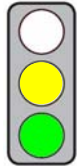


Stand: 03.08.2009

## KERNPUNKTE

**Ziel der Mitteilung:** Die Kommission will den EU-Rechtsrahmen für Finanzprodukte für Kleinanleger grundlegend überarbeiten und schlägt dafür einheitliche Informationspflichten und Vertriebsvorschriften vor.

**Betroffene:** Kleinanleger; alle Banken, Fondsgesellschaften und Versicherungsunternehmen sowie Makler und Vermittler, die „Standardanlageprodukte“ für Privatanleger auflegen oder vertreiben.



**Pro:** (1) Die in der Mitteilung angekündigten Vorschläge können im EU-Recht angelegte Wettbewerbsverzerrungen beseitigen.

(2) Einheitliche Informationspflichten und Vertriebsvorschriften beim Verkauf von Finanzanlageprodukten fördern die Vergleichbarkeit der Produkte und stärken damit den Wettbewerb.

**Contra:** Die Kommission spricht sich nicht klar für die wünschenswerte Vollharmonisierung des EU-Anlegerschutzrechts aus.

## INHALT

### Titel

Mitteilung KOM(2009) 204 vom 30. April 2009 über **Anlageprodukte für Kleinanleger**

### Kurzdarstellung

#### ► Ziel der Mitteilung

- In der Mitteilung legt die Kommission dar, wie sie die europarechtlichen Bestimmungen über Informationspflichten und Vertriebsvorschriften bei Anlageprodukten für Kleinanleger überarbeiten und „mit der Marktrealität in Einklang“ bringen will.
- Die Mitteilung betrifft für Kleinanleger bestimmte, primär der Vermögensbildung dienende Anlageprodukte, die nur indirekt mit dem Risiko der Basiswerte verbunden sind und von Fondsmanagern, Versicherungsgesellschaften oder Geschäfts- und Investmentbanken strukturiert und verwaltet werden.
- Dazu zählt die Kommission insbesondere Investmentfonds, fondsgebundene Lebensversicherungen, strukturierte Wertpapiere wie Zertifikate oder Optionsscheine und strukturierte Termineinlagen. Diese Produkte werden sowohl direkt von den Anbietern als auch über Finanzintermediäre wie Makler oder Versicherungsvermittler vertrieben.

#### ► Der geltende Rechtsrahmen als „Flickwerk unzusammenhängender Rechtsvorschriften“

- Die Kommission ist mit dem bestehenden europäischen Rechtsrahmen über Anlageprodukte für Kleinanleger unzufrieden. Er stellt laut Kommission ein „Flickwerk unzusammenhängender Rechtsvorschriften“ dar, das „nicht kohärent und für den aktuellen Retail-Markt nicht geeignet“ ist (S. 6).
- Die an die Privatanleger ausgehenden Informationen sind laut Kommission oft zu fachspezifisch. Auch gibt es keine einheitlichen Regeln darüber, wie Anleger über Kosten, Risiken und Erträge einer Anlage informiert werden. Dies erschwert den Vergleich zwischen Produkten.
- Besonders problematisch ist laut Kommission, dass zwar die MiFID-Finanzmarkttrichtlinie (2004/39/EG) für Investmentfonds und strukturierte Wertpapiere detaillierte Regeln über Anreizzahlungen an Makler sowie über die Vermeidung von Interessenkonflikten vorsieht, dagegen die IMD-Versicherungsvermittlungsrichtlinie (2002/92/EG) für fondsgebundene Lebensversicherungen keine vergleichbaren Regeln vorschreibt.
- Die Kommission kritisiert, dass gleichartige Produkte je nach Rechtsform oder Vertriebskanal unterschiedlichen Vorschriften unterliegen. Ursache dafür ist, dass die einschlägigen EU-Richtlinien sowohl produktspezifische (also allein auf Wertpapiere, Versicherungen, Fonds etc. bezogene) als auch produktübergreifende Informationspflichten und Vertriebsvorschriften enthalten.

#### ► „Horizontaler Ansatz“

- Die Kommission will produktspezifische Vorschriften für die Anlegerinformationen und Vertriebspraktiken durch „horizontale“ (produktübergreifende) Vorschriften „faktisch aufheben und ersetzen“ (S. 13).
- Im Ergebnis sollen für alle „Standardanlageprodukte“ – unabhängig von der rechtlichen Einordnung des Produkts und vom gewählten Vertriebskanal – dieselben Grundsätze gelten. Die Kommission will für den Begriff „Standardprodukt für Privatanleger“ eine „generische Definition“ vorlegen und eine Positivliste („weiße Liste“) derjenigen Produkte veröffentlichen, die als Standardanlageprodukte gelten (S. 13).
- Die Kommission will dennoch zulassen, dass relevante Unterschiede zwischen Produkten auch zu unterschiedlichen rechtlichen Anforderungen führen. Entsprechende Sondervorschriften für einzelne Produkte will die Kommission unter Beteiligung eines Ausschusses nationaler Experten erlassen (sog. Lamfalussy-Verfahren).

### ► **Vorschriften für „grundlegende Anlegerinformationen“**

- Die Kommission kündigt einen Rechtsakt an, der die Bereitstellung „im höchstmöglichen Maß standardisierter“ „grundlegender Anlegerinformationen“ für Kleinanleger vorschreibt. Diese Vorschriften sollen für alle „Standardanlageprodukte“ und für jeden, der diese Produkte vertreibt, verbindlich sein – d.h. sowohl für Makler und Vermittler als auch für Anbieter, die ihre eigenen Produkte verkaufen (S. 11).
- Diese „grundlegenden Anlegerinformationen“ sollen
  - für das „oft uninformierte“ Zielpublikum „angemessen und klar“ sein,
  - „alle für eine fundierte Anlageentscheidung notwendigen Informationen“ enthalten, insbesondere zu Gebühren, Risiken und zur „Funktionsweise“ des Produkts,
  - dem Kleinanleger „rechtzeitig“ zur Verfügung stehen,
  - möglichst umfassend standardisiert sein, um den Vergleich zwischen Produkten zu vereinfachen,
  - „so kurz und einfach wie möglich“ sein, aber dennoch alle grundlegenden Informationen enthalten,
  - in „umfangreichen Tests mit Anlegern“ erprobt worden sein und
  - deutlich von Werbematerialien unterscheidbar sein (S. 11).
- Als Maßstab für die „grundlegenden Anlegerinformationen“ verweist die Kommission auf die „wesentlichen Informationen für den Anleger“ aus ihrem Vorschlag zur Neufassung der OGAW-Richtlinie 85/611/EWG (KOM(2008) 458; vgl. [CEP-Kurzanalyse](#)) sowie auf die „Standardinformationen für europäische Verbraucherkredite“ im Sinne der Verbraucherkreditrichtlinie (2008/48/EG) (S. 12).

### ► **Vertriebsvorschriften**

- Die Kommission will, dass die Vorschriften der MiFID-Finanzmarktrichtlinie über das „Wohlverhalten“ („Best Practice“) und über Interessenkonflikte beim Vertrieb von Finanzanlageprodukten für alle Unternehmen gelten, die „Standardanlageprodukte“ vertreiben. Damit wären sowohl Makler als auch Anbieter, die ihre eigenen Produkte verkaufen, betroffen.
- Die Vertriebsvorschriften sollen sicherstellen, dass
  - der Anleger eine „faire Behandlung“ erfährt,
  - die bei der Anlageberatung verkauften Produkte „dem Profil und den Bedürfnissen des Anlegers entsprechen“,
  - der Kleinanleger bei einem Verkauf ohne Beratung auf die „eingeschränkte Art der Dienstleistung und die Risiken hingewiesen wird“,
  - Interessenkonflikte beim Verkauf (sowohl mit als auch ohne Beratung) möglichst vermieden, in jedem Fall aber in verständlicher Weise offen gelegt werden,
  - der Anleger „in brauchbarer Form klare und aussagekräftige Informationen“ über die Vergütungsregelungen, in Rechnung gestellte Kosten, Provisionen und Gebühren bekommt (S. 12).

## Änderung zum Status quo

- Bisher hängen die Anlegerinformationen und Vertriebsvorschriften für Anlageprodukte für Kleinanleger davon ab, ob das Produkt von einer Versicherungsgesellschaft, einer Investmentfondsgesellschaft, einer Bank oder einem Makler verkauft wird. Eine Ausnahme bildet der Fernabsatz von Finanzanlageprodukten, für den gemäß der Richtlinie 2002/65/EG bereits heute einheitliche Regeln gelten.
- Nach den Plänen der Kommission sollen unterschiedliche Anforderungen an verschiedene Finanzanlageprodukte nun in der Regel wegfallen und nur ausnahmsweise fortbestehen. Betroffen von einer solchen Rechtsangleichung wären Finanzdienstleister, die ihre Anlageprodukte direkt vertreiben sowie insbesondere Versicherungsvermittler, die strengeren Informationspflichten und Vertriebsvorschriften unterworfen würden als bisher.
- EU-Regeln für strukturierte Termineinlagen gibt es bisher nicht.
- Standardisierte „grundlegende Anlegerinformationen“, sind bereits Gegenstand des Richtlinienvorschlags zur Änderung der OGAW-Richtlinie 85/611/EWG (KOM(2008) 458; vgl. [CEP-Kurzanalyse](#)].

## Subsidiaritätsbegründung

Die Kommission argumentiert, dass die „Schwachstellen“ des EU-Rechts durch Maßnahmen einzelner Mitgliedstaaten oder Branchen nicht systematisch beseitigt werden könnten, zumal die Möglichkeiten nationaler Maßnahmen durch das bestehende EU-Recht begrenzt seien. Eine kohärentere EU-Regelung für Informationspflichten und Vertriebspraktiken könne den grenzüberschreitenden Vertrieb von Kleinanleger-Produkten erleichtern, während unkoordinierte nationale Maßnahmen zu einer Beeinträchtigung der Funktionsweise des Binnenmarktes führen könnten.

## Politischer Kontext

Im Mai 2007 forderte der ECOFIN-Rat die Kommission auf, „die Einheitlichkeit der EU-Rechtsvorschriften für die verschiedenen Arten von Investmentprodukten zu überprüfen, um einen schlüssigen Ansatz in Bezug auf den Anlegerschutz zu gewährleisten“ (S. 9 der Pressemitteilung 9171/07 des Rates).

Die Kommission ist sich bewusst, dass einige Mitgliedstaaten „auf nationaler Ebene zusätzliche Informationspflichten und Anforderungen an die Vertriebspraktiken festgelegt“ haben (Mitteilung S.10). So wurde in Deutschland im Juli 2009 ein Gesetz über die verbesserte Durchsetzung von Haftungsansprüchen aufgrund von Falschberatung verabschiedet. Danach müssen Banken ab dem 1. Januar 2010 den Verlauf aller Anlageberatungen von Privatanlegern protokollieren und dem Kunden eine Kopie aushändigen. Haftungsansprüche aus einer Falschberatung verjähren nur dann wie bisher innerhalb von drei Jahren, wenn der Anleger wusste oder wissen musste, dass er falsch beraten wurde. Andernfalls gilt eine Verjährungsfrist von zehn Jahren.

Da derartige nationale Maßnahmen aber „zwangsläufig nur eine begrenzte geografische Reichweite“ haben, will die Kommission den damit verbundenen Unzulänglichkeiten nun „auf EU-Ebene entschlossen und in systematischer, koordinierter Form“ begegnen.

Auch im Bereich des Verbraucherschutzes setzt sich die Kommission für einen „horizontalen Ansatz“ ein, dort allerdings im Rahmen einer Vollharmonisierung, die den Mitgliedstaaten die Einführung strengerer als der vereinheitlichten EU-Regeln verbietet (KOM(2008) 614; vgl. [CEP-Kurzanalyse](#)). Ob der von der Kommission angestrebte „horizontale Ansatz“ bei der Regulierung von Standardanlageprodukten in eine Vollharmonisierung des Anlegerschutzrechts münden soll, lässt die Mitteilung offen.

### Politische Einflussmöglichkeiten

Federführende Generaldirektion:	GD Binnenmarkt
Konsultationsverfahren:	Die Kommission kündigt an, vor der Veröffentlichung konkreter Legislativvorschläge eine öffentliche Konsultation durchzuführen.

## BEWERTUNG

### Ökonomische Folgenabschätzung

#### Ordnungspolitische Beurteilung

**Die Kommission will** mit den in der Mitteilung angekündigten Maßnahmen **richtigerweise** die vom EU-Recht verursachten **Wettbewerbsverzerrungen auf dem Markt für Kleinanleger beseitigen**.

Tatsächlich existieren im EU-Recht derzeit unterschiedliche Informationspflichten für gleichartige Produkte, für die es keine vernünftige Begründung gibt. So unterliegen fondsgebundene Lebensversicherungen der Versicherungsvermittlerrichtlinie (IMD), obwohl der Großteil der Kundenprämien in Investmentfonds fließt. Investiert ein Privatanleger hingegen direkt in solche Investmentfonds – die sich mit den Lebensversicherungen im Wettbewerb befinden –, so richten sich die Anlegerinformationspflichten nach der strengeren MiFID-Finanzmarktrichtlinie. Die damit einhergehenden Wettbewerbsverzerrungen sind aus ordnungspolitischer Sicht nicht hinnehmbar.

Sachlich nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlungen gibt es auch bei den Vertriebsvorschriften. Nach der MiFID-Finanzmarktrichtlinie müssen etwa Verkäufer von Investmentfonds Interessenkonflikte, denen sie ausgesetzt sind, aufdecken oder vermeiden. Obwohl Vermittler von Versicherungsprodukten sich in einer gleichen Lage befinden, wenn sie von unterschiedlichen Produkthanbietern bei einem Vertragsschluss unterschiedlich hohe Provisionen erhalten, unterliegen sie dieser strikten Pflicht nicht. Die Beseitigung dieser Wettbewerbsverzerrung durch die Festlegung einheitlicher Standards für die Aufklärung über die Vergütung des Vermittlers, über Provisionen und über Kosten ist daher sachgerecht.

Von essentieller Bedeutung wird die Ausgestaltung der „weißen Liste“ sein, weil sich aus ihr ergibt, für welche Produkte die einheitlichen Informationspflichten und Vertriebsvorschriften gelten und für welche nicht. **Die Kommission sollte** allerdings **darauf verzichten, die „weiße Liste“ auf Produkte auszudehnen, die im Regelfall von institutionellen Anlegern gekauft werden**. Denn weil institutionelle Anleger über detailliertes Fachwissen verfügen, können sie eine stärkere Verhandlungsposition aufbauen. Sie brauchen keinen Anlegerschutz im gleichen Ausmaß wie Kleinanleger. Bei institutionellen Anlegern würden die Bestrebungen der Kommission lediglich den bürokratischen Aufwand steigern, ohne einen echten Mehrwert zu bieten.

#### Folgen für Effizienz und individuelle Wahlmöglichkeiten

Ein höherer Anlegerschutz geht mit höheren Kosten einher, die sich auf den Vertrieb von Anlageprodukten auswirken werden. **Der Direktvertrieb** von Anlageprodukten – bei dem die europäische Regulierung bisher sehr lückenhaft war – **kann teurer werden**. Auch **Versicherungsvermittler müssen mit erheblichen Umstellungskosten rechnen**, da die Vertriebsvorschriften der MiFID-Finanzmarktrichtlinie strenger sind als die der IMD-Versicherungsvertriebsrichtlinie. Das wiederum verteuert in der Regel auch die von Versicherungen angebotenen Produkte für die Kleinanleger.

Positiv wirkt sich **die Standardisierung „grundlegender Anlegerinformationen“** auf die Effizienz aus: Sie **stärkt** die Vergleichbarkeit von Produkten und damit auch **den Wettbewerb**. Umstellungskosten sind – wenn gleich im geringeren Ausmaß als bei den Vertriebsregeln – auch hier primär bei Versicherungen zu erwarten.

Die Kommission klärt nicht endgültig, ob mit dem horizontalen Ansatz zugleich **eine Vollharmonisierung der Anlegerinformationen und Vertriebsregeln** erreicht werden soll. Allerdings deuten einige Aussagen der Kommission darauf hin, dass sie eine solche Vollharmonisierung anstrebt. Dies würde die Transaktionskosten

verringern, die momentan mit dem grenzüberschreitenden Vertrieb von Anlageprodukten für Kleinanleger verbunden sind, und **wäre** daher **zu begrüßen**.

#### Folgen für Wachstum und Beschäftigung

Hängt von der konkreten Ausgestaltung der angekündigten Maßnahmen ab.

#### Folgen für die Standortqualität Europas

Hängt von der konkreten Ausgestaltung der angekündigten Maßnahmen ab.

### Juristische Bewertung

#### Kompetenz

Eine Harmonisierung der Vorschriften über Informationspflichten und den Vertrieb von Finanzanlageprodukten würde einen Abbau von Hindernissen im grenzüberschreitenden Handel bewirken und kann daher auf Art. 95 EGV gestützt werden.

#### Subsidiarität

Hängt von der konkreten Ausgestaltung der angekündigten Maßnahmen ab.

#### Verhältnismäßigkeit

Die Kommission versäumt es, bereits in der vorliegenden Mitteilung zu klären, ob sie eine Teilharmonisierung oder eine Vollharmonisierung anstrebt. Soweit eine Teilharmonisierung angestrebt wird, dürfen die Mitgliedstaaten im Bereich des Verbraucherschutzes ein höheres Schutzniveau vorschreiben, als es das EU-Recht vorgibt (EuGH, Rs. 120/78, Cassis de Dijon). Dagegen dürfen die Mitgliedstaaten bei einer Vollharmonisierung strengere Verbraucherschutzzvorschriften weder neu erlassen noch bestehende beibehalten (EuGH, Rs. C-52/00, Kommission/Frankreich). Da Hindernisse für den grenzüberschreitenden Handel mit Finanzanlageprodukten nur abgebaut werden können, wenn keine strengeren nationalen Sonderregeln mehr existieren, ist nur eine Vollharmonisierung geeignet, dieses Ziel zu erreichen.

#### Vereinbarkeit mit EU-Recht

Hängt von der konkreten Ausgestaltung der angekündigten Maßnahmen ab.

#### Vereinbarkeit mit deutschem Recht

Hängt von der konkreten Ausgestaltung der angekündigten Maßnahmen ab.

### Mögliche zukünftige Folgemaßnahmen der EU

Die Kommission hat mit der Ausarbeitung konkreter Legislativvorschläge begonnen, vor deren Veröffentlichung sie aber noch öffentliche Konsultationen abhalten will. Mit einem Kommissionsvorschlag zur Überarbeitung der IMD-Versicherungsvermittlungsrichtlinie kann bis Ende 2010 gerechnet werden.

Nach einer Aufforderung des Rates diesbezüglich von Anfang Juni 2009 muss mit weiteren „angemessenen regulierenden“ Initiativen der Kommission im Bereich des Vertriebs von Finanzprodukten für Kleinanleger gerechnet werden.

### Zusammenfassung der Bewertung

Die angekündigten Maßnahmen sind geeignet, Wettbewerbsverzerrungen im Markt für Anlageprodukte für Kleinanleger zu beseitigen: Standardisierte „grundlegende Anlegerinformationen“ verbessern die Vergleichbarkeit verschiedener Finanzprodukte und stärken somit den Wettbewerb. In die „weiße Liste“ der Produkte, für die einheitliche Informationspflichten und Vertriebsvorschriften gelten, sollte die Kommission keine Produkte aufnehmen, die im Regelfall von institutionellen Anlegern gekauft werden, weil diese nicht besonders schutzbedürftig sind. Die vorgesehenen strengeren Anforderungen an den Direktvertrieb und an Versicherungsvermittler führen in beiden Bereichen zu höheren Kosten, was die Anlageprodukte auch für den Kleinanleger verteuert; im Interesse der von der Kommission angestrebten Wettbewerbsgleichheit ist dies jedoch unvermeidlich. Die Kommission lässt offen, ob sie eine Teil- oder eine Vollharmonisierung anstrebt; nur die Vollharmonisierung würde ihrem Anliegen gerecht, Behinderungen im Binnenmarkt zu beseitigen.