

Dr. Helge Lach

Die EU-Kleinanlegerstrategie – Zum Wohle des Verbrauchers oder Zuviel des Guten? (I)

Im Mai 2023 veröffentlichte die EU-Kommission, nachdem sie den Termin mehrfach verschoben hatte, ihre Kleinanlegerstrategie. Der Entwurf befindet sich nunmehr im parlamentarischen Beratungsverfahren und geht danach in den Trilog zwischen EU-Kommission, EU-Parlament und Rat. Die unterschiedlichsten Interessensgruppen hatten bis zum 28. August 2023 die Gelegenheit, sich mit Stellungnahmen in die Diskussion einzubringen. Die nachfolgenden Aussagen und Bewertungen nehmen Bezug auf die Stellungnahme des Bundesverbands Deutscher Vermögensberater vom 21. August 2023. Sie sind insoweit geprägt von der Sichtweise der rund 40.000 vom Verband vertretenen, selbständigen Berater und Vermittler der Finanzbranche.

A. Ziele und Intentionen der EU-Kleinanlegerstrategie

In erster Linie geht es der EU-Kommission um die Verbesserung des Marktzugangs für Kleinanleger (sh. dazu Ziffern C und D). Darüber hinaus soll der Verbraucherschutz weiter verbessert werden. Dies beinhaltet auch die Intention des Abbaus von Bürokratie und Überinformation, die Förderung kostengünstiger Produkte und Vorschläge zur Verbesserung der finanziellen Allgemeinbildung in der Bevölkerung.

Auch finden sich in der EU-Kleinanlegerstrategie Vorschläge dazu, wie ein equal-level-playing-field für die persönliche Beratung und digitale Beratungsformen sowie das „Influencing“ geschaffen werden kann. Somit ist deutlich, dass es sich mit der Kleinanlegerstrategie um weit mehr handelt als „lediglich“ um ein Maßnahmenpaket zur Verbesserung des Marktzugangs. Denn es werden zahlreiche Regelungen aus der MIFID II und der IDD erweitert, revidiert oder zumindest angesprochen.

B. Angleichung von IDD und MIFID II

Zu begrüßen sind die Bestrebungen in der Kleinanlegerstrategie, divergierende regulatorische Vorgaben zur Beratung und Vermittlung im Bank- und Versicherungsbereich (MIFID II und IDD) anzugleichen. Gerade die Berater und Vermittler klagen immer wieder darüber, dass es bei Formularen, Abfragen und Bedingungen nicht nachvollziehbare Unterschiede zwischen Fondsprodukten (MIFID II) und Versicherungsanlageprodukten (IDD) gibt. Eine Angleichung kann hier dazu beitragen, den Beratungsaufwand zu reduzieren und das Verständnis zu verbessern.

Allerdings sollte eine solche Angleichung nicht so weit gehen, dass die Spezifika der beiden Bereiche keine Berücksichtigung mehr finden können. Denn Versicherungsanlageprodukte (einschließlich IBIPs) unterscheiden sich in einigen Punkten sehr gravierend von Fondssparprodukten. Die Kunden geben erstere den Vorzug vor Fondssparplänen, wenn sie sich ganz bewusst für Anspargänge mit integrierter Biometrie (Todesfallabsicherung und Absicherung des Langlebkeitsrisikos) und / oder mit garantierten lebenslangen Leistungen entscheiden. Eine solche Kombination ist ausschließlich mit Versicherungslösungen möglich. Um dies weiter zu ermöglichen, muss es dafür auch in Zukunft ein spezifisches Regelwerk geben.

Im Übrigen geht die in der Kleinanlegerstrategie verankerte Philosophie, beim Wert der Produkte stärker auf Kosten und Rendite abzustellen, insbesondere an den Realitäten von Versicherungslösungen vorbei. Gerade deutsche Bürgerinnen und Bürger haben eine hohe Sicherheitspräferenz und schließen deshalb

Versicherungsanlageprodukte ab, bei denen der Kapitalerhalt und lebenslange Renten im Vordergrund stehen. Solche Produkte nur mit der Rendite und den Kosten zu bewerten, ist methodisch falsch. Denn Garantieprodukte müssen wegen der Kosten einer Garantie oder den Mindererträgen sicherer Anlagen strukturelle Renditenachteile haben. Diese nehmen die Kundinnen und Kunden aber bewusst zugunsten von Sicherheit sowie von und weniger Risiko und Schwankung in Kauf.

Insoweit ist zu bemängeln, dass die EU-Kleinanlegerstrategie Garantien und die Sicherheit eines Finanzproduktes nicht als wertstiftende Faktoren berücksichtigt. Gleiches gilt für das Servicelevel eines Anbieters und die Möglichkeit, sich persönlich beraten zu lassen. All dies sind aber gerade für Kleinanleger sehr wichtige Faktoren. Die Kleinanlegerstrategie geht demnach an den spezifischen Erfordernissen für Kleinanleger vorbei.

C. Verbesserung des Marktzugangs (national)

Die Sichtweise der Europäischen Kommission, nach der immer noch zu viele Bürgerinnen und Bürger die Chancen der Kapitalmärkte nicht nutzen, ist zu teilen. Dies manifestiert sich in den immens hohen Beständen an zinslosen Sichteinlagen, die gerade bei Inflation zu einer signifikanten Abwertung der Geldvermögen der privaten Haushalte führen. Es ist eine der wichtigsten Aufgaben der Berater und Vermittler, hier entgegenzuwirken, also mit einer Beratung die Nachteile aufzu-

„Die Kleinanlegerstrategie geht an den spezifischen Erfordernissen für Kleinanleger vorbei“

Dr. Helge Lach

Vorsitzender des Bundesverbands Deutscher Vermögensberater

zeigen und Möglichkeiten für eine sinnvollere Geldanlage zu erschließen.

Vergleichbares gilt für Lücken in der Altersvorsorge und für eigentlich sinnvolle Versicherungslösungen. Auch hier sind die meisten Bürgerinnen und Bürger passiv. Es sind die Berater und Vermittler, die sie auf einen möglichen Bedarf ansprechen, die Optionen aufzeigen und bei der Beschaffung wichtige Hilfestellung geben.

Ursachen für die Passivität der Kleinanleger

Die generelle Passivität bei fast allen Finanzthemen ist aber kein Problem eines fehlenden oder beschränkten Marktzugangs, mit dem die EU-Kommission die Notwendigkeit der Kleinanlegerstrategie begründet. Das Gegenteil ist der Fall: Jeder kann heute binnen weniger Minuten frei von Markteintrittsbarrieren mit Trading-Apps oder auf Websites Finanzprodukte kaufen und verkaufen. Zu hinterfragen ist deshalb das Hauptargument, mit dem die Notwendigkeit einer Kleinanlegerstrategie überhaupt erst begründet wurde, was insoweit auch zur einen oder anderen Fehleinschätzung führt.

Denn die Passivität hat ganz andere Ursachen: Viele Umfragen zum Anlegerverhalten stellen unter Beweis, dass die Menschen gerade in Deutschland bei der Geldanlage ein immenses Sicherheitsbedürfnis – und korrespondierend eine hohe Risikoaversion – haben. Lieber lassen sie ihr Geld zinslos auf dem Konto liegen, als es Verlustrisiken oder Schwankungen auszusetzen. Außerdem ist das Geld so jederzeit verfügbar und geschützt vor dem Zugriff Dritter. Hinzu kommen grundlegende Wissensdefizite zu den Zusammenhängen an den Finanzmärkten, zu Vorsorge- und Versicherungserfordernissen und zur Funktionsweise von Finanzprodukten.

Sollen, so wie es die Intention der EU-Kommission ist, die Bürgerinnen und Bürger aus ihrer Passivität herausgeholt werden, müssen sie aktiv dazu motiviert werden, also auf die Vor- und Nachteile sowie die Erfordernisse angesprochen werden. An erster Stelle steht dabei, zu erklären, dass sich gerade beim langfristigen Altersvorsorgesparen Sicherheit mit Kapitalerhalt und Rendite nicht ausschließen. Die Menschen müssen also durch Aufklärung

mehr Vertrauen in ergänzende Altersvorsorge mit Aktienfonds oder fondsgebundenen Lebensversicherungen gewinnen. Dazu bedarf es – neben der Verbesserung der finanziellen Allgemeinbildung – einer qualifizierten und vertrauenswürdigen Ansprache, die am Ende nur qualifizierte Berater leisten können. Das Internet kann es nicht. Dieses hilft denjenigen, die aktiv suchen und sachkundig sind, nicht aber denjenigen, die passiv sind und vieles nicht verstehen.

Vorhandene Markteintrittsbarrieren

Wenn es hingegen, wie es die Begründung der Kleinanlegerstrategie unterstellt, Markteintrittsbarrieren für Kleinanleger geben sollte, dann sind es die überbordenden bürokratischen Anforderungen. Die Dichte, Breite und Komplexität der europäischen und additiven nationalen Regelungen schützen, wenn überhaupt, in erster Linie die Anbieter. Kleinanleger, selbst solche mit finanziellen Grundkenntnissen, sind völlig damit überfordert, die Vielzahl von Formularen auszufüllen geschweige denn alles zu verstehen, was der Gesetzgeber an Informationen fordert. Ohne einen Vermittler, der seinen Kundinnen und Kunden all dies abnimmt, also das Wichtige vom Unwichtigen trennt, die juristischen Fachbegriffe in der Sprache des Kunden erläutert und beim Ausfüllen der Formulare hilft, wären Abschlüsse in vielen Fällen gar nicht möglich. Dies untermauert der schleppende Einzug von Direktanbietern ohne Außendienst, die ihre Produkte im Internet ohne Beratung anbieten, aber gerade im Bereich Vermögensbildung und Altersvorsorge kaum nachgefragt werden.

Die hierzu in der vorgelegten Kleinanlegerstrategie vorgeschlagenen Maßnahmen zum Abbau von Bürokratie und Überinformation gehen trotz aller guter Absichten nicht weit genug. Im Gegenteil: zahlreiche Vorschläge für neue Regelungen würden die Bürokratie sogar noch verstärken. Insoweit ist zu hoffen, dass im Trilog die besondere Bedeutung der Berater und Vermittler sowie die Notwendigkeit, noch viel mehr Bürokratie abzubauen zu müssen, aufgegriffen werden.

D. Verbesserung des Marktzugangs (grenzüberschreitend)

Soweit es der EU-Kommission um eine Verbesserung des grenzüberschrei-

„Wenn es, wie es die Begründung der Kleinanlegerstrategie unterstellt, Markteintrittsbarrieren für Kleinanleger geben sollte, dann sind es die überbordenden bürokratischen Anforderungen“

tenden Marktzugangs innerhalb der Europäischen Union geht, gilt dazu folgendes:

Insbesondere die hier relevanten Kleinanleger haben oft noch nicht einmal ausreichendes Wissen, um in ihrer Muttersprache die Zusammenhänge der Finanzmärkte sowie die Funktionsweise von Finanzprodukten vollumfänglich zu verstehen. Berater und Vermittler haben hier quasi die Funktion eines „Dolmetschers“. Es ist deshalb abwegig zu glauben, viele Kleinanleger würden bei der Geldanlage oder Altersvorsorge einem Anbieter oder einem Produkt vertrauen, das nicht den heimischen Sprachusancen folgt. Auch wären viele Berater und Vermittler selbst nicht imstande, solche Produkte zu erklären.

Die Vermögensbildung und noch mehr die Altersvorsorge sind eng verwoben mit nationalen steuerlichen Regelungen sowie mit dem Gesamtsystem der national geprägten Altersvorsorge aus gesetzlicher, betrieblicher und privater Altersvorsorge. Solange diese fundamentalen Grundlagen nicht harmonisiert sind, dürfte es Anbietern, die aus dem Ausland heraus agieren, schwerfallen, darauf aufbauende Angebote zu unterbreiten und diese immer auf dem aktuellen Stand der Gesetzgebung zu halten.

Folgt man der auch von der EU-Kommission vertretenen These, dass die meisten Kleinanleger den Anstoß und die Beratung durch einen Berater benötigen, muss auch ein ausländischer Anbieter auf solche zurückgreifen können. Am Ende werden deshalb im Geschäft mit Kleinanlegern nur die ausländischen Anbieter erfolgreich sein, die mit eigenen Niederlassungen und dort ansässigen Vermittlern im jeweiligen Land vertreten sind. Dazu muss der Anbieter entweder einen eigenen Vertrieb aufbauen, was Jahrzehnte dauert und mit ganz erheblichen Investitionen verbunden ist. Oder er muss versuchen, mit Wettbewerbern aus dem Heimatland um die Kapazitäten unabhängiger Berater zu ringen. Die Erfahrung zumindest in Deutschland zeigt, dass dies nur den wenigsten ausländischen Anbietern (aus dem Ausland heraus ohne Niederlassung) gelingt.

Die Niederlande sind keine „Benchmark“

Abwegig ist die immer wieder vor allem von Verbraucherschützern vorgetragene Argumentation, nach der das Provisionsverbot in den Niederlanden „Benchmark“ für eine EU-Harmonisierung und damit für eine Verbesserung des grenzüberschreitenden Marktzugangs sein kann. Gerade ein Vergleich zwischen den Alterssicherungssystemen der Niederlande und Deutschlands zeigt deutlich, dass es vor allem die völlig unterschiedlichen Ausgestaltungen in diesem Bereich sind (und nicht die weit nachgelagerte Vergütung eines Beraters), die grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehr ad absurdum führen.

Am Rande sei erwähnt, dass der kumulierte Pro-Kopf-Fondssparbetrag seit Anfang 2014 bis 2023 in den Niederlanden bei 470 Euro und im Durchschnitt der übrigen EU-Länder bei 2.800 Euro liegt. Dies kann auch als ein Beweis dafür angeführt werden, dass Provisionsverbote und eine Privilegierung der Honorarberatung die Intentionen der Kleinanlegerstrategie diametral konterkarieren.

Zusammenfassend ist zu konstatieren, dass gerade für Kleinanleger die Idee des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs in den Bereichen Vermögensbildung und Altersvorsorge deutlich zu früh kommt. Es fehlt die Harmonisierung des gesamten „Unterbaus“ für Steuern und

„Zu vermissen ist ein Bewusstsein dafür, dass mit den vorgeschlagenen und für die Zukunft angekündigten Maßnahmen den Beratern und Vermittlern nach und nach die Existenzmöglichkeit genommen wird“

soziale Sicherungssysteme. Solange es also keine Steuer- und Sozialunion gibt, gilt gerade bei der eng daran angelehnten Vermögensbildung und Altersvorsorge weiter das Prinzip „all business is local“.

E. Würdigung der Leistungen der Berater und Vermittler

Die EU-Kommission betont selbst mehrfach, dass gerade Kleinanleger auf Beratung angewiesen sind. Dies kann nur unterstrichen werden: Es sind die Berater und Vermittler der Finanzbranche, die die Bürgerinnen und Bürger aus ihrer Passivität holen und in die Aktivität bringen.

Folgerichtig wäre zu erwarten gewesen, dass die EU-Kommission mit der Kleinanlegerstrategie ein Maßnahmenpaket vorgelegt, das die Leistungen der Berater und Vermittler entsprechend würdigt, ihnen ein auskömmliches Einkommen ermöglicht und den Berufsstand insgesamt fördert. Das Gegenteil ist der Fall: Die Kleinanlegerstrategie ist durchsetzt mit Ausföhrungen, Hinweisen und Regelungen, die

– den Berufsstand diskreditieren (z.B. These einer Existenz systematischen, anreizinduzierten Fehlverhaltens),

- die Einkommensmöglichkeiten beschneiden (partielle Provisionsverbote),
- die Werthaltigkeit einer Beratung ignorieren (Reduzierung des Wertes eines Finanzproduktes auf Rendite und Kosten) und
- die Berater möglicherweise je nach Ausgestaltung der Regelungen dazu zwingen, Produkte anzubieten, bei denen eine Vergütung der Beratungsleistungen über das Produkt nicht mehr möglich ist (best-interest-test).

All dies diskriminiert und diskreditiert den Berufsstand und ist dazu geeignet, ihn mittel- bis langfristig auszutrocknen. Zu vermissen ist ein Bewusstsein dafür, dass mit den vorgeschlagenen und für die Zukunft angekündigten Maßnahmen den Beratern und Vermittlern nach und nach die Existenzmöglichkeit genommen wird – sei es durch immer höhere Anforderungen an den Beruf oder sei es durch immer weiter fortschreitende Begrenzung der Einkommensmöglichkeiten. Breiten Bevölkerungskreisen wird so sukzessive der Zugang zu bezahlbarer Beratung genommen.

F. Provisionen und Honorare – Sichtweise der EU-Kleinanlegerstrategie

Abgeleitet aus der in Ziffer E skizzierten, kritischen Grundhaltung zu Beratern und Vermittlern beleuchtet die EU-Kommission in der Kleinanlegerstrategie auch Provisionen vor allem negativ, ohne deren positive Aspekte zu erwähnen:

a)

Provisionen werden einseitig negativ als Fehlanreize interpretiert, die den Berater in Interessenskonflikte bringen und so zu Produktempfehlungen veranlassen, die den Kunden benachteiligen (Miss-Selling). Einen Hinweis darauf, dass dies in der Realität nachweislich allenfalls Einzelfälle sind, gibt es nicht. Der negative Zusammenhang wird pauschalisiert und mangels Differenzierung implizit für Allgemeingültig erklärt. Danach wäre am Ende jede Produktempfehlung als Folge einer provisionsbasierten Beratung für den Kunden nachteilig. Eine solche Sichtweise erklärt die ursprüngliche Intention der EU-Kommission Provisionen generell verbieten zu wollen.

Den erforderlichen empirischen Nachweis von grundlegenden Missständen er-

bringt die Kleinanlegerstrategie nicht. Die teilweise herangezogene Kantar-Studie bleibt in diesem Punkt sehr vage. Die These einer generell schädlichen Wirkung von Provisionen ist damit eine nicht belegte Behauptung. Dies wiegt schwer. Denn wird darüber befunden, ob – mit gravierenden Auswirkungen – Provisionen ganz oder teilweise abgeschafft bzw. beschnitten werden, dürfen bloße unbelegte Behauptungen nicht die Grundlage sein.

Es stellt sich auch die Frage, was dann mit Provisionen in ganz anderen Wirtschaftsbereichen geschähe? Beispielsweise bestehen auch die Einkommen des Verkäufers in einem Autohaus oder die eines Handelsvertreters ganz oder teilweise aus Provisionen. Müssen nicht auch diese verboten werden, wenn Provisionen per se schädlich für den Verbraucher sind?

Vor diesem Hintergrund ist es wünschenswert, dass das EU-Parlament und der Rat die EU-Kommission damit beauftragen, systematisches Miss-Selling empirisch nachzuweisen. Einzelfälle reichen mit Blick auf die allein in Deutschland auf Provisionsbasis arbeitenden über 200.000 Finanzvermittler und über 100.000 Berater in Banken und Sparkassen nicht aus. Ein solcher Nachweis ist dringend erforderlich, da die Kleinanlegerstrategie in schon drei Jahren ein generelles Provisionsverbot einführen will, ohne die Bedingungen dafür zu nennen.

b)

Provisionen werden (negativ) als Kosten interpretiert, die die Rendite eines Finanzproduktes schmälern.

Die Interpretation von Provisionen als Kosten ist betriebswirtschaftlich richtig. Die Kosten für Beratung sind aber etwas ganz anderes als die Kosten des Finanzproduktes selbst. Nur weil die Kosten der Beratung in den Gesamtpreis eingerechnet werden, dürfen doch nicht, so wie im Entwurf der Kleinanlegerstrategie, die Anbieter des Produktes faktisch für die beim Berater anfallenden Kosten zuständig gemacht werden. Zumindest in Deutschland gibt es rund 200.000 selbständige Berater, die auf Provisionsbasis arbeiten. Diese haben die Verantwortung für die Kosten ihres Betriebes und können mit ihrer Ressourcenausstattung und Arbeits-

zeit (= Kosten) nichts zur Rendite eines Finanzproduktes beitragen.

Die Rendite des Finanzproduktes erhöhen zu wollen, indem die Kosten des Beraters durch Provisionskürzungen gedrückt werden, wird stattdessen zu Anpassungsreaktionen des Beraters führen müssen. Im schlechtesten Fall erhöht dies seinen Umsatz- und damit Verkaufsdruck derart, dass Fehlanreize und Interessenskonflikte erst recht zu Miss-Selling führen. Oder der Berater versucht Ressourcen zu sparen, was der Qualität der Beratung und dem Servicelevel abträglich ist. Eine gute Beratung hat ihren Preis. Mit ihrer „Theorie“ fördert die Kleinanlegerstrategie Interessenskonflikte und trägt zur Verschlechterung und Verknappung der Beratung bei. Sie widerspricht sich damit selbst, wenn auf der anderen Seite hochwertige Beratung gefordert wird.

Ein ebenso gravierender methodischer Fehler ist es, wie in der Kleinanlegerstrategie allein für Provisionen renditemindernde Wirkungen zu konstatieren. Auch bei Honorarberatung entstehen dem Kunden Kosten, die im Zweifel sogar noch höher als Provisionen sind. Die Bruttobeträge, die der Kunde investieren könnte, werden also gleichermaßen durch Provisionen und Honorare geschmälert, was zwangsläufig bei beidem am Ende zu einer geringeren Rendite führen muss. Dafür hat der Kunde aber eine Beratung erhalten!

Wenn überhaupt müsste man bei solchen methodisch zweifelhaften Hochrechnungen die Provisions- und Honorarberatung zusammen mit dem Kauf von Finanzprodukten ganz ohne Beratung vergleichen. Dabei wäre dann aber auch zu berücksichtigen, dass ein beratungsfreier Kauf zu viel größeren Renditeeinbußen führen kann, wenn der Kunde mangels Erfahrungen Produkte mit hohem Verlustrisiko kauft. Im Entwurf bzw. der Begründung der Kleinanlegerstrategie gibt es hierzu keinerlei Vergleichsrechnungen, obwohl wir diese in vorherigen Stellungnahmen immer wieder erbeten hatten. So bleibt implizit und fälschlicherweise im Raum stehen, dass nur die Provision die Rendite schmälert.

c)

Provisionen werden, da sie von den Produkthanbietern gezahlt werden, (negativ) als eine Vergütung eingestuft, die den

Beratern ihre Neutralität nimmt und die Objektivität von Produktempfehlungen zumindest einschränkt.

In der Tat begründet jede Bezahlung eine wirtschaftliche Abhängigkeit. Die Vergütung durch den Anbieter ist aber nur einer von mehreren Faktoren, die die Neutralität eines Beraters begründen bzw. in Frage stellen können. So sind Berater auf Empfehlungen aus ihrem Kundenstamm und aus ihrem sozialen Umfeld angewiesen. Fälle von Miss-Selling, einseitigem Produktverkauf oder unzureichendes Serviceverständnis würden sich in diesem Umfeld schnell verbreiten. So entsteht beim Berater eine starke wirtschaftliche Abhängigkeit von der Zufriedenheit in seinem Kundenstamm als Grundlage seiner wirtschaftlichen Existenz. Diese Abhängigkeit wiegt in der Praxis weitaus stärker als versuchte provisionsbasierte Steuerungseinflüsse der Anbieter. Im Übrigen gibt es bereits weitreichende europäische und nationale Vorschriften zur Eindämmung solcher Einflüsse und damit zur Stärkung der Neutralität des Beraters auch beim Provisionsvertrieb.

Insbesondere mit Blick auf die in Deutschland stark verbreiteten, selbständigen Berater (rund 200.000) gibt es in der Kleinanlegerstrategie keine Hinweise auf deren Selbstverständnis als Vermittler zwischen den Interessen von Anbieter und Kunde. Ein Kunde erwartet in bestimmten Fallkonstellationen geradezu von seinem Berater, dass er sich im Zweifel gegen die Interessen des Anbieters für ihn einsetzt. Bemüht sich der Berater dann nicht angemessen, wird dies die Kundenbeziehung empfindlich stören. Wünscht beispielsweise ein Kunde entgegen den Vertragsbedingungen eine Änderung eines bestehenden Vertrages, die sich für den Anbieter nachteilig auswirkt, wird der Kunde von seinem Berater erwarten, seinen Wunsch durchzusetzen. Bei Sachversicherungen erwartet der Kunde im Schadenfall vollumfängliche Entschädigung. Leistet der Versicherer diese nicht, wird sich der Kunde an seinen Berater wenden.

Allein aus diesen Gründen ist es nicht richtig, insbesondere selbständige Berater nur der Interessenssphäre des Anbieters zuzurechnen und dies allein mit der Bezahlungsform zu begründen.

Schluss folgt in ZfV 18/23