

BVI¹-Stellungnahme im Rahmen der öffentlichen Anhörung im Finanzausschuss des Deutschen Bundestags zum Antrag der Fraktion der CDU/CSU “Kapitalmarkt für Kleinanleger attraktiver machen“ (BT-Drucksache 20/9496)

Der Austausch über die EU-Kleinanlegerstrategie im Finanzausschuss bietet die Gelegenheit, die Ziele der EU-Kommission und die tatsächliche Wirkung ihrer Vorschläge zu überprüfen und wichtige Akzente für den weiteren politischen Prozess zu setzen.

Allgemeine Anmerkungen

Wir begrüßen die Intention der EU-Kommission, die Beteiligung der Kleinanleger an den Kapitalmärkten zu stärken. Insbesondere im Hinblick auf die anhaltend hohe Inflation und die zusätzliche Altersvorsorge ist dies dringend notwendig. Auch die Stärkung des Anlegerschutzes ist ein legitimes Ziel, das wir unterstützen.

Positiv hervorzuheben ist das erkennbare Bestreben der EU-Kommission, die Vertriebsregeln für Wertpapier- und Versicherungsanlageprodukte einander anzugleichen. Diese verschiedenen Anlageprodukte richten sich grundsätzlich an denselben Kreis von Kleinanlegern, sodass unterschiedliche Vertriebsregeln den Wettbewerb empfindlich stören können. Es bleibt zu hoffen, dass die EU-Gesetzgeber dieses Ziel im weiteren Verfahren nicht aus den Augen verlieren.

Bedauerlicherweise setzt der Entwurf die unglückliche Tradition in der europäischen Finanzmarktregulierung fort, dass maßgebliche rechtliche Vorgaben nicht durch den Gesetzgeber selbst auf Level 1 geregelt werden sollen, sondern lediglich ein Grundgerüst geschaffen wird. Dieses soll zu einem späteren Zeitpunkt durch Level-2- oder Level-3-Maßnahmen ergänzt und weiter konkretisiert werden. Daraus ergeben sich zwei Probleme:

- Eine abschließende Bewertung der vorgeschlagenen Maßnahmen zum jetzigen Zeitpunkt ist kaum möglich. In vielen Bereichen werden erst die Vorgaben auf Level 2 oder Level 3 Klarheit schaffen, ob die zugrundeliegenden Vorgaben auf Level 1 sachgerecht, unverhältnismäßig oder gar kontraproduktiv sind. Je weitreichender die Maßnahmen sind, desto wichtiger ist es, dass die Gesetzgeber selbst Rechtssicherheit und -klarheit schaffen und kritische Entscheidungen nicht auf nachgelagerte Institutionen übertragen.
- Die demokratische Legitimation von Level-2-Maßnahmen ist weitaus geringer als die der Regulierung auf Level 1. Denn eine Beeinflussung der Level-2-Vorschläge durch das Europäische

¹ Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Fondsbranche auf nationaler und internationaler Ebene. Er setzt sich gegenüber Politik und Regulatoren für eine sinnvolle Regulierung des Fondsgeschäfts und für faire Wettbewerbsbedingungen ein. Als Treuhänder handeln Fondsgesellschaften ausschließlich im Interesse des Anlegers und unterliegen strengen gesetzlichen Vorgaben. Fonds bringen das Kapitalangebot von Anlegern mit der Kapitalnachfrage von Staaten und Unternehmen zusammen und erfüllen so eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion. Die 114 Mitgliedsunternehmen des BVI verwalten rund 4 Billionen Euro Anlagekapital für Privatanleger, Versicherungen, Altersvorsorgeeinrichtungen, Banken, Kirchen und Stiftungen. Deutschland ist mit einem Anteil von 28 Prozent der größte Fondsmarkt in der EU.

Parlament oder den Rat der EU ist in diesem Verfahren nicht möglich, da die Vorschläge nur als Ganzes angenommen oder abgelehnt werden können. Eine Ablehnung führt zu einem enormen Zeitverlust, so dass die subjektive Hürde für die Gesetzgeber, in das Verfahren einzugreifen, sehr hoch ist.

Inhaltlich weist der Vorschlag der Kommission erhebliche Schwächen auf. Er ist in weiten Teilen unverhältnismäßig und vielfach auch ungeeignet, die genannten Ziele zu erreichen. Teilweise wirkt er sogar kontraproduktiv, indem er die Kleinanleger von den Kapitalmärkten fernhält.

Im Einzelnen sehen wir folgende Vorschläge besonders kritisch:

1. Anforderungen an KVGs zu Vermeidung unangemessener Kosten

Das Interesse, Anleger vor unangemessenen Kosten zu schützen, ist berechtigt. Allerdings gehen die Vorschläge über dieses Ziel weit hinaus und greifen zugleich in EU-rechtlich fragwürdiger Weise in den freien Wirtschaftsverkehr ein.

Der Vorschlag ignoriert die Tatsache, dass die laufenden Kosten für Publikumsfonds bereits seit Jahren sinken, wie die ESMA kürzlich erneut festgestellt hat.² Offenbar zeigen die bisherigen regulatorischen Maßnahmen Wirkung, wie zum Beispiel die erhöhte Kostentransparenz durch PRIIPs und MiFID II. So ist nicht nachzuvollziehen, warum die Kommission überhaupt grundlegend neue Regelungen ins Spiel bringt, deren Wirksamkeit völlig unklar ist.

Nach dem Vorschlag der Kommission sollen die KVGs die Kosten ihrer Produkte mit den Kosten von Produkten des Marktes vergleichen. Zusätzlich soll die ESMA Benchmarks entwickeln, die einen „Kosten- und Wertentwicklungsbereich“ abdecken. Zwar soll es grundsätzlich nicht verboten sein, Produkte über dem Marktpreis anzubieten. Die Vertriebe sind jedoch angehalten, das kostengünstigste zu empfehlen. Dies hätte unmittelbare Auswirkungen für den Absatz, sollte ein Produkt (auch bei Vorliegen guter Gründe) teurer sein. Die Vorgaben für die KVGs sind demzufolge immer im Zusammenhang mit den Vorgaben für die Vertriebe zu lesen.

Folgen:

- Die ausschließliche Betrachtung der Kosten wird den Interessen der Anleger nicht gerecht. Andere Faktoren, wie die erwartete Rendite oder die Qualität eines Produktes, spielen für den Anleger in der Regel eine ebenso große Rolle.
- Ein Vergleich mit dem Markt kann zu einer Preisspirale führen. Die KVG, die feststellt, dass die Kosten ihrer Produkte über den vergleichbaren Produkten anderer Anbieter liegen, wird die Kosten senken müssen. Die Preissenkung erfolgt dann zu Lasten von Qualität und Innovation. Entsprechendes gilt für die Vertriebe.
- Ein Benchmarking auf EU-Ebene lässt sich angesichts der Unterschiede in den Anlagemärkten der einzelnen Mitgliedstaaten, etwa im Hinblick auf Produktregulierung, Vertriebsstrukturen oder Steuersysteme, nicht sinnvoll durchführen.

² ESMA: "[Costs and Performance of EU Retail Investment Products 2023](#)"

- Würde man der ESMA die Entwicklung der Benchmarks überlassen, werden maßgebliche Inhalte der Regulierung nicht vom Gesetzgeber selbst entschieden. Die Vorgaben zu Benchmarks sind im Kommissionsvorschlag äußerst generisch gehalten, sodass die Exekutive in erheblichem Umfang die inhaltliche Ausgestaltung übernehmen würde.
- Die ESMA soll Gruppen von Produkten bilden, auf die sich die Benchmarks beziehen. Diese Aufgabe enthält einen Zielkonflikt zwischen Praktikabilität einerseits und hinreichender Granularität andererseits. Eine gewisse Mindestgranularität ist zwingend erforderlich, denn ein Vergleich von „Äpfeln mit Birnen“ ist gerade im Interesse der Anleger nicht hinnehmbar. Ob die für sinnvolle Vergleichsgruppen erforderliche Anzahl von Benchmarks praktisch administriert werden kann, ist derzeit nicht abzusehen.
- Benchmarking ist grundsätzlich sehr problematisch bei multisektoralen und Multi-Asset-Produkten. Auch im Bereich alternativer Vermögenswerte und Immobilien stehen meistens keine Quellen zur Verfügung, auf Grundlage derer eine aussagekräftige und angemessene Benchmark gebildet werden könnte. Selbst wenn dies der Fall wäre, dürfte die Verwendung dieser Benchmark aufgrund der unterschiedlich langen Haltedauern der Anlegerklassen zweifelhaft sein. Entsprechendes gilt, wenn man Fonds mit passivem und aktivem Management vergleichen wollte.
- Zudem ist zu befürchten, dass KVGs aufgrund des Kostendrucks künftig Zusatzleistungen wie z.B. Engagement im Rahmen der Nachhaltigkeit einschränken müssten.
- Auch der Verlust von Arbeitsplätzen (Verlagerung in außereuropäische Märkte) ist möglich.

Die Vorschläge der Kommission zur Einführung von Benchmarks weisen in die falsche Richtung. Unangemessenen Kosten lässt sich wirksam und sinnvoll mit geeigneten internen Produktfreigabeverfahren und/oder nationalen Online-Instrumenten für den Produktvergleich auf Grundlage bereits verfügbarer Informationen begegnen.

2. Provisionsverbot im beratungsfreien Vertrieb und bei der Portfolioverwaltung

Eine Studie des BVI auf Grundlage von Daten der Europäischen Zentralbank und der englischen Statistikbehörde zeigt, dass ein Verbot der Provisionsberatung nicht zu höheren Renditen führt und Privatanleger sogar von Kapitalmarktinvestitionen abhält.³ Zwar hat die EU-Kommission vorerst auf ein vollständiges Provisionsverbot verzichtet. Sie hat dieses Ziel jedoch noch nicht aufgegeben, wie sich aus den Überprüfungsklauseln in den Vorschlägen zu MiFID und IDD ergibt.

Das vorgeschlagene Provisionsverbot im beratungsfreien Geschäft ist ebenfalls nicht geeignet, die Kleinanleger stärker an die Kapitalmärkte heranzuführen. Im beratungsfreien Geschäft sind auch keine relevanten Interessenkonflikte zu befürchten. Zudem führen die Kommissionsvorschläge zu erhöhten Anforderungen an das beratungsfreie Geschäft – ohne erkennbaren Mehrwert für den Kunden.

³ BVI: „[Private Haushalte erzielen keine höheren Renditen durch Provisionsverbote – stattdessen investieren sie weniger in Fonds](#)“, 2023

Folgen:

- Es ist schwierig bis unmöglich, in den derzeitigen Beständen, aber auch für die Zukunft zwischen Geschäften, die aufgrund einer Beratung erfolgen, und solchen, die ohne Beratung zustande gekommen sind, zu differenzieren und somit den Anwendungsbereich eines auf das beratungsfreie Geschäft beschränkten Provisionsverbotes klar und rechtssicher zu bestimmen.

Beispiel: Ein potenzieller Anleger erhält eine fundierte und umfassende Beratung. Er ordert jedoch nicht unmittelbar im Anschluss, sondern lässt sich Zeit. Nach 10 Tagen ordert er online oder vor Ort bei seiner Vertriebsstelle Anteile eines Fonds. Die Entscheidung für den Erwerb beruht auf der vorangegangenen Beratung. Wie soll die Vertriebsstelle den Zusammenhang beweisen? Heute ist diese Differenzierung nicht relevant, da in beiden Fällen Provisionen gezahlt werden dürfen.

- Werden künftig keine Provisionen im beratungsfreien Vertrieb mehr fließen, müssen die von den Vertrieben erbrachten Dienstleistungen anderweitig bepreist werden.

Beispiel: Auch der beratungsfreie Vertrieb verursacht Aufwand (z.B. Ordererteilung, Meldepflichten, ggf. Durchführung der Angemessenheitsprüfung). So müssen letztlich Gebühren für die Ordererteilung erhoben werden (alternativ höhere Depotgebühren). Insbesondere Kunden mit kleineren Anlagebeträgen können davon negativ betroffen sein.

- Es ist damit zu rechnen, dass KVGs sowie Vertriebsstellen künftig davon absehen werden, Kleinanlegern überhaupt noch einen beratungsfreien Vertrieb anzubieten, sollte der Markt kein kostendeckendes Gebührenmodell akzeptieren. Die Folge wäre eine Beratungslücke ausgerechnet für Anleger mit überschaubaren Anlagebeträgen, die auf Beratung besonders angewiesen sind.

Weitere problematische Änderungen sind im Bereich der individuellen Portfolioverwaltung geplant. Nach MiFID II dürfen Portfolioverwalter keine Provisionen behalten, die für Anlagen ihrer Anleger gezahlt werden. Sie dürfen sie jedoch entgegennehmen, um sie an die betreffenden Anleger weiterzugeben, sowie Provisionen an Dritte gewähren.

- Assetmanager sollen Vertriebsstellen künftig keine Provisionen mehr für die Vermittlung von Kleinanlegern an die Assetmanager im Zusammenhang mit Portfolioverwaltung zahlen dürfen. Dabei dient diese Zahlung vor allem dazu, etablierte Kooperationen zwischen Assetmanagern und Vertriebsstellen zu erhalten und zu verbessern, die sich durch eine sinnvolle Arbeitsteilung zwischen Portfolioverwaltung und Kundenbetreuung auszeichnet.
- Künftig soll der Portfoliomanager Provisionen auch nicht mehr entgegennehmen dürfen, um sie an die Anleger weiterzugeben. Dadurch wäre der Assetmanager gezwungen, solche Zahlungen abzulehnen, und könnte sie demzufolge auch nicht an den Kunden weitergeben, was die Rendite für den Anleger schmälern würde. Alternativ müsste er sich auf eine deutlich begrenzte Auswahl an Anlageprodukten beschränken, die keine derartigen Zuwendungen bieten. Keine der Optionen ist im Interesse der Kleinanleger. Die Änderung ist zudem unsinnig, weil in dieser Konstellation weder Interessenkonflikte zu Lasten des Anlegers noch Kostennachteile für den Anleger entstehen.

Im Ergebnis sollte von jeglicher Verschärfung der Regulierung von Provisionen abgesehen werden.

3. Best-Interest-Test in der Anlageberatung

Bislang müssen Provisionen zur Qualitätsverbesserung der angebotenen Dienstleistungen verwendet werden. Diese Voraussetzung soll zukünftig entfallen. Stattdessen stellt der Kommissionsvorschlag neue Anforderungen an die Anlageberatung:

- a) Die Beratung muss sich auf eine „angemessene Bandbreite“ von Produkten beziehen.
- b) Von den geeigneten Produkten muss das „kosteneffizienteste“ empfohlen werden.
- c) Es muss ein Produkt „ohne zusätzliche Eigenschaften“, die Kosten verursachen, angeboten werden.

Folgen:

- Es ist unklar, was unter einer angemessenen Bandbreite an Produkten oder einem Produkt mit zusätzlichen Eigenschaften zu verstehen ist. Je nach Auslegung der einzelnen Vorgaben kann die Durchführung der Anlageberatung variieren – mit weitreichenden Auswirkungen für den Anleger.
- Dem Vertrieb kann nicht vorgeschrieben werden, über welche Anlageinstrumente er in seinem Beratungsportfolio verfügen und zu welcher Bandbreite von Finanzinstrumenten er beraten soll, insbesondere da der Umfang der zu erbringenden Dienstleistungen durch Lizenzen rechtlich eingeschränkt und festgelegt wird.
- Es ist damit zu rechnen, dass infolge der neuen Anforderungen Vertriebsstellen ihre Beratungsleistung aufgrund zu hoher Komplexität oder zu umfangreicher Anforderungen an den Beratungsprozess aufgeben werden.
- Auch in diesem Bereich ist die Konkretisierung der Vorgaben durch Level-2-Maßnahmen und Level-3-Maßnahmen vorgesehen. Die Auswirkungen unterschiedlicher Ausgestaltungen des Beratungsprozesses auf Level 2 sind so weitreichend, dass eine nachgelagerte Regelung durch die EU-Kommission oder die ESMA nicht verhältnismäßig wäre.

Bereits aufgrund der bestehenden Regelungen zum Geeignetheits- und zum Äquivalenztest muss dem Kunden ein passendes und kosteneffizientes Produkt angeboten werden. In diesem Sinne besteht Spielraum für eine Präzisierung der MiFID-Vorgaben, ohne die Anforderungen zu überspannen, und für eine konsequentere Durchsetzung einheitlicher Standards in den EU-Mitgliedstaaten.