

Neue
Betriebswirtschaftliche
Studienbücher

Band 43

Patrick Münchhalfen

Nutzen, Grenzen und Notwendigkeit regulatorischer Pflichtinformationen für strukturierte Finanzprodukte



Berliner
Wissenschafts-Verlag

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 jejeange!

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

Kapitel 1

Einführung

1.1 Thematische Einleitung und Zielsetzung

Die Möglichkeiten des privaten Vermögensaufbaus mit Wertpapieren haben in den letzten Jahrzehnten sehr stark an Dynamik gewonnen. Während Aktien, Investmentfonds und in gewissem Maße Optionsscheine bis in die 1990er Jahre die einzigen börsengehandelten Anlageprodukte für private Investoren in Deutschland bildeten, stehen Kleinanlegern aktuell eine Vielzahl an verschiedenen strukturierten Finanzprodukten zur Verfügung. Unter anderem Discount-, Express- oder Reverse-Bonus-Zertifikate ermöglichen Investoren für nahezu jede Marktmeinung und Markterwartung passende Anlagemöglichkeiten. Dies wird durch den Einsatz von Optionen ermöglicht, welche in Kombination mit dem Basiswert die Auszahlungsstruktur eines strukturierten Finanzproduktes definieren.

Dabei kommen nicht nur gewöhnliche Kauf- und Verkaufsoptionen zum Einsatz. Manche Auszahlungsprofile erfordern die Verwendung exotischer Optionen, welche beispielsweise bei Berührung einer bestimmten Schwelle komplett verfallen. Die Produkttypen unterscheiden sich ebenfalls nach der Anzahl der benötigten Komponenten. Während eher simpel gestaltete Strukturen eine reine Kombination aus einem Basiswert und einer derivativen Komponente bilden, bestehen komplexere Produkttypen aus mehreren (derivativen) Komponenten. Wiederum andere Produkttypen weisen Zahlungsstrukturen auf, welche gar nicht auf Basis bestehender Produkte nachgebildet werden können. Dies zeigt eine Kehrseite der großen Flexibilität in der Gestaltung strukturierter Produkte auf – gemeint ist die Komplexität. Dies betrifft vor allem private Anleger, welche über keine umfassenden Erfahrungen im Bereich strukturierter Finanzprodukte verfügen. Grundsätzlich für die Einschätzung von Finanzprodukten hilfreich ist auch eine hohe Finanzbildung, welche in breiten Bevölkerungsschichten jedoch ebenfalls nicht in ausreichendem Maße vorhanden ist.¹

Aber wo genau liegt das Problem? Niemand zwingt einen Kleinanleger, wie private Investoren ebenfalls bezeichnet werden, zum Kauf bestimmter Produkte. „Schuster, bleib bei deinen Leis-

¹ Vgl. unter anderem Lusardi und Mitchell (2011).

ten.“ heißt ein alt bekanntes Sprichwort, welches Folgendes meint: „Hände weg von Dingen, die du nicht verstehst!“ Falls ein (privater) Investor ein strukturiertes Finanzprodukt nicht versteht, kann er auf bekannte, simple Produkte zurückgreifen. Beispiele bilden einfache Spar- und Termineinlagen, welche auch in der heutigen Zeit stark nachgefragt werden.² Diese bieten Anlegern sichere und kalkulierbare Zinsen, ohne dass diese von anderen Wertpapieren abhängen.

Doch genau diese sicheren Anlagemöglichkeiten bilden einen Teil des vorliegenden Problems. Seit Ausbruch der Finanzkrise sank das Zinsniveau in Deutschland schrittweise unterhalb der Inflationsrate, welches sich auch auf die Verzinsung von Spar- und Termineinlagen auswirkt. Viele sichere Produkte bieten keine, bisweilen sogar eine negative Verzinsung. Abzüglich der Inflationsrate verliert ein Kleinanleger durch die Nutzung seiner Spar- und Termineinlagen reale Kaufkraft. Ausweichinvestitionen sorgten in den vergangenen Jahren bereits für höhere Investitionen in Aktien und Immobilien, was die Kurse und Preise in den dortigen Märkten ansteigen ließ.³ Davon profitieren eher hohe Einkommensschichten, welche über Anlagen in diesem Bereich verfügen. Sofern niedrigere Einkommensschichten vermehrt in Spar- und Termineinlagen investieren, erfolgt eine sozial nicht gewünschte Vermögensverteilung von ärmeren zu vermögenden Bevölkerungsschichten.⁴ Gleichzeitig steigt die Eigenverantwortung zur Vorsorge für die Alterssicherung, welche durch fehlende sichere und gleichsam attraktive Renditen nochmals erschwert wird.

Mangelnde Erfahrung und fehlendes Fachwissen können indes mit Hilfe von Bank- und Finanzberatern ausgeglichen werden, welche privaten Investoren im Optimalfall ein geeignetes Produkt vorschlagen. Allerdings bestehen hier die bekannten Anreizproblematiken, welche durch Verkaufsprovisionen gefördert werden können. Des Weiteren treten Finanzinstitute am Markt für strukturierte Finanzprodukte teilweise in mehreren Funktionen auf. Als Universalbanken können sie Kunden zum Erwerb eigener ausgegebener Produkte beraten. Dies gilt nicht nur direkt bei Emission, sondern insbesondere während der Laufzeit, wenn die Produkte an Börsen gehandelt werden. Weiterhin steigt auch die Zahl derer, welche sich selbst über Anlagemöglichkeiten im Internet informieren.⁵ Diese stetig wachsende Gruppe an Personen tritt demnach nicht in Kontakt mit fachkundigen Beratern und fällt Investitionsentscheidungen auf Basis der ihr zur Verfügung stehenden Informationen.

Die Sicherstellung der ausreichenden Information potentieller Investoren ist eine Aufgabe der (europäischen) Finanzmarktregulierung. Im Bereich des Anlegerschutzes wurden, gerade in den letzten Jahren, viele Richtlinien und Verordnungen zur Verbesserung der Funktionsweise und Transparenz der Finanzmärkte eingeführt. Mit der 2018 in Kraft getretenen PRIIPs-Verordnung führte die Regulierung Produktinformationsblätter ein, welche an den potentiellen Käufer strukturierter Finanzprodukte ausgegeben werden müssen. Unabhängig vom Vertriebsweg erhalten private Investoren unter anderem einen Überblick über die Produkteigenschaften, die Chancen

² Vgl. Deutsche Bundesbank (2019).

³ Vgl. hier und im Folgenden: Schnabl et al. (2016), S. 3–6.

⁴ Vgl. Schnabl et al. (2016), S. 5.

⁵ Vgl. unter anderem Cutler (2015).

und Risiken sowie die Kosten. Die Vorgabe der Form soll eine Vergleichbarkeit verschiedener Produkte sicherstellen.

Mit der Einführung der neuen Produktinformationsblätter eröffnen sich eine Reihe interessanter und relevanter Fragen. So stellt sich die Frage nach der Notwendigkeit solcher Vorgaben, welche die Komplexität der Finanzmarktregulierung weiter erhöhen.⁶ Im Bereich der strukturierten Finanzprodukte bestanden bereits Ansätze der Branche, ihre Kunden in Form eigener Produktinformationsblätter angemessen zu informieren. Reicht ein solcher Ansatz nicht aus? Muss eine externe, teure⁷ Regulierung in Form europäischer Vorgaben eingesetzt werden? Döbeli und Vanini (2010) zeigen, dass Investmentprodukte attraktiver erscheinen, je verständlicher sie beschrieben sind. Eine angemessene Informationsvermittlung liegt somit im Interesse der Anbieter strukturierter Finanzprodukte und sollte sich somit ohne äußere Eingriffe im Markt etablieren.

Abgesehen von der Notwendigkeit stellt sich weiterhin die Frage nach dem Nutzen der regulatorischen Pflichtinformationen. Solch ein Nutzen kann sich nur dann einstellen, wenn die vermittelten Informationen vom Adressaten aufgenommen werden können. Schafft es die durch die Regulierung gewählte Form, die Informationen adäquat zu vermitteln und unterschiedliche Produkte vergleichbar zu machen? Welche alternativen Ansätze könnten die Informationsvermittlung weiter begünstigen? Mit der Frage nach dem Nutzen der regulatorischen Pflichtinformationen stellt sich unmittelbar die Frage nach den entsprechenden Grenzen. Da gerade die Anlageentscheidung unerfahrener Kleinanleger unterstützt werden soll, müssen die Informationen in einer angemessenen Art und Weise vermittelt werden, um adäquat verarbeitet werden zu können. Mangelnde Kenntnisse und Erfahrungen erschweren dabei die Verarbeitung von Finanzinformationen. Wird ein komplexes Produkt unverständlich erklärt, folgt daraus in der Regel keine angemessene Anlageentscheidung. Da Menschen in vielen Situationen nicht rational handeln, muss die Frage gestellt werden, ob unerfahrene Kleinanleger so unterstützt werden können, dass in einem komplexen Umfeld überhaupt rationale Investitionsentscheidungen möglich sind.

Existieren überhaupt rationale Gründe für den Erwerb komplexer Finanzprodukte und können diese identifiziert werden? Während manche Studien⁸ dies bestreiten, gehen Ofir und Wiener (2016) einen Schritt weiter und behaupten, dass strukturierte Finanzprodukte gerade so konzipiert werden, um das irrationale Verhalten privater Investoren auszunutzen. Handelt am Ende derjenige Kleinanleger rational, welcher erst gar nicht investiert? Mit diesen Fragen beschäftigt sich die vorliegende Dissertation.

Für einen besseren Überblick sind die konkreten Leitfragen dieser Dissertation in folgender Tabelle zusammengefasst:

⁶ Vgl. Hartmann-Wendels (2014), S. 1187–1192.

⁷ Allein für den deutschen Bankensektor werden die Kosten direkter Regulierung auf bis zu drei Mrd. EUR geschätzt. Vgl. Haselmann, Krahen und Wahrenburg (2019), S. 237–245.

⁸ Vgl. Hens und Rieger (2014), S. 675 – 677.

Verfehlt die Selbstregulierung mittels IEV die Implementierung unverzerrter Angaben für Kosten und Margen, sodass eine externe Regulierung am Markt für strukturierte Finanzprodukte genutzt werden muss?	?
Lassen sich die wesentlichen Treiber für Investitionen in strukturierte Finanzprodukte auf Basis der Produktinformationsblätter identifizieren?	?
Schaffen es die aktuellen regulatorischen Vorgaben, die Vergleichbarkeit von Produktinformationsblättern verschiedener Emittenten zu gewährleisten?	?
Kann die Vermittlung wichtiger Produktinformationen durch Hinzunahme alternativer Darstellungsformen gefördert werden?	?

Tabelle 1.1. Leitfragen der Dissertation.

1.2 Struktur und Aufbau der Dissertation

Die Dissertation besteht neben dieser Einführung aus sechs weiteren Kapiteln, welche inhaltlich teilweise aufeinander aufbauen.

Strukturierte Finanzprodukte für private Investoren

Das zweite Kapitel dient der Einführung in die grundlegenden Themengebiete dieser Dissertation. Zunächst liegt der Fokus auf strukturierten Finanzprodukten in Deutschland. Nach einer historischen Betrachtung des Gesamtmarktes wird detailliert auf die Entwicklung von vier Produkten – Kapitalschutz-, Discount-, Bonus- und Express-Zertifikat – eingegangen, welche im Rahmen der folgenden empirischen Studien und Experimente genutzt werden. Einen zentralen Bestandteil dieser Dissertation bilden Kosten und Margen strukturierter Produkte. Für die Berechnung fairer Margen müssen Zertifikate bewertet werden. Aus diesem Grund wird die Ermittlung eines fairen Wertes beispielhaft für ein Discount-Zertifikat durchgeführt. Der errechnete faire Wert kann dann mit am Markt verfügbaren Preisen verglichen werden, um Margen der Emittenten zu ermitteln und diese mit veröffentlichten Margen zu vergleichen. Da dies bereits Gegenstand früherer Untersuchungen war, lässt sich eine Entwicklung der ermittelten Margen darstellen. Eben jene Entwicklung ist auch aus regulatorischen Aspekten interessant, welche im zweiten Teil des Grundlagenkapitels vorgestellt werden. Nach der Auseinandersetzung mit der Notwendigkeit externer Regulierung auf dem Markt für Finanzprodukte wird die Entwicklung der Regulierung, insbesondere hinsichtlich der vorgegebenen Produktinformationsblätter, vorgestellt. Weiterhin wird mit der Selbstregulierung eine Alternative der externen Regulierung betrachtet, welche zeitweise auf dem Markt für strukturierte Finanzprodukte bestand. Die Betrachtung der regulatorischen Vorgaben endet mit der Darstellung der aktuell für strukturierte Finanzprodukte gültigen Basisinformationsblätter. Zuletzt führt dieses Kapitel in die Grundlagen der Behavioral Finance ein. Ausgehend vom neoklassischen Ansatz der vollständigen Rationalität und dem daraus entstandenen Homo Oeconomicus wird die Prospect Theory