risiko, Bonitätsrisiko und die Managementkosten sind sowie je geringer die Veräußerbarkeit (Liquidität) ist. | Renditepotential | niedriges Renditepotential bei z.B. Sparanlage, Geldmarktfonds | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | hohes Renditepotential bei z.B. Aktiennebenwert, Optionsschein |
| Vertriebskosten wie Ausgabeaufschläge und Provisionen (auch jährliche Bestandsprovisionen) werden für die Dienstleistung der Anlageberatung bezahlt. | Vertriebskosten | niedrige Vertriebskosten bei z.B. ETF, Sparanlage | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | hohe Vertriebskosten bei z.B. geschlossenem Fonds |

Abbildung 2: Tornadodiagramm Produkteigenschaften

Garantiefonds 2018-2021

- Dachfonds mit unbegrenzter Renditechance und 100% Kapitalschutz an jeweils 4 Stichtagen in 2018 - 2021
- Tägliche Rückgabe zum NAV
- 6 - 9 Jahre Sondervermögen (kann jedoch einem indirekten Ausfallrisiko unterliegen)
- Ausgabeaufschlag: 3,5 %, laufend: 1,63 % p.a.

Emerging Markets-Fonds

- Fondsmanagement verfolgt die Strategie, überwiegend in Aktien von Unternehmen aus Entwicklungs- und Schwellenländern zu investieren.
- Tägliche Rückgabe zum NAV
- Sondervermögen mit unbegrenzter Laufzeit (kann jedoch einem indirekten Ausfallrisiko unterliegen)
- Ausgabeaufschlag: 5,26 %, laufend: 1,83 % p.a., zzgl. erfolgsbezogene Vergütung: 0,83 %

In der nachfolgenden Abbildung 3 werden nicht nur die Profile zweier ausgewählter Finanzprodukte - eines Garantiefonds und eines Kapitalschutz-Zertifikats - einander gegenübergestellt, sondern diese Profile gleichzeitig in Beziehung zu einem bestimmten Anlegertypus (einem Anleger mit bestimmten, angenommenen Merkmalen) gesetzt. Die Bestimmung der verschiedenen Anlegertypen ist ein wesentlicher Bestandteil des Beratungsprozesses, auf den an dieser Stelle allerdings nicht näher eingegangen werden kann. Die hier auftretenden methodischen und praktischen Fragen wären Gegenstand einer eigenständigen Erörterung.

1. **Anlegerprofil (schwarze, durchgezogene Linie):** Aus der Erhebung der Anlagewünsche des Investors über den WpHG-Bogen bzw. im Rahmen der Erstellung des Beratungsprotokolls ergibt sich, dass der Anleger einen Anlagehorizont von etwa 6 Jahren hat und ein Produkt mit geringem Risiko (Klasse 2) sucht. Ein Garantiefonds oder ein Kapitalschutz-Zertifikat sind deshalb generell geeignet. Der Anleger ist grundsätzlich bereit, ein Bonitätsrisiko - d.h. den gering wahrscheinlichsten Ausfall - zu tragen (Klasse 2), allerdings achtet er darauf, dass dieses Risiko nicht zu hoch ist. Wenn ein Kapitalschutz-Zertifikat in Frage kommt, sollte der Emittent folglich eine hohe Bonität (geringes Bonitätsrisiko) aufweisen. Da die Anlage für die Liquiditätskasse (Notfall) gedacht ist, soll sie hoch liquide, d.h. jederzeit kostengünstig verkaufbar sein (Klasse 7). Der Anleger ist bereit, für ein zusätzliches Renditepotential Managementgebühren zu zahlen, allerdings sollen diese moderat ausfallen (Klasse 4). In der Summe strebt er ein mittleres Renditepotential (Klasse 4) an. In der Gesamtschau muss er aber feststellen, dass er mit seiner konservativen Risikoeinstellung und dem Wunsch nach einer hohen Veräußerbarkeit (Liquidität) dieses Potential nicht erschließen kann. Da der Anleger sich auf dem Gebiet der Kapitalanlage zwar auskennt aber kein Anlageprofi ist, möchte er sich regelmäßig, in etwa einmal im Halbjahr, über den Stand seiner Vermögensanlage informieren und beraten lassen. Er ist folglich bereit, diese Beratungsleistung mit mäßigen Vertriebskosten zu vergüten (Klasse 3).
2. **Profil des Garantiefonds (blaue, gepunktete Linie):** Der Garantiefonds hat eine Laufzeit von 6 bis 9 Jahren, weist ein geringes Risiko (Klasse 2) auf und hat kein direktes Ausfallrisiko (Klasse 1). Der Fonds investiert jedoch in Anleihen guter Bonität und Derivaten, um sein Auszahlungsversprechen zu realisieren. Somit unterliegt der Fonds einem diversifizierten, indirekten Bonitätsrisiko, das sich im Produktrisiko widerspiegelt. Der Fonds kann täglich zum Nettoinventarwert an die Fondsgesellschaft zurückgegeben werden, ist also als sehr liquide einzustufen (Klasse 6). Die jährlichen Managementgebühren sind vergleichsweise hoch (Klasse 5), wodurch ein zusätzliches Renditepotential erschlossen werden kann. Aufgrund des geringen Risikos, des nicht vorhandenen Ausfallrisikos, der vergleichsweise hohen Liquidität und der Managementgebühren ergibt sich ein mittleres Renditepotential (Klasse 3). Die Vertriebskosten liegen im angenommenen Fall im mittleren Bereich (Klasse 4).
3. **Profil des Kapitalschutz-Zertifikates (rote, gestrichelte Linie):** Das Kapitalschutz-Zertifikat weist eine Laufzeit von 6 Jahren auf und verfügt ebenfalls über ein geringes Risiko (Klasse 2); das Ausfallrisiko ist, da der Emittent eine vergleichsweise hohe Bonität aufweist, moderat (Klasse 3), liegt aber über dem des Garantiefonds. Das Zertifikat kann jederzeit an der Börse gehandelt werden, ist also hoch liquide (Klasse 7). Dabei müssen die üblichen Kosten (Geld-Brief-Spanne und Handelsgebühren) bezahlt werden. Die Managementgebühren sind vergleichsweise gering (Klasse 3), so dass sich in der Summe ein mittleres Renditepotential (Klasse 3) ergibt. Die Vertriebskosten (Klasse 3) sind geringer als beim Garantiefonds.

| Erläuterung | Anlagehorizont Investor | | EU Protect-Anleihe 14/1 | | | | | Garantiefonds 2018-2021 | | |
|--|-------------------------|--|---|---|--------|---|------|---|----------|---|
| Test, ob die Laufzeit der berücksichtigten Anlageprodukte zu dem Anlagehorizont des spezifischen Kunden passt. | 6 Jahre | | Ja, die Laufzeit der EU Protect-Anleihe 14/1 passt zu dem Anlagehorizont des Investors. | | | | | Ja, die Laufzeit des Garantiefonds 2018-2021 passt zu dem Anlagehorizont des Investors. | | |
| Erläuterung | Eigenschaft | Beispiel | niedrig | | mittel | | hoch | | Beispiel | |
| Risiko misst die Verlusthöhe und die Verlustwahrscheinlichkeit. Ein niedriges (hohes) Risiko bedeutet, dass zukünftig im Verlustfall durchschnittlich geringe (hohe) Verluste mit geringer (hoher) Wahrscheinlichkeit eintreten. | Risiko | niedriges Risiko bei z.B. Geldmarktfonds, Sparanlage | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | hohes Risiko bei z.B. Aktiennebenwert, Optionsschein |
| Bonitätsrisiko misst die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls des Produkthanbieters (Emittenten) und somit des Produkts. Ein geringes (hohes) Bonitätsrisiko bedeutet, dass die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls gering (hoch) ist. Beim Ausfall kann es zu einem Totalverlust der Anlage kommen. | Bonitätsrisiko | niedriges Bonitätsrisiko bei z.B. Investmentfonds, Bundesanleihe | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | hohes Bonitätsrisiko bei z.B. Hochzinsanleihe |
| Veräußerbarkeit (Liquidität) misst die Ausführungszeiten und Preisabschläge, mit denen eine Anlage in Bargeld 'getauscht' werden kann. Bei einer niedrigen (hohen) Veräußerbarkeit sind die Zeiten lang (kurz) und die Preisabschläge hoch (gering). | Veräußerbarkeit | niedrige Veräußerbarkeit bei z.B. selbstgenutzter Wohnimmobilie | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | hohe Veräußerbarkeit bei z.B. börsengehandeltem Produkt (Aktie oder Zertifikat) |
| Managementkosten werden zur Erwirtschaftung eines zusätzlichen Renditepotentials aufgewendet; z.B. wird bei aktiven Aktienfonds ein Fondsmanager dafür bezahlt, eine Überrendite im Vergleich zu einer Benchmark-Anlage (z.B. DAX) zu erwirtschaften. | Managementkosten | niedrige Managementkosten bei z.B. Sparanlage, Discount-Zertifikat | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | hohe Managementkosten bei z.B. aktivem Fonds für alternative Anlagen |
| Renditepotential misst die Renditechance und deren Eintrittswahrscheinlichkeit. Ein niedriges (hohes) Renditepotential bedeutet, dass zukünftig im Gewinnfall durchschnittlich niedrige (hohe) Renditen mit geringer (hoher) Wahrscheinlichkeit eintreten. Das Renditepotential ist umso höher, je höher die Laufzeit, das Risiko, Bonitätsrisiko und die Managementkosten sind sowie je geringer die Veräußerbarkeit (Liquidität) ist. | Renditepotential | niedriges Renditepotential bei z.B. Sparanlage, Geldmarktfonds | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | hohes Renditepotential bei z.B. Aktiennebenwert, Optionsschein |
| Vertriebskosten wie Ausgabeaufschläge und Provisionen (auch jährliche Bestandsprovisionen) werden für die Dienstleistung der Anlageberatung bezahlt. | Vertriebskosten | niedrige Vertriebskosten bei z.B. ETF, Sparanlage | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | hohe Vertriebskosten bei z.B. geschlossenem Fonds |

Abbildung 3: Tornadodiagramm Produkteigenschaften und Anlegerpräferenzen

| | | |
|--|---|--|
| <p>EU Protect-Anleihe 14/1</p> <ul style="list-style-type: none"> Garantie-Zertifikat auf den ES50 mit 100% Kapitalschutz zum Laufzeitende Börsenhandel über Emittent 6 Jahre Inhaberschuldverschreibung Ausgabeaufschlag: 2,5 %; laufend bis zu 0,7 % p.a. | <p>Anlegerprofil</p> <ul style="list-style-type: none"> Anlagesumme: 10.000 € Horizont: 6 Jahre Grund: Liquiditätskasse erfahrener Anleger | <p>Garantiefonds 2018-2021</p> <ul style="list-style-type: none"> Dachfonds mit unbegrenzter Renditechance und 100% Kapitalschutz an jeweils 4 Stichtagen in 2018 – 2021 Tägliche Rückgabe zum NAV 6 - 9 Jahre Sondervermögen (kann einem indirekten Ausfallrisiko unterliegen) Ausgabeaufschlag: 3,5 %, laufend: 1,63 % p.a. |
|--|---|--|

Über normierte Produktprofile lassen sich die wesentlichen Produktinformationen einheitlich darstellen. Zudem kann aus dem Vergleich von Produktprofilen mit dem Anlegerprofil unmittelbar abgeleitet werden, welche Produkte sich für den jeweiligen Investor eignen. Die Klassifizierung der wesentlichen Produkteigenschaften²⁷ (mit deren Hilfe in Frage kommende Produkte identifiziert bzw. vorsortiert werden können) einerseits und der Anlegerpräferenzen andererseits erhöht die Verständlichkeit und Vergleichbarkeit spürbar und kann die Eignungsprüfung entscheidend vereinfachen. Damit werden wesentliche Ziele der Aufsicht erfüllt. Darüber hinaus können die Produkteigenschaften nicht nur einmalig, sondern fortlaufend mit dem Kundenprofil abgeglichen werden. Überschreitet beispielsweise das Risiko eines Finanzprodukts während der Laufzeit vom Kunden oder Anlageberater vorgegebene Grenzwerte, so kann der Kunde automatisch informiert werden, ggf. die Anlage verkaufen und ein risikoärmeres Produkt erwerben. Eine dynamische Berechnung der Produkteigenschaften und fortlaufender Abgleich mit den Kundenpräferenzen stellen somit eine geeignete Basis für eine fortlaufende Anlageberatung dar, so wie sie wahlweise für Berater bereits im Entwurf der EU-Kommission zur MiFID II-Richtlinie vorgesehen ist.

Klassifizierungen können eine Anlageberatung keinesfalls ersetzen; sie stellen diese aber auf eine neue Grundlage. Für die Funktionsfähigkeit eines solchen Ansatzes muss gewährleistet sein, dass die Klassifizierungen sachgerecht und unabhängig erfolgen. Ferner sollte die grafische Darstellung ähnlich wie beim KIID mit Hinweisen verbunden werden, dass:

- sich die zukünftigen Einstufungen ändern können, eine fortlaufende Betrachtung also notwendig ist;
- mit den Einstufungen keine exakten Prognosen der zukünftigen Wertentwicklung verbunden sind und
- hohe Risiken, hohe Kosten oder eine geringe Liquidität für den Anleger nicht zwingend nachteilig sein müssen, sondern bestimmte Produkteigenschaften darstellen, die mit den Anlegerpräferenzen abzugleichen sind.

Geeignete Klassifizierungen in Verbindung mit anschaulichen grafischen Darstellungen ermöglichen eine bessere Abstimmung von Beratungsprotokoll und Produktinformationsblättern. Neben der besseren Verständlichkeit und Vergleichbarkeit schaffen solche produktübergreifenden Standardisierungen auch bessere Voraussetzungen dafür, dass Anleger Erfahrungswerte sammeln, d.h. das Erfassen der Chancen und Risiken unterschiedlicher Finanzprodukte erlernen können. In zukünftigen Arbeiten wäre zu untersuchen, wie eine produktübergreifende Klassifizierung für das Risiko, die Bonität, die Liquidität, die Kosten und das Renditepotential konkret auszugestalten sind und welche Darstellungsform (tabellarisch oder grafisch) in der Anlagepraxis von den Beratern und den Anlegern am besten angenommen wird.

²⁷ Neben den in den Abbildungen 2 und 3 klassifizierten Produkteigenschaften (Risiko, Bonität, Veräußerbarkeit, Managementkosten, Renditepotential) und den Vertriebskosten kann bei Kenntnis der Bestandteile des Portfolios auch die Eignung des Produkts zur Verbesserung der Diversifikation berechnet und klassifiziert werden.

4 Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Die hier angestellten Überlegungen und Vergleiche zeigen, dass das Ziel eines verbesserten Anlegerschutzes im Sinne verbesserter Verständlichkeit und Vergleichbarkeit der verschiedenen Finanzprodukte nicht auf dem Wege einer Regulierung der Komplexität erreicht werden kann. Daraus folgt jedoch keineswegs, dass dieses Ziel aufgegeben werden sollte, im Gegenteil. Sachgerechte und standardisierte Transparenzvorschriften erscheinen durchaus geeignet, Finanzprodukte für Anleger in ihren wesentlichen Eigenschaften verständlich darzustellen. Der Anleger wird so in die Lage versetzt, Produkte miteinander vergleichen und gemäß seiner individuellen Bedürfnisse auswählen zu können. Eine standardisierte, auf Klassifizierungen basierte Transparenz wäre weit weniger von subjektiven Einflüssen bestimmt als jeder Versuch der Einstufung der Komplexität von Finanzprodukten.

Festzustellen ist aber, dass es in der Finanzbranche derzeit noch an einer Standardisierung der Transparenz in Form einheitlicher Klassifizierungsansätze für die Kosten, Risiken, Bonität, Liquidität und das Renditepotential, also die wichtigsten Merkmale von Anlagen, mangelt. Eine solche Standardisierung gäbe dem Anleger jene Informationen an die Hand, die er benötigt, um Produkte zuverlässig erfassen, vergleichen und beurteilen zu können. Mit der Einführung einer Risikoklassifizierung für Zertifikate im Jahre 2005 und einer vergleichbaren Klassifizierung (SRI) für Fonds ist ein erster, richtiger Schritt in diese Richtung getan.

Vergleichbare Standardisierungen sind in anderen Branchen längst gängige Praxis. Welche Bedeutung die Standardisierung von Eigenschaften resp. Messgrößen erlangen kann, lässt sich an Beispielen aus den verschiedensten Bereichen aufzeigen. Ein historisch bekanntes Beispiel dürfte die Normierung der Schraubengrößen zu Beginn des 19. Jahrhunderts sein. Ein aktuelleres Beispiel ist die Einführung der für die Messung der Motorleistung von Kraftfahrzeugen verwandten Einheiten PS bzw. nachfolgend kW. Jeder berechnete Fahrzeugführer kann diese Leistungsangabe interpretieren, auch wenn er weder mit den antriebs- noch mit den messtechnischen Details vertraut ist. Auch in anderen Branchen werden wichtige Vergleichsgrößen in Kennzahlen und Klassifizierungen zusammengefasst. Man denke nur an die Lebensmittelbranche, in der es u.a. einheitliche Angaben von Nährungswerten (kcal und GDA) gibt, oder die Energieeffizienzklassen bei Haushaltsgeräten und in der Unterhaltungselektronik.

Die Finanzbranche ist gefordert, einheitliche, einfach verständliche und dennoch sachgerechte Klassifizierungen zu entwickeln, mit deren Hilfe die von der Regulierung vorgegebenen Anforderungen an die Transparenz der Produkte bzgl. der Basiswerte, Szenarien und Risiken, der Bewertungen und Kosten sowie der Bonität und Liquidität umgesetzt werden können. Sollte dies nicht erfolgen, könnten solche Klassifizierungen von der Aufsicht vorgegeben werden. Die Standards müssten selbstverständlich für alle Produkthanbieter verbindlich sein, sollten sie aber nicht an der Entwicklung zusätzlicher weitergehender Verfahren der Risiko-, Bonitäts- und Liquiditätsanalyse hindern, sofern diese dem Anleger sinnvolle ergänzende Informationen liefert. Dieses Wettbewerbsinstrument sollte nicht eliminiert werden, zumal von ihm wertvolle Impulse für die Weiterentwicklung der Transparenz ausgehen können.

Literatur

- Amihud, Yakov et al.* (2005): Liquidity and Asset Prices, Foundations and Trends of Finance, Vol. 1, No.4, 2005, S. 269-360.
- Autorité des marchés financiers (AMF 2010)*: Position 2010-05, 2010.
- Bali, Turan G. / Demirtas, Ozgur / Levy, Haim* (2009): Is there an Intertemporal Relation between Downside Risk and Expected Returns? in: JFQA, Vol. 44, No. 4, 2009, S. 883-909.
- Black, F. / Jones, R.* (1987): Simplifying Portfolio Insurance, in: Journal of Portfolio Management, S. 48-51.
- Bausparkasse Schwäbisch Hall AG* (Schwäbisch Hall 2010): Finanzbericht 2010, 2010.
- Chater, Nick / Huck, Steffen / Inderst, Roman* (2010): Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective, Final Report, 2010.
- Commissione Nazionale per le Societ e la Borsa (COSOB 2009)*: Comunicazione Consob n. 9019104, 2009.
- Dänemark* (2011): Danish Executive Order no. 345, 2011.
- Deka Investment GmbH* (Deka 2012): Halbjahresbericht Deka Deutschland Garant 4 2011: Web-Download am 09.03.2012 unter https://www.deka.de/mms/Deka-Deutschland_Garant_4_HJB.pdf.
- Döhrer, Björn / Johanning, Lutz / Steiner, Nils / Völkle, Arndt* (2012): Risikoberechnungs- und Klassifizierungsmethoden nach KIID und DDV, Arbeitspapier, 2012.
- Edelen, Roger M. / Evans, Richard B. / Kadlec, Gregory B.* in Zusammenarbeit mit Morningstar (2007): Scale Effects in Mutual Fund Performance: The Role of Trading Costs, abgerufen am 20.03.2012 unter <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.951367>, 2007.
- European Securities and Markets Authority (ESMA 2012)*: ESMA/2012/44 - ESMA's guidelines on ETFs and other UCITS issues, 2012.
- Financial Industry Regulatory Authority (FINRA 2011)*: Regulatory Notice 12-03, 2012.
- Financial Services and Markets Authority (FSMA 2011)*: Communication FSMA 2011_02 of 20/06/2011 - Moratorium on the distribution of particularly complex structured products, Consultation Paper, 2011.
- Financial Service Authority (FSA 2011)*: Discussion Paper 11/1, 2011.
- Gomber, P. / Schweickert, U.* (2002): The Market Impact - Liquidity Measure in Electronic Securities Trading. Working Paper.

Habschick, Marco / Gaedeke, Oliver / Lausberg, Elena / Eibisch, Martin / Evers, Jan (2012): Evaluation von Produktinformationsblättern für Geldanlageprodukte, Studie, 2012.

Johanning, Lutz (2011): Bewertung der erweiterten Informationspflichten aus ökonomischer Sicht, in Wertpapierrecht 2011, hrsg. von H. Teuber, Verlag Finanz Colloquium, Heidelberg, 2011, S. 213 – 242.

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW 2010): Transparenz von privaten Riester- und Basisrentenprodukten, Abschlussbericht zu Projekt Nr. 7/09, 2010.