



Die geplante Retail Investment Strategy (RIS) der EU-Kommission

fpmi-Impulspapier vom 30.11.2022

Mit der sogenannten Retail Investment Strategy (RIS, deutsch: Kleinanlegerstrategie) plant die EU-Kommission ein umfangreiches Gesetzespaket zur Vereinheitlichung von gesetzlichen Vorgaben für private Anleger/Investoren an den Finanzmärkten. Ein erster Entwurf ist für das erste Quartal 2023 in Aussicht gestellt. Grundlage der RIS ist eine im Auftrag der EU-Kommission erarbeitete Studie aus dem Sommer 2022¹.

Die fpmi begrüßt den Antritt der EU-Kommission, sich dem Thema Kleinanlegerschutz auf einer gesamteuropäischen Ebene zu nähern. In Zeiten integrierter Finanzmärkte ist ein länderübergreifender Ansatz wichtig, um ein hohes Schutzniveau für die Anleger sicherzustellen, unabhängig von ihrem Standort. Daneben gilt es, die private Partizipation an den Finanzmärkten zu stärken. Sie stellen einen wichtigen Baustein für den langfristigen Vermögensaufbau und die Absicherung im Alter dar.

Dennoch beobachtet die fpmi die derzeit zur Diskussion stehenden regulatorischen Vorgaben mit Sorge: Zahlreiche Überlegungen zum vermeintlichen Schutz von Kleinanlegern, wie ein Provisionsverbot, dürften vielmehr zu einem Finanzmarkt-Ausschluss besonders vulnerabler Gruppen führen, auch mit erheblichen sozialen Folgen. Daneben besteht die Gefahr, Kleinanleger mit überbordenden Dokumentationspflichten zu überfordern, ohne dass diese einen Mehrwert im Hinblick auf den Anlegerschutz hätten.

Daher setzt sich die fpmi dafür ein, die geplante Kleinanlegerstrategie auf EU-Ebene derart auszugestalten, dass sie dem Schutz der privaten Finanzmarktteilnehmer Rechnung trägt, ohne diese jedoch zu überfordern oder aufgrund überzogener Vorgaben komplett von entsprechenden Anlagemöglichkeiten auszuschließen. Dies würde das erklärte Ziel der EU-Kommission, langfristigen Vermögensaufbau auch in schwächeren Einkommensklassen zu fördern, konterkarieren.

¹ European Commission, Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, Uličná, D., Vincze, M., Mosoreanu, M., et al., Disclosure, inducements, and suitability rules for retail investors study: final report, Publications Office of the European Union, 2022, <https://data.europa.eu/doi/10.2874/647061>



Daher fordert die fpmi:

- Wir setzen uns für ein wettbewerbliches Nebeneinander von provisionsbasierter und honorarbasierter Finanzberatung ein. Dies sichert den Zugang zu qualitativ hochwertiger Beratung, unabhängig vom Einkommen, und ist ein wichtiges Standbein zur Sicherung des krisenfesten und leistungsfähigen Finanzdienstleistungssektors in Deutschland.
- Wir bieten Endkunden, kostengünstig und transparent, den Zugang zu Bank-, Versicherungs- und Wertpapierdienstleistungen. Preiswettbewerb senkt die Hürden für eine finanzielle Teilhabe zum langfristigen Vermögensaufbau und dem Zugriff auf wichtige Versicherungsleistungen. Weitere Eingriffe in den Markt sind nicht erforderlich. Ein generelles Verbot von Inducements oder von Payment for Order Flow lehnen wir ab. Verbraucher benachteiligende Konstruktionen sind schon heute nicht zulässig.
- Wir warnen vor einer Ausweitung der sogenannten Geeignetheitserklärung auf beratungsfreie Geschäfte. Mit der sogenannten Geeignetheitserklärung müssen Anlageberater bereits heute dokumentieren, inwieweit die vorgeschlagenen Produkte mit den Präferenzen und Zielen des Kunden im Einklang stehen. Aufgrund umfangreicher Dokumentations- und Abfragepflichten empfinden jedoch viele Kunden diese Verpflichtung als Belastung ohne Mehrwert. Eine Ausweitung auf beratungsfreie Geschäfte würde damit zu einer Mehrbelastung auf Kundenseite führen, deren Nutzen fraglich ist.

Forderungen im Detail

Nebeneinander unterschiedlicher Beratungsmodelle erhalten

Mit dem Ziel, die provisionsbasierte Anlageberatung zugunsten einer Beratung rein auf Honorarbasis abzuschaffen, würde die EU-Kommission weite Teile der Bevölkerung von einer professionellen Beratung in Finanzfragen ausschließen. In einer Studie der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft KPMG vom November 2021² kann die Vorteilhaftigkeit einer Honorarberatung gegenüber der bisher in Deutschland vorwiegend angewandten Provisionsberatung nicht nachgewiesen werden. Im Gegenteil: Die Studie belegt eindeutig, dass gerade Personen mit niedrigeren Einkommen – und damit einer besonderen Schutzbedürftigkeit – überproportional durch ein Verbot der Provisionsberatung systemisch benachteiligt würden. Es wurde ausgewertet, dass von mehr als der Hälfte der befragten Retailkunden deutscher Kreditinstitute nicht mehr als 5.000 € (Einmalbetrag) bzw. 100 € (monatliche Sparrate) für den eigenen Vermögensaufbau bzw. die Altersvorsorge angelegt werden. Die Studie ergab auch, dass der Break-Even-Punkt für eine mögliche Vorteilhaftigkeit einer Honorarberatung bei ca. 25.000 € Anlagevolumen liegt. Zudem mangelt es an der Zahlungsbereitschaft von Kunden für Finanzdienstleistungen: Nur 0,3 % der befragten Anleger wären der Studie nach überhaupt bereit, den durchschnittlich ermittelten Stundensatz einer Honorarberatung in Höhe von 180 € zu

² KPMG (2021): Zukunft der Beratung: Ein Vergleich der Honorar- und Provisionsberatung aus Sicht der Retailkunden – Whitepaper, https://die-dk.de/media/files/KPMG_Studie_Zukunft-der-Beratung.pdf



zahlen. Ein weiteres Indiz hierfür ist die Tatsache, dass die Zahl der Versicherungsberater seit Jahren nahezu konstant mit bundesweit etwa 300 auf einem sehr niedrigen Niveau verharrt.

Da keine Beratung kostenfrei erfolgen kann – außer sie wäre staatlich subventioniert –, ergibt sich das Dilemma der Provisionsberatung: entweder muss der Preis der Honorarberatung sinken – was nur über Bündelung der Einzelberatungen gelingen könnte – oder es gibt folglich zu wenige (seriöse und gleichzeitig kostengünstige) Beratungsangebote. Eine angemessene Berücksichtigung der Lebens- und Finanzverhältnisse der Kunden sowie ihrer Absicherungsbedürfnisse bspw. in Bezug auf die Altersvorsorge wäre damit nicht mehr sichergestellt.

Der empirische Teil der Studie belegt genau diese Schlussfolgerungen in Ländern, die bereits einen staatlich verordneten Schwenk in Richtung reiner Honorarberatung vollzogen haben. Die Erfahrungen aus Großbritannien und den Niederlanden zeigen, dass sich dort seit Inkrafttreten der Provisionsverbote im Jahr 2013 bzw. 2014 die Beratungsinanspruchnahmen deutlich in Richtung hoher Anlagesummen verschoben haben. Die Häufigkeit der Beratungen war folglich insgesamt klar rückläufig. Als Saldo zwischen Ein- und Auszahlungen legen Personen in diesen beiden Ländern deutlich weniger Geld in Fondsprodukte an als in Deutschland. Während in Deutschland zwischen 2014 und 2020 ein kumulierter Nettozufluss in Fonds von ca. 188 Mrd. € stattfand, reduzierte sich dieses Vermögen in den Niederlanden um 3 Mrd. € und in UK sogar um 133 Mrd. €. Insgesamt muss damit konstatiert werden, dass die Honorarberatung allenfalls ein attraktives Instrument für vermögendere Privatkunden sein kann.

Daneben ist die provisionsbasierte Beratung eine sehr faire Form der Honorierung von Beratungsleistungen: Denn der Kunde bezahlt ausschließlich für das Produkt, das er in Anspruch nimmt. Aufgrund umfangreicher, langjähriger Haftungsfristen für die Beratung besteht außerdem kein Fehlanreiz, wie Verbraucherschützer immer wieder monieren: Der Anlageberater muss auch jahrelang nach dem Beratungsgespräch für die vermittelten Finanzprodukte einstehen und kann haftbar gemacht werden – eine Falschberatung aufgrund finanzieller Anreize für den Berater wird somit ausgeschlossen. Ebenso sind im Versicherungsbereich die Vermittler verpflichtet, regelmäßig während der Laufzeit zu beraten und ggf. nach zu justieren – ein Honorarberater besitzt entsprechende Pflichten nicht. Daneben übernehmen Vermittlerinnen und Vermittler mit Blick auf die Nachhaltigkeitstransformation auch neue Aufgaben. Seit August 2022 wird bei der Vermittlung von Versicherungsanlageprodukten zusätzlich zum Thema Nachhaltigkeit beraten.

Vor diesem Hintergrund sollte festgestellt werden, dass die honorarbasierte Beratung ebenfalls aufgrund von möglichen Interessenkonflikten kritisiert werden kann: Erfolgt die Abrechnung auf Stunden- oder Terminbasis, hat der Berater einen Anreiz, möglichst beratungs- und damit zeitintensive Produkte zu vermitteln oder umfangreicher zu beraten als eigentlich notwendig. Das stellt auch die KPMG-Studie eindeutig fest.

Aus diesen Gründen sollte die EU-Kommission ein Nebeneinander und den Wettbewerb unterschiedlicher Beratungsmodelle präferieren: Dies ermöglicht jedem Bürger einen Zugang zur passenden Finanzberatung, unabhängig vom eigenen Geldbeutel.

Kostengünstige Finanzprodukte statt ideologischer Verbote

Im Wettbewerb um Kunden zählen Preis und Leistung. Dies gilt auch für alle Formen der Finanzdienstleistungen und für Finanzprodukte. Die Regulungsdichte ist hoch. Vielfach beste-



hen heute schon sog. Zuwendungsverbote, Nachweispflichten und insbesondere die Notwendigkeit, dass wie auch immer titulierten Vergütungen mit Qualitätsverbesserungen verbunden sein müssen.

Deshalb hält die fpmi alle Überlegungen, die ein darüber hinaus gehendes generelles Verbot jedweder „Inducements“ fordern, für falsch. Sie sieht sich darin konkret von der amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde SEC bestärkt. Dies hat bei der Frage eines Verbots des sogenannten Payment For Order Flows (PFOF) entschieden, dass Endkunden nicht benachteiligt werden und ein Verbot abgelehnt. Die EU-Kommission hält dessen ungeachtet an ihrer Absicht fest, PFOF für den Handel in Aktien und ETFs zu verbieten und plant eine Ausweitung des Verbots auf alle Produkte und Zuwendungsformen, und seien es Rabattierungen.

Ein Blick auf die Zahlen verrät jedoch – wie in der Diskussion um PFOF gezeigt – Gegenteiliges. Dies hat das Bundesaufsichtsamt für Finanzdienstleistungen in eigenen Untersuchungen festgestellt³, aber auch wissenschaftliche Studien: Eine aktuelle Studie der WHU - Otto Beisheim School of Management und der University of Southern Denmark⁴ hat gezeigt, dass in 99% der betrachteten Fälle die Kosten für den Endkunden gleich oder sogar geringer als auf dem entsprechenden Referenzmarkt waren. Eine intransparente Belastung der Kunden konnte nicht festgestellt werden. Außerdem gibt es ohnehin nach der zweiten europäischen Finanzmarktrichtlinie MiFID II die Anforderung, dass im Wertpapiergeschäft die Gesamtkosten einer Transaktion – also Preis plus Abwicklungskosten - zu beachten sind. Dies lässt die EU-Kommission außer Betracht, trotz Kenntnis hoher Kostenbelastungen für Kunden selbst im innereuropäischen Wertpapiergeschäft, von globalen Märkten ganz zu schweigen. Ebenfalls vernachlässigt wird die Tatsache, dass gerade Sparpläne mit monatlich EUR 25 € Investitionssumme mit einem Verbot von PFOF nicht mehr vermittelbar sein werden. Dies geht zu Lasten von Altersvorsorge und der Finanzierungen von Unternehmen am europäischen, ohnehin noch unterentwickelten Kapitalmarkt.

Im Versicherungsgeschäft schreibt die BaFin in einem „Merkblatt zu wohlverhaltensaufsichtlichen Aspekten bei kapitalbildenden Lebensversicherungsprodukten“ eine Gutschrift von möglichen Verwaltungsvergütungen auf das Versicherungskonto des Kunden vor. Auch hier lässt sich nicht erkennen, wie diese Vergütungsformen zu einer Benachteiligung der Endkunden führen sollten. Mit einem Verbot würde die EU-Kommission unter dem Deckmantel des Verbraucherschutzes zuvorderst finanzielle Belastungen für die Endkunden erhöhen – ohne erkennbaren Mehrwert.

Diese ersten Beispiele belegen: Statt eines ideologiegetriebenen Verbots sollten kosteneffiziente und transparente Lösungen im Interesse des Kunden dem Markt überlassen bleiben. Flächendeckende Verbote verhindern Innovationen und gehen zulasten gerade einkommensschwächere und jüngerer Menschen. Die Marktmissbrauchsaufsicht genügt für die Fälle, in denen der Kunde tatsächlich entlang der gesamten Wertschöpfungskette benachteiligt würde.

³ BaFin vom 16.05.2022, Studie zur Ausführungsqualität an ausgewählten deutschen Handelsplattformen, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/dl_Studie_WA_Ausfuehrungsqualitaet_Handelsplattformen.html?nn=9021442

⁴ Meyer, S./Uhr, C./Johanning, L. (2021): Private investors and the emergence of neo-brokers: Does payment for order flow harm private investors?, <https://www.whu.edu/en/magazin/whu-general/lower-fees-with-neobrokers/>



Passgenaue Informationen statt Dokumentationswut

Bereits heute müssen Anlageberater Kundengespräche umfangreich dokumentieren. Teil der Dokumentationspflicht ist die sogenannte Geeignetheitserklärung, zu deren Erstellung und Aushändigung Anlageberater seit MiFID II verpflichtet sind. In diesem Dokument muss der Berater darlegen, wieso die empfohlenen Finanzprodukte für den Kunden geeignet sind.

Dadurch fühlen sich viele Anleger von der Anzahl der gegenzuzeichnenden, aber auch überlassenen Dokumente in Beratungsgesprächen überfordert.⁵ Eine Erhöhung der zur Verfügung gestellten Information führt oftmals nicht zu besser informierten Verbrauchern, vielmehr droht ein sogenannter „information overload“: Anleger werden so oftmals in ihrer Anlageentscheidung gestört bzw. gehemmt.

Die Pläne der EU-Kommission, entsprechende Informationspflichten im Rahmen einer Geeignetheitserklärung auch für das sogenannte beratungsfreie Geschäft einzuführen, führt Ziele des Verbraucherschutzes ad absurdum: Das beratungsfreie Geschäft ist dezidiert dazu gedacht, wohlinformierten und erfahrenen Verbrauchern die Möglichkeit zu geben, unabhängig Anlagegeschäfte zu tätigen. Sie möchten keine umfangreiche Beratung und Überprüfung ihrer gekauften Produkte, da sie aufgrund von Erfahrung und Kenntnis ihren eigenen Anlagebedarf am besten einschätzen können. Diese nun mit weiteren Informationsblättern und einer Dokumentation der Geeignetheit der eigenen Anlageentscheidung auszustatten, läuft dem ursprünglichen Ziel zuwider.

Daneben stellt sich die grundsätzliche Frage nach der technischen Umsetzbarkeit: Meist wird das beratungsfreie Geschäft online über die Website des Finanzinstituts oder Brokers ausgeführt. Hier eine Deckung von Anlageprodukt und -ziel zu verifizieren, wäre nur über umfangreiche Rückfragen/Klickstrecken beim Verbraucher zu erreichen. Ob dies dem Schutz des Verbrauchers zuträglich ist, ist mehr als fraglich. Vielmehr droht die Gefahr, dass Anleger aufgrund der umfangreichen Abfragen von ihrer Investitionsentscheidung abrücken – ein Ausschluss von sinnvollen Finanzanlagen zum Vermögensaufbau und der Altersabsicherung wäre die Folge. Statt weiterer Dokumentationspflichten ohne erkennbaren Mehrwert bedarf es gezielten, klaren und hilfreichen Informationen.

Um versierten und wohlinformierten Anlegern auch weiterhin den unkomplizierten Zugang zu den Finanzmärkten zu ermöglichen, sollte das beratungsfreie Geschäft von der Geeignetheitserklärung ausgenommen bleiben.

⁵ Paul, S., Schröder, N., & Schumacher, S. (2019). Auswirkungsstudie MiFID II/MiFIR und PRIIPs-VO: Effektivität und Effizienz der Neuregelungen vor dem Hintergrund des Anleger- und Verbraucherschutzes. Lehrstuhl für Finanzierung und Kreditwirtschaft Ruhr-Universität Bochum, 1-87, https://die-dk.de/media/files/DK_Auswirkungsstudie_Mifid_Mifir__AoWorAE.pdf