

Die neue EU-Kleinanlegerstrategie

Viel Schatten, wenig Licht

Philipp Eckhardt



© shutterstock/BongkarnGraphic

Laut Kommission schöpfen Kleinanleger in der EU die Vorteile, die ihnen die Kapitalmärkte bieten, nicht vollständig aus. Sie setzen zu häufig auf Produkte, die nur einen geringen Ertrag generieren. Die Kommission legte daher im Mai 2023 eine Kleinanlegerstrategie vor. Diese hat zum Ziel, die notwendigen Voraussetzungen für eine stärkere Kapitalmarktteilnahme zu schaffen und für „bessere und fairere Marktergebnisse“ für Kleinanleger zu sorgen. Hierfür krepelt die Kommission den bestehenden EU-Rechtsrahmen zum Kleinanlegerschutz um. Doch sie setzt dabei vielfach die falschen Hebel an. In dieser cepStudie sollen die zentralen Schwerpunkte der Strategie kurz vorgestellt und einer Bewertung unterzogen werden.

- ▶ Die vorläufige Abkehr von flächendeckenden Provisionsverboten ist erfreulich, wird aber von den nun avisierten Provisionsverboten für „beratungsfreies“ Geschäft teilweise konterkariert. Dies ist nicht nachvollziehbar. Der Wettbewerb um das beste Vertriebsmodell sollte weiterhin uneingeschränkt möglich sein.
- ▶ Der neue „best interest test“, der den Qualitätsverbesserungs- und den Nichtnachteiligkeitstest ersetzen soll, erschwert den provisionsgetriebenen Vertrieb spürbar. Er ist unlogisch, bevormundend, wettbewerbsverzerrend und fokussiert zu sehr auf die Kosten.
- ▶ Die neuen Vorgaben zur Verbesserung des Preis-Leistungsverhältnisses von Anlageprodukten kommt einer staatlichen Kostenkontrolle sehr nahe. Ein solcher Eingriff in die freie Preisgestaltung von Wertpapierfirmen, Versicherungen und Versicherungsvermittlern ist in einer Marktwirtschaft und insbesondere im Finanz- und Versicherungsvertrieb, der von intensivem Wettbewerb geprägt ist, unbegründet.
- ▶ Die Vorschläge für eine digitale Informationsbereitstellung, die Bemühungen zur Stärkung der Finanzkompetenzen von Kleinanlegern und auch die avisierten Erleichterungen für professionellen Anleger gehen in die richtige Richtung. Auch der verschärfte Blick auf Marketingmaßnahmen über soziale Medien und über so genannte Finfluencer ist sachgerecht.

Inhaltsverzeichnis

1	Einführung	5
2	Kurzüberblick über die Kleinanlegerstrategie	5
3	Die acht Schwerpunkte der Kleinanlegerstrategie	6
3.1	Informationspflichten.....	6
3.1.1	Was die EU-Kommission ändern will.....	6
3.1.2	Kurzüberblick.....	8
3.1.3	Bewertung	8
3.2	Provisionsregelungen	11
3.2.1	Was die EU-Kommission ändern will.....	11
3.2.2	Kurzüberblick.....	14
3.2.3	Bewertung	14
3.3	Eignungs- und Angemessenheitsprüfungen.....	17
3.3.1	Was die EU-Kommission ändern will.....	17
3.3.2	Kurzüberblick.....	18
3.3.3	Bewertung	18
3.4	Aufsichts- und Lenkungsvorgaben	19
3.4.1	Was die EU-Kommission ändern will.....	19
3.4.2	Kurzüberblick.....	22
3.4.3	Bewertung	22
3.5	Marketing	23
3.5.1	Was die EU-Kommission ändern will.....	23
3.5.2	Kurzüberblick.....	25
3.5.3	Bewertung	25
3.6	Berufliche Anforderungen.....	27
3.6.1	Was die EU-Kommission ändern will.....	27
3.6.2	Kurzüberblick.....	27
3.6.3	Bewertung	28
3.7	Kundenklassifizierung.....	28
3.7.1	Was die EU-Kommission ändern will.....	28
3.7.2	Kurzüberblick.....	29
3.7.3	Bewertung	29
3.8	Förderung der Finanzkompetenz	30
3.8.1	Was die EU-Kommission ändern will.....	30
3.8.2	Kurzüberblick.....	30
3.8.3	Bewertung	30
4	Fazit und Ausblick	31

Abkürzungsverzeichnis

AIFMD.....	Alternative Investment Fund Managers Directive
EIOPA.....	European Insurance and Occupational Pensions Authority
ESMA	European Securities and Markets Authority
IDD.....	Insurance Distribution Directive
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
PRIIPR	Packaged Retail Investment and Insurance Product Regulation
UCITS.....	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive
VS.....	Versicherungen
VSV	Versicherungsvermittler
WF	Wertpapierfirmen

Die Erstellung dieser cep**Studie** wurde mit Mitteln des Badischen Gewinnsparfonds unterstützt.

1 Einführung

Laut EU-Kommission schöpfen Kleinanleger in der EU die Vorteile, die ihnen die Kapitalmärkte bieten, nicht vollständig aus. Sie setzen zu häufig auf Produkte, die nur einen geringen Ertrag generieren oder nutzen die Chancen der Kapitalmärkte erst gar nicht. Die Kommission legte daher im Rahmen ihrer am 24. Mai 2023 vorgestellten Kleinanlegerstrategie ein ganzes Bündel an regulatorischen Maßnahmen vor, mit dem Ziel, die notwendigen Voraussetzungen für eine stärkere Kapitalmarktteilnahme von Kleinanlegern zu schaffen, ihre Position im Anlageprozess zu stärken und für „bessere und fairere Marktergebnisse“ zu sorgen. Bereits vor der Vorlage der Strategie, schlug ihre Ankündigung hohe Wellen. Kurz vor dem Weihnachtsfest 2022 sorgte EU-Kommissarin Mairead McGuinness für ein besonderes Präsent in der Finanz- und Versicherungswirtschaft. Im Rahmen zweier Briefe und einer Anhörung im Ausschuss für Wirtschaft und Währung (ECON-Ausschuss), die Ende Januar 2023 stattgefunden hat, kündigte sie an, mit der Kleinanlegerstrategie die in der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)¹ und der Richtlinie über den Versicherungsvertrieb (IDD)² verankerten Provisionsvorschriften anzupassen. Dabei stand kurzfristig auch die Einführung flächendeckender Provisionsverbote in der EU im Finanz- und Versicherungsvertrieb im Raum. Nach heftigem Gegenwind, auch vonseiten des cep (s. [cepStudie](#)), ruderte die Kommission jedoch, zumindest in gewissem Maße, zurück und verzichtet nun – zunächst – auf umfassende Provisionsverbote. Nichtsdestotrotz hat es die Kleinanlegerstrategie in sich. Sie wird die Branche, ungeachtet des Verzichts auf flächendeckende Provisionsverbote, vor enorme Herausforderungen stellen.

In dieser cepStudie soll die Kleinanlegerstrategie und insbesondere ihre acht Schwerpunkte eingehend vorgestellt werden. Dabei geben wir zunächst einen Kurzüberblick über die Strategie als solche (Abschnitt 2). Anschließend gehen wir jeweils zunächst auf die von der Kommission vorgesehenen Regulierungsvorschläge zu den jeweiligen Schwerpunkten detailliert ein. Zudem gewähren wir jeweils einen Kurzüberblick über die geplanten Regulierungsschritte und bewerten diese (Abschnitt 3). Anschließend geben wir einen kurzen Ausblick auf die anstehenden Verhandlungen im Rat und Europäischen Parlament (Abschnitt 4). In einem Fazit ziehen wir dann erste Schlussfolgerungen (Abschnitt 5).

2 Kurzüberblick über die Kleinanlegerstrategie

Laut Kommission schöpfen Kleinanleger in der EU das Potential, das ihnen die Kapitalmärkte bieten, nicht aus. So setzen sie zu häufig auf Anlageprodukte mit geringen Ertragschancen. Während private Haushalte in den USA knapp die Hälfte ihres Vermögens in Finanzprodukte investiert haben, seien es bei den EU-Haushalten nur 17% (Stand: 2021). Die Kommission macht hierfür neben einem zu geringen Finanzwissen, einem mangelnden Vertrauen in die Kapitalmärkte und die Beratungsleistung zu Anlageprodukten auch Problematiken im Anlageprozess verantwortlich. So sei es für Kleinanleger schwierig, an „relevante, vergleichbare und leicht verständliche Informationen über Anlageprodukte“ zu kommen. Ferner sieht sie Risiken aufgrund von irreführenden oder unrealistischen Marketingmitteilungen zu Finanzprodukten, insbesondere wenn sie über digitale Kanäle verbreitet werden. Zudem weist sie

¹ Richtlinie [2014/65/EU](#) des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU.

² Richtlinie [\(EU\) 2016/97](#) des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Januar 2016 über Versicherungsvertrieb.

auf weiterhin bestehende Interessenkonflikte hin, die sich aus der Zahlung von Provisionen ergeben würden und auch das Preis-Leistungsverhältnis sieht sie bei einigen Anlageprodukten nicht gewahrt.³

Um Abhilfe zu schaffen, schlägt die Kommission daher im Rahmen ihrer Kleinanlegerstrategie vor

- durch eine so genannte Omnibus-Richtlinie die Überarbeitung der
 - Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (2014/65/EU, MiFID),
 - Richtlinie über den Versicherungsvertrieb ((EU) 2016/97, IDD),
 - Richtlinie über die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (2009/138/EG, Solvabilität II),
 - Richtlinie über Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (2009/65/EG, UCITS),
 - Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (2011/61/EU, AIFMD);
- durch eine Änderungsverordnung die Überarbeitung der
 - Verordnung über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte ((EU) Nr. 1286/2014, PRIIPR).

Im Rahmen dieser cepStudie wird ein Fokus auf die zahlreichen Anpassungen der MiFID, der IDD und der Solvabilität-II-Richtlinie gelegt. Diese sind vordergründig für Wertpapierfirmen, Versicherungen und Versicherungsvermittler (im Folgenden: WF, VS und VSV) von höchster Relevanz.

3 Die acht Schwerpunkte der Kleinanlegerstrategie

3.1 Informationspflichten

3.1.1 Was die EU-Kommission ändern will

Laut Kommission haben Kleinanleger häufig Schwierigkeiten an „relevante, vergleichbare und leicht verständliche Informationen über Anlageprodukte“ zu gelangen. Sie will daher die Informationspflichten für WF, VS und VSV anpassen:

Risikowarnhinweise: WF, VS und VSV sollen künftig in den Informationsmaterialien, die sie Kleinanlegern vorlegen, Warnhinweise einpflegen. Mit diesen sollen sie auf die Verlustrisiken aufmerksam machen, die mit besonders risikobehafteten Finanzinstrumenten⁴ bzw. Versicherungsanlageprodukten⁵ verbunden sein können. Dies gilt auch für Marketingmitteilungen. Die ESMA bzw. die EIOPA können in Leitlinien vorgeben, wie solche besonders risikobehafteten Produkte zu ermitteln sind. Die Aufsichtsbehörden sowie die ESMA bzw. die EIOPA sollen WF, VS und VSV auch vorschreiben können, für bestimmte Finanzinstrumente bzw. Versicherungsanlageprodukte Risikowarnungen in ihre Informationsmaterialien einbauen zu müssen, sofern sie Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes hegen.⁶

Digital als Standard: VS und VSV können künftig alle an Kunden gerichtete Informationen standardmäßig digital („in elektronischer Form“) bereitstellen. Nur auf Anfrage des Kunden müssen sie diese in

³ EU-Kommission, [COM\(2023\) 279](#), Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinien (EU) 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU, 2014/65/EU und (EU) 2016/97 im Hinblick auf die Unionsvorschriften zum Schutz von Kleinanlegern, S. 2 und 3.

⁴ Als „Finanzinstrumente“ gelten z.B. übertragbare Wertpapiere, Geldmarktinstrumente und Terminkontrakte.

⁵ „Versicherungsanlageprodukte“ sind Versicherungsprodukte, die einen Fälligkeitwert oder einen Rückkaufwert bieten, der vollständig oder teilweise direkt oder indirekt Marktschwankungen ausgesetzt ist [Art. 2 Abs. 1 Nr. 17]. Dazu zählen etwa fondsgebundene Lebensversicherungen.

⁶ Erwägungsgrund 36, neuer Art. 24 Abs. 5c und neuer Art. 69 Abs. 2 lit-w (MiFID) sowie neuer Art. 29 Abs.5 und neuer Art. 12 Abs. 3 lit. q (IDD).

Papierform zur Verfügung stellen. Dies gilt für den Vertrieb jeglicher Versicherungsprodukte.⁷ Die EIOPA soll zusätzlich Leitlinien zur Offenlegung in elektronischer Form erarbeiten^{8,9}

Kostenoffenlegung: Wie bisher müssen WF, VS und VSV ihren (potenziellen) Kunden Informationen über Kosten, Nebenkosten und Zahlungen Dritter offenlegen. Die Offenlegungspflichten sollen nun verschärft, stärker standardisiert und der Betroffenenkreis erweitert werden:

- **Verschärfung:** Künftig müssen die Gesamtkosten der Finanzinstrumente bzw. Versicherungsanlageprodukte sowohl als Geldbetrag als auch als Prozentsatz angegeben werden, berechnet
 - bezüglich Finanzinstrumenten (a) bis zu dessen Fälligkeitsdatum oder (b) über die empfohlene Haltedauer, falls kein Fälligkeitsdatum existiert oder (c) über eine Haltedauer von einem, drei und fünf Jahren, falls keine Empfehlung vorliegt, und
 - bezüglich Versicherungsanlageprodukten über deren Laufzeit hinweg.Zudem sollen jegliche Zahlungen von Dritten (u.a. Provisionszahlungen) getrennt aufgeschlüsselt, ihre kumulativen Auswirkungen auf die Nettorendite über die Haltedauer bzw. Laufzeit hinweg und ihr Zweck offengelegt werden müssen.¹⁰
- **Standardisierung:** Die ESMA und die EIOPA sollen mittels technischer Regulierungsstandards das Format der Kostenoffenlegungen sowie eine „Standardterminologie und die zugehörigen Erläuterungen“ für die Offenlegungen festlegen.¹¹
- **Erweiterung des Betroffenenkreises:** Bisher sind WF nicht zur Kostenoffenlegung verpflichtet, wenn sie gegenüber geeigneten Gegenparteien (z.B. Finanzinstituten, Zentralbanken) oder professionellen Kunden (z.B. großen Unternehmen¹²) Dienstleistungen erbringen, außer bei Anlageberatungs- oder Portfolioverwaltungstätigkeiten. Künftig sollen die Regelungen zur Kostentransparenz für Dienstleistungen gegenüber geeigneten Parteien wieder vollständig gelten¹³, während sie gegenüber professionellen Kunden ausgenommen bleiben.

Jährliche Kostenübersicht: WF, VS und VSV müssen Kleinanlegern und Kunden künftig jährlich eine standardisierte Übersicht über alle Kosten, Nebenkosten und Zahlungen Dritter (z.B. Provisionen) zur Verfügung stellen. Die Mindestangaben, die in die jeweiligen Übersichten aufzunehmen sind, sind abhängig vom jeweiligen Finanzinstrument bzw. Versicherungsanlageprodukt und der erbrachten Dienstleistung der WF, VS oder dem VSV. Die Kostenübersichten sollen u.a. auch Angaben über die Wertentwicklung eines Finanzinstruments und bei Versicherungsanlageprodukten individuelle Prognosen über das erwartete Ergebnis am Ende der vertraglichen oder empfohlenen Haltedauer des Produkts enthalten.¹⁴

Verlagerung von Informationspflichten: Bisher in der Solvabilität-II-Richtlinie verankerte Informationspflichten sollen in die IDD überführt werden.¹⁵ Damit sollen alle Offenlegungspflichten für den

⁷ Eine ähnliche Regelung gibt es bereits für WF in der MiFID.

⁸ Dies gilt gleichermaßen für die ESMA in Bezug auf die digitale Bereitstellung von Informationen an Kleinanleger durch WF (neuer Art. 24 Abs. 5b (MiFID)).

⁹ Neuer Art. 23 Abs. 1 und neuer Art. 23 Abs. 4 (IDD).

¹⁰ Erwägungsgrund 27, neuer Art. 24b (MiFID) sowie Art. 29 Abs. 1 (IDD).

¹¹ Erwägungsgrund 27, neuer Art. 24b Abs. 2 (MiFID) sowie neuer Art. 29 Abs. 4 (IDD).

¹² Siehe dazu auch Kapitel 3.7.

¹³ Geänderter Art. 30 Abs. 1 (MiFID).

¹⁴ Erwägungsgrund 28, neuer Art. 24b Abs 4 und 5 (MiFID) sowie neuer Art. 29 Abs. 2 und 3 (IDD).

¹⁵ Dafür werden Art. 183–185 der Solvabilität-II-Richtlinie gestrichen.

Vertrieb von Versicherungsprodukten in einem Rechtsakt (d.h. der IDD) gebündelt werden. Ziel ist eine Vermeidung von sich überschneidenden oder in Konflikt zueinander stehenden Regelungen.¹⁶

Neues Informationsblatt für Lebensversicherungsprodukte: Es soll ein neues standardisiertes Informationsblatt für Lebensversicherungsprodukte geschaffen werden, die nicht als Versicherungsanlageprodukt gelten. Es soll das bereits existierende Informationsblatt zu Nichtlebensversicherungsprodukten und das PRIIP-Basisinformationsblatt für Versicherungsanlageprodukte ergänzen.¹⁷

3.1.2 Kurzüberblick

Maßnahmen	Gilt für (Unternehmen)	Gilt für (Produkte)
Risikowarnhinweise	WF, VS und VSV	Finanzinstrumente und Versicherungsanlageprodukte
Digitale Offenlegung	VS und VSV	alle Versicherungsprodukte
Kostenoffenlegung	WF, VS und VSV	Finanzinstrumente und Versicherungsanlageprodukte
Jährliche Kostenübersicht	WF, VS und VSV	Finanzinstrumente und Versicherungsanlageprodukte
Verlagerung von Informationspflichten	VS und VSV	Alle Versicherungsprodukte
Neues Informationsblatt für Lebensversicherungsprodukte	VS und VSV	Lebensversicherungen

3.1.3 Bewertung

Risikowarnhinweise: Mit den Neuregelungen zu Risikowarnungen will die Kommission insbesondere der Gefahr vorbeugen, dass Kleinanleger unzureichend über die potenziellen Risiken von bestimmten Finanzinstrumenten bzw. Versicherungsanlageprodukten aufgeklärt werden, insbesondere wenn diese über digitale Kanäle bzw. über die sozialen Medien beworben werden. Denn gerade in diesem Umfeld hat sie in jüngster Vergangenheit regelmäßig zum Teil aggressives Marketing festgestellt, wobei Verbrauchern wichtige Informationen über etwaige Verlustrisiken vorenthalten wurden. Gleichzeitig sieht sie bei den Aufsichtsbehörden einen Mangel an nötiger Handhabe, um für besonders risikobehaftete Produkte Risikowarnungen vorschreiben zu können. Dass WF, VS und VSV Risikowarnhinweise für besonders risikobehaftete Produkte herausgeben müssen und die Aufsichtsbehörden bzw. ESMA und EIOPA eine solche Veröffentlichung nach einheitlichen Vorgaben vorschreiben dürfen soll, ist grundsätzlich sachgerecht. Solche Warnhinweise bieten das Potenzial, Kleinanleger auf Gefahren, die mit einem Produkt einhergehen können, aufmerksam zu machen und ihn vor Fehlentscheidungen zu bewahren. Gleichwohl bedürfen die Neuregelungen einer Nachjustierung. Erstens sollten die Gesetzgeber klarer regeln, welche Produkte als „besonders risikobehaftete“ Produkte gelten sollen. Dies sollte nicht über rechtlich unverbindliche Leitlinien der ESMA bzw. EIOPA auf Level 2 geschehen. Generell sollte der Anwendungsbereich hier eng begrenzt sein. Ansonsten droht eine Inflation an Risikowarnungen, die ihrem Zweck zuwiderlaufen können. Denn wird zu häufig gewarnt könnten Kleinanleger einer „Warnmüdigkeit“ erliegen, die dazu führt, dass sie diesen keine gesteigerte Aufmerksamkeit mehr schenken. Um effektiv zu sein, sollten die Risikowarnungen daher auf die Produkte beschränkt werden, bei denen der potenzielle Schaden für den Kleinanleger einerseits hoch und andererseits sehr

¹⁶ Erwägungsgrund 29, geänderte Artikel 18, 20 und 29 Abs. 3 (IDD).

¹⁷ Erwägungsgrund 29, neuer Art 20 Abs. 8a (IDD)

wahrscheinlich ist.¹⁸ Zweitens ist fraglich, ob es der Aufnahme der Warnhinweise in jeglicher Kommunikation, d.h. in „allen“ Informations- und Marketingmaterialien bedarf. Hier wäre eine Fokussierung auf die von den Kleinanlegern üblicherweise verwendeten und wahrgenommenen Materialien regelmäßig ausreichend.

Digital als Standard: Die standardmäßige digitale Bereitstellung von Informationen durch VS und VSV an ihre Kunden ist angesichts der weiterhin zunehmenden Digitalisierung auch im Finanz- und Versicherungsvertriebs wegweisend. Sie kann den administrativen Aufwand für VS und VSV spürbar senken, die Umweltbelastung senken, einen medienbruchfreien Vertriebsprozess ermöglichen¹⁹ und diesen, aufgrund weniger Unterbrechungen, auch beschleunigen. Die Bereitstellung der Informationen in elektronischer Form bietet damit auch das Potenzial von Kostenreduzierungen und damit günstigeren Preisen für Versicherungskunden. Da es jedoch auch heutzutage noch viele Kunden gibt, die nicht digitalaffin sind, ist es jedoch sinnvoll, dass diese Kunden die Informationen auch weiterhin – wie vorgelesen – in Papierform erhalten können. Ansonsten würde man dieser Kundengruppe den Zugang zu Versicherungsprodukten versperren bzw. erschweren. Dies sollte jedoch auch im Eigeninteresse der VS und VSV liegen. Ein mögliches Risiko der „Digital als Standard“-Strategie besteht jedoch darin, dass Kunden die erhaltenen Informationen noch weniger als bisher wahrnehmen könnten, etwa weil diese in den Untiefen des E-Mail-Postfachs landen. Die Kommission und die Aufsichtsbehörden sollten daher regelmäßig untersuchen, wie es um die tatsächliche Aufnahme der bereitgestellten Informationen bestellt ist. Denn eine informierte und damit fundierte Entscheidung für oder gegen ein Versicherungsprodukt kann nur getroffen werden, wenn die Informationsaufnahme auch tatsächlich stattfindet. Sollten hier Defizite im Vergleich zum Status quo festgestellt werden, sollten ggf. die digitale Bereitstellung begleitender Vorgaben geprüft werden.

Kostenoffenlegung: Mit der Verschärfung der Vorgaben zur Offenlegung der Kosten, Nebenkosten und Zahlungen Dritter und der Standardisierung dieser Offenlegungen will die Kommission insbesondere zweierlei erreichen. Erstens sollen Kleinanleger den Einfluss der Kosten auf die Rendite des Anlageprodukts (noch) besser abschätzen können und zweitens soll ihnen die Information einen besseren Vergleich zwischen unterschiedlichen Produkten gewähren. Beide Schritte sind jedoch abzulehnen. Zwar können Informationen über die Gesamtkosten eines Produkts ein wichtiges Element bei der Entscheidung für oder gegen ein Anlageprodukt darstellen und sind daher auch ein wichtiger wettbewerbsfördernder Faktor. Es ist jedoch erstens fraglich, ob Kleinanleger an derart granularen Informationen über einzelne Kostenkomponenten tatsächlich Interesse zeigen werden. Ist dies nicht der Fall, ist die zusätzliche tiefgründige Offenlegung unnötig und teuer. Falls doch, ist es ihnen unbenommen, diese bei der einschlägigen WF, VS oder dem VSV zu erfragen. Zweitens besteht die Gefahr, dass die Komplexität der offengelegten Informationen den Kleinanleger eher überfordert als unterstützt. Ohne Erläuterungen, warum einzelne Kostenkomponenten eine bestimmte Höhe aufweisen,²⁰ könnten sie zu Fehlurteilen auf Seiten der Kleinanleger führen und damit nicht beabsichtigten Anlageentscheidungen

¹⁸ Siehe dazu auch ASIC/AFM, Disclosure: Why it shouldn't be the default, A joint report from the Australian Securities and Investments Commission (ASIC) and the Dutch Authority for the Financial Markets (AFM), Oktober 2019, S. 45 ff.

¹⁹ Ein solcher medienbruchfreier Vertrieb ist jedoch nur dann möglich, wenn tatsächlich alle an Kunden gerichtete Informationen in elektronischer Form bereitgestellt werden können. Zwar suggeriert die nun vorgesehene Regelung dies. Jedoch sieht gleichzeitig die Neuregelung zur Bereitstellung der Informationsblätter zu (Nicht-)Lebensversicherungsprodukten, die keine Versicherungsanlageprodukte sind, vor, dass diese auf Papier oder auf einem anderen dauerhaften Datenträger bereitzustellen sind (s. neuer Art. 20 Abs. 5). Von einer standardmäßigen Bereitstellung in einem elektronischen Format ist hier nicht die Rede. Eine einheitlichere Vorgehensweise erscheint hier angebracht.

²⁰ Ob solche Erläuterungen dann auch tatsächlich gelesen, verstanden und eingeordnet werden können, ist ebenfalls zu bezweifeln.

Vorschub leisten, bei denen ggf. (bestimmte) Kosten gering ausfallen, die aber dennoch nicht zwingend als die Geeignetsten für den Anleger zu werten sind. Drittens könnte die noch umfassendere Kostenoffenlegung Kleinanleger dazu verleiten, anderen zentralen Faktoren, die für die Anlageentscheidung eine wichtige Rolle spielen sollten, weniger Aufmerksamkeit zu schenken. Viertens ist fraglich, ob die einzelnen Kosten, die mit Anlageprodukten verbunden sind, jeweils in hinreichend valider Form abgebildet werden können oder ob nicht zahlreiche zu treffende Annahmen, etwa über die Renditeerwartungen oder den Anlagehorizont, deren Aussagekraft oftmals senken. Ist letzteres der Fall, ist die kleinteilige Kostenausweisung nicht nur aufwändig, sondern sie kann auch zu verzerrten Investitionsentscheidungen führen. Daran kann dann auch eine standardisierte Kostenoffenlegung wenig ändern.

Geeignete Gegenparteien sind üblicherweise kompetent genug, Vertragsbedingungen mit WF auszuhandeln. Sie benötigen daher – im Gegensatz zu Kleinanlegern – regelmäßig keinen regulatorischen Schutz durch standardisierte Informationspflichten zu Kosten, Nebenkosten und Zahlungen Dritter. Die Kommission sollte daher die bestehende Ausnahmeregelung für Geschäfte mit geeigneten Gegenparteien, die sie erst im Rahmen des MiFID Corona Quick Fixes eingeführt hat (Richtlinie (EU) 2021/338, s. [cepAnalyse](#)), beibehalten.

Jährliche Kostenübersicht: Jährliche Kostenübersichten erleichtern es Kleinanleger die Qualität des erworbenen Finanzinstruments bzw. Versicherungsanlageprodukts zu überprüfen und versetzt ihn in die Lage, seine Anlagestrategie ggf. auf fundierter Informationsbasis anpassen zu können. Die Pflicht zur Bereitstellung solcher Übersichten, die künftig insbesondere auch Daten zur Wertentwicklung enthalten müssen, ist daher grundsätzlich, auch als wettbewerbsförderndes Element, sachgerecht. Jedoch ist auch hier auf ein angemessenes Maß an bereitzustellenden Informationen zu achten. Eine Überfrachtung der Kleinanleger mit zu spezifischen, komplexen Detailinformationen, die dieser dann doch nicht liest, gilt es zu vermeiden. Die avisierte Ausdehnung der Kostenübersichten lässt jedenfalls gegenteiliges befürchten.

Neues Informationsblatt für Lebensversicherungsprodukte: Auf europäischer Ebene gibt es bereits ein reguliertes und hochgradig standardisiertes Basisinformationsblatt, welches Informationen zu den Merkmalen und Risiken von verpackten Anlageprodukten und von Versicherungsanlageprodukten (PRIIP) enthält.²¹ Auch für Nicht-Lebensversicherungsprodukte, die nicht als Versicherungsanlageprodukte gelten, gibt es ein standardisiertes Dokument.²² Für Lebensversicherungsprodukte, die nicht als Versicherungsanlageprodukte gelten, gibt es ein solches Informationsblatt hingegen bisher nicht. Deswegen nun geplante Einführung ist somit nur konsequent und zu begrüßen. Sie sorgt erstens dafür, dass sich Kleinanleger nicht länger mit stark unterschiedlichen Informationsdokumenten konfrontiert sehen. Sie fördert zweitens die Fähigkeit der Kleinanleger fundierte Anlageentscheidungen treffen zu können. Drittens sorgt die Einführung eines Informationsblatts für Lebensversicherungsprodukte zu einer Reduktion von Wettbewerbsverzerrungen. Denn haben VS bzw. VSV je nach Produkt unterschiedlich strenge Informationspflichten, sehen sie sich auch mit unterschiedlich hohen Kosten zur Informationsbereitstellung konfrontiert. Das stärkt auf Seiten der VS bzw. VSV, ihre Produkte so zu gestalten oder zu vertreiben, dass die mit Informationspflichten verbundenen Kosten möglichst gering bleiben. Dieses Regulierungsarbitrage geht zu Lasten der Anleger. Basisinformationsblätter für möglichst viele Finanz- und Versicherungsprodukte kann dem entgegenwirken.

²¹ Siehe dazu Verordnung ([EU Nr. 1286/2014](#)) über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP).

²² Siehe dazu Art. 29 Abs. 5 ff. (IDD).

3.2 Provisionsregelungen

3.2.1 Was die EU-Kommission ändern will

Laut Kommission haben sich die Vorschriften der MiFID und der IDD bezüglich des Umgangs mit Zahlungen von Dritten, insbesondere Gebühren, Provisionen oder (nicht-)monetäre Leistungen (im Folgenden kurz: Provisionen) als nicht ausreichend erwiesen. Da sie jedoch zu dem Urteil gelangt, dass ein sofortiges und vollständiges Aus von Provisionen zu disruptiv auf bestehende Geschäftsmodelle wirken würde, schlägt sie nun einen schrittweisen Ansatz vor:

Neue Provisionsverbote für Wertpapierfirmen: Bisher sieht die MiFID folgende Provisionsverbote vor: WF dürfen dann keine Provisionen von einer dritten Partei annehmen und behalten, wenn sie (a) eine „unabhängige Beratung“ erbringen²³ oder (b) die Dienstleistung der „Portfolioverwaltung“ anbieten. In beiden Fällen sind nur kleinere nichtmonetäre Vorteile, die die Servicequalität für den Kunden verbessern können, erlaubt. Die Vorteile sind dann jedoch offenzulegen.

Provisionsverbot bei reinen Ausführungsgeschäften: Nun soll ein weiteres Provisionsverbot eingeführt werden: So sollen WF künftig grundsätzlich keine Provisionen zahlen oder erhalten dürfen im Zusammenhang mit der²⁴

- Annahme und Übermittlung von Aufträgen von Kleinanlegern, und
- Ausführung von Aufträgen für Kleinanleger.

Die Verbote sollen damit letztlich bei reinen Ausführungsgeschäfte („execution only“) greifen, bei denen keine Beratung stattfindet. Es soll jedoch Einschränkungen des Verbots geben. So soll es²⁵

- nicht für Provisionen gelten, die eine WF von einem Emittenten erhält oder an diesen zahlt, wenn sie für diesen eine Platzierungs- oder Zeichnungsdienstleistung erbringt und die WF gleichzeitig ein reines Ausführungsgeschäft mit Finanzinstrumenten für einen Kleinanleger erbringt, die Gegenstand der Platzierungs- oder Zeichnungsdienstleistung ist. Die Einschränkung des Provisionsverbots gilt jedoch nicht für Finanzinstrumente, die als „verpackte Anlageprodukte“ gelten;
- dann nicht gelten, wenn die WF die Ausführungsgeschäfte mit einer nicht-unabhängigen Anlageberatung kombiniert, letztere die Hauptdienstleistung darstellt und der Gegenstand der Beratung die Ausführungsgeschäfte sind;
- nicht für geringfügige nichtmonetäre Vorteile von unter 100 Euro pro Jahr gelten, sofern sie die WF nicht bei der Einhaltung der Pflicht, im bestmöglichen Interesse des Kleinanlegers zu handeln, beeinträchtigen und diesem offengelegt wurden.

Neue Provisionsverbote für Versicherungen und Versicherungsvermittler: Die IDD sieht bisher keine Provisionsverbote vor. Das soll sich nun ändern:

²³ Eine Anlageberatung gilt nur dann als „unabhängig“, wenn die WF, neben dem Verbot der Annahme oder des Einhalts von Provisionen, auch eine ausreichende Palette“ an am Markt angebotenen Finanzinstrumenten bewertet, die bezüglich ihrer Art sowie Emittenten oder Produktanbieter hinreichend gestreut sind. Sie darf sich nicht auf Finanzinstrumente beschränken, die von WF selbst oder Dritten, mit denen die WF verbunden ist, emittiert oder angeboten werden, die in enger Verbindung zur Wertpapierfirma stehen (Art. 24 Abs. 7 MiFID).

²⁴ Neuer Art. 24a Abs. 2 (MiFID).

²⁵ Neuer Art. 24a Abs. 3–5 (MiFID).

Verbot bei unabhängiger/ungebundener Beratung: VS oder VSV, die Versicherungsanlageprodukte vertreiben, sollen künftig – analog zur Regelung für WF – keine Provisionen mehr annehmen oder behalten dürfen, wenn sie ihren Kunden mitteilen, dass ihre Beratung zu den Produkten „unabhängig“ bzw. „ungebunden“ erfolgt.²⁶ Sie sollen jedoch explizit auch weiterhin Provisionen annehmen oder behalten dürfen, wenn sie die Beratung nicht als unabhängig bzw. ungebunden anpreisen. Zudem dürfen sich VSV, die weder bei einer VS angestellt noch an diese vertraglich gebunden sind, als ungebundene Vermittler bezeichnen, auch wenn sie von der VS Provisionen erhalten.²⁷

Verbot bei Verkauf von Versicherungsanlageprodukten ohne Beratung: VS oder VSV, die Versicherungsanlageprodukte konzipieren oder vertreiben, dürfen künftig keine Provisionen mehr an eine dritte Partei – d.h. insbesondere den Vertreibern der Produkte für den Verkauf der Produkte ohne Beratung – zahlen oder von ihr erhalten, außer es handelt sich bei der dritten Partei um den Kunden selbst. Das Verbot soll nicht für geringfügige nichtmonetäre Vorteile von unter 100 Euro pro Jahr gelten, sofern sie die VS bzw. die VSV nicht bei der Einhaltung der Pflicht, im bestmöglichen Interesse des Kleinanlegers zu handeln, beeinträchtigen und die Vorteile dem Kunden offengelegt wurden. Auch soll es nicht für Zahlungen oder Vorteile Anwendung finden, die zur Erbringung der Dienstleistungen nötig sind (z.B. Verwaltungsabgaben) oder die „wesensbedingt“ nicht in Konflikt zur Pflicht, im bestmöglichen Interesse handeln zu müssen, stehen können.²⁸

Ersatz für Qualitätsverbesserungs- und Nichtnachteiligkeitstest („best interest test“): Bisher sind Provisionen bei WF bzw. bei VS und VSV dann erlaubt, wenn sie einen „Qualitätsverbesserungstest“ bzw. einen „Nichtnachteiligkeitstest“ bestehen. Um dies jeweils beurteilen zu können, müssen WF bzw. VS und VSV bisher zunächst prüfen, ob eine Provision mit ihren Pflichten in Einklang steht, im bestmöglichen Interesse des Kunden zu handeln und Interessenkonflikte zu vermeiden. Dieser Einklang kann dann bestehen, wenn die Provision

- bei WF „die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden verbessert“ und die Verpflichtung, „im bestmöglichen Interesse“ des Kunden zu handeln, nicht beeinträchtigt ist (Qualitätsverbesserungstest“),
- bei VS und VSV sich „nicht nachteilig auf die Qualität der entsprechenden Dienstleistung für den Kunden auswirkt“ und die Verpflichtung, „im besten Interesse“ des Kunden sowie „ehrlich, redlich und professionell“ zu handeln, nicht beeinträchtigt ist („Nichtnachteiligkeitstest“).

Nun sollen diese beiden Tests abgeschafft und durch einen neuen gemeinsamen Test ersetzt werden („best interest test“). Dieser sieht vor, dass WF bzw. VS und VSV die folgenden drei Bedingungen erfüllen müssen, um bei einer Anlageberatung bzw. einer Beratung zu Versicherungsanlageprodukten im bestmöglichen Interesse ihrer Kunden zu handeln. Sie müssen

1. ihre Beratung auf die Bewertung einer „angemessenen“ Auswahl an Finanzinstrumenten bzw. Versicherungsanlageprodukten stützen,
2. ihren Kunden, nachdem sie für sie die geeignetsten Finanzinstrumente bzw. Versicherungsanlageprodukten ermittelt haben, dasjenige Finanzinstrument bzw. Versicherungsanlageprodukt aus vergleichbaren Instrumenten bzw. Anlageprodukten empfehlen, welches für den Kunden am kosteneffizientesten ist, und

²⁶ Neuer Art. 30 Abs. 5b (IDD).

²⁷ Siehe S. 19 des Kommissionsvorschlags.

²⁸ Neuer Art. 29a Abs. 1 (IDD).

- ihren Kunden, aus den als geeignet eingestuften Finanzinstrumenten bzw. Versicherungsanlageprodukten, zumindest ein Finanzinstrument bzw. Versicherungsanlageprodukt empfehlen, welches ohne zusätzliche Merkmale auskommt, die für die Erreichung der Anlageziele nicht erforderlich sind und die zusätzlich Kosten verursachen. Als solche Merkmale können etwa Kapitalgarantien oder strukturierte Produkte mit Absicherungselementen zählen.

VS und VSV müssen zusätzlich sicherstellen, dass sie nur solche Versicherungsanlageprodukte empfehlen, die eine Versicherungsdeckung aufweisen, die den Versicherungsanforderungen und -bedürfnissen des Kunden entsprechen.²⁹

Konzept der ungebundenen Beratung bei VS und VSV: Bisher haben die Mitgliedstaaten die Option, VSV vorzuschreiben, dass diese, wenn sie ihren Kunden mitteilen, dass ihre Beratung „ungebunden“ erfolgt, eine hinreichende Zahl von auf dem Markt angebotenen Versicherungsprodukten beurteilen müssen, wobei diese nicht auf Versicherungsprodukte beschränkt sein dürfen, die von Unternehmen stammen, zu denen der VSV eine enge Verbindung hat.

Künftig soll die Option zu einer Pflicht für die Mitgliedstaaten werden. VS oder VSV müssen demnach beim Vertrieb von Versicherungsanlageprodukten ihren Kunden bei einer „ungebundenen“ Beratung eine hinreichende Zahl von auf dem Markt angebotenen Versicherungsprodukten beurteilen. Zusätzlich greift dann ein Provisionsverbot (s. oben). Damit soll ein Gleichklang mit einer entsprechenden Regelung in der MiFID für WF geschaffen werden.³⁰

Erleichterungen bei unabhängiger bzw. ungebundener Beratung: Bietet eine WF bzw. eine VS oder ein VSV eine unabhängige bzw. ungebundene Beratung an, sollen diese künftig nicht verpflichtet sein, bei den (potenziellen) Kunden Informationen über deren Kenntnisse und Erfahrungen über die betrachteten Finanzinstrumente, Versicherungsanlageprodukte oder über die bestehende Portfoliozusammensetzung einzuholen. Dies gilt nur dann, wenn sich die Beratung auf „gut diversifizierte, nicht-komplexe und kosteneffiziente“ Finanzinstrumente bzw. Versicherungsanlageprodukte beschränkt und die WF bzw. die VS oder der VSV den Kunden vor Annahme der Dienstleistung über die Besonderheiten einer solchen Beratung informiert. Ziel der Regelung ist es, eine unabhängige bzw. ungebundene Beratung zu vertretbaren Kosten zu ermöglichen.³¹

Überprüfungsklausel

Die Kommission will die Provisionsregelungen drei Jahre nach dem Inkrafttreten der Richtlinie, mit Unterstützung der ESMA und der EIOPA, einer Prüfung unterziehen und einen Bericht vorlegen. Sollte sie dabei zu dem Schluss kommen, dass, zur Vermeidung von Nachteilen für die Verbraucher, weitergehende Maßnahmen notwendig sind, behält sie sich legislative Schritte vor.³²

²⁹ Neuer Art 24 Abs. 1a (MiFID) sowie neuer Art. 29b und geänderter Art. 30 (IDD).

³⁰ Neuer Art. 30 Abs. 5b (IDD).

³¹ Neuer bzw. geänderter Art. 24 Abs. 4 und 7a und Art. 25 Abs. 2 (MiFID) sowie neuer bzw. geänderter Art. 29 Abs. 1 und Art. 30 Abs. 1 und 5c (IDD).

³² Neuer Art. 24a Abs. 8 (MiFID) und Art. 29a Abs. 6 (IDD).

3.2.2 Kurzüberblick

Maßnahmen	Gilt für (Unternehmen)	Gilt für (Produkte)
Provisionsverbot bei reinen Ausführungsgeschäften	WF	Finanzinstrumente
Provisionsverbot bei unabhängiger Beratung	VS und VSV	Versicherungsanlageprodukte
Provisionsverbot bei Verkauf von Versicherungsanlageprodukten ohne Beratung	VS und VSV	Versicherungsanlageprodukte
Ersatz für Qualitätsverbesserungs- und Nichtnachteiligkeitstest („best interest test“)	WF, VS und VSV	Finanzinstrumente und Versicherungsanlageprodukte
Konzept der ungebundenen Beratung	VS und VSV	Versicherungsprodukte
Erleichterungen bei unabhängiger bzw. ungebundener Beratung	WF, VS und VSV	Finanzinstrumente und Versicherungsanlageprodukte

3.2.3 Bewertung

Abkehr von vollständigem Provisionsverbot und Überprüfungsklausel: Der Verzicht auf flächendeckende Provisionsverbote im Finanz- und Versicherungsvertrieb ist zu begrüßen. Nach den Ankündigungen der zuständigen EU-Kommissarin im Winter 2022/2023 war diese Abkehr alles andere als selbstverständlich. Der Verzicht auf solche umfassenden Provisionsverbote ist insofern sachgerecht, als dass damit ein massiver Eingriff in gewachsene Marktstrukturen vermieden wird, der den Wettbewerb um das beste Vertriebsmodell unterbunden und die Wahlfreiheit der Kleinanleger ohne Not eingeschränkt hätte. Eine regulatorisch erzwungene Abschaffung des provisionsbasierten Vertriebs hätte zwar zur Folge gehabt, dass Anleger nicht länger mit den Schwächen dieser Vertriebsform hätten leben müssen, ihnen wären jedoch die Schwächen anderer Vertriebswege, die die Kommission als vorzugswürdig erachtet, wie der („unabhängigen“) Honorarberatung, quasi aufgezwungen worden. So sind z.B. finanzschwache Kunden regelmäßig nicht gewillt bzw. nicht in der Lage vorab Honorare zu zahlen, welches die Kosten des Beraters für eine qualitativ hochwertige Beratung deckt. Ein Provisionsverbot hätte daher zur Folge haben können, dass die Beratungsleistung für diese Kundengruppen sinkt und sich Berater verstärkt wohlhabenden Kundengruppen zuwenden. Das Ziel einer stärkeren Beteiligung der Verbraucher an den Finanzmärkten, welches die Kommission auch mit der Kleinanlegerstrategie verfolgt, hätte sie damit jedenfalls nicht unterstützt. Die Freude über das Zurückrudern der Kommission im Rahmen der Kleinanlegerstrategie sollte jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Kommission sich noch nicht gänzlich von der Idee verabschiedet hat, zu einem späteren Zeitpunkt doch noch weitgehende Provisionsverbote verhängen zu wollen. Die Drohung, die Provisionsvorschriften bereits drei Jahre nach dem Inkrafttreten der Omnibus-Richtlinie überprüfen zu wollen, deutet darauf hin, dass die Debatte nur vertagt ist.

Partielle Provisionsverbote: Die Kommission schreckt zwar (zunächst) vor einem umfassenden Provisionsverbot zurück. Dies hält sie jedoch nicht davon ab, partielle Provisionsverbote insbesondere für „beratungsfreies“ Geschäft und für die „unabhängige“ Beratung zu Versicherungsanlageprodukten vorzuschlagen. Doch auch diese Schritte sind aus mehreren Gründen verfehlt, verwunderlich und nur schwer nachvollziehbar:

Erstens zielen Provisionsverbote vordergründig auf die Vermeidung von Interessenkonflikten ab. So können Provisionen im Finanz- und Versicherungsvertrieb den Anreiz für Produktvertreiber schaffen, ihre Beratungstätigkeiten auf solche Produkte zu fokussieren, bei denen sie sich höhere Provisionen

versprechen als bei anderen Produkten. Die Gefahr der Entstehung solcher Interessenkonflikte ist jedoch beim „beratungsfreien“ Vertrieb deutlich geringer als beim Vertrieb mit Beratung, bei dem Kleinanlegern in der Regel bestimmte Finanzinstrumente bzw. Versicherungsanlageprodukte vorgeschlagen bzw. empfohlen werden. Es ist daher sehr erstaunlich, dass die Kommission zunächst Beschränkungen für den „beratungsfreien“ Vertrieb vorsieht, obgleich die potenziellen Risiken, wenn überhaupt, eher beim beratungsgestützten Vertrieb zu verankern sind. Zweitens verzerren Provisionsverbote für den Vertrieb ohne Beratung den Wettbewerb. Andere, nicht von den Beschränkungen betroffene Vertriebsmodelle werden sich dadurch künftig leichter am Markt behaupten können und dabei ist nicht nur an das von der Kommission favorisierte Modell der honorarbasierten Beratung zu denken, sondern ironischerweise auch an die weiterhin mögliche provisionsbasierte Beratung. Letztlich werden beratungsfreie Vertriebsmodelle gegenüber beratungsgetriebenen Modellen diskriminiert. Drittens besteht die Gefahr, dass all jene Kleinanleger, die bis dato – aus welchen Gründen auch immer – den Weg des „beratungsfreien Vertriebs“ gewählt haben, sich mangels adäquaten, ihren Vorstellungen entsprechenden Vertriebsalternativen vom Erwerb von Anlageprodukten abwenden könnten, womit das Ziel, die Verbraucher an die Kapitalmärkte zu locken, in weite Ferne rückt. Viertens kann, entgegen der Behauptung der Kommission, nicht bei allen, von den partiellen Provisionsverboten betroffenen Geschäften, von simplen aufwandsgeringen „execution only“-Geschäften gesprochen werden, bei denen Provisionen zum Teil keine übermäßige Rolle spielen. Vielmehr sind auch Tätigkeiten betroffen, die einer aufwändigen und kostenträchtigen Interaktion mit den Kleinanlegern bedürfen, die zwar nicht in einer Anlageempfehlung münden, aber dennoch als beratungsnah – und künftig noch beratungsnäher – zu werten sind.³³ Fünftens mangelt es der Kommission an einer hinreichend fundierten Untermauerung für die Einführung der partiellen Provisionsverbote. Die von ihr getroffenen Aussagen, wonach Provisionsverbote Nachteilen für die Verbraucher, die durch die Zahlung von Provisionen entstehen „könnten“, entgegenwirken, dass sie Anreize „beseitigen“ würden, bestimmte Produkte im Produktangebot stärker hervorzuheben, oder wonach Verbraucher als Folge automatisch Zugang zu Produkten mit niedrigeren Kosten erhalten, reichen hierfür nicht aus, zumal die Kommission nicht mal selbst abzuschätzen vermag, welche (Kosten-)Auswirkungen die Beschränkungen zur Folge haben dürften.³⁴ Und sechstens sind die erneuten Bemühungen der Kommission³⁵, das Modell der „unabhängigen“ Beratung, bei der auf Provisionszahlungen verzichtet werden muss, auch³⁶ beim Vertrieb von Versicherungsanlageprodukten zu etablieren, nicht zielführend. Denn auch dies stellt eine subtile und nicht zu rechtfertigende Förderung der Honorarberatung dar, die den Wettbewerb um das beste und von Kleinanlegern präferierte Vertriebsmodell in ungebührlicher Weise verzerrt.

Ersatz für Qualitätsverbesserungs- und Nichtnachteiligkeitstest („Best interest test“): Die Tatsache, wonach für bestimmte provisionsbasierte Vertriebstätigkeiten kein Verbot von Zuwendungen ausgesprochen wird, bedeutet nicht, dass diese uneingeschränkt erlaubt sind. Auch bisher waren sie nur erlaubt, wenn sie einen „Qualitätsverbesserungstest“ bzw. einen „Nichtnachteiligkeitstest“ bestehen und den „besten Interessen“ ihrer Kunden nicht entgegenstehen. Künftig müssen sie einen neuen,

³³ So trifft das partielle Provisionsverbot (a) reines Ausführungsgeschäft, welches an bestimmte Voraussetzungen geknüpft ist und keine Angemessenheitsprüfung verlangt [s. Art. 30 Abs. 3 (IDD) und Art. 25 Abs. 4 (MiFID)], sowie (b) den Vertrieb ohne „Beratung“, aber mit verpflichtender und im Rahmen des Vorschlags ausgedehnter Angemessenheitsprüfung, inklusive Warnhinweisen [s. Art. 30 Abs. 2 (IDD) und Art. 25 Abs. 3 (MiFID)].

³⁴ Siehe Commission Staff Working Document, Impact assessment, SWD(2023) 278, 24.5.2023, S. 43 und 44.

³⁵ Bereits 2012 hat die Kommission dies im Rahmen ihres Vorschlags zur Überarbeitung der Versicherungsvermittlungsrichtlinie vorgeschlagen [KOM(2012) 360, s. [cepAnalyse](#)].

³⁶ In der MiFID gibt es bereits analoge Regelungen zur unabhängigen Beratung über Finanzinstrumente (s. Art. 24 Abs. 7 (MiFID)).

sowohl für WF als auch für VS und VSV geltenden so genannten „Best interest test“ bestehen. Dieser neue Test ist aus vielfacher Hinsicht abzulehnen. Denn er ist insbesondere

- unlogisch: Der Test hat eigentlich das begrüßenswerte Ziel, dass WF, VS und VSV, auch wenn Provisionen fließen, Produktempfehlungen abgeben, die dem bestmöglichen Interesse des Kleinanlegers entsprechen. Er zwingt die WF, VS und VSV jedoch dazu, immer neben den geeignetsten Produkten für den Kleinanleger, auch das kostengünstige vergleichbare Produkt empfehlen zu müssen. Ist dieses jedoch nicht bereits Teil des Spektrums der geeignetsten Produkte, ist es zwar vielleicht kostengünstig, wurde es wohl – aus welchen Gründen auch immer – als nicht geeignet eingestuft. WF, VS und VSV wären also unter Umständen gezwungen, ein ungeeignetes Produkt zu empfehlen, um weiterhin provisionsbasiertes Geschäft tätigen zu können;
- bevormundend: Mit dem Test schränkt die Kommission den Spielraum für WF, VS und VSV enorm ein, die aus ihrer Sicht geeignetsten Anlageprodukte für den Kleinanleger im Austausch mit diesem herauszufiltern. Die Kommission meint hier besser als die WF, VS und VSV zu wissen, welche Produkte dies sind, nämlich augenscheinlich diejenigen, die kostengünstig sind und ohne „zusätzliche Merkmale“ auskommen. Das ist jedoch eine Anmaßung von Wissen und ein massiver Eingriff in die Entscheidungsfreiheit der WF, VS und VSV. Zudem werden etwaige Präferenzen der Kleinanleger damit negiert.
- zu kostenfokussiert: Dass WF, VS und VSV die Kosten von Anlageprodukten bei der Auswahl der geeignetsten Produkte im Blick haben sollten, ist absolut nachvollziehbar. Im Rahmen des „Best interest test“ scheint der Kostenfaktor jedoch die Hauptrolle bei der Frage zu spielen, ob ein Produkt zu empfehlen ist oder nicht. Diese Fokussierung ist nicht zu rechtfertigen. Andere wichtige Faktoren sollten nicht einfach ausgeblendet werden;
- wettbewerbsverzerrend: Mit der Fokussierung auf die Kosten der Anlageprodukte und der Privilegierung von Produkten, die ohne zusätzliche Merkmale auskommen, greift die Kommission auch über Gebühr in den Produktwettbewerb ein. Produkte, die der Kommission ein Dorn im Auge sind, haben das Nachsehen und werden ohne Not aus dem Markt verdrängt, und das unabhängig davon, ob diese einen Mehrwert für Kleinanleger bieten und ggf. ihren Wünschen und Bedürfnissen entsprechen. Kapital wird in bestimmte Produkttypen gelenkt, worunter zuletzt auch die Produktvielfalt leidet; und
- einseitig: Der „Best-interest test“ soll sicherstellen, dass die Interessen der Kleinanleger beim provisionsbasierten Vertrieb gewahrt bleiben. Ein vergleichbarer Test für honorarbasierter Vertrieb („unabhängige Beratung“) gibt es jedoch nicht. Bei einem solchen müssen zwar ebenfalls eine Auswahl an Finanzinstrumenten bzw. Versicherungsanlageprodukten betrachtet werden. Es mangelt jedoch bspw. an den Pflichten zur Empfehlung des kosteneffizienten Produkts oder von Produkten ohne zusätzliche Merkmale. Die Kommission scheint also anzunehmen, dass WF, VS und VSV bei einer „unabhängigen Beratung“ diesen Vorgaben quasi automatisch Folge leisten und sie nicht auch geneigt sein könnten, hier möglicherweise entgegen den bestmöglichen Interessen der Kleinanleger zu handeln. Dies stellt eine subtile und ungegerechtfertigte Förderung der unabhängigen Beratung dar.

Mit dem „Best-interest test“ setzt die Kommission demnach die Hürden, um künftig noch provisionsbasierte Beratung anbieten zu können, sehr hoch. Letztlich kann bereits jetzt von einem ersten Einstieg in umfassendere Provisionsverbote gesprochen werden. Wie oben ausführlich dargelegt, ist dies jedoch weder angemessen noch wünschenswert.

Erleichterungen bei unabhängiger bzw. ungebundener Beratung: Diese angesprochene Einseitigkeit der Regulierung wird noch dadurch getoppt, dass WF, VS und VSV bei einer unabhängigen Beratung, die sich auf „gut diversifizierte, nicht-komplexe und kosteneffiziente“ Finanzinstrumente bzw. Versicherungsanlageprodukte beschränkt, keine Informationen mehr über Kenntnisse und Erfahrungen der Kleinanleger einholen müssen. Warum solche Erleichterungen bei einer provisionsbasierten Beratung, die sich auf einen solchen Produktkreis fokussiert, nicht möglich ist, erscheint schleierhaft. Sie zeigt jedoch den unbedingten Willen der Kommission, im Wettbewerb der Vertriebssysteme, der provisionsbasierten Beratung den Garaus zu machen.

3.3 Eignungs- und Angemessenheitsprüfungen

3.3.1 Was die EU-Kommission ändern will

Die MiFID und IDD verpflichten WF, VS und VSV dazu, die Eignung („suitability“) und Angemessenheit („appropriateness“) eines Finanzinstruments bzw. eines Versicherungsanlageprodukts für einen Kunden zu beurteilen. Die Kommission will die diesbezüglichen Vorschriften nun zum einen präzisieren und zum anderen verschärfen.

Erläuterung des Zwecks der Beurteilung der Eignung oder Angemessenheit und Warnhinweise: WF sowie VS und VSV, die Versicherungsanlageprodukte vertreiben, müssen (potenziellen) Kunden künftig den Zweck der Beurteilung der Eignung oder Angemessenheit erläutern. Sie müssen den (potenziellen) Kunden zudem davor warnen, dass

- die Qualität der Beurteilung der Eignung oder Angemessenheit sinkt, wenn dieser dem Berater „unrichtige oder unvollständige Informationen“ übermittelt, und
- ein Fehlen an Informationen die Feststellung der Geeignet- bzw. Angemessenheit eines Produkts unmöglich macht.

Die Erläuterung bzw. Warnung haben in standardisierter Form zu erfolgen und sie müssen dem (potenziellen) Kunden bereitgestellt werden, bevor von ihm nähere Informationen eingeholt werden, um die Eignungs- oder Angemessenheitsbeurteilung vorzunehmen.³⁷

Einholung von Informationen zur Durchführung der Eignungs- oder Angemessenheitsbeurteilung: WF sowie VS und VSV, die Versicherungsanlageprodukte vertreiben, müssen, wie bisher, Informationen zu den Kenntnissen und Erfahrungen der (potenziellen) Kunden einholen. Künftig müssen sie dabei explizit auch Informationen einholen über

- die Zusammensetzung etwaiger bestehender Anlageportfolios (bisher sind nur allgemein Informationen zu den finanziellen Verhältnissen einzuholen),
- die Fähigkeit des Kunden einen „vollständigen oder teilweisen“ Verlust tragen zu können (bisher sind nur Informationen zur reinen Verlusttragfähigkeit einzuholen), und
- die Anlagebedürfnisse des Kunden (bisher sind nur Informationen zu den Anlagezielen einzuholen).

All die eingeholten Informationen sollen, wie bisher, der WF, der VS und der VSV dazu dienen, dem (potenziellen) Kunden „geeignete“ Finanzinstrumente bzw. Versicherungsanlageprodukte empfehlen zu können, die seiner Risikotoleranz und seiner Verlusttragfähigkeit entsprechen. Künftig müssen die

³⁷ Geänderter Art. 25 Abs. 1 (MiFID) und neuer Art. 30 Abs. -1 (IDD).

empfohlenen Instrumente bzw. Produkte auch der Notwendigkeit der Portfoliodiversifizierung Rechnung tragen, um als „geeignet“ gelten zu können.³⁸

Negative Angemessenheitsbeurteilung: Künftig müssen WF, VS oder VSV einen (potenziellen) Kunden beim Vertrieb ohne Beratung in standardisierter Form warnen, wenn sie zu dem Urteil gelangen, dass ein Finanzinstrument bzw. Versicherungsanlageprodukt für diesen nicht angemessen ist. Zudem muss die Bereitstellung der Warnung aufgezeichnet werden. Wird eine solche Warnung ausgesprochen, dürfen die WF, VS oder VSV das Geschäft nur auf ausdrücklichen Wunsch des Kunden fortsetzen. Sowohl dieser Wunsch als auch die Annahme des Geschäfts durch die WF, VS oder VSV müssen aufgezeichnet werden.³⁹

3.3.2 Kurzüberblick

Maßnahmen	Gilt für (Unternehmen)	Gilt für (Produkte)
Erläuterung des Zwecks der Beurteilung der Eignung oder Angemessenheit und Warnhinweise	WF, VS und VSV	Finanzinstrumente und Versicherungsanlageprodukte
Einholung von Informationen zur Eignungs- oder Angemessenheitsbeurteilung	WF, VS und VSV	Finanzinstrumente und Versicherungsanlageprodukte
Negative Angemessenheitsbeurteilung	WF, VS und VSV	Finanzinstrumente und Versicherungsanlageprodukte

3.3.3 Bewertung

Die sowohl in der MiFID als auch der IDD verankerten Pflichten zur Durchführung von Beurteilungen zur Angemessenheit und Geeignetheit von Finanzinstrumenten bzw. Versicherungsprodukten sind wichtige Elemente zur Gewährleistung eines angemessenen Anlegerschutzes. Sie sind ein zentraler Anker zur Vermeidung von Fehlverkäufen und bei der Vertrauensbildung auf Seiten der Anleger. Die nun vorgesehenen Anpassungen sind jedoch zweischneidig:

Erläuterung des Zwecks der Beurteilung der Eignung oder Angemessenheit und Warnhinweise: Dass WF, VS und VSV (potenziellen) Kunden künftig den Zweck der Eignungs- oder Angemessenheitsbeurteilungen erläutern und sie vor der Abgabe falscher, fehlerhafter oder mangelnder Informationen warnen müssen, kann, falls Kleinanleger diese Hinweise beherzigen, Fehlverkäufen vorbeugen. Die mit den neuen Pflichten einhergehenden, wohl überschaubaren Verzögerungen im Vertriebsprozess, der diesen auch verteuern wird, sind angesichts des mit den Regelungen geschaffenen potenziellen Mehrwerts hinzunehmen.

Einholung von Informationen zur Durchführung der Eignungs- oder Angemessenheitsbeurteilung: Die Ausdehnung der Pflicht zur Einholung bestimmter Informationen bei (potenziellen) Kunden auf Informationen zur Zusammensetzung des bestehenden Anlageportfolios des Kunden und die Pflicht bei der Empfehlung eines geeigneten Produkts auch der Portfoliodiversifizierung Rechnung zu tragen, soll einer, aus Anlegersicht oftmals nicht ratsamen Vermögenskonzentration vorbeugen. An der Berücksichtigung des Anlageportfolios eines Kunden ist, daher, insbesondere im Rahmen des Finanzvertriebs, weniger beim Vertrieb zu Versicherungsanlageprodukten, grundsätzlich wenig auszusetzen.⁴⁰

³⁸ Geänderter Art. 25 Abs. 2 (MiFID) sowie Art. 30 Abs. 1 (IDD).

³⁹ Geänderter Art. 25 Abs. 3 (MiFID) sowie Art. 30 Abs. 2 (IDD).

⁴⁰ Auch bisher müssen WF, VS und VSV schon die finanzielle Situation des (potenziellen) Kunden in den Blick nehmen.

Sie stößt jedoch an mindestens zwei, nur schwer zu überwindende Hürden. Erstens mangelt es Finanz- und Versicherungsberatern regelmäßig an der nötigen Expertise, sich über alle im Portfolio des (potenziellen) Kunden befindlichen Anlageprodukten ein Urteil bilden zu können. Zweitens mangelt es ihnen auch an der nötigen Erlaubnis. Finanzexperten sind oft keine Versicherungsexperten und umgekehrt. Können diese Hürden jedoch nicht überwunden werden, kann auch keine Anlageempfehlung abgegeben werden. Zudem erschweren die Pflichten letztlich auch die Empfehlung von eigentlich als geeignet erachteten Anlageprodukten, die das Gebot der Portfoliodiversifizierung nicht erfüllen. Solche Produkte sind jedoch nicht pauschal als ungeeignet zu betrachten. Ferner droht mit den neuen Pflichten eine massive Aufblähung des Vertriebsprozesses, der diesen verteuert und Kleinanleger daher vom Erwerb von Anlageprodukten abschrecken könnte. Dies steht jedoch dem eigentlichen Ziel der Kleinanlegerstrategie entgegen, Kleinanleger zur Kapitalanlage anzuregen.

Negative Angemessenheitsbeurteilung: Bereits heute müssen WF, VS oder VSV (potenzielle) Kunden beim beratungsfreien Vertrieb davor warnen, wenn sie zu dem Urteil gelangen, dass ein Anlageprodukt nicht als angemessen anzusehen ist. Bereits diese – bisher nicht-standardisierten – Warnhinweise sind bevormundend. Jedem Kleinanleger steht es frei, den Vertrieb mit Beratung oder ohne Beratung zu wählen. Dass der Anlegerschutz im letzteren Fall geringer ausfällt, sollte ihm bewusst sein⁴¹, und er sollte hierfür auch die Konsequenzen tragen. Dies sollte einem mündigen Anleger zutrauen sein. Dass der Kunde künftig daher, nach Erhalt einer Warnung, zusätzlich noch einmal den Wunsch äußern muss, das Geschäft fortzusetzen ist daher abzulehnen.

3.4 Aufsichts- und Lenkungs Vorgaben

3.4.1 Was die EU-Kommission ändern will

Laut Kommission ist das Preis-Leistungs-Verhältnis einiger Anlageprodukte für Kleinanleger, insbesondere aufgrund von hohen Produktkosten, häufig nicht angemessen. Sie will daher bestehende Produktüberwachungsvorgaben anpassen und insbesondere ein neues Preisbildungsverfahren etablieren, mit dem sichergestellt werden soll, dass Kleinanlegern keine Produkte mehr angeboten werden, die ein schlechtes Preis-Leistungs-Verhältnis aufweisen.

Verschärfung des Produktgenehmigungsverfahrens: Wie bisher müssen WF, VS und VSV Verfahren zur Genehmigung jedes einzelnen Finanzinstruments bzw. Versicherungsprodukts einrichten, welches sie zum Verkauf an Kunden konzipieren. Dies hat vor der Vermarktung bzw. dem Vertrieb des Finanzinstruments bzw. Versicherungsprodukts zu erfolgen. Im Rahmen dieser Produktgenehmigungsverfahren müssen WF, VS und VSV bisher

- den Zielmarkt für das Finanzinstrument bzw. das Versicherungsprodukt festlegen,
- die Risiken für den festgelegten Zielmarkt bewerten, und
- sicherstellen, dass die Vertriebsstrategie mit dem festgelegten Zielmarkt kompatibel ist.

VS und VSV müssen sich zudem bemühen, dass die Versicherungsprodukte an den festgelegten Zielmarkt vertrieben werden.⁴²

Künftig müssen WF, VS und VSV zusätzlich die Ziele und Bedürfnisse des festgelegten Zielmarkts klar benennen und bewerten, ob das Finanzinstrument bzw. das Versicherungsprodukt diesen Zielen und

⁴¹ MiFID und IDD enthalten hierzu entsprechende Informationspflichten.

⁴² Geltende Art. 16 Abs. 3 (MiFID) sowie Art. 25 (IDD).

Bedürfnissen gerecht werden.⁴³ VS und VSV müssen zudem bewerten, ob es bei Versicherungsanlageprodukten aufseiten der Kunden ein Risiko geben könnte, dass es bezüglich der Merkmale, Kosten und Risiken des Produkts zu „Missverständnissen“ kommen könnte.⁴⁴

Neues Preisbildungsverfahren als Teil des Produktgenehmigungsverfahrens für Produkthersteller:

Ferner soll das Produktgenehmigungsverfahren künftig auch ein „Preisbildungsverfahren“ umfassen, sofern es sich bei dem konzipierten Finanzinstrument bzw. Versicherungsprodukt um ein verpacktes Anlageprodukt für Kleinanleger („packaged retail investment produkt“) bzw. um ein Versicherungsanlageprodukt („packaged insurance-based investment produkt“) handelt.

Dabei müssen WF, VS und VSV (als „Hersteller“ der Produkte)

- alle mit dem verpackten Anlageprodukt für Kleinanleger bzw. Versicherungsprodukt verbundenen Kosten und Entgelte ermitteln und quantifizieren,
- prüfen, ob die Kosten und Entgelte, u.a. im Hinblick auf die Wertentwicklung, „gerechtfertigt und verhältnismäßig“ sind, und
- die ermittelten Kosten, Entgelte und die Wertentwicklung mit Referenzwerten vergleichen, die die ESMA bzw. die EIOPA veröffentlichen.

Die WF, VS und VSV müssen zusätzliche Tests und Bewertungen durchführen, um zu prüfen, ob die Kosten und Entgelte der konzipierten Produkte „gerechtfertigt und verhältnismäßig“ sind, sofern der Vergleich mit den Referenzwerten der ESMA bzw. der EIOPA eine „Abweichung“ zu diesen Referenzwerten ergibt. Ein Produkt darf nicht genehmigt werden, wenn die WF, VS und VSV nicht nachweisen kann, dass die Kosten und Entgelte „gerechtfertigt und verhältnismäßig“ sind.⁴⁵

Neues Preisbildungsverfahren auch für Produktvertreiber: WF, die verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger anbieten oder empfehlen, und VS bzw. VSV, die Versicherungsanlageprodukte vertreiben, (als „Vertreiber“ der Produkte) müssen künftig

- die Vertriebskosten und weitere, vom Produkthersteller nicht berücksichtigte Kosten und Entgelte, ermitteln und quantifizieren,
- bewerten, ob die Gesamtkosten und Entgelte „gerechtfertigt und verhältnismäßig“ sind, und
- die Kosten und die Wertentwicklung mit Referenzwerten vergleichen, die die ESMA bzw. die EIOPA veröffentlichen.

Die WF, VS und VSV müssen wiederum Tests und Bewertungen durchführen, um zu prüfen, ob die Kosten und Entgelte der angebotenen, empfohlenen bzw. an Kleinanleger vertriebenen Produkte „gerechtfertigt und verhältnismäßig“ sind, sofern der Vergleich mit den Referenzwerten der ESMA bzw. der EIOPA eine „Abweichung“ zu diesen Referenzwerten ergibt. Ein Produkt darf nicht angeboten, empfohlen bzw. vertrieben werden, wenn die WF, VS und VSV nicht nachweisen kann, dass die Kosten und Entgelte „gerechtfertigt und verhältnismäßig“ sind.⁴⁶

VS und VSV, die Versicherungsanlageprodukte vertreiben, müssen ferner den Herstellern der Produkte über die Ergebnisse ihres durchgeführten Preisbildungsverfahrens informieren. Sie müssen diesen

⁴³ Neuer Art. 16-a Abs. 1 (MiFID) sowie geänderter Art. 25 Abs. 1 (IDD).

⁴⁴ Neuer Art. 25 Abs. 1 lit. g (IDD).

⁴⁵ Neuer Art. 16-a Abs. 1 (MiFID) sowie geänderter Art. 25 Abs. 1 und 2 (IDD).

⁴⁶ Neuer Art. 16-a Abs. 4 (MiFID) sowie neuer Art. 25 Abs. 5 und 6 (IDD).

zudem darauf aufmerksam machen, wenn dieser bestimmte Kosten und Entgelte nicht vollumfänglich im Rahmen seines durchgeführten Preisbildungsverfahrens berücksichtigt hat.⁴⁷

Meldepflichten aufgrund der neuen Preisbildungsverfahren: WF, VS und VSV müssen, als Hersteller der verpackten Anlageprodukte für Kleinanleger bzw. Versicherungsanlageprodukte, ihren jeweilig zuständigen Aufsichtsbehörden Informationen zu den Kosten und Entgelten melden, inklusive etwaiger Vertriebskosten und Provisionszahlungen. Zudem müssen sie ihnen Daten zu den Merkmalen der Produkte übermitteln. Dies umfasst auch Informationen zur Wertentwicklung und zum Risikoniveau der Produkte. Die Aufsichtsbehörden müssen diese Informationen an die ESMA bzw. an die EIOPA weiterleiten.⁴⁸

Zudem müssen WF, die verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger anbieten oder empfehlen, Informationen zu den Vertriebskosten an ihre jeweilig zuständige Aufsichtsbehörde melden, inklusive Beratungskosten sowie etwaiger Provisionszahlungen. Auch hier muss die Behörde die Informationen an die ESMA weiterleiten.⁴⁹ Dagegen gibt es keine gesonderte Meldepflicht für die Vertreiber von Versicherungsanlageprodukten, da VS als Produkthersteller, laut Kommission, „in der Regel die volle Kontrolle“ über die Kosten haben, die Kunden in Rechnung gestellt werden.⁵⁰

Aufzeichnungspflichten: WF, VS und VSV müssen die Bewertungen und Tests zur Prüfung, ob die Kosten und Entgelte für die Produkte gerechtfertigt und verhältnismäßig sind, dokumentieren. Dies gilt sowohl auf Ebene der Produkthersteller als auch auf Ebene der Produktvertreiber. Die Aufzeichnungen müssen sie ihrer zuständigen Aufsichtsbehörde auf deren Ersuchen zur Verfügung stellen.⁵¹

Entwicklung von Referenzwerten: Auf Basis der von den zuständigen Behörden gemeldeten Daten zu Kosten und Wertentwicklung von verpackten Anlageprodukten für Kleinanleger bzw. Versicherungsanlageprodukten sollen die ESMA bzw. die EIOPA Referenzwerte entwickeln und veröffentlichen. Die Referenzwerte müssen regelmäßig aktualisiert werden. Sie sollen den WF, VS und VSV als Vergleichsinstrumente dienen und insbesondere einen Kosten- und Wertentwicklungsbereich anzeigen. WF, VS und VSV können dann prüfen, ob ihre Produkte erheblich von den durchschnittlichen Kosten bzw. der durchschnittlichen Wertentwicklung abweichen.⁵²

Befugnisse der Kommission: Die Kommission soll die Befugnisse erhalten,

- die Methode festzulegen, anhand derer die ESMA bzw. die EIOPA die Referenzwerte zu entwickeln haben, und
- die Kriterien zu bestimmen, die darüber entscheiden, ob die Kosten und Entgelte eines Produkts „gerechtfertigt und verhältnismäßig“ sind.⁵³

⁴⁷ Neuer Art. 25 Abs. 5 (IDD).

⁴⁸ Neuer Art. 16-a Abs. 2 (MiFID) sowie neuer Art. 25 Abs. 4 (IDD).

⁴⁹ Neuer Art. 16-a Abs. 5 (MiFID).

⁵⁰ Siehe S. 21 des Kommissionsvorschlags.

⁵¹ Neuer Art. 16-a Abs. 7 (MiFID) sowie neuer Art. 25 Abs. 7 (IDD).

⁵² Neuer Art. 16-a Abs. 9 (MiFID) sowie neuer Art. 25 Abs. 8 (IDD).

⁵³ Neuer Art. 16-a Abs. 11 und 12 (MiFID) sowie neuer Art. 25 Abs. 9 und 10 (IDD).

3.4.2 Kurzüberblick

Maßnahmen	Gilt für (Unternehmen)	Gilt für (Produkte)
Verschärfung des Produktgenehmigungsverfahrens	WF, VS und VSV	Finanzinstrumente und Versicherungsprodukte
Neues Preisbildungsverfahren für Produkthersteller	WF, VS und VSV	Verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte
Neues Preisbildungsverfahren für Produktvertreiber	WF, VS und VSV	Verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte
Meldepflichten aufgrund der neuen Preisbildungsverfahren	WF, VS und VSV	Verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte
Aufzeichnungspflichten	WF, VS und VSV	Verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte
Entwicklung von Referenzwerten	WF, VS und VSV	Verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte

3.4.3 Bewertung

Laut Kommission, ESMA und EIOPA bieten zahlreiche Anlageprodukte, die an Kleinanleger vertrieben werden, kein angemessenes Preis-Leistungsverhältnis. Die Kosten der Produkte fressen regelmäßig die Rendite auf. Die mangelnde Kosteneffizienz der angebotenen Produkte sorgt dafür, dass die Investitionerträge oft gering ausfallen oder sogar negativ sind. Das will die Kommission nicht länger hinnehmen und schlägt nun vor, dass im Rahmen des Produktgenehmigungsverfahrens die Kosten der Anlageprodukte eine deutlich wichtigere Rolle spielen sollen. Dabei schlägt sie jedoch ein regulatorisches Instrument vor, das aus ordnungspolitischer Perspektive äußerst fragwürdig ist: Die Einführung von Preiskontrollen bzw. de facto Preisobergrenzen.

Dabei sind die, als ersten Schritt zu betrachtende, Pflichten für WF, VS und VSV, im Rahmen des Produktgenehmigungsprozesses auch die Kosten des angebotenen Produkts zu ermitteln und zu prüfen, ob diese gerechtfertigt und verhältnismäßig sind, zunächst unproblematisch. Da die Kosten von Anlageprodukten bisher zwar eine, aber keine hervorgehobene Rolle im Produktgenehmigungsprozess gespielt haben, die Probleme mit kostenträchtigen Produkten nicht von der Hand zu weisen sind⁵⁴, und die Höhe der Kosten ein wesentliches Element für die Anlageentscheidung ist, ist der verschärfte Blick auf die Kosten bei der Produktgenehmigung zu begrüßen.

Die regulatorischen Maßnahmen, die sich an diese Pflichten anschließen, gehen jedoch deutlich zu weit. Der verpflichtende Abgleich der ermittelten und quantifizierten Kosten mit von der ESMA bzw. der EIOPA erarbeiteten Referenzwerten und die Festlegung von Kriterien durch die Kommission von gerade noch akzeptablen „gerechtfertigten und verhältnismäßigen“ Produktkosten kommt einer staatlichen Kostenkontrollen doch sehr nahe. Überschreiten die Kosten eines Produkts die festgelegten

⁵⁴ So hat bspw. die Bafin im Jahr 2021 Lebensversicherungen zu den Effektivkosten und zur Kostenbelastung von Versicherungsanlageprodukten befragt. Bei einigen Lebensversicherungen sah sie die Effektivkosten als zu hoch an. Sie bezweifelte, dass diese mit den Wohlverhaltensregelungen und insbesondere mit den Produktgenehmigungsvorgaben in Einklang stehen [Bafin (2022), Wenn Lebensversicherungen zu viel kosten, BaFin Journal, März 2022, S. 12–15]. Am 8. Mai 2023 veröffentlichte die Bafin auch ein [Merkblatt](#) zu wohlverhaltensaufsichtlichen Aspekten bei kapitalbildenden Lebensversicherungsprodukten (01/2023 (VA)). Ziel des Merkblattes ist es sicherzustellen, dass kapitalbildende Lebensversicherungen einen angemessenen Kundennutzen bieten und Interessenskonflikte beim Vertriebe vermieden werden. Sie kündigte auch an insbesondere jene VS näher prüfen zu wollen, bei denen die Effektivkosten der kapitalbildenden Lebensversicherungen sehr hoch ausfallen und bei denen die Aufwendungen für Versicherungsvermittler auffällig hoch sind [Bafin (2023), BaFin veröffentlicht Merkblatt zu kapitalbildenden Lebensversicherungen, Pressemitteilung, Mai 2023].

Referenzwerte, sollen sie nur noch in begründeten Fällen erlaubt sein. Ein solcher Eingriff in die freie Preisgestaltung von WF, VS und VSV hat in einer Marktwirtschaft in der Regel nichts zu suchen. Nur im Ausnahmefall, etwa im Fall einer unangreifbaren Marktmacht eines Marktteilnehmers, können sie ein überlegenswertes Mittel sein. Von einer derartigen Marktsituation kann jedoch im Finanz- und Versicherungsvertrieb nicht gesprochen werden. Im Gegenteil ist hier ein intensiver Wettbewerb zu beobachten und Kleinanleger haben die Wahl zwischen einer Vielzahl von – teuren wie auch günstigen – Anlageprodukten.⁵⁵ Letztlich glaubt die Kommission in der Lage sein zu können, eine objektiv optimale Kostenhöhe von Anlageprodukte bzw. einen noch rechtfertigbaren Kostenkorridor bestimmen zu können. Hiermit maßt sie sich ein Wissen an, das sie, ungeachtet der nun vorgesehen Meldepflichten zu den Kosten, nicht haben kann. Die damit einhergehenden Fehltritte verzerren die Märkte und reduzieren ihre Effizienz. Die Konsequenzen der de-facto Kostenobergrenzen könnten sich darin äußern, dass viele für Kleinanleger als geeignet einzustufende Produkte, die sich im Wettbewerb zwar nicht über die Kosten, aber über andere Produktfeatures am Markt behauptet haben, verdrängt werden. In der Folge sinkt die Produktvielfalt, leidet die Innovationsfreudigkeit und der Markteintritt wird erschwert. All dies kann nicht im Sinne der Kleinanleger sein. Zu diesen sehr grundsätzlichen Schwächen des vorgeschlagenen Kostenbegrenzungsregimes kommt noch hinzu, dass dieses

- sehr aufwändig ist und massive Ressourcen sowohl bei den WF, VS und VSV als auch bei den Aufsichtsbehörden, inklusive ESMA und EIOPA, binden wird, was für die Erschwinglichkeit der Produkte nicht unbedingt förderlich sein wird;
- einer gewissen Willkür unterworfen ist, da regelmäßig Streit darüber vorprogrammiert ist, welche Produkte von welchem Referenzwert auf Basis welcher Beweggründe erfasst sein wird (lassen sich etwa die Kostenstrukturen eine fondsgebundene Lebensversicherung in Deutschland mit einem ähnlichen Produkt in einem anderen Mitgliedstaat vergleichen?);
- in seinen Details schlussendlich nicht von den Gesetzgebern, also vom Europäischen Parlament und den Mitgliedstaaten, ausbuchstabiert und entschieden wird, sondern mittels delegierter Rechtsakte auf Level 2 durch die Kommission und im Zusammenspiel mit ESMA und EIOPA. Viele Fragen zu den konkreten Auswirkungen des Regimes bleiben daher vorerst unbeantwortet, was nicht unbedingt zur Rechts- und Planungssicherheit für die betroffenen WF, VS und VSV beiträgt.

3.5 Marketing

3.5.1 Was die EU-Kommission ändern will

Laut Kommission besteht verstärkt die Gefahr, dass Kleinanleger von unausgewogenen, unrealistischen und irreführenden Marketing-Mitteilungen zu Finanzinstrumenten und Versicherungsprodukten beeinflusst werden, insbesondere aufgrund der zunehmenden Verbreitung dieser Mitteilungen über digitale Kanäle, z. B. über Finfluencer⁵⁶ und über die sozialen Medien. Dem will sie mit mehreren Maßnahmen begegnen:

Definition von Marketingmitteilungen und -methoden: Die Kommission will Definitionen von Marketingmitteilungen und -methoden beim Vertrieb von Finanzinstrumenten, Versicherungsprodukten und Versicherungsanlageprodukten einführen:

⁵⁵ Zudem besteht dank zahlreicher Regulierungsmaßnahmen (z. B. MiFID, IDD, PRIIPR) in vielfältiger Weise Transparenz über die Höhe der Kosten der Produkte. Ein Marktversagen aufgrund asymmetrischer Informationsverteilung zwischen Produkthersteller bzw. -vertreiber und (potenziellem) Kunden kann also ebenfalls ausgeschlossen werden.

⁵⁶ „Finfluencer“ sind Influencer, der in der Regel in den sozialen Medien aktiv ist und Inhalte zu Finanzthemen generiert und verbreitet. Regelmäßig tun sie dies die im Auftrag von WF, VS und VSV [SWD(2023) 278, S. 13].

- **Marketingmitteilungen:** Als Marketingmitteilungen sollen alle Offenlegungen gelten, mit denen Anlagen in Finanzinstrumente, Versicherungsprodukte bzw. Versicherungsanlageprodukte oder die Nutzung der Wertpapierdienstleistungen der WF gefördert oder beworben werden. Nicht darunter fallen soll jedoch insbesondere Material zur Förderung der Finanzkompetenz der Kleinanleger sowie Finanzanalysen.⁵⁷
- **Marketingmethoden:** Als Marketingmethoden sollen alle Strategien, Instrumente oder Techniken gelten, die zum Ziel haben, Marketingmitteilungen zu verbreiten oder deren Reichweite und Wirksamkeit zu verbessern. Dabei geht es sowohl um Methoden der WF bzw. der VS bzw. des VSV selbst als auch von Dritten (also bspw. von Influencern), die diese für die WF bzw. der VS bzw. des VSV einsetzen und dafür von ihr eine Vergütung monetärer oder nichtmonetärer Art erhalten.⁵⁸

Strategie zu Marketingmitteilungen und -methoden und organisatorische Vorkehrungen: Jede WF soll künftig über eine Strategie zu ihren Marketingmitteilungen und -methoden verfügen. Diese muss vom Leitungsorgan der WF festgelegt, genehmigt und überwacht werden.⁵⁹ Jede WF muss künftig auch „wirksame organisatorische und verwaltungsmäßige Vorkehrungen“ treffen, um den Anforderungen zu den Marketingmitteilungen und -methoden Genüge leisten zu können.⁶⁰ Ferner müssen die Mitteilungen und Methoden mit dem, im Rahmen ihrer Strategie für den Vertrieb der Finanzinstrumente, ermittelten Zielmarkt übereinstimmen.⁶¹

Kennzeichnung und Zuordnung von Marketingmitteilungen: Künftig müssen die Marketingmitteilungen von WF, VS und VSV eindeutig als solche erkennbar sein. Die Mitteilungen müssen der WF bzw. der VS bzw. dem VSV eindeutig zuordenbar sein, unabhängig davon, ob sie von diesen Akteuren direkt oder indirekt erstellt werden.⁶²

Inhalt von Marketingmitteilungen und -methoden: Künftig müssen die Marketingmitteilungen und -methoden von WF, VS und VSV so „entwickelt, konzipiert und bereitgestellt“ werden, dass sie „redlich, eindeutig und nicht irreführend“ sind. Die Darstellung des Nutzens und der Risiken muss ausgewogen sein. Zudem müssen sie für die adressierte Zielgruppe „angemessen“ sein. Ferner müssen in allen Marketingmitteilungen die „wesentlichen Merkmale“ der beworbenen Produkte „optisch hervorgehoben“ und „prägnant“ dargestellt werden. Die wichtigsten Eigenschaften und die Hauptrisiken der Produkte müssen so dargestellt werden, dass sie für Kleinanleger „leicht verständlich“ sind.⁶³

Verantwortung für Marketingmitteilungen: Die Verantwortung für den Inhalt von Marketingmitteilungen soll der Hersteller eines Finanzinstruments bzw. Versicherungsanlageprodukts tragen. Der Vertrieber des Finanzinstruments bzw. Versicherungsanlageprodukts ist für die Verwendung verantwortlich. Erstellt eine WF, VS oder VSV eine eigene Marketingmitteilung zu Finanzinstrumenten bzw. Versicherungsanlageprodukten, welche sie nicht selbst konzipiert hat, aber dennoch anbietet oder empfiehlt, ist die WF, VS oder VSV für den Inhalt und die Verwendung verantwortlich.⁶⁴

⁵⁷ Neuer Art. 4 Abs. 1 Nr. 66 (MiFID) sowie neuer Art. 2 Abs. 1 Nr. 20 (IDD).

⁵⁸ Neuer Art. 4 Abs. 1 Nr. 67 (MiFID) sowie neuer Art. 2 Abs. 1 Nr. 21 (IDD).

⁵⁹ Geänderter Art. 9 Abs. 3 (MiFID).

⁶⁰ Neuer Art. 16 Abs. 3a (MiFID).

⁶¹ Geänderter Art. 24 Abs. 2 (MiFID).

⁶² Neuer Artikel 24c Abs. 1 (MiFID) sowie neuer Art. 26a Abs. 1 (IDD).

⁶³ Neuer Artikel 24c Abs. 2 und 3 (MiFID) sowie neuer Art. 26a Abs. 2 und 3 (IDD).

⁶⁴ Neuer Artikel 24c Abs. 4 (MiFID) sowie neuer Art. 26a Abs. 4 (IDD).

Berichtspflicht zu Marketingmitteilungen und -methoden: Künftig müssen WF, VS und VSV ihren jeweiligen Leitungsorganen einmal jährlich Bericht erstatten über⁶⁵

- die eingesetzten Marketingmitteilungen und -methoden,
- die Einhaltung der Anforderungen zu den Mitteilungen und Methoden und
- etwaige Unregelmäßigkeiten und ggf. über Vorschläge zu deren Abstellung.

Neue Befugnisse für die Aufsichtsbehörden und neue Aufzeichnungspflichten: Die Aufsichtsbehörden sollen neue Befugnisse erhalten, um tätig werden zu können, wenn die neuen Anforderungen für Marketingmitteilungen und -methoden nicht eingehalten werden. WF, VS und VSV sollen hierfür auch Aufzeichnungen über all ihre Marketingmitteilungen führen müssen, unabhängig davon, ob sie diese selbst bereitgestellt oder über Dritte zugänglich gemacht haben. Diese Aufzeichnungen müssen sie fünf, bzw. auf Verlangen der Aufsichtsbehörden sieben Jahre aufbewahren. Sie können von den Behörden auf Verlangen abgerufen werden.⁶⁶

3.5.2 Kurzüberblick

Maßnahmen	Gilt für (Unternehmen)	Gilt für (Produkte)
Definition von Marketingmitteilungen und -methoden	WF, VS und VSV	Finanzinstrumente, Versicherungsprodukte und Versicherungsanlageprodukte
Strategie zu Marketingmitteilungen und -methoden und organisatorische Vorkehrungen	WF	Finanzinstrumente
Kennzeichnung und Zuordnung von Marketingmitteilungen	WF, VS und VSV	Finanzinstrumente und Versicherungsprodukte
Inhalt von Marketingmitteilungen und -methoden	WF, VS und VSV	Finanzinstrumente und Versicherungsprodukte
Verantwortung für Marketingmitteilungen	WF, VS und VSV	Finanzinstrumente und Versicherungsprodukte
Berichtspflicht zu Marketingmitteilungen und -methoden	WF, VS und VSV	Finanzinstrumente und Versicherungsprodukte
Neue Befugnisse für die Aufsichtsbehörden und neue Aufzeichnungspflichten	WF, VS und VSV	Finanzinstrumente und Versicherungsprodukte

3.5.3 Bewertung

Marketing zu Finanzinstrumenten und Versicherungs(anlage)produkten findet zunehmend online statt, etwa über soziale Medien, über Chatgruppen und durch den Einsatz von Finfluencern. Gleichzeitig stützen immer mehr Anleger ihre Investitionsentscheidungen auf digitale Werbemaßnahmen.⁶⁷ Diese Verschiebung von Werbemaßnahmen weg von traditionellen hinzu digitalen Kanälen birgt sowohl Chancen als auch Risiken. Sie kann neuen (oft jungen) Kundengruppen den Zugang zu Finanz- und Versicherungsdienstleistungen erleichtern, sie zu einer verstärkten Auseinandersetzung mit Finanzthemen motivieren und zu einer Stärkung der Finanzbildung beitragen. Andererseits birgt digitales Marketing auch neue Gefahren, wie etwa die gewollte oder ungewollte Ansprache von Kundengruppen, für die ein Produkt eigentlich ungeeignet ist, die Ausnutzung von Vertrauensvorschüssen, die bestimmte Kleinanleger gegenüber populären Influencern hegen oder auch zusätzliche Möglichkeiten zur personalisierten Ansprache der Kleinanleger. Auch für die Aufsichtsbehörden ist die Überwachung von

⁶⁵ Neuer Artikel 24c Abs. 5 (MiFID) sowie neuer Art. 26a Abs. 5 (IDD).

⁶⁶ Neuer Artikel 24c Abs. 6 und 7 (MiFID) sowie neuer Art. 26a Abs. 6 und 7 (IDD).

⁶⁷ Nach einer Untersuchung der zyprischen Wertpapier- und Börsenaufsicht war digitales Marketing für mehr als ein Fünftel (22%) der Kleinanleger die primäre Grundlage für eine Anlageentscheidung [Cyprus Securities and Exchange Commission (2023), CySEC Survey on Retail Investor Behaviours and Habits, 23.1.2023].

Online-Marketingmaßnahmen ungleich schwerer, da die Ausspielwege vielfältiger werden, Werbemaßnahmen quasi laufend erneuert und angepasst werden können und ihre schiere Menge kaum überblickt werden kann. Die bestehenden Marketingvorgaben im Rahmen der MiFID und IDD⁶⁸ gehen auf diese veränderten Marketingpraktiken nur unzureichend ein, wodurch einige Regelungslücken entstanden sind.

Die Schaffung von Definitionen für Marketingmitteilungen und -methoden schafft zunächst Rechtsklarheit darüber, welche Offenlegungen an Kleinanleger als solche einzustufen sind. Zudem wird sichergestellt, dass jegliches Marketing, also auch solches, das über Dritte stattfindet, als solches gewertet wird und der Regulierung der MiFID bzw. IDD unterliegt. Dass diese Regelungslücke nun geschlossen werden soll, ist grundsätzlich zielführend und stärkt den Anlegerschutz. Eine uneinheitliche regulatorische Behandlung von traditionellen und neuen Marketingkanäle, ob intendiert oder nicht, lässt sich nicht länger rechtfertigen.

Auch die weitergehenden Neuregelungen, etwa zur Festlegung von Strategien zu Marketingmitteilungen und -methoden, den zusätzlichen organisatorischen Vorkehrungen, zur Kennzeichnung und Zuordnung von Marketingmitteilungen und zur Festsetzung von Verantwortlichkeiten bei Marketingmitteilungen sind zu begrüßen. Sie sensibilisieren WF, VS und VSV dafür, dass sie für jegliches Ausspielen von Werbung, ob direkt oder indirekt über Dritte, einstehen müssen. Damit wird auch die Auslagerung von Haftungsrisiken auf Dritte erschwert und Kleinanleger erhalten bei irreführenden oder fehlerbehafteten Marketingmitteilungen einen eindeutigen ersten Adressaten für Beschwerden.

Hingegen werfen die Vorgaben zu den Inhalten von Marketingmitteilungen und -methoden praktische Fragen auf, die noch einer Klärung bedürfen. Während die Vorgaben, wonach diese „redlich, eindeutig und nicht irreführend“ sein müssen und der Nutzen und die Risiken des beworbenen Produkts ausgewogen dargestellt werden muss, noch nachvollziehbar und ein wesentliches Element zur Stärkung des Anlegervertrauen sind, könnten sich die neuen Vorgaben zur Darstellung der „wesentlichen Merkmale“ der beworbenen Produkte, inklusive ihrer wichtigsten Eigenschaften und Risiken, als überschießend erweisen. Denn es ist fraglich, ob sich eine Offenlegung all dieser, zum Teil sehr detaillierten Informationen in jeglichen Marketingmitteilungen in der Praxis zufriedenstellend darstellen lässt, gerade auch im Online-Umfeld. Die Folge könnte ein Aufblähen dieser Mitteilungen sein, welche dem Ausspielungsweg der Mitteilungen nicht gerecht wird. Hier muss eine adäquate Balance zwischen dem berechtigten Wunsch nach hinreichender Information und einer notwendigen Praxistauglichkeit gefunden werden.

Wie eingangs erwähnt, stellt Marketing über digitale Kanäle und Finfluencer die Aufsichtsbehörden vor neue Herausforderungen. Die Überwachung und Durchsetzung der Vorschriften zu Marketingmitteilungen ist aufgrund der Vielzahl an verfügbaren Werbekanälen deutlich erschwert. Die nun vorgesehenen Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten, sollen diesem Defizit entgegenwirken und eine angemessene Aufsicht sicherstellen. Damit gehen jedoch auch zusätzliche administrative Lasten für WF, VS und VSV einher, die in einem angemessenen Verhältnis zu den potenziellen Vorteilen einer

⁶⁸ Neben der MiFID und der IDD gibt es auf EU-Ebene noch weitere Vorschriften, die direkt oder indirekt den Umgang mit Marketingmaßnahmen regeln. Hier ist insbesondere die Richtlinie über unlautere Geschäftspraktiken im binnenmarktinternen Geschäftsverkehr zwischen Unternehmen und Verbrauchern ([2005/29/EG](#)) und die Verordnung über Marktmissbrauch ((EU) Nr. [596/2014](#)) zu nennen [s. dazu auch Pflücke, F. (2023), Rethinking the Regulation of Financial Influencers. Social Media Contracts–The Quest for Fairness and the Need for Reform.

verbesserten Aufsicht stehen müssen. Daher sollten die Gesetzgeber darauf achten, dass die Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten verhältnismäßig bleiben und nicht zu detailliert ausfallen.

3.6 Berufliche Anforderungen

3.6.1 Was die EU-Kommission ändern will

Laut Kommission variiert das Niveau der Kenntnisse und Fähigkeiten von Finanz- und Versicherungsberater in der EU. Zudem weichen die Vorgaben für Finanzberater (MiFID) und Versicherungsberater (IDD) voneinander ab. Um das Kundenvertrauen in die Fertigkeiten der Berater zu stärken, die Beratungsqualität zu verbessern und einheitliche Wettbewerbsbedingungen zu schaffen, will die Kommission daher die Anforderungen einerseits anheben und andererseits angleichen:

Neuregelungen für WF: Bisher sind die Anforderungen an die Kenntnisse und Fähigkeiten von Finanzberatern in einer unverbindlichen Leitlinie der ESMA festgelegt.⁶⁹ Sie sollen nun in die MiFID überführt und damit verbindlich werden. Dort sollen sie in einem neuen Anhang aufgeführt werden. Als zusätzliches, über die ESMA Leitlinie hinausgehendes Element, werden dabei nun dezidiert auch spezifische Kenntnisse über nachhaltige Investitionen verlangt. Darüber hinaus sollen WF den Aufsichtsbehörden künftig nachweisen müssen, dass ihre Finanzberater über die erforderlichen Kenntnisse und Fähigkeiten verfügen und sie regelmäßig eine berufliche Aus- und Weiterbildung machen. Für die Aus- und Weiterbildung wird eine Mindestdauer von 15 Stunden pro Jahr vorgeschrieben. Die WF müssen den Behörden die Erfüllung der Anforderungen zu den Kenntnissen und Fähigkeiten und zur Aus- und Weiterbildung jeweils durch entsprechende Bescheinigungen nachweisen.⁷⁰

Neuregelungen für VS und VSV: In der IDD sind bereits Mindestanforderungen an die beruflichen Kenntnisse und Fähigkeiten für Versicherungsberater verankert. Diese sollen nun verschärft werden, indem nun u.a. spezifische Kenntnisse zu nachhaltigen Investitionen und zu den Kosten und Gebühren für die Kunden verlangt werden. Zudem sollen sie weitgehend an die neuen Anforderungen für Finanzberater angeglichen werden. Auch für VS und VSV sollen die Vorgaben zum Nachweis und zur Bescheinigung der Kenntnisse und Fähigkeiten bzw. zur Aus- und Weiterbildung – analog zu den Regeln für WF – gelten.⁷¹

3.6.2 Kurzübersicht

Maßnahmen	Gilt für (Unternehmen)	Gilt für (Produkte)
Einheitliche Vorgaben an die beruflichen Kenntnisse und Fähigkeiten	WF, VS und VSV	Finanzinstrumente und Versicherungsprodukte
Kenntnisse und Fähigkeiten zu nachhaltigen Investitionen	WF, VS und VSV	Finanzinstrumente und Versicherungsprodukte
Pflicht zum Nachweis und zur Bescheinigung der Kenntnisse und Fähigkeiten	WF, VS und VSV	Finanzinstrumente und Versicherungsprodukte
Pflicht zum Nachweis und zur Bescheinigung der Aus- und Weiterbildung	WF, VS und VSV	Finanzinstrumente und Versicherungsprodukte

⁶⁹ ESMA, Leitlinien für die Beurteilung von Kenntnissen und Kompetenzen, ESMA/2015/1886.

⁷⁰ Geänderter Art. 24d und neuer Anhang V (MiFID).

⁷¹ Geänderter Art. 10 und geänderter Anhang I (IDD).

3.6.3 Bewertung

Laut Kommission mangelt es vielen Verbrauchern an Vertrauen in die Kenntnisse und Fähigkeiten von Finanz- und Versicherungsberatern. Dieses Misstrauen hält sie auch davon ab, Anlagen an den Kapitalmärkten zu tätigen. Die Kommission sieht daher ein Mindestmaß an beruflichen Kenntnissen und Fähigkeiten der Berater als geboten an, um dem Misstrauen zu begegnen, Verbraucher dazu zu bewegen, (überhaupt) eine Beratung in Anspruch zu nehmen und um das Risiko von Fehlberatungen zu minimieren. Die nun vorgesehenen Maßnahmen, die darauf abzielen, einheitliche Mindeststandards für Finanz- und Versicherungsberater zu schaffen, können hier zumindest einen sinnvollen Beitrag leisten. So stellen etwa die neuen Pflichten zum Nachweis und zur Bescheinigung der Kenntnisse und Fähigkeiten und zur regelmäßigen Durchführung von Aus- und Weiterbildungsmaßnahmen sicher, dass die Berater auch in einem sich ständig wandelnden Marktumfeld, den neu aufkommenden Herausforderungen und Chancen (z.B. Einsatz von künstlicher Intelligenz) gewachsen sind. Auch die Pflicht, Kenntnisse und Fähigkeiten im Bereich nachhaltiger Investitionen zu erlangen, ist nachvollziehbar. Denn zahlreiche neue regulatorische Vorgaben, die die EU-Gesetzgeber beschlossen haben⁷² – im Rahmen der umfangreichen Sustainable-Finance-Gesetzgebung (s. dazu auch [ceplnput Nr. 14/2021](#)) –, verlangen dies geradezu.

3.7 Kundenklassifizierung

3.7.1 Was die EU-Kommission ändern will

Kunden von WF können sich, wie bisher, als „professionelle Kunden“ einstufen lassen. Sie verzichten dann auf das hohe Schutzniveau, das ihnen die Wohlverhaltensvorschriften der MiFID bietet, während für WF der administrative Aufwand sinkt. Um diesen weiter zu reduzieren und die Verhältnismäßigkeit der Anlegerschutzvorschriften zu gewährleisten, will die Kommission nun die Kriterien zur Einstufung von Kunden der WF als professionelle Kunden weiter lockern:

Künftig kann ein Kunde als „professionell“ eingestuft werden, wenn er zumindest zwei der folgenden insgesamt vier (bisher: insgesamt drei) Kriterien erfüllt:

- er hat in den letzten vier Quartalen pro Quartal zehn Geschäfte von erheblichem Umfang getätigt (keine Änderung bei diesem Kriterium)
- sein Portfolio an Finanzinstrumenten übersteigt in den vergangenen drei Jahren durchschnittlich 250.000 Euro (bisher: das Portfolio übersteigt 500.000 Euro),
- er war zumindest ein Jahr im Finanzsektor tätig oder hat Geschäfte mit Finanzinstrumenten durchgeführt oder hat ein Portfolio verwaltet (bisher: für die Tätigkeit im Finanzsektor waren explizit Kenntnisse zu Geschäften mit Finanzinstrumenten eine Voraussetzung),
- er kann eine anerkannte Aus- und Weiterbildung, die sein Verständnis über Geschäfte mit Finanzinstrumenten belegen, vorweisen (neues Kriterium).

Wie bisher gelten große Unternehmen als professionelle Kunden, wenn sie zwei der drei folgenden Kriterien erfüllen:

- 20 Mio. Euro Bilanzsumme,
- 40 Mio. Euro Nettoumsatz,
- 2 Mio. Euro Eigenmittel.

⁷² So verlangen bspw. die Delegierte Verordnung ([EU 2021/1253](#)) und die Delegierte Verordnung ([EU 2021/1257](#)), dass WF bzw. VS und VSV bei der Einholung von Informationen über die Anlageziele von (potenziellen) Kunden auch Informationen zu deren Nachhaltigkeitspräferenzen einholen müssen, um Empfehlungen zu ermöglichen, die im bestmöglichen Interesse der (potenziellen) Kunden sind.

Künftig soll es Unternehmen bereits ermöglicht werden, sich als professionelle Kunden einstufen zu lassen, wenn sie zwei der folgenden drei Kriterien erfüllen:

- 100.000 Euro Bilanzsumme,
- 20 Mio. Euro Nettoumsatz,
- 1 Mio. Euro Eigenmittel.

Daraufhin muss die WF bewerten, ob der gesetzliche Vertreter oder die für die Anlagegeschäfte verantwortliche Person des Unternehmens die avisierten Geschäfte mit Finanzinstrumente versteht und in der Lage ist, fundierte Anlageentscheidungen für das Unternehmen zu treffen.⁷³

3.7.2 Kurzüberblick

Maßnahme	Gilt für (Unternehmen)	Gilt für (Produkte)
Änderung der Kundenklassifizierung	WF	Finanzinstrumente

3.7.3 Bewertung

Nicht alle Kleinanleger verfügen über dieselben Kenntnisse und Erfahrungen bei der Kapitalanlage. Einige Anleger sind mit ihr vertraut und können als versierte Anleger betrachtet werden. Für diesen Anlegerkreis sind die vielfältigen Anlegerschutzvorgaben der MiFID regelmäßig zu streng. Sie werden bspw. mit Informationen überfrachtet, die sie für eine fundierte Anlageentscheidung nicht oder nur eingeschränkt benötigen. Der überbordende Anlegerschutz für diesen Anlegerkreis ist daher regelmäßig unnötig und die mit ihm einhergehenden Kosten lassen sich leicht vermeiden. Dass die Kommission daher das bereits bestehende Modell einer abgestuften Regulierung, welche Erleichterungen für professionelle Anleger beim Anlegerschutz vorsieht, festhalten will, ist daher sachgerecht. Sie reduziert die administrativen Lasten für WF und erleichtert den Kapitalmarktzugang für versierte Anleger, ohne einen angemessenen Anlegerschutz bei nicht-professionellen Anleger auf das Spiel zu setzen.

Ungeachtet dieses grundsätzlich positiven Urteils sind die Kriterien, die für die Einstufung von Anlegern als professionelle Anleger herangezogen werden, zumindest teilweise fragwürdig. So sind jegliche Schwellenwerte, die am Vermögen eines Anlegers ansetzen, – hier: das Übersteigen des Portfolios an Finanzinstrumenten in den vergangenen drei Jahren von durchschnittlich 250.000 Euro – letztlich einer gewissen Willkür unterworfen. Denn erstens ist fraglich, warum es gerade 250.000 Euro sein sollen und warum durchschnittlich über die vergangenen drei Jahre. Und zweitens hängt die Fähigkeit, fundierte Investitionsentscheidungen treffen zu können, nicht zwangsläufig vom bestehenden Finanzvermögen eines Anlegers ab. Sinnvoll ist daher, dass zumindest die drei anderen Kriterien auf die Kenntnisse und Erfahrungen des Kleinanlegers abstellen.

Dieselbe Argumentation gilt auch für die Einstufung von (großen) Unternehmen als professionelle Kunden. Auch hier setzt die Kommission nach wie vor, wohl aus praktischen Gründen, auf rein quantitative und letztlich beliebige Schwellenwerte, die sich an der Bilanzsumme, dem Nettoumsatz und den Eigenmitteln des Unternehmens orientieren. Warum es jedoch für ein kleines Unternehmen, welches die Schwellen nicht überschreitet, nicht möglich sein soll, sich etwa auf Grundlage eines Nachweises jahrelanger Anlageerfahrung, als versierter Anleger einzustufen, ist schleierhaft. Letztlich kann dies gar mit Wettbewerbsverzerrungen einhergehen. Denn aufgrund geringerer administrativer Kosten, können WF als professionell eingestuften Anlegern bzw. Unternehmen bessere Konditionen anbieten als

⁷³ Geänderter Anhang II (MiFID).

allen anderen Anlegern. Dass sich Unternehmen künftig zumindest bereits bei Überschreiten geringerer Schwellenwerte als bis dato als professionelle Kunde einordnen lassen können, kann dem zumindest ein Stück weit vorbeugen und ist, vor diesem Hintergrund zu begrüßen.

3.8 Förderung der Finanzkompetenz

3.8.1 Was die EU-Kommission ändern will

Laut Kommission muss die Finanzkompetenz der (potenziellen) Kleinanleger und Kunden verbessert werden, damit diese in der Lage sind, „verantwortungsvoll“ zu investieren und sie die Chancen und Risiken eines Finanzinstruments bzw. Versicherungsprodukts angemessen bewerten können. Sie will daher die Mitgliedstaaten dazu verpflichten, Maßnahmen zur Stärkung der Finanzkompetenz zu fördern.⁷⁴

3.8.2 Kurzüberblick

Maßnahme	Gilt für	Gilt für (Produkte)
Förderung von Maßnahmen zur Stärkung der Finanzkompetenz	Mitgliedstaaten	Finanzinstrumente und Versicherungsprodukte

3.8.3 Bewertung

Zahlreiche der in der MiFID und der IDD verankerten Vorschriften, insbesondere auch all jene die in den vorherigen Abschnitten beschrieben und bewertet wurden, dienen dem Anlegerschutz. Oftmals geht die Kommission bei ihren vorgeschlagenen Maßnahmen jedoch von einem unfähigen und wenig mündigen Verbraucher aus, der vor allen möglichen Gefahren, die mit der Kapitalanlage einhergehen können, geschützt werden muss. Die Eigenverantwortung des Verbrauchers für sein Handeln steht dabei selten im Vordergrund. Mit ihrer Analyse, dass viele Kleinanleger nicht kompetent genug sind, eine fundierte Anlageentscheidung zu treffen, liegt sie dabei nicht einmal falsch. So hat erst jüngst eine Eurobarometer-Umfrage gezeigt, dass „nur 18% der EU-Bürger über ein hohes Maß an Finanzwissen verfügen“.⁷⁵ Das ist erschreckend. Dass die Kommission das Thema finanzielle Bildung daher zu einem Schwerpunkt ihrer Kleinanlegerstrategie gemacht hat, ist daher folgerichtig. Letztlich sollte die Stärkung der Finanzkompetenzen jedoch der Hauptschwerpunkt jeglichen politischen Handelns sein. Denn nur ein Mindestmaß an Kompetenzen und Fähigkeiten zur Kapitalanlage stellt sicher, dass potenzielle Anleger, die ihnen zur Verfügung gestellten Informationen oder Anlageempfehlungen auch verstehen, einordnen und in geeignete Anlageentscheidungen ummünzen können. Ohne Stärkung der Kompetenzen der Anleger bringt auch ein immer strikterer Anlegerschutz wenig und umgekehrt. Gleichwohl ist der Kommission hier kein Vorwurf zu machen, dass sie neben der nun avisierten Aufforderung an die Mitgliedstaaten, Maßnahmen zur Stärkung der Finanzkompetenz zu fördern, keine weitergehenden Schritte einleitet. Denn letztlich ist es die primäre Aufgabe der Mitgliedstaaten über ihre Bildungssysteme sicherzustellen, dass Kleinanleger über angemessene Kenntnisse und Fähigkeiten in Finanzfragen verfügen.⁷⁶ Hier besteht jedenfalls dringender Nachholbedarf.

⁷⁴ Neuer Art. 88a (MiFID) und neuer Art. 16a (IDD).

⁷⁵ EU Commission (2023), Flash Eurobarometer 525, Monitoring the level of financial literacy in the EU – March-April 2023, Report, Survey conducted by Ipsos European Public Affairs at the request of the European Commission, Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union.

⁷⁶ Nach Art. 165 Abs. 1 AEUV darf die EU nur die Zusammenarbeit der Mitgliedstaaten bei der Entwicklung einer qualitativ hochwertigen Bildung unterstützen und ergänzen (Art. 165 Abs. 1 AEUV).

4 Fazit und Ausblick

Viel Schatten, wenig Licht. Das ist das kurze Fazit zu den zentralen Vorschlägen der Kommission im Rahmen ihrer Kleinanlegerstrategie, die Gegenstand dieser cepStudie sind. Während auf der Positivseite insbesondere der zumindest vorläufige Verzicht auf flächendeckende Provisionsverbote, die Ansätze zur Digitalisierung der Informationsbereitstellung, die Bemühungen zur Stärkung der Finanzkompetenzen von Kleinanlegern, die Erleichterungen für professionelle Anleger und auch – zumindest teilweise – die umfassenden Vorgaben zum Marketing zu finden sind, sind zahlreiche andere vorgelegte Maßnahmen aus ordnungspolitischer Sicht mehr als fragwürdig. So sind die nun vorgesehenen partiellen Provisionsverbote abzulehnen. Sie verzerren den Wettbewerb um das beste Vertriebsmodell, fokussieren sich erstaunlicherweise auf Tätigkeiten, bei denen die Risiken für das Entstehen von Interessenkonflikten vergleichsweise gering ausfallen und bergen die Gefahr eines Abwendens bestimmter Kleinanlegergruppen vom Erwerb von Anlageprodukten. Der neue „best-interest test“, der den Qualitätsverbesserungs- und den Nichtnachteiligkeitstest ersetzen soll, ist unlogisch, bevormundend, zu kostenfokussiert, wettbewerbsverzerrend und einseitig. Die Offenlegung von Informationen zu den Kosten, Nebenkosten und Zahlungen Dritter können zwar die Anlageentscheidung erleichtern und den Wettbewerb stärken. Es ist jedoch fraglich, ob Kleinanleger an derart granularen Kosteninformationen, wie nun vorgeschlagen, Interesse zeigen. Ebenso fraglich ist, ob diese von den Kleinanlegern richtig eingeordnet werden können und infolgedessen bessere Anlageentscheidungen zu erwarten sind. Der verpflichtende Kostenabgleich mit von der ESMA bzw. der EIOPA erarbeiteten Referenzwerten und die Festlegung von Kriterien durch die Kommission von gerade noch akzeptablen „gerechtfertigten und verhältnismäßigen“ Produktkosten kommen einer staatlichen Kostenkontrolle sehr nahe. Ein solcher Eingriff in die freie Preisgestaltung von WF, VS und VSV hat in einer Marktwirtschaft in der Regel nichts zu suchen und insbesondere nicht im Finanz- und Versicherungsvertrieb, der von intensivem Wettbewerb geprägt ist. Und auch die neuen Pflichten zur Berücksichtigung der Portfoliodiversifizierung bei der Angemessenheitsprüfung sind wenig praxistauglich. Es bleibt also viel Arbeit für die Abgeordneten des Europäischen Parlaments und die Vertreter der Mitgliedstaaten, die zahlreichen wunden Punkte der Kleinanlegerstrategie im Rahmen der weiteren Verhandlungen zu heilen.

Die Kommission legte ihren Vorschlag zur Kleinanlegerstrategie Ende Mai 2023 vor. Derzeit prüfen sowohl der Rat als auch der federführende Ausschuss für Wirtschaft und Währung (ECON-Ausschuss) im Europäischen Parlament (EP) diesen genau. Sobald Rat und Ausschuss ihre jeweiligen Positionen zum Kommissionsvorschlag festgelegt haben⁷⁷, können Trilogverhandlungen aufgenommen werden. Dies dürfte sich, zumindest bis Ende des Jahres 2023, hinziehen. Ob die Trilogverhandlungen dann noch vor den für Juni 2023 anstehenden Europawahlen abgeschlossen werden können, ist mehr als fraglich, gerade aufgrund der Vielzahl an kontroversen Neuregelungen. Sobald die neuen Rechtsvorschriften jedoch von Rat und EP beschlossen wurden und in Kraft getreten sind, haben die Mitgliedstaaten zwölf Monate Zeit, diese in nationales Recht umzusetzen. Weitere sechs Monate später, müssen die WF, VS und VSV die neuen Vorgaben bereits anwenden. Es ist demnach zu erwarten, dass die Regeln frühestens im Jahr 2026 Anwendung finden werden.

⁷⁷ Am 2. Oktober 2023 legte die Berichterstatterin im ECON-Ausschuss Stéphanie Yon-Courtin von der Renew-Fraktion bereits ihren [Entwurf für einen Bericht](#) zu den Vorschlägen der Kommission vor. Am 26. Oktober 2023 endet die Frist für die Einreichung von Änderungsanträgen.

**Autor:**

Philipp Eckhardt, Fachbereich Finanzmärkte und Informationstechnologien

eckhardt@cep.eu

Centrum für Europäische Politik FREIBURG | BERLIN

Kaiser-Joseph-Straße 266 | D-79098 Freiburg

Schiffbauerdamm 40 Räume 4205/06 | D-10117 Berlin

Tel. + 49 761 38693-0

Das **Centrum für Europäische Politik** FREIBURG | BERLIN, das **Centre de Politique Européenne** PARIS, und das **Centro Politiche Europee** ROMA bilden das **Centres for European Policy Network** FREIBURG | BERLIN | PARIS | ROMA.

Das gemeinnützige Centrum für Europäische Politik analysiert und bewertet die Politik der Europäischen Union unabhängig von Partikular- und parteipolitischen Interessen in grundsätzlich integrationsfreundlicher Ausrichtung und auf Basis der ordnungspolitischen Grundsätze einer freiheitlichen und marktwirtschaftlichen Ordnung.