



Die
Bundesregierung

wirksam.
regieren

Warnhinweis zum Kleinanlegerschutz

Untersuchung zur Wirkung des Warnhinweises
bei Vermögensanlagen im Grauen Kapitalmarkt

Projektgruppe *wirksam regieren* im Bundeskanzleramt
im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen



Warnhinweis zum Kleinanlegerschutz

Untersuchung zur Wirkung des Warnhinweises
bei Vermögensanlagen im Grauen Kapitalmarkt

Projektgruppe *wirksam regieren* im Bundeskanzleramt
im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen

Kurzfassung	5
I. Fragestellung	7
II. Untersuchung	9
Studiendesign	9
Teil 1: Sichtbarkeit des Warnhinweises	9
Teil 2: Wirkung des Warnhinweises und der elektronischen Bestätigung	13
III. Ergebnisse	21
1. Sichtbarkeit des Warnhinweises	21
2. Wirkung des Warnhinweises	24
3. Wirkung der elektronischen Bestätigung	29
Zusammenfassung der Ergebnisse	34
Endnoten	35
Abbildungs- und Tabellenverzeichnis	36
Mit Bürgern für Bürger – Projektgruppe <i>wirksam regieren</i>	37

Kurzfassung

Im Jahr 2014 führten die Insolvenz der Firma Prokon und anderer Kapitalanlage-Emittenten zu erheblichen Vermögensverlusten bei vielen Anlegern. Besonders hart traf dies im Fall von Prokon die mehr als 75.000 Kleinanleger. Bei der Suche nach der Ursache für die hohen Anlegerverluste zeigte sich, dass vielen Betroffenen die Verlustrisiken bei Anlagen auf dem sogenannten Grauen Kapitalmarkt nicht ausreichend klar gewesen sind.¹ Nicht alle auf dem Finanzmarkt tätigen Unternehmen werden kontrolliert und stehen unter staatlicher Aufsicht. Benötigen Anbieter keine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und müssen nur wenige gesetzliche Vorgaben erfüllen, so spricht man vom Grauen Kapitalmarkt. Anleger sind hier besonderen Risiken ausgesetzt.²

Vor dem Hintergrund dieser Vorfälle hat die Bundesregierung mit dem Kleinanlegerschutzgesetz den Schutz bei Investitionen in Vermögensanlagen auf dem Grauen Kapitalmarkt weiter verbessert. Mit dem Gesetz wurde 2015 unter anderem die Verpflichtung für Emittenten eingeführt, Vermögensanlagen mit einem Warnhinweis zu versehen und diesen drucktechnisch hervorzuheben. Die Kenntnisnahme dieses Warnhinweises muss von jedem Anleger vor der Zeichnung einer Vermögensanlage per Unterschrift bestätigt werden. Wird die Zeichnung elektronisch durchgeführt, wird die Unterschrift durch die Angabe eindeutig identifizierender Daten ersetzt. Diese Regelungen sollen dazu beitragen, dass sich Anleger vor der Entscheidung für eine Vermögensanlage bewusst mit deren Risiken und der Möglichkeit eines Totalverlusts auseinandersetzen.

Derzeit sind durch den Gesetzgeber der Wortlaut des Warnhinweises und das Verfahren zur elektronischen Bestätigung der Kenntnisnahme vorgegeben. Die Umsetzung der drucktechnischen Hervorhebung und die Positionierung des Warnhinweises liegen in der Verantwortung des Herausgebers der Vermögensanlage. Dies führt in der Praxis zu einer Fülle unterschiedlicher Gestaltungsvarianten des Warnhinweises.

Die vorliegende Studie untersucht folgende Fragen:

- 1 Wie wirken sich verschiedene Gestaltungsvarianten des Warnhinweises auf dessen Sichtbarkeit aus?

- 2 Entfaltet der bestehende Wortlaut die beabsichtigte Wirkung einer Auseinandersetzung mit den Risiken der Vermögensanlage?
- 3 Ist das bestehende Verfahren zur elektronischen Bestätigung der Kenntnisnahme in seiner Wirkung einer Unterschrift vergleichbar?

Die empirische Untersuchung zeigt folgendes:

1. Eine deutliche Verbesserung der Sichtbarkeit des Warnhinweises ließe sich vor allem durch eine einheitliche Positionierung des Warnhinweises erreichen. Dabei wäre eine Positionierung oben auf der ersten Seite, unterhalb der Überschrift, die beste Variante. Ebenso würde eine einheitliche Gestaltung des Vermögensanlageninformationsblattes (VIB) in Fließtextform die Wahrnehmbarkeit erhöhen.
2. Von einer besseren Sichtbarkeit des Warnhinweises würden vor allem Personen mit niedrigerem Finanzwissen profitieren. In dieser Personengruppe zeigt sich ein besonders ausgeprägter Effekt des Warnhinweises. Er führte zu einem zurückhaltenderen Investitionsverhalten. Unabhängig davon zeigt die Untersuchung, dass der bestehende Wortlaut des Warnhinweises bei den Studienteilnehmern eine hohe Bereitschaft erzeugt, sich sorgfältig mit den Risiken der Vermögensanlage auseinanderzusetzen. Alternative Formulierungen bewirken keine bedeutsame Steigerung dieser Bereitschaft.
3. Der Test verschiedener Möglichkeiten zur elektronischen Bestätigung der Kenntnisnahme zeigt, dass das bestehende Verfahren mit der Angabe eindeutig identifizierender Daten im Vergleich zu einer eingehändigen Unterschrift als leicht bedeutsamer bewertet wurde. Die höchste Bedeutung wurde einem Verfahren mit einem sogenannten Medienbruch zugesprochen, bei dem die Bestätigung ausgedruckt, unterschrieben und postalisch versandt werden muss. Insgesamt führten alle getesteten Formen der Kenntnisnahme bei den Kleinanlegern zu einer vergleichbar hohen Bereitschaft, sich noch einmal gründlicher mit den Risiken der Vermögensanlage zu beschäftigen sowie zu einer vergleichbar hohen Neigung, von einer Investition in die Vermögensanlage abzusehen.



I. Fragestellung

Das Kleinanlegerschutzgesetz ist am 10. Juli 2015 in Kraft getreten.³ Neben einer Reihe gesetzlicher Änderungen wurde in § 13 Abs. 6 Vermögensanlagen-gesetz (VermAnlG) für Emittenten von Vermögensanlagen auf dem Grauen Kapitalmarkt die Verpflichtung eingeführt, diese Vermögensanlagen mit einem Warnhinweis zu versehen. Seitdem muss auf der ersten Seite des verpflichtenden Vermögensanlagen-Informationenblatts (VIB) folgende Formulierung platziert und drucktechnisch hervorgehoben werden:

„Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen.“

Bevor eine entsprechende Vermögensanlage gezeichnet werden kann, muss jeder Anleger schriftlich bestätigen, diesen Warnhinweis zur Kenntnis genommen zu haben. Dies geschieht entweder per Unterschrift (§ 15 Abs. 3 VermAnlG) oder bei Einsatz von Fernkommunikationsmitteln alternativ in elektronischer Form (§ 15 Abs. 4 und 5 VermAnlG i.V.m. § 2 VIBBestV). Diese Regelungen sollen dazu beitragen, dass potentielle Anleger das VIB sorgfältig lesen, um sich vor der Entscheidung für eine Anlage gründlich mit den Risiken der Vermögensanlage auseinanderzusetzen.

Der Wortlaut, das Unterschriftserfordernis und das Verfahren der elektronischen Bestätigung der Kenntnisnahme des Warnhinweises sind vom Gesetzgeber eindeutig vorgegeben (§ 13 Abs. 6 sowie nach § 15 Abs. 4 und 5 VermAnlG i.V.m. § 2 VIBBestV). Die Umsetzung der drucktechnischen Hervorhebung und die Positionierung des Warnhinweises liegen hingegen in der Verantwortung des Herausgebers der Vermögensanlage. In der Praxis führt dies zu einer Vielzahl unterschiedlicher Umsetzungen durch die verschiedenen Anbieter und zu deutlichen Unterschieden, beispielsweise bei der Hervorhebung und Einbettung des Warnhinweises. Die Auswirkung dieser Varianten auf die Wahrnehmung und Wirkung des Warnhinweises ist dabei bislang nicht bekannt.

Um die Wirksamkeit der aktuellen gesetzlichen Vorgaben zu prüfen, hat das Bundesministerium der Finanzen (BMF) die Projektgruppe *wirksam regieren* mit einem Forschungsprojekt beauftragt. Darin wird geprüft, wie sich verschiedene Ausgestaltungsvarianten des Warnhinweises auf dessen Wahrnehmung und Wirkung auswirken. Dazu wurden die drucktechnische Gestaltung und Positionierung sowie der Wortlaut und das Verfahren der elektronischen Bestätigung der Kenntnisnahme empirisch untersucht.

Die zentralen Fragen der Untersuchung waren:

1 Sichtbarkeit des Warnhinweises

Stellt die derzeitige Regelung sicher, dass der Warnhinweis von potentiellen Anlegern wahrgenommen wird oder sollten weitere Gestaltungsaspekte des Warnhinweises gesetzlich geregelt werden, um eine Sichtbarkeit zu gewährleisten?

2 Wirkung des Warnhinweises

Hat der Warnhinweis einen Einfluss auf das Investitionsverhalten? Erreicht der aktuelle Wortlaut das Ziel, dass potentielle Anleger das VIB sorgfältig lesen und sich gründlich mit den Risiken der Vermögensanlage auseinander setzen? Gibt es alternative Formulierungen, die dieses Ziel besser erreichen?

3 Wirkung der elektronischen Bestätigung

Ein beträchtlicher Teil der Investitionen in Vermögensanlagen erfolgt online. Wird die elektronische Bestätigung der Kenntnisnahme des Warnhinweises von potentiellen Anlegern als gleichwertig zur eigenhändigen Unterschrift wahrgenommen? Gibt es alternative Verfahren der elektronischen Bestätigung, die in der Wahrnehmung potentieller Anleger einer eigenhändigen Unterschrift eher entsprechen? Hält das Verfahren der elektronischen Bestätigung Anleger dazu an, sich noch einmal mit den Risiken der Anlage zu beschäftigen? Und führen verschiedene Verfahren zu unterschiedlichen Abbruchquoten?



Maximum	2.886,63 €
	2.886,63 €
	3.177,84 €
	3.832,88 €
	5.521,38 €
	7.210,88 €
	8.900,38 €

II. Untersuchung

Studiendesign

Zentrales Ziel dieser Studie ist es, die Wirksamkeit der derzeitigen gesetzlichen Regelung aus der Perspektive der Verbraucher zu prüfen und darüber hinaus die Verbraucher bei der Gestaltung eines aus ihrer Sicht optimalen Warnhinweises einzubinden.

Teil 1 der Studie widmete sich der Sichtbarkeit und Wahrnehmung des Warnhinweises. Dazu wurden einer Studiengruppe von Kleinanlegern unterschiedlich gestaltete VIB vorgelegt. In einem ersten Schritt wurden die unterschiedlichen Warnhinweise bezüglich ihrer Sichtbarkeit und Wahrnehmung anhand von Blickbewegungsmessungen untersucht. In einem zweiten Schritt wurden sie von den Teilnehmern in Fokusgruppen diskutiert. Die Teilnehmer erarbeiteten dann mögliche Alternativen für Gestaltung und Wortlaut des Warnhinweises mit dem Ziel, Wahrnehmbarkeit und Verständlichkeit zu verbessern. Die Teilnehmer diskutierten schließlich Alternativen der elektronischen Bestätigung der Kenntnisnahme. Diese sollten mit der Wirkung einer eigenhändigen Unterschrift vergleichbar sein.

Teil 2 der Studie testete die Wirkung der unterschiedlichen Gestaltungsvorschläge aus den Fokusgruppen in einer repräsentativen Befragung von Kleinanlegern. Dazu wurde der Warnhinweis auf einem VIB systematisch variiert. Jedem Studienteilnehmer wurde zunächst per Zufall ein VIB mit einer von acht Varianten des Warnhinweises angeboten. Alle weiteren Investitionsbedingungen blieben unverändert. Die Teilnehmer wurden befragt, ob und wenn ja welchen Betrag sie in die angebotene Kapitalanlage investieren würden. Im Anschluss bewertete jeder Teilnehmer verschiedene Vorschläge zum Wortlaut des Warnhinweises hinsichtlich ihrer Verständlichkeit und Warnwirkung. In einem letzten Schritt evaluierten die Teilnehmer verschiedene Verfahren der elektronischen Bestätigung. Dabei wurden die Vergleichbarkeit der elektronischen mit der handschriftlichen

Unterschrift sowie die Auswirkung des Bestätigungsverfahrens auf die Beschäftigung mit den Risiken und auf die Investitionsentscheidung abgefragt.

Das Studiendesign wurde durch die Projektgruppe *wirksam regieren* in Zusammenarbeit mit dem Bundesministerium der Finanzen erstellt. Die Erhebung der Daten erfolgte durch den Dienstleister Kantar Public. Für die Auswertung ist die Projektgruppe *wirksam regieren* verantwortlich. Zu diesem Bericht ist ein Materialband erhältlich, der vertiefende Einblicke in die Untersuchung ermöglicht.⁴

Teil 1: Sichtbarkeit des Warnhinweises

In Teil 1 der Studie wurde die Sichtbarkeit existierender Gestaltungsvarianten des Warnhinweises mit Hilfe von Blickbewegungsmessungen analysiert. In Fokusgruppen wurde zudem die subjektive Wirkung des Warnhinweises diskutiert und alternative Möglichkeiten zur Gestaltung und Formulierung eines optimalen Warnhinweises aus Verbrauchersicht erarbeitet.

Stichprobe

Die 32 Teilnehmer hatten alle in der Vergangenheit bereits eine Einzelinvestition von mindestens 5.000 Euro getätigt. Sie gaben an, grundsätzlich für risikobehaftete Anlageformen wie Devisen, Aktien, Unternehmensanleihen oder Immobilienfonds offen zu sein. Darüber hinaus wurden bei der Auswahl der Teilnehmer die formale Bildung, der Erwerbsstatus sowie das allgemeine Finanzwissen der Teilnehmer berücksichtigt (siehe *Tabelle 1*).

Tabelle 1: Teilnehmermerkmale in Teil 1 der Studie

Merkmalsname	Anzahl	Anteil
Geschlecht		
männlich	19	59%
weiblich	13	41%
Alter (Jahre)		
25-44	13	41%
45-64	18	56%
65+	1	3%
Bildungsgrad		
Haupt- / Volks- / Realschule	16	50%
(Fach)-Abitur	16	50%
Finanzwissen (5 Fragen)		
4-5 Fragen korrekt	8	25%
2-3 Fragen korrekt	22	69%
0-1 Frage(n) korrekt	2	6%

Auf Basis dieser Daten wurden vier Fokusgruppen mit jeweils acht potentiellen Anlegern gebildet (siehe Tabelle 2).

Tabelle 2: Zusammensetzung der Fokusgruppen in Teil 1 der Studie

Fokusgruppe	Charakteristika
Gruppe 1	Kleinanleger mit Abitur oder Fachabitur und geringem Finanzwissen
Gruppe 2	Kleinanleger mit Abitur oder Fachabitur und großem Finanzwissen
Gruppe 3	Abhängig beschäftigte Kleinanleger mit Haupt-, Volks- oder Realschulabschluss und geringem Finanzwissen
Gruppe 4	Selbständige Kleinanleger mit Haupt-, Volks- oder Realschulabschluss und geringem Finanzwissen

Blickbewegungsmessung

Den Teilnehmern wurden jeweils sechs von insgesamt 12 verschieden gestalteten VIB realitätsgetreuer, aber fiktiver Finanzanlagen vorgelegt (siehe *Materialband A 3*). Die Teilnehmer wurden gebeten, sich einen Überblick über die verschiedenen Angebote zu verschaffen. Positionierung, Gliederung, drucktechnische Hervorhebung und sprachliche Einbettung des Warnhinweises waren dabei auf den verschiedenen VIB systematisch variiert (siehe *Tabelle 3*).

Die Auswahl der Gestaltungsdimensionen erfolgte auf Basis von Grundsätzen der Wahrnehmungspsychologie, gängiger Gestaltungsvarianten aus der Praxis sowie der einschlägigen Rechtsprechung zu Mindestanforderungen an drucktechnische Hervorhebung in anderen Rechtsbereichen.⁵

Die Gestaltungsdimension „farbliche Hervorhebung“ wurde nicht berücksichtigt, um die Wirkung des Warnhinweises auch bei in Privathaushalten üblichem einfarbigem Druck sicher zu stellen.

Um die Sichtbarkeit und Aufmerksamkeitswirkung unterschiedlicher Gestaltungsvarianten bewerten zu können, wurde eine Blickbewegungsmessung vorgenommen. Dieses Verfahren ermöglicht durch technische Hilfsmittel, beispielsweise eine spezielle Brille, die Bewegung des Blickes einer Person auf einem Bildschirm oder auf einem gedruckten Medium nachzuvollziehen (siehe *Abbildung 1*). Auf Basis der so gewonnenen Daten können Aussagen darüber getroffen werden, ob und wenn ja in welcher Reihenfolge und für welche Dauer ein bestimmter Bild- oder Textbereich von einer Person gesehen wird.

Um eine möglichst hohe Sichtbarkeit zu erzielen, sollte ein Warnhinweis so gestaltet sein, dass dieser von möglichst vielen Teilnehmern, zu einem möglichst frühen Zeitpunkt und für eine ausreichend lange Dauer erfasst wird. Auf diese Weise erhöht sich

Abbildung 1: Brille zur Messung von Blickbewegungen



Tabelle 3: Gestaltungsdimensionen des Warnhinweises im VIB in Teil 1 der Studie

Gestaltungsdimension	Ausprägungen
Positionierung & Gliederung	
Positionierung des Warnhinweises	oberhalb vs. unterhalb der Überschrift innerhalb vs. unterhalb des Haupttextes
Positionierung der Unterschrift	unterhalb des Warnhinweis vs. am Ende des Dokuments
Gliederung der Information	tabellarisch vs. Fließtext
Drucktechnische Hervorhebung	
Fettung	fett vs. nicht fett
Schriftgröße	wie Haupttext vs. größer als Haupttext
Rahmung	ohne vs. mit Rahmen
Piktogramme	ohne vs. mit Piktogramm (z.B. mit Ausrufezeichen)
Zusätze	
Begriff „Warnhinweis“	ohne vs. mit Begriff „Warnhinweis“
Verweis auf Gesetzesquelle	ohne vs. mit Verweis auf Gesetzesquelle

die Wahrscheinlichkeit, dass bei der Bewertung der Informationen des VIB, beispielsweise der Renditechancen, auch die Risiken berücksichtigt werden. Im Idealfall wird der Warnhinweis von allen Teilnehmern als erste Information gesehen und so lange betrachtet, dass von einer vollständigen Aufnahme und Verarbeitung der Information ausgegangen werden kann.

Das Verfahren der Blickbewegungsmessung misst beispielsweise die Erstkontaktzeit oder Verweildauer, lässt aber keine Aussagen zum inhaltlichen Verständnis zu. Eine hinreichend lange Betrachtungsdauer ist aber eine Voraussetzung dafür, dass die Information verarbeitet und verstanden werden kann.

Fokusgruppen

In anschließenden Diskussionen in Fokusgruppen wurden die Ergebnisse der Blickbewegungsmessung mit dem selbstberichteten Erleben der Teilnehmer abgeglichen und um qualitative Eindrücke ergänzt.

- **Identifikation von Gestaltungsvarianten mit guter Sichtbarkeit**

Die Teilnehmer wurden zunächst gefragt, ob sie den Eindruck hatten, eine Information übersehen oder besonders deutlich wahrgenommen zu haben. In einem strukturierten Gruppenprozess wurden dann jene Gestaltungsdimensionen identifiziert, die aus Verbrauchersicht für eine gute Sichtbarkeit und Wahrnehmung des Warnhinweises notwendig sind.

- **Identifikation von Formulierungsvarianten mit angemessener Warnwirkung**

Ziel des Warnhinweises ist es, die hohe Relevanz der Risikoprüfung bei dieser Anlageform hervorzuheben. Gleichzeitig sollen potentielle Anleger, die das Risiko der Anlage einschätzen können bzw. deren Risikoneigung dem Verlustrisiko entspricht, durch den Warnhinweis nicht abgeschreckt werden.

Vor dem Hintergrund dieser Zielsetzung wurden die Teilnehmer gebeten, ihre Wahrnehmung des Warnhinweises zu schildern und eine aus Verbrauchersicht klar verständliche Variante für den Wortlaut vorzuschlagen. Dabei konnten die Teilnehmer alle Aspekte des Wortlauts nach Belieben variieren und beispielsweise auch längere oder umgangssprachlichere Formulierungen verwenden. Eine Auswahl der erarbeiteten Varianten wurde in Teil 2 der Studie mit einer repräsentativen Stichprobe auf ihre Wirkung vergleichend getestet.

- **Identifikation von Verfahren zur elektronischen Bestätigung, die der Wirkung einer eigenhändigen Unterschrift vergleichbar sind**

Weiterhin diskutierten die potentiellen Kleinanleger in den Fokusgruppen, inwiefern verschiedene Möglichkeiten der elektronischen Bestätigung der Kenntnisnahme des Warnhinweises als gleichwertig zu einer eigenhändigen Unterschrift wahrgenommen werden. Auch diese von den Teilnehmern erarbeiteten Vorschläge dienten in Teil 2 der Studie für einen repräsentativen Vergleich der Wirkung.

Teil 2: Wirkung des Warnhinweises

In Teil 2 der Studie wurde die Wirkung verschiedener Gestaltungsvarianten und Formulierungen des Warnhinweises sowie unterschiedlicher Verfahren der elektronischen Bestätigung mit einer repräsentativen Stichprobe vergleichend getestet.

Stichprobe

Wie die Teilnehmer der Blickbewegungsmessung und Fokusgruppen hatten auch die Teilnehmer aus dieser Stichprobe von 2.514 Kleinanlegern in der Vergangenheit bereits eine Einzelinvestition von mindestens 5.000 Euro getätigt und gaben an, grundsätzlich offen für risikobehaftete Geldanlagen zu sein. Die Teilnehmer mussten mindestens 25 Jahre alt und Haupteinkommensbezieher in ihrem Haushalt sein. Für die Bevölkerungsgruppe, auf die diese Merkmale zutrafen, wurde Repräsentativität im Hinblick auf Bildungsgrad, Alter und Geschlecht sichergestellt (siehe *Tabelle 4*).

Tabelle 4: Teilnehmermerkmale in Teil 2 der Studie

Merkmal	Anzahl	Anteil
Geschlecht		
männlich	1831	73%
weiblich	683	27%
Alter (Jahre)		
25-44	762	30%
45-64	1055	42%
65+	697	28%
Bildungsgrad		
Haupt- / Volksschule / kein Schulabschluss	465	18%
Mittlere Reife / Polytechnische Oberschule	798	32%
Allgemeine / Fach-Hochschulreife	1251	50%
Finanzwissen		
4-5 Fragen korrekt	1753	69%
2-3 Fragen korrekt	611	24%
0-1 Frage(n) korrekt	150	6%

Vergleichender Test verschiedener Gestaltungsvarianten

Um die Wirkung der Gestaltungsvarianten auf das Investitionsverhalten zu prüfen, wurden die Kleinanleger in der repräsentativen Befragung gebeten, sich vorzustellen, kürzlich einen Betrag von 10.000 Euro geerbt zu haben. Allen Teilnehmern wurde ein Investitionsangebot unterbreitet, welches sie eingehend prüfen sollten. Die angebotene Vermögensanlage war in allen Fällen identisch und unterschied sich nur hinsichtlich der Gestaltung des Warnhinweises und der Gliederung der Information im VIB.

Jedem Teilnehmer wurde per Zufallsverfahren eine von acht Varianten gezeigt. Die Varianten unterschieden sich hinsichtlich Schriftgröße, Rahmung, Freifläche, Positionierung der Unterschrift und Gliederung der Information (siehe *Tabelle 5* und *Abbildung 2*).

Tabelle 5: Gestaltungsdimensionen verschiedener Warnhinweise in Teil 2 der Studie

Gestaltungsdimension	Ausprägung
Drucktechnische Hervorhebung	
Schriftgröße	wie im Haupttext vs. vergrößert
Rahmung	vorhanden vs. nicht vorhanden
Freifläche um Warnhinweis	vorhanden vs. nicht vorhanden
Unterschrift in Freifläche	vorhanden vs. nicht vorhanden
Positionierung & Gliederung	
Gliederung der Information	tabellarisch vs. Fließtext

Abbildung 2: Die getesteten Varianten des Vermögensanlagen-Informationsblatts in Teil 2 der Studie

Variante 1

RE22 Windenergie Deutschland
Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB)

Warnhinweis: Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen.

1. VERMÖGENSANLAGE RE22 Windenergie Deutschland	Finanzierung Das geplante Gesamtfinanzierungsvolumen beträgt EUR 50.900.000, davon EUR 14.421.030 Eigenkapital (Emissionskapital inkl. Treuhänderin i. H. v. EUR 14.001.000 sowie ein Agio i. H. v. EUR 420.030) und EUR 36.478.970 Fremdkapital. Daraus ergibt sich in der Darstellung des Investitions- und
2. ART DER VERMÖGENSANLAGE Kommanditbeteiligung, operativ tätige Beteiligungsgesellschaft	

Variante 2

RE22 Windenergie Deutschland
Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB)

Warnhinweis: Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen.

1. VERMÖGENSANLAGE RE22 Windenergie Deutschland	Finanzierung Das geplante Gesamtfinanzierungsvolumen beträgt EUR 50.900.000, davon EUR 14.421.030 Eigenkapital (Emissionskapital inkl. Treuhänderin i. H. v. EUR 14.001.000 sowie ein Agio i. H. v. EUR 420.030) und EUR 36.478.970 Fremdkapital. Daraus ergibt sich in der Darstellung des Investitions- und
2. ART DER VERMÖGENSANLAGE Kommanditbeteiligung, operativ tätige Beteiligungsgesellschaft	

Variante 3

RE22 Windenergie Deutschland
Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB)

Warnhinweis: Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen.

1. VERMÖGENSANLAGE RE22 Windenergie Deutschland	Finanzierung Das geplante Gesamtfinanzierungsvolumen beträgt EUR 50.900.000, davon EUR 14.421.030 Eigenkapital (Emissionskapital inkl. Treuhänderin i. H. v. EUR 14.001.000 sowie ein Agio i. H. v. EUR 420.030) und EUR 36.478.970 Fremdkapital. Daraus ergibt sich in der Darstellung des Investitions- und
2. ART DER VERMÖGENSANLAGE Kommanditbeteiligung, operativ tätige Beteiligungsgesellschaft	

Variante 4

RE22 Windenergie Deutschland

Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB)

Warnhinweis: Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen.

1. VERMÖGENSANLAGE

RE22 Windenergie Deutschland

2. ART DER VERMÖGENSANLAGE

Kommanditbeteiligung, operativ tätige Beteiligungsgesellschaft

Finanzierung

Das geplante Gesamtfinanzierungsvolumen beträgt EUR 50.900.000, davon EUR 14.421.030 Eigenkapital (Emissionskapital inkl. Treuhänderin i. H. v. EUR 14.001.000 sowie ein Agio i. H. v. EUR 420.030) und EUR 36.478.970 Fremdkapital. Daraus ergibt sich in der Darstellung des Investitions- und

Variante 5

RE22 Windenergie Deutschland Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB)

Warnhinweis: Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen.

1	Vermögensanlage	RE22 Windenergie Deutschland
2	Art der Vermögensanlage	Kommanditbeteiligung, operativ tätige Beteiligungsgesellschaft
3	Anbieterin der Vermögensanlage	re-energy GmbH, Flensburger Straße 36, 21049 Hamburg

Variante 6

RE22 Windenergie Deutschland Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB)

Warnhinweis: Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen.

1	Vermögensanlage	RE22 Windenergie Deutschland
2	Art der Vermögensanlage	Kommanditbeteiligung, operativ tätige Beteiligungsgesellschaft
3	Anbieterin der Vermögensanlage	re-energy GmbH, Flensburger Straße 36, 21049 Hamburg

Variante 7

RE22 Windenergie Deutschland
Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB)

Warnhinweis: Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen.

1	Vermögensanlage	RE22 Windenergie Deutschland
2	Art der Vermögensanlage	Kommanditbeteiligung, operativ tätige Beteiligungsgesellschaft

Variante 8

RE22 Windenergie Deutschland
Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB)

Warnhinweis: Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen.

Mit nachfolgender Unterschrift bestätige ich die Kenntnisnahme des oben genannten Warnhinweises.

Vorname	Nachname
Ort, Datum	
Unterschrift des Anlegers X	

1	Vermögensanlage	RE22 Windenergie Deutschland
2	Art der Vermögensanlage	Kommanditbeteiligung, operativ tätige Beteiligungsgesellschaft

Die Teilnehmer wurden gefragt, ob sie sich prinzipiell vorstellen könnten, in die angebotene Kapitalanlage zu investieren. Wenn ja, welchen Anteil des geerbten Geldes würden sie dafür einsetzen? Teilnehmer, die sich gegen eine Anlage entschieden, wurden gebeten, die Gründe hierfür zu nennen.

Abschließend erfolgte eine sogenannte „gestützte Abfrage“ der erinnerten Inhalte des VIB. Dazu erhielten die Teilnehmer eine Liste möglicher Inhalte (z.B. Verzinsung der Anlage, Laufzeit, Mindestanlage, Verschuldungsgrad des Emittenten). Sie sollten nun jene Inhalte aus dem VIB markieren, an die sie sich erinnern konnten. Zur Qualitätskontrolle umfasste diese Liste auch Auswahlmöglichkeiten für Inhalte, die nicht Bestandteil des VIB waren. Um ausschließen zu können, dass die Position der Auswahlmöglichkeiten auf der Liste einen Einfluss auf deren Auswahlwahrscheinlichkeit ausübt, wurde die Reihenfolge nach dem Zufallsprinzip variiert.

Um die Wirkung der verschiedenen Gestaltungsvarianten bewerten zu können, wurden folgende Ergebnisvariablen gemessen:

- Anteil der Teilnehmer, die sich prinzipiell vorstellen kann, das Erbe von 10.000 Euro ganz oder teilweise in die Anlage zu investieren;
- hypothetische Anlagesumme bei Teilnehmern, die die Anlage in Betracht ziehen;
- Gründe zur Nichtanlage bei Teilnehmern, die die Anlage nicht in Betracht ziehen;
- Inhalte des VIB, an die sich Teilnehmer erinnern konnten.

Vergleichender Test verschiedener Wortlaute

Die Kleinanleger in der repräsentativen Befragung wurden gebeten, verschiedene Vorschläge zum Wortlaut aus den Fokusgruppen auf ihre Wirkung hin zu bewerten.

Unabhängig vom Wortlaut im engeren Sinne war in den Fokusgruppen die Frage aufgekommen, inwieweit

die gesetzlich nicht geregelte, in der Praxis aber häufige Einbettung des Wortlauts einen Einfluss auf die Warnwirkung ausübt. Dazu gehört beispielsweise die Einleitung des Wortlauts mit dem Zusatz „Warnhinweis:“ oder ein Hinweis auf die Gesetzesgrundlage des Warnhinweises. In Anlehnung an unterschiedliche existierende Umsetzungen und unter Berücksichtigung der Vorschläge aus den Fokusgruppen wurden daher insgesamt 16 Formulierungsvarianten inklusive verschiedener Zusätze getestet (siehe *Tabelle 6*).

Tabelle 6: Getestete Wortlaute in Teil 2 der Studie

Variante	Wortlaut
Aktuelle Formulierung	1.) Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen.
Alternative Formulierungen	2.) Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen. Grundsätzlich gilt: Je höher die Rendite oder der Ertrag, desto größer das Risiko eines Verlustes.
	3.) Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen. Nähere Informationen zu den Risiken dieses Produkts finden sich unter dem Punkt „Risiken“.
	4.) Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden. Investieren sollten nur Anleger, die wirtschaftlich in der Lage sind, auf den investierten Betrag vollständig zu verzichten.
Vorgenannte Formulierungen zzgl. „Warnhinweis:“	5.) Warnhinweis: zzgl. 1.)
	6.) Warnhinweis: zzgl. 2.)
	7.) Warnhinweis: zzgl. 3.)
	8.) Warnhinweis: zzgl. 4.)
Vorgenannte Formulierungen zzgl. „Warnhinweis gem. §13 Abs. 6 Vermögensanlagegesetz:“	9.) Warnhinweis gem. § 13 Abs. 6 Vermögensanlagegesetz: zzgl. 1.)
	10.) Warnhinweis gem. § 13 Abs. 6 Vermögensanlagegesetz: zzgl. 2.)
	11.) Warnhinweis gem. § 13 Abs. 6 Vermögensanlagegesetz: zzgl. 3.)
	12.) Warnhinweis gem. § 13 Abs. 6 Vermögensanlagegesetz: zzgl. 4.)
Personalisierte Formulierungen	13.) Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann dazu führen, dass Sie Ihr eingesetztes Vermögen vollständig verlieren.
	14.) Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust Ihres eingesetzten Vermögens führen. Grundsätzlich gilt: Je höher die Rendite oder der Ertrag, desto größer das Risiko eines Verlusts.
	15.) Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann dazu führen, dass Sie Ihr eingesetztes Vermögen vollständig verlieren. Nähere Informationen zu den Risiken dieses Produkts finden Sie unter dem Punkt „Risiken“.
	16.) Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden. Sie sollten nur investieren, wenn Sie wirtschaftlich in der Lage sind, auf den investierten Betrag vollständig zu verzichten.

Allen Teilnehmern wurden jeweils drei bis vier zufällig ausgewählte Varianten gezeigt. Diese sollten dahingehend bewertet werden, inwieweit sie die Neigung der Person beeinflussen

- die jeweilige Anlage in Betracht zu ziehen und

- sich gründlich mit den Risiken auseinander zu setzen.

Für die Bewertung standen die beiden folgenden elfstufigen Skalen zur Verfügung (siehe *Abbildung 3*).

Abbildung 3: Skalen zur Bewertung der Wortlaute

Hat überhaupt keinen Einfluss darauf, ob ich die Geldanlage in Betracht ziehe.		Hält mich vollständig davon ab, die Geldanlage in Betracht zu ziehen.
Hat überhaupt keinen Einfluss darauf, wie gründlich ich mich mit den Risiken beschäftige.		Veranlasst dazu, dass ich mich sehr gründlich mit den Risiken beschäftige.

Vergleichender Test verschiedener Verfahren der elektronischen Bestätigung

Ebenfalls getestet wurde die Wirkung verschiedener Vorschläge für die elektronische Bestätigung der Kenntnisnahme des Warnhinweises, die sich aus den Diskussionen der ersten Phase ergeben hatten (siehe *Tabelle 7*):

Tabelle 7: Getestete elektronische Bestätigungsverfahren in Teil 2 der Studie

Bestätigungsverfahren	Beschreibung
Bestehende Regelung	Eingabe eindeutig identifizierender persönlicher Daten wie u.a. Geburtsdatum, Geburtsort, Ausweisnummer
Bestätigungssatz	Abschreiben des folgenden Satzes: „Ich, VORNAME NACHNAME, habe das vorliegende Vermögensanlagen-Informationsblatt – inklusive des auf Seite 1 unter der Überschrift hervorgehobenen Warnhinweises – zur Kenntnis genommen“
Bestätigungslink	Angabe der Emailadresse und Bestätigung des Lesens durch Klicken auf Link in Email
Postalische Bestätigung	Ausdrucken und handschriftliches Unterschreiben der Bestätigung sowie postalischer Rückversand
Pop-Up	Doppelte Bestätigung eines Pop-Ups mit Häkchen und Klick

Jeder Teilnehmer bewertete jeweils ein zufällig ausgewähltes Verfahren, welches durch ein kurzes Video veranschaulicht wurde. Abgefragt wurden:

- die wahrgenommene Gleichwertigkeit zur eigenhändigen Unterschrift,
- die Neigung, aufgrund des Verfahrens den weiteren Kaufprozess abubrechen und

- die Neigung, sich den Warnhinweis und die Risiken aufgrund des Bestätigungsverfahrens noch einmal gründlich durchzulesen.

Zur Bewertung stand jeweils eine Skala mit sieben Abstufungen und den unten genannten Endpunkten zur Verfügung (siehe *Abbildung 4*).

Abbildung 4: Skalen zur Bewertung der elektronischen Bestätigungsverfahren

Fühlt sich weniger bedeutsam an als eine Unterschrift.	○ ○ ○ ○ ○ ○ ○ 1 7	Fühlt sich bedeutsamer an als eine Unterschrift.
Löst bei mir keine Bedenken aus.	○ ○ ○ ○ ○ ○ ○ 1 7	Führt dazu, dass ich den Kaufprozess abbreche.
Führt dazu, dass ich mir den Warnhinweis und die Risiken (nochmal) genau durchlese.	○ ○ ○ ○ ○ ○ ○ 1 7	Wirkt sich nicht darauf aus, wie sorgfältig ich den Warnhinweis und die Risiken durchlese.



III. Ergebnisse

1 Sichtbarkeit des Warnhinweises

• Positionierung des Warnhinweises

Die Ergebnisse der Blickbewegungsmessung legen nahe, dass eine Positionierung des Warnhinweises im oberen Bereich der ersten Seite gleich unter der Überschrift die größte Sichtbarkeit und Aufmerksamkeit erzeugt (siehe *Tabelle 8*). Diese Positionierung hatte im Vergleich zu den anderen Varianten sowohl den höchsten Wahrnehmungsanteil (d.h. der Warnhinweis wurde vom größten Anteil der Probanden gesehen), als auch die geringste Erstkontaktzeit (d.h. der Warnhinweis wurde im Durchschnitt am

frühesten gesehen) und die höchste Verweildauer (d.h. die Teilnehmer beschäftigten sich im Durchschnitt am längsten mit dem Warnhinweis). Die geringste Sichtbarkeit wiesen hingegen die Varianten „Oben, über der Überschrift“ und „Unterer Seitenrand“ auf.

Diese Ergebnisse wurden in den Fokusgruppen als explizite Wahrnehmung bestätigt: Als optimal sichtbare Positionierung des Warnhinweises wurde hier ebenfalls die Variante „Oben, unter der Überschrift“ benannt.

Tabelle 8: Auswirkung verschiedener Positionierungen auf die Wahrnehmungsqualität laut Blickbewegungsmessung in Teil 1 der Studie

Position des Warnhinweises	Wahrnehmungsanteil (in %)	Erstkontaktzeit (in Sekunden)	Verweildauer (in Sekunden)
Oben, unter der Überschrift	95%	8s	7s
Mittig in einer Spalte	84%	18s	4s
Unterer Seitenrand	69%	66s	4s
Oben, über der Überschrift	65%	48s	3s

Abbildung 5: Unterschiede in der Erstkontaktzeit bei zwei Vermögensanlagen-Informationsblättern

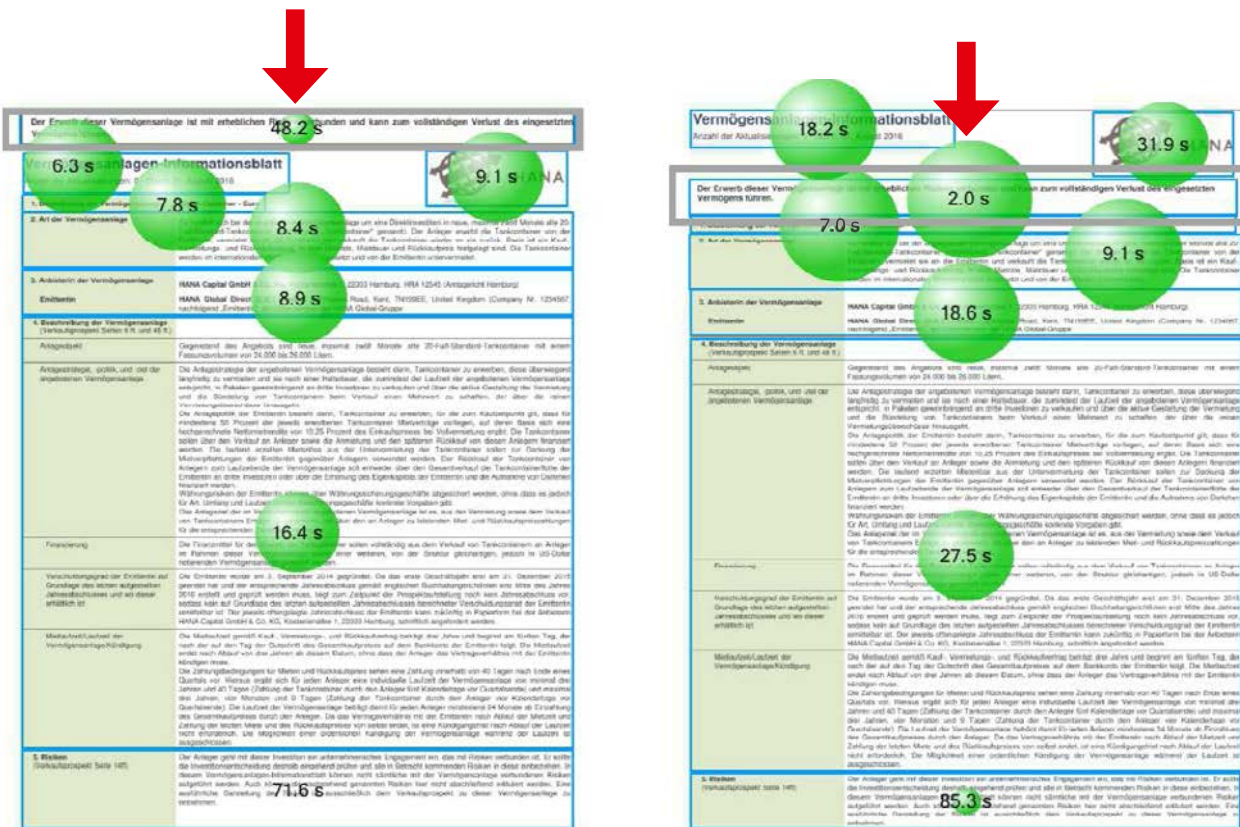


Abbildung 5 zeigt die Erstkontaktzeiten für zwei VIB, bei denen ausschließlich die Position des Warnhinweises variiert wurde. Die Kreise stellen die Blickfelder des Betrachters dar; je größer der Kreis, desto früher der Blickkontakt mit einem Bild- oder Textfeld. Der Test zeigt: der Warnhinweis, der oberhalb der Überschrift positioniert ist, wurde nach 48,2 Sekunden gesehen (VIB links, siehe Pfeil). Er wurde damit erheblich später gesehen als der Warnhinweis, der unterhalb der Überschrift positioniert wurde. Dieser kam bereits nach 2 Sekunden in den Blick (VIB rechts, siehe Pfeil).

Sowohl die Blickbewegungsmessung als auch die Aussagen der Teilnehmer deuten damit auf eine Platzierung im oberen Teil des VIB, aber unter der Überschrift als optimale Variante hin.

- **Positionierung der Unterschrift der Anleger**
- Weiterhin ergaben die Daten der Blickbewegungsmessung, dass eine Platzierung der Unterschrift der Anleger oben auf der ersten Seite bei ansonsten gleichen Bedingungen die Sichtbarkeit und Beschäftigungsdauer mit dem Warnhinweis im Vergleich zu einer Variante ohne Unterschrift erhöht (siehe Tabelle 9).

Die Daten der Blickbewegungsmessung lassen keine Aussage darüber zu, ob die höhere Aufmerksamkeitswirkung darauf zurückzuführen ist, dass diese Darstellungsform nicht den üblichen Lese- und Unterschriftsgewohnheiten entspricht oder dass die größere Fläche des Unterschriftenfelds Aufmerksamkeit auf sich zieht. Einige Teilnehmer der Fokusgruppen empfanden eine Positionierung der

Tabelle 9: Auswirkung der Position der Unterschrift auf die Wahrnehmungsqualität laut Blickbewegungsmessung in Teil 1 der Studie

Position des Warnhinweises	Wahrnehmungsanteil (in %)	Erstkontaktzeit (in Sekunden)	Verweildauer (in Sekunden)
Mit Unterschrift oben	100%	4s	10s
Ohne Unterschrift oben	83%	27s	5s

Unterschrift zu Beginn des VIB als „merkwürdig“ und teilweise als „unseriös“. Man habe das „Gefühl, etwas zu unterschreiben, bevor man es gelesen hat“, auch wenn sich im Beispielfall die Unterschrift alleine auf die Kenntnisnahme des Warnhinweises bezog.

Zur Klärung dieser Frage wurden im Rahmen der repräsentativen Befragung sowohl eine Version mit Unterschriftenfeld als auch eine Version mit einer vergleichbar großen Fläche, aber ohne Unterschriftenfeld getestet. Da sich ein vergleichbarer Effekt auch bei der Variante mit großer Fläche ohne Unterschrift einstellt, kann davon ausgegangen werden, dass vor allem die vergrößerte Fläche ausschlaggebend für die Aufmerksamkeit ist.

Eine verbesserte Wahrnehmbarkeit des Warnhinweises kann also bereits durch eine größere Freifläche erreicht werden.

• Drucktechnische Hervorhebung

Ein Vergleich unterschiedlicher drucktechnischer Hervorhebungen des Warnhinweises zeigte im Rahmen der Blickbewegungsmessung weitere Unterschiede in der Wahrnehmung (siehe *Tabelle 10*). Durch die Verwendung eines Rahmens zur Hervorhebung des Warnhinweises wurde der Warnhinweis mit größerer Wahrscheinlichkeit und früher gesehen als ohne Rahmen. Auch eine im Vergleich zum übrigen Text im VIB größere Schrift oder die Verwendung des Zusatzes „Warnhinweis:“ führte zu einer leicht erhöhten und früheren Wahrnehmung als eine gleich große Schrift bzw. eine Variante ohne den Zusatz „Warnhinweis:“.

Die Unterschiede in der Wahrnehmung unterschiedlicher Varianten drucktechnischer Hervorhebungen stellten sich allerdings deutlich schwächer dar als bei der Positionierung. Die Hervorhebungselemente „Rahmen“ und „größere Schrift“ wurden daher bei der repräsentativen Befragung näher überprüft, wobei sich jedoch keine signifikanten Unterschiede zwischen verschiedenen Varianten ergaben.

Tabelle 10: Auswirkung verschiedener Gestaltungsvarianten auf die Wahrnehmungsqualität laut Blickbewegungsmessung in Teil 1 der Studie

Optisches Gestaltungsmerkmal	Wahrnehmungsanteil (in %)	Erstkontaktzeit (in Sekunden)	Verweildauer (in Sekunden)
Mit Rahmen	91%	13s	7s
Ohne Rahmen	76%	42s	4s
Größere Schrift als übriger Text	90%	17s	7s
Gleiche Schrift wie übriger Text	80%	30s	4s
Mit Signalwort „Warnhinweis:“	92%	9s	7s
Ohne Signalwort	82%	32s	5s

2 Wirkung des Warnhinweises

• Wirkung des Warnhinweises auf die Investitionsentscheidung

Im Durchschnitt konnte sich rund ein Drittel der in der repräsentativen Stichprobe befragten Kleinanleger eine Investition in die angebotene Vermögensanlage vorstellen. Je nach Gestaltungsvariante des Warnhinweises schwankte dieser Anteil zwischen 27 Prozent und 36 Prozent. Diese Schwankung ist jedoch statistisch nicht bedeutsam, auch wenn die Differenz auf den ersten Blick groß erscheint.

Rund zwei Drittel der befragten Kleinanleger lehnten damit eine Investition ab. Als vorrangiger Grund für die Ablehnung nannten 71 Prozent der Ablehnenden spontan (d.h. ohne vorgegebene Liste von Gründen, aus denen ausgewählt werden konnte) ein zu hohes Risiko. Rund 2 Prozent der Ablehnenden nannten spontan explizit den Warnhinweis.

Wirkt sich der Warnhinweis auf Risikowahrnehmung und Investitionsentscheidung aus? *Tabelle 11* zeigt abhängig von der Gestaltungsvariante des Warnhinweises merkliche Unterschiede der Investitionssummen. Diese Unterschiede sind aber nicht statistisch signifikant.

Vergleicht man jedoch nach Personen, die den Warnhinweis gesehen bzw. nicht gesehen hatten, so zeigt sich ein eindeutiger Unterschied: Personen, die angaben, den Warnhinweis gesehen zu haben, investierten mit durchschnittlich 1.383 Euro erheblich weniger als Personen, die den Warnhinweis *nicht* gesehen hatten. Letztere waren mit durchschnittlich 2.247 Euro bereit, eine statistisch nachweisbar höhere Summe zu investieren ($t=6,84$, $df=1560,7$, $p<0,0001$). Der mittlere investierte Betrag aller Personen in der Stichprobe lag bei 1.695 Euro.

Das bedeutet, ein Einfluss einzelner Gestaltungsvarianten auf Investitionsentscheidungen ist nicht nachweisbar. Es ließen sich aber deutlich niedrigere Investitionssummen bei den Teilnehmern beobachten, die den Warnhinweis gesehen hatten. Mit anderen Worten: wird der Warnhinweis gesehen, wirkt er. Bemühungen, die Sichtbarkeit zu erhöhen, sind lohnenswert.

• Auswirkungen des Finanzwissens auf die Investitionsentscheidung

Der Warnhinweis transportiert eine Information, die Personen mit großem Finanzwissen bereits bekannt sein dürfte: Bei einer nicht besicherten direkten Investition in ein einzelnes Unternehmen besteht die Möglichkeit eines Totalverlusts des eingesetzten Kapitals. Es wurde daher angenommen, dass der Warnhinweis gerade bei Personen mit geringem Finanzwissen, für die die Information eher einen Neuigkeitswert bietet, eine stärkere Warnwirkung entfaltet.

Insgesamt lässt sich beobachten, dass sich Personen mit großem Finanzwissen mit einer durchschnittlichen Investitionssumme von rund 1.471 Euro deutlich zurückhaltender verhielten als Personen mit geringem Finanzwissen. Hier lag der durchschnittlich investierte Betrag mit rund 2.209 Euro statistisch signifikant höher ($t=5,43$, $df=1204,5$, $p<0,0001$).

Bei Teilnehmern mit geringem Finanzwissen zeigt sich tatsächlich ein besonders deutlicher Zusammenhang zwischen der Wahrnehmung des Warnhinweises und einem zurückhaltenderen Investitionsverhalten. Hatten Teilnehmer mit geringem Finanzwissen den Warnhinweis *nicht* wahrgenommen, so entschieden sie sich im Durchschnitt für eine Investition von rund 2.850 Euro. Wurde der Warnhinweis in dieser Personengruppe hingegen gesehen, so sank die Investitionssumme deutlich und statistisch signifikant auf durchschnittlich rund 1.610 Euro ($t=18,4$, $df=760$, $p>0,0001$, $d=0,4$). Das entspricht einem Sinken der Investitionssumme um rund 43,5 Prozent nach Wahrnehmung des Warnhinweises bei Teilnehmern mit geringem Finanzwissen.

Auch bei Teilnehmern mit großem Finanzwissen führte die Wahrnehmung des Warnhinweises zu einer signifikant geringeren Investitionsbereitschaft ($t=23,2$, $df=1752$, $p<0,0001$, $d=0,2$). Die Größe des Effekts war hier mit einer Reduktion der durchschnittlichen Investitionssumme von rund 1.840 Euro auf rund 1.310 Euro deutlich geringer. Das entspricht einem Sinken der Investitionssumme um rund 32,8 Prozent nach Wahrnehmung des Warnhinweises bei Teilnehmern mit großem Finanzwissen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Wahrnehmung des Warnhinweises sowohl in der Teilnehmer-Gruppe mit großem als auch in der mit geringem Finanzwissen mit nachweisbar zurückhaltenderen Investitionsentscheidungen einherging. In der Gruppe mit geringem Finanzwissen war dieser Zusammenhang deutlich stärker ausgeprägt. Die zugrunde liegende Annahme ist, dass das wahrgenommene Risiko durch den Warnhinweis steigt und damit die investierte Summe sinkt.

Tabelle 11: Investitionsentscheidungen in Teil 2 der Studie

Gestaltungsvariante des Warnhinweises	Mittlere Investitionsbereitschaft in Euro		
	Alle Teilnehmer	Warnhinweis nicht gesehen	Warnhinweis gesehen
Variante 1 (Fließtext + normal große Schrift)	1.790	2.229	1.572
Variante 2 (Fließtext + vergrößerte Schrift)	1.557	2.026	1.344
Variante 3 (Fließtext + vergrößerte Schrift + Rahmen)	1.499	2.092	1.178
Variante 4 (Fließtext + vergrößerte Schrift + Rahmen + Freifläche)	1.330	1.511	1.256
Variante 5 (Tabelle + normal große Schrift)	1.789	2.110	1.608
Variante 6 (Tabelle + vergrößerte Schrift)	1.861	2.634	1.261
Variante 7 (Tabelle + vergrößerte Schrift + Rahmen)	1.937	2.424	1.590
Variante 8 (Tabelle + vergrößerte Schrift + Rahmen + Unterschrift)	1.793	2.642	1.262
Durchschnitt aller VIB-Varianten	1.695	2.247	1.383

• **Wirkung des Warnhinweises auf die Erinnerung konkreter Inhalte des VIB**

Der Warnhinweis war der am häufigsten erinnerte Inhalt des VIB (siehe *Tabelle 12*). Je nach Gestaltungsvariante schwankte der Anteil an Teilnehmern, die sich an den Warnhinweis erinnern konnten, zwischen 56 Prozent und 71 Prozent. Das bedeutet, die Gestaltung des Warnhinweises hat einen statistisch signifikanten Effekt auf die Erinnerung ($\chi^2=23,9$, $df=7$, $p=0,001$). Der höchste Erinnerungswert wurde bei einer Gestaltung des Warnhinweises in Fließtext mit großem Kasten ohne Unterschrift (Variante 4) erzielt.

An eine Erläuterung der Risiken im VIB erinnerten sich je nach Ausgestaltung des VIB zwischen 53 Prozent und 66 Prozent. Dabei hing die Erinnerung an den

Warnhinweis eng mit einer Erinnerung an die Risiken zusammen (siehe *Tabelle 13*). 73 Prozent der Personen, die sich an den Warnhinweis erinnerten, gaben an, sich ebenfalls an die Risiken zu erinnern. Hingegen erinnerten sich bei den Personen, die keine Erinnerung an den Warnhinweis hatten, nur 42 Prozent an die Risiken. Dieser Wert lag um gut 30 Prozentpunkte und damit statistisch hochbedeutsam niedriger ($\chi^2=233$, $df=1$, $p<0,0001$).

Auch hier bestätigt sich die Annahme, dass der Warnhinweis für eine bessere Wahrnehmung des Risikos sorgt.

Tabelle 12: Anteil der Teilnehmer mit Erinnerung an Warnhinweis und Risiken laut gestützter Abfrage nach Varianten in Teil 2 der Studie

Erinnerungswirkung	Erinnerung an Warnhinweis	Erinnerung an Risiken
Variante 1	67%	66%
Variante 2	67%	65%
Variante 3	65%	65%
Variante 4	71%	65%
Variante 5	64%	59%
Variante 6	56%	60%
Variante 7	58%	62%
Variante 8	62%	53%
Mittelwert für tabellarische VIB (Varianten 1-4)	60%	58%
Mittelwert für Fließtext-VIB (Varianten 5-8)	68%	65%
Mittelwert über alle VIB	64%	62%

Tabelle 13: Anteil der Teilnehmer mit Erinnerung an Warnhinweis und Risiken laut gestützter Abfrage in Teil 2 der Studie

Erinnerung an Warnhinweis	Risiken	
	Ja	Nein
Ja	73%	27%
Nein	42%	58%

- **Wirkung von tabellarischer Form vs. Fließtextform des VIB**

Die Untersuchung der erinnerten Inhalte zeigte, dass sich die Teilnehmer bei VIB in tabellarischer Form (VIB-Varianten 1 bis 4) weniger oft an den Warnhinweis und eine Darstellung der Risiken erinnerten als bei VIB in Fließtext (VIB-Varianten 5 bis 8). Wurde das VIB in tabellarischer Form gestaltet, reduzierte sich der Anteil der Teilnehmer, die den Warnhinweis wahrgenommen hatten, über alle Varianten der drucktechnischen Hervorhebung hinweg statistisch signifikant von 68 Prozent auf 60 Prozent ($t=4,1$, $df=2507$, $p < 0,0001$).

Die tabellarische Form hatte darüber hinaus zur Folge, dass sich mit 35 Prozent ein größerer Anteil der Probanden eine Investition in die Kapitalanlage vorstellen konnte als bei der Fließtextform (31 Prozent). Dieser Unterschied von 4 Prozentpunkten (bzw. 12 Prozent) bei der Risikobereitschaft ist statistisch signifikant ($t=-2,28$, $df=2509$, $p=0,02$).

Ein vergleichbares Muster zeigte sich auch für die hypothetische Investitionssumme. Sie lag bei einem VIB in tabellarischer Form mit rund 1.840 Euro statistisch signifikant höher als bei einem VIB in Fließtext mit rund 1.540 Euro ($t=29,38$, $df=2513$, $p < 0,0001$).

Bei einer tabellarischen Darstellung wurde also der Warnhinweis weniger häufig wahrgenommen; dies ging mit einer höheren Investitionsbereitschaft und Investitionssumme einher.

- **Wirkung des Wortlauts: Formulierungsvarianten**

Insgesamt äußerten die Teilnehmer in den Fokusgruppen die Auffassung, dass ein verständlicher Warnhinweis klar formuliert und nicht formelhaft sein sollte. Um die Risikoprüfung zu unterstützen, solle er z.B. auf den Teil des VIB verweisen, der weitergehende Auskünfte über die Risiken der Anlage beinhaltet.

Einige Teilnehmer äußerten die Ansicht, dass die Möglichkeit des Totalverlustes stärker betont bzw. plastischer und stärker umgangssprachlich dargelegt werden sollte. Potentielle Anleger, für die diese Art der Kapitalanlage nicht geeignet ist, sollten deutlicher gewarnt werden.

Auf Grund dieser zusätzlichen Forderungen an den Inhalt des Warnhinweises waren eigene Formulierungsvorschläge der Teilnehmer meist deutlich länger als die bestehende Regelung. Im Kern nahmen sie die bestehende Formulierung aber auf.

- **Wirkung des Wortlauts: Zusätze**

Das Signalwort „Warnhinweis“ vor dem Hinweistext wirkte sich bei der Blickbewegungsmessung positiv auf Wahrnehmungsanteil und Erstkontaktzeit aus, der Effekt ist aber nicht statistisch signifikant.

Die Teilnehmer in der Fokusgruppen vertraten ebenfalls die Auffassung, dass zusätzliche Signalwörter wie „Warnhinweis“ oder „Warnhinweis gem. § 13 Abs. 6 VermAnlG“ die Wirkung des eigentlichen Hinweistextes beeinflussten. Das vorangestellte Signalwort „Warnhinweis“ wurde als Verschärfung der Warnwirkung empfunden. Hingegen wurde der Hinweis auf die Gesetzesgrundlage – statt einer speziell für das individuelle Produkt gültigen Warnung – von einigen Teilnehmern als Abschwächung der Warnwirkung empfunden, da er die Formelhaftigkeit der Aussage hervorhebe.

• Wirkung des Wortlauts im Vergleich

Basierend auf einer systematischen Kombination der Ergebnisse der Fokusgruppendifkussionen mit den Zusätzen „Warnhinweis“ sowie dem Hinweis auf die Gesetzesgrundlage wurden insgesamt 16 verschiedene Formulierungsvarianten getestet. Bewertungen

erfolgten auf einer Skala von 0 bis 10, wobei 0 für eine geringe und 10 für eine starke Auswirkung des Wortlautes auf die abgefragte Dimension steht. Alle getesteten Varianten des Wortlautes weisen mit durchschnittlichen Werten von 7,3 bis 7,7 von maximal 10 Punkten eine deutliche Warnwirkung auf (siehe *Tabelle 14*).

Tabelle 14: Durchschnittliche Bewertung und Standardabweichungen (s) der alternativen Wortlaute hinsichtlich Warnwirkung und Beschäftigung mit Risiken in Teil 2 der Studie

Optische Gestaltungsmerkmale	Warnung (s)	Risiken (s)
1.) Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen.	7,5 (2,7)	7,4 (2,9)
2.) Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen. Grundsätzlich gilt: Je höher die Rendite oder der Ertrag, desto größer das Risiko eines Verlustes.	7,3 (2,7)	7,2 (2,8)
3.) Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen. Nähere Informationen zu den Risiken dieses Produkts finden sich unter dem Punkt „Risiken“.	7,3 (2,6)	7,4 (2,7)
4.) Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden. Investieren sollten nur Anleger, die wirtschaftlich in der Lage sind, auf den investierten Betrag vollständig zu verzichten.	7,4 (2,7)	7,4 (2,8)
5.) Warnhinweis: zzgl. 1.)	7,6 (2,7)	7,4 (3,0)
6.) Warnhinweis: zzgl. 2.)	7,4 (2,6)	7,4 (2,7)
7.) Warnhinweis: zzgl. 3.)	7,4 (2,4)	7,5 (2,5)
8.) Warnhinweis: zzgl.: 4.)	7,3 (2,8)	7,2 (2,8)
9.) Warnhinweis gem. § 13 Abs. 6 Vermögensanlagegesetz: zzgl. 1.)	7,6 (2,6)	7,3 (2,9)
10.) Warnhinweis gem. § 13 Abs. 6 Vermögensanlagegesetz: zzgl. 2.)	7,4 (2,7)	7,4 (2,7)
11.) Warnhinweis gem. § 13 Abs. 6 Vermögensanlagegesetz: zzgl. 3.)	7,4 (2,5)	7,4 (2,6)
12.) Warnhinweis gem. § 13 Abs. 6 Vermögensanlagegesetz: zzgl. 4.)	7,4 (2,6)	7,3 (2,8)
13.) Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann dazu führen, dass Sie Ihr eingesetztes Vermögen vollständig verlieren.	7,7 (2,7)	7,5 (2,9)
14.) Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust Ihres eingesetzten Vermögens führen. Grundsätzlich gilt: Je höher die Rendite oder der Ertrag, desto größer das Risiko eines Verlusts.	7,5 (2,6)	7,4 (2,8)
15.) Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann dazu führen, dass Sie Ihr eingesetztes Vermögen vollständig verlieren. Nähere Informationen zu den Risiken dieses Produkts finden Sie unter dem Punkt „Risiken“.	7,6 (2,5)	7,6 (2,7)
16.) Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden. Sie sollten nur investieren, wenn Sie wirtschaftlich in der Lage sind, auf den investierten Betrag vollständig zu verzichten.	7,6 (2,5)	7,4 (2,8)

Warnung: „Inwieweit hat dieser Hinweis Einfluss darauf, ob Sie die Geldanlage in Betracht ziehen?“

Risiken: „Inwieweit würde dieser Hinweis Sie dazu veranlassen, sich näher mit den Risiken dieser Geldanlage zu beschäftigen?“

Je nach Variante gaben zwischen 29 Prozent und 39 Prozent der Teilnehmer an, dass der Warnhinweis sie vollständig von der Investition abhalten würde (10 Punkte). Im Durchschnitt erzielte der aktuelle Wortlaut in personalisierter Form (Variante 13) die höchste Warnwirkung. Dicht folgten mit Versionen 15 und 16 andere personalisierte Formulierung sowie mit Versionen 5 und 9 der aktuelle Wortlaut mit Zusätzen. Der aktuelle Wortlaut ohne Zusätze folgte direkt dahinter.

Ähnliches gilt für die Veranlassung, sich gründlich mit den Risiken zu beschäftigen: Hier geben je nach Variante zwischen 30 Prozent und 42 Prozent der Teilnehmer den Maximalwert von 10 Punkten an. Hinsichtlich der durchschnittlichen Eignung, Probanden zu einer näheren Beschäftigung mit den Risiken zu veranlassen, erzielte eine personalisierte Variante mit Hinweis auf die Risiken (Variante 15) den höchsten Wert, dicht gefolgt von dem aktuellen Wortlaut in personalisierter Form bzw. mit dem Zusatz „Warnhinweis:“ (Variante 7 und 13).

3 Wirkung der elektronischen Bestätigung

• Varianten verschiedener elektronischer Bestätigungsverfahren

Bei den Teilnehmern der Gruppendiskussion bestand die Auffassung, dass eine eigenhändige Unterschrift die stärkste gefühlte Verbindlichkeit aufweist, auch wenn die gefühlte Verbindlichkeit stark kontextabhängig ist. Als Beispiel wurde u.a. das schnelle Unterschreiben einer Kreditkartenzahlung im Supermarkt im Vergleich zum bedachten Unterschreiben eines Vertrags genannt.

Die Art der elektronischen Bestätigung sollte nach Ansicht der Teilnehmer nicht nur die Kenntnisnahme sicherstellen, sondern den Prozess der Investitionsentscheidung deutlich verlangsamen und so die Warnwirkung sicherstellen. Die diskutierten Lösungen gingen daher mit einer zeitlichen Verzögerung der Investitionsentscheidung einher.

Vorgeschlagen wurden folgende Varianten:

- ein bewusster Medienbruch, d.h. ein Ausdruck, eine eigenhändige Unterschrift und der postalische Rückversand des Formulars (Variante 1);
 - ein Bestätigungslink, d.h. ein Bestätigungsverfahren per Email (Variante 2);
 - ein doppeltes Pop-Up, also die zweimalige aktive Bestätigung, den Warnhinweis gelesen zu haben (Variante 3) sowie
 - eine festgelegte Zeitspanne zwischen Herunterladen des VIB und der Möglichkeit den Vertrag abzuschließen.
- Für einen vergleichenden Test musste aufgrund der schwierigen technischen Umsetzung auf die Variante der festgelegten Zeitspanne verzichtet werden. Hinzugefügt wurden
- die bestehende gesetzliche Regelung (Variante 4) sowie
 - ein Bestätigungssatz (Variante 5).

Letztere Variante wurde aufgrund verhaltenswissenschaftlicher Überlegungen aufgenommen: Zum einen stellt das Abschreiben durch den notwendigen Prozess der Speicherung und des Abrufs der Information sicher, dass der Satz tatsächlich bewusst wahrgenommen wird. Zum anderen wird durch die Nennung des eigenen Namens der persönliche Bezug verstärkt.

Die fünf Varianten wurden für den vergleichenden Test visualisiert, in einem kurzen Video animiert und den Teilnehmern zur Bewertung vorgelegt (siehe *Abbildung 4*).

Abbildung 6: Visualisierung der elektronischen Bestätigungslösungen

Variante 1: Medienbruch

- 1 Sie müssen zunächst alle Unterlagen für den Kauf inklusive des Vermögensanlagen-Informationsblatts (VIB) als PDF downloaden und speichern.
- 2 Um den Kaufprozess fortsetzen zu können, müssen Sie bestätigen, dass Sie den Warnhinweis in dem VIB gelesen haben.
- 3 Für die Bestätigung des Warnhinweises drucken Sie das dreiseitige VIB aus und unterschreiben dieses.
- 4 Das unterschriebene VIB schicken Sie per Post oder Fax an den Anbieter zurück.
- 5 Sobald der Anbieter die Bestätigung erhalten hat, können Sie mit dem Kauf fortfahren. Dazu müssen Sie noch weitere Informationen wie Zahlungsdaten etc. angeben.

RE22 Windenergie Deutschland

Ich habe den Warnhinweis auf Seite 1 zur Kenntnis genommen.

Vorname Nachname

Ort, Datum Unterschrift des Anlegers

Variante 2: Bestätigungslink

- 1 Sie müssen zunächst alle Unterlagen für den Kauf inklusive des Vermögensanlagen-Informationsblatts (VIB) als PDF downloaden und speichern.
- 2 Um den Kaufprozess fortsetzen zu können, müssen Sie bestätigen, dass Sie den Warnhinweis in dem VIB gelesen haben.
- 3 Für die Bestätigung des Warnhinweises müssen Sie zunächst Ihre E-Mail-Adresse angeben.
- 4 Sie bekommen eine E-Mail zugesendet. Die Kenntnisnahme des Warnhinweises bestätigen Sie durch einen Klick auf einen Link in der E-Mail.
- 5 Nach der Bestätigung der E-Mail können Sie sofort mit dem Kauf fortfahren. Dazu müssen Sie noch weitere Informationen wie Zahlungsdaten etc. angeben.

Von: Windenergie Deutschland GmbH
 Gesendet: Mittwoch, 19. Oktober 2016 11:01
 An: max.mustermann@beispiel.com

Betreff: Warnhinweis Vermögensanlagen-Informationsblatt

Sehr geehrte Kundin, sehr geehrter Kunde,

Um mit dem Kauf der Vermögensanlage fortfahren zu können, bestätigen Sie bitte zunächst die Kenntnisnahme des Warnhinweises im Ihnen vorliegenden Vermögensanlageninformationsblatt (VIB).

Ich habe das vorliegende Vermögensanlagen-Informationsblatt – inklusive des auf Seite 1 unter der Überschrift hervorgehobenen Warnhinweises – zur Kenntnis genommen.

Bestätigen

Variante 3: Doppeltes Pop-Up

- 1

Sie müssen zunächst alle Unterlagen für den Kauf inklusive des Vermögensanlagen-Informationsblatts (VIB) als PDF downloaden und speichern.
- 2

Um den Kaufprozess fortsetzen zu können, müssen Sie bestätigen, dass Sie den Warnhinweis in dem VIB gelesen haben.
- 3

Für die Bestätigung des Warnhinweises wird Ihnen die nebenstehende Einblendung angezeigt. Dort müssen Sie einen Haken setzen, bevor der Prozess fortgesetzt werden kann.
- 4

Nach dieser Bestätigung des Warnhinweises können Sie sofort mit dem Kauf fortfahren. Dazu müssen Sie noch weitere Informationen wie Zahlungsdaten etc. angeben.

✕

Ich habe das [Vermögensanlagen-Informationsblatt](#) – inklusive des auf Seite 1 unter der Überschrift hervorgehobenen Warnhinweises – zur Kenntnis genommen.

Weiter
Abbrechen

Variante 4: Bestehende Regelung

- 1

Sie müssen zunächst alle Unterlagen für den Kauf inklusive des Vermögensanlagen-Informationsblatts (VIB) als PDF downloaden und speichern.
- 2

Um den Kaufprozess fortsetzen zu können, müssen Sie bestätigen, dass Sie den Warnhinweis in dem VIB gelesen haben.
- 3

Für die Bestätigung des Warnhinweises werden mit diesem Formular persönliche Daten abgefragt. Sie müssen dabei alle (mit *) markierten Felder ausfüllen.
- 4

Nach dieser Bestätigung des Warnhinweises können Sie sofort mit dem Kauf fortfahren. Dazu müssen Sie noch weitere Informationen wie Zahlungsdaten etc. angeben.

Ich habe das vorliegende Vermögensanlagen-Informationsblatt – inklusive des auf Seite 1 unter der Überschrift hervorgehobenen Warnhinweises – zur Kenntnis genommen.

Familienname* Vorname*

Straße* Hausnummer*

ggf. Adresszusatz

Postleitzahl* Ort*

E-Mail-Adresse*

Telefonnummer*

Geburtsdatum (TT/MM/JJJ)* Geburtsort*

Nummer des Personalausweises (alternativ: Reisepass)* Ausstellende Behörde*

Ort* den Datum*

* Pflichtangabe

31

Variante 5: Bestätigungssatz

1 Sie müssen zunächst alle Unterlagen für den Kauf inklusive des Vermögensanlagen-Informationsblatts (VIB) als PDF downloaden und speichern.

2 Um den Kaufprozess fortsetzen zu können, müssen Sie bestätigen, dass Sie den Warnhinweis in dem VIB gelesen haben.

3 Für die Bestätigung des Warnhinweises werden Sie gebeten, einen Satz in ein Formular zu schreiben und dabei Ihren eigenen Namen zu ergänzen.

4 Nach dieser Bestätigung des Warnhinweises können Sie sofort mit dem Kauf fortfahren. Dazu müssen Sie noch weitere Informationen wie Zahlungsdaten etc. angeben.

„Ich, VORNAME NACHNAME, habe das vorliegende Vermögensanlagen-Informationsblatt – inklusive des auf Seite 1 unter der Überschrift hervorgehobenen Warnhinweises – zur Kenntnis genommen.“

Bitte Bestätigen Sie die Kenntnisnahme des Warnhinweises, indem Sie den oben genannten Satz abschreiben und mit Ihrem Namen ergänzen.

Ich, Max Mustermann, habe das|

• Gleichwertigkeit zur eigenhändigen Unterschrift

Die Teilnehmer der repräsentativen Befragung (Teil 2 der Studie) bewerteten die Gleichwertigkeit der elektronischen Verfahren mit einer handschriftlichen Unterschrift auf einer Skala von 1 „Fühlt sich weniger bedeutsam an als eine Unterschrift“ bis 7 „Fühlt sich bedeutsamer an als eine Unterschrift“. Ein Durchschnittswert von 4,0 drückt eine wahrgenommene Gleichbedeutung mit einer handschriftlichen Unterschrift aus. Werte darüber (darunter) drücken jeweils eine höhere (niedrigere) Bedeutung aus.

Das Bestätigen eines Pop-Up-Fensters (Variante 3) wurde als weniger bedeutsam eingestuft als eine eigenhändige Unterschrift und die Bestätigung eines Links in einer Email (Variante 2) als ungefähr gleichbedeutend.

Die bestehende Regelung (Variante 4) und ein Bestätigungssatz (Variante 5) wurden als etwas bedeutsamer als die Unterschrift bewertet.

Am Bedeutsamsten wurde mit einem Durchschnittswert von 4,8 der Medienbruch und eigenhändiger Unterschrift wahrgenommen (siehe *Tabelle 15*).

Eine Varianzanalyse der Gleichwertigkeit zur handschriftlichen Unterschrift zeigte einen statistisch hochsignifikanten Unterschied zwischen den verschiedenen elektronischen Bestätigungsverfahren (df=4, F=21,2, p<0,0001). Dies ist auf die Bewertung des Verfahrens mit Medienbruch zurückzuführen, das sich mit einer Bewertung von 4,8 deutlich und statistisch signifikant von den anderen Verfahren abhebt. Die Differenz zum nächsten Verfahren mit niedrigerer Bewertung (Verfahren 4, bestehende Regelung) entspricht 0,4 Skaleneinheiten (t=3,5, df=992,43, p=0,0004).

- **Neigung zum Abbruch des Bestätigungsverfahrens**

Bei allen Varianten des elektronischen Bestätigungsverfahrens wurde eine hohe Neigung zum Abbruch des Verfahrens angegeben (siehe *Tabelle 15*).

Bei Durchschnittswerten von rund 5 Punkten auf einer Skala von 1 (Minimum) bis 7 (Maximum) gaben jeweils mindestens 35 Prozent der Teilnehmer an, dass sie den Kaufprozess aufgrund des jeweiligen Bestätigungsverfahrens abbrechen würden. Statistisch bedeutsame Unterschiede zwischen den Verfahren mit Blick auf den Abbruch gab es nicht.

- **Neigung zur Beschäftigung mit Warnhinweis und Risiken**

Ein ähnliches Ergebnis zeigt sich bei allen Varianten hinsichtlich einer hohen Neigung, Warnhinweis und Risiken noch einmal gründlicher durchzulesen (siehe *Tabelle 15*).

Je nach Variante geben mindestens 50 Prozent der Teilnehmer an, dass das Bestätigungsverfahren dazu führt, sich Warnhinweis und Risiken genau durchzulesen. Hier entsprechen niedrigere Werte einer höheren Neigung. Signifikante Unterschiede zwischen den Varianten mit Blick auf die Beschäftigung mit Warnhinweis und Risiken ergeben sich dabei nicht.

Tabelle 15: Durchschnittliche Bewertung und Standardabweichungen (s) der elektronischen Bestätigungsverfahren in Teil 2 der Studie

Bestätigungsverfahren	Bedeutung (s)	Abbruch (s)	Risiken (s)
1. Medienbruch	4,8 (1,7)	5,3 (1,7)	2,4 (1,9)
2. Bestätigungslink	4,0 (2,0)	5,2 (1,8)	2,4 (1,9)
3. Doppeltes Pop-Up	3,8 (2,1)	5,2 (1,7)	2,5 (2,0)
4. Bestehende Regelung	4,4 (1,9)	5,2 (1,8)	2,4 (2,0)
5. Bestätigungssatz	4,4 (1,9)	5,2 (1,9)	2,4 (2,0)

Bewertungen erfolgten jeweils auf einer Skala von 1 bis 7 mit den folgenden Endpunkten:

Bedeutung: „Fühlt sich weniger bedeutsam an als eine Unterschrift“ (1) vs. „Fühlt sich bedeutsamer an als eine Unterschrift“ (7)

Abbruch: „Löst bei mir keine Bedenken aus“ (1) vs. „Führt dazu, dass ich den Kaufprozess abbreche“ (7)

Risiken: „Führt dazu, dass ich mir den Warnhinweis und die Risiken (nochmal) genau durchlese“ (1) vs. „Wirkt sich nicht darauf aus, wie sorgfältig ich den Warnhinweis und die Risiken durchlese“ (7)

Zusammenfassung der Ergebnisse

1 Sichtbarkeit des Warnhinweises

Die Ergebnisse der Studie legen nahe, dass sich eine Verbesserung der Sichtbarkeit und Wahrnehmbarkeit des Warnhinweises durch eine einheitliche Positionierung des Warnhinweises (oben auf der ersten Seite unter der Überschrift) erreichen ließe.

Hinsichtlich der Wirkung verschiedener drucktechnischer Hervorhebungen des Warnhinweises auf dessen Sichtbarkeit und das Investitionsverhalten zeigen sich zwischen verschiedenen Varianten (z.B. durch größere Schrift oder Freiflächen) Unterschiede, die aber nicht statistisch signifikant sind. Es liegen somit keine Hinweise dafür vor, dass einheitliche oder konkrete Vorschriften für die drucktechnische Hervorhebung des Warnhinweises zu einer stärkeren Wirkung führen würden.

Die Position der Unterschrift zur Bestätigung des Warnhinweises hatte keinen statistisch signifikanten Einfluss auf die Wirkung des Warnhinweises.

Eine Gestaltung in Fließtext führt im Vergleich zu einer tabellarischen Form zu einer besseren Erinnerung der Inhalte des VIB sowie zu einer zurückhaltenderen Investitionsbereitschaft und -summe. Eine Vereinheitlichung der Textsetzung des VIB in Fließtextform könnte daher positive Effekte auf die Wahrnehmung des VIB und die Wirkung des Warnhinweises haben.

2 Wirkung des Warnhinweises

Der Warnhinweis wirkt, vor allem für Kleinanleger mit geringem Finanzwissen. Teilnehmer, die den Warnhinweis gesehen hatten, zeigten sich im Durchschnitt wesentlich zurückhaltender mit ihrer Anlageentscheidung als Teilnehmer, die den Warnhinweis nicht gesehen hatten – das gilt insbesondere für Personen mit einem geringen Finanzwissen. Dies deutet auf einen besonderen Wert bzw. Informationsgehalt des Warnhinweises für diese Gruppe hin.

Alle getesteten Wortlaut-Varianten des Warnhinweises zeigten eine hohe wahrgenommene Warnwirkung und veranlassten die Teilnehmer, sich sorgfältig mit den Risiken auseinanderzusetzen. Keine der alternativen Formulierungen hatte eine signifikant stärkere oder schwächere Warnwirkung als der Wortlaut der derzeitigen Regelung.

3 Wirkung der elektronischen Bestätigung

Die aktuelle Regelung zur elektronischen Bestätigung (die Angabe eindeutig identifizierender Daten) wird als leicht bedeutsamer wahrgenommen als die eigenhändige Unterschrift. Am bedeutsamsten wird eine elektronische Variante mit Medienbruch empfunden.

Insgesamt führten alle getesteten Formen der Kenntnisnahme zu einer vergleichbar hohen Bereitschaft, sich noch einmal gründlicher mit den Risiken der Vermögensanlage zu beschäftigen sowie zu einer vergleichbar hohen Neigung, von einer Investition abzusehen.

Endnoten

¹ Bundesministerium der Finanzen (2015). Monatsbericht des Bundesministeriums der Finanzen, August 2015, S.24-39. Verfügbar unter: www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Monatsberichte/2015/08/Downloads/monatsbericht-2015-08-deutsch.pdf

² Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2014). Grauer Kapitalmarkt. Verfügbar unter www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/Investieren/GrauerKapitalmarkt/grauer_kapitalmarkt_node.html (zuletzt abgerufen am 22.06.2017).

³ Zum Kleinanlegerschutzgesetz siehe <http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Monatsberichte/2015/08/Inhalte/Kapitel-3-Analysen/3-3-kleinanlegerschutzgesetz.html>

⁴ <http://www.bundesregierung.de/Content/DE/StatischeSeiten/Breg/wirksam-regieren/Anlagen/Download-Materialband-Warnhinweis-Kleinanlegerschutz.html>

⁵ Siehe beispielsweise BGH ZR 58/03 zur drucktechnischen Hervorhebung i.S.v. § 5 a Abs. 2 S. 1 VVG oder BGH ZR IV 197/11 zur drucktechnischen Hervorhebung als gesonderte Mitteilung in Textform i.S.v. § 28 Abs. 4 VVG.

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Brille zur Messung von Blickbewegungen	11
Abb. 2:	Die getesteten Varianten des Vermögensanlagen-Informationsblatts in Teil 2 der Studie	14
Abb. 3:	Skalen zur Bewertung der Wortlaute	18
Abb. 4:	Skalen zur Bewertung der elektronischen Bestätigungsverfahren	19
Abb. 5:	Unterschiede in der Erstkontaktzeit bei zwei Vermögensanlagen-Informationsblättern	22
Abb. 6:	Visualisierung der elektronischen Bestätigungslösungen	30

Tabellenverzeichnis

Tab. 1:	Teilnehmermerkmale in Teil 1 der Studie	10	Tab. 14:	Durchschnittliche Bewertung und Standardabweichungen (s) der alternativen Wortlaute hinsichtlich Warnwirkung und Beschäftigung mit Risiken in Teil 2 der Studie	28
Tab. 2:	Zusammensetzung der Fokusgruppen in Teil 1 der Studie	10	Tab. 15:	Durchschnittliche Bewertung und Standardabweichungen (s) der elektronischen Bestätigungsverfahren in Teil 2 der Studie	33
Tab. 3:	Gestaltungsdimensionen des Warnhinweises im VIB in Teil 1 der Studie	11			
Tab. 4:	Teilnehmermerkmale in Teil 2 der Studie	13			
Tab. 5:	Gestaltungsdimensionen verschiedener Warnhinweise in Teil 2 der Studie	13			
Tab. 6:	Getestete Wortlaute in Teil 2 der Studie	17			
Tab. 7:	Getestete elektronische Bestätigungsverfahren in Teil 2 der Studie	18			
Tab. 8:	Auswirkung verschiedener Positionierungen auf die Wahrnehmungsqualität laut Blickbewegungsmessung in Teil 1 der Studie	21			
Tab. 9:	Auswirkung der Position der Unterschrift auf die Wahrnehmungsqualität laut Blickbewegungsmessung in Teil 1 der Studie	23			
Tab. 10:	Auswirkung verschiedener Gestaltungsvarianten auf die Wahrnehmungsqualität laut Blickbewegungsmessung in Teil 1 der Studie	23			
Tab. 11:	Investitionsentscheidungen in Teil 2 der Studie	25			
Tab. 12:	Anteil der Teilnehmer mit Erinnerung an Warnhinweis und Risiken laut gestützter Abfrage nach Varianten in Teil 2 der Studie	26			
Tab. 13:	Anteil der Teilnehmer mit Erinnerung an Warnhinweis und Risiken laut gestützter Abfrage in Teil 2 der Studie	26			

Mit Bürgern für Bürger – Projektgruppe *wirksam regieren*

„Wir wollen die Zielgenauigkeit und Wirksamkeit politischer Vorhaben dadurch erhöhen, dass wir politische Vorhaben stärker aus Sicht und mit Beteiligung der Bürgerinnen und Bürger entwickeln.“

Die Bundesregierung setzt diese Vereinbarung des Koalitionsvertrages von Dezember 2013 um. Die Projektgruppe *wirksam regieren* im Bundeskanzleramt unterstützt seit 2015 Ministerien und Behörden dabei, Bürgerinnen und Bürger in die Gestaltung und Verbesserung konkreter Vorhaben einzubinden.

Ob Gesetz oder Vorschrift, Verwaltungsprozess oder Formular – der Staat hat vielfältige Möglichkeiten, das Gemeinwesen zu ordnen und politische Ziele zu erreichen. In jedem Fall stellt sich die Frage, wie das politische Ziel durch die konkrete Ausgestaltung bestmöglich erreicht werden kann.

Bei ausgewählten politischen Vorhaben testet die Projektgruppe *wirksam regieren* alternative Gestaltungs- und Umsetzungsmöglichkeiten. Sie tut dies ganz praktisch, unter realistischen Bedingungen und im Dialog mit Bürgerinnen und Bürgern.

Verstehen.

Am Anfang steht das Verstehen der Situation und Blickwinkel aller Beteiligten.

Dazu werden je nach Projekt Bürger, Verbraucher, Nutzer etc. befragt: Profitieren die Betroffenen in beabsichtigter Weise von einem geplanten Vorhaben? Wie erleben Bürgerinnen und Bürger behördliche Dienstleistungen und wo sehen sie Verbesserungspotential? Sind Formulare, Anträge und Rechtssprache verständlich? Sind Informationen für Verbraucher hilfreich?

Die Projektgruppe arbeitet interdisziplinär auf der Basis der aktuellen Erkenntnisse der empirischen Sozialwissenschaften. Beispielsweise helfen Verhaltens- und Entscheidungswissenschaften besser zu verstehen, wie Menschen mit Informationen umgehen oder Prozessabläufe wahrnehmen.

Designen.

In einem zweiten Schritt werden aus diesen Ergebnissen Gestaltungsalternativen für ein politisches Vorhaben entwickelt.

Wo immer es sinnvoll ist werden Bürgerinnen und Bürger bereits in dieser Phase des Designs oder der Verbesserung politischer Vorhaben einbezogen. So werden Erfahrungen und Sichtweisen der Bürger berücksichtigt.

Testen.

Die verschiedenen Gestaltungsmöglichkeiten werden mit Blick auf ihre tatsächliche Wirkung, Nutzerfreundlichkeit oder Verständlichkeit empirisch geprüft. Probleme und Hindernisse können erkannt und Verbesserungspotential ausgeschöpft werden.

Auswerten.

Ministerien oder Behörden formulieren Fragestellung und Beratungsumfang. Die Projektgruppe *wirksam regieren* führt die Untersuchung durch, erhebt Daten und wertet diese aus.

Die Ergebnisse fließen in den politischen Prozess und die Entscheidungsfindung in den Ministerien und Behörden ein.

Der Vorteil des Ansatzes: die Wirksamkeit politischer Vorhaben kann aus Perspektive der Bürgerinnen und Bürger optimiert werden: Gesetze und Programme werden zielgenauer. Informationen werden verständlicher. Formulare, Abläufe und Rechtssprache einfacher. Unnötige Bürokratie wird vermieden und Steuergelder werden gespart.

Wissenschaftliche Expertise wird genutzt; Erfahrung, Ideen und Blickwinkel der Bürgerinnen und Bürger werden einbezogen – für bessere Lösungen, für eine wirksame Politik.

Impressum

Herausgeber

Presse- und Informationsamt der Bundesregierung
11044 Berlin

Autoren

Dr. Sabrina Artinger, Susanne Baltes, Dr. Christian Jarchow,
Dr. Malte Petersen, Dr. Andrea M. Schneider

Koordination

Bundeskanzleramt
Stab Politische Planung, Grundsatzfragen und Sonderaufgaben
wirksam.regieren@bk.bund.de
Willy-Brandt-Straße 1
10557 Berlin

Stand

November 2018

Gestaltung

adlerschmidt GmbH, 10783 Berlin

Bildnachweis

Titel: Colourbox
Seite 6: Ute Grabowsky/photothek.net
Seite 8: Getty Images/Vetta
Seite 11: Eye Square
Seite 20: Burkhard Peter

Web

Direktlink zu Themenseite *wirksam regieren*:
www.bundesregierung.de/wirksam-regieren

Bericht & Materialband „Warnhinweis zum Kleinanlegerschutz“:
<http://www.bundesregierung.de/breg-de/themen/wirksam-regieren/berichte>

