

**DE**

**DE**

**DE**



KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN

Brüssel, den 30.4.2009  
KOM(2009) 204 endgültig

**MITTEILUNG DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT UND  
DEN RAT**

**ANLAGEPRODUKTE FÜR KLEINANLEGER**

{SEK(2009) 556}  
{SEK(2009) 557}

# MITTEILUNG DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT UND DEN RAT

## ANLAGEPRODUKTE FÜR KLEINANLEGER

(Text von Bedeutung für den EWR)

### 1. EINLEITUNG

“Anlageprodukte für Kleinanleger“ verschaffen diesen einen leichten Zugang zu den Finanzmärkten. Der Rechtsrahmen für diese Produkte muss eine solide und kohärente Grundlage für wirksame und verantwortungsvolle Privatanlagen liefern. Die Finanzkrise hat jäh vor Augen geführt, wie wichtig transparente Finanzprodukte sind und wie teuer ein verantwortungsloser Vertrieb zu stehen kommen kann. Der Vertrauensschwund bei den Anlegern zeugt von der dringenden Notwendigkeit, für den richtigen rechtlichen Rahmen zu sorgen, damit vertrauensbildende Maßnahmen auf einer soliden Grundlage erfolgen können.

Wenngleich das Gemeinschaftsrecht bereits über einen ansehnlichen Bestand an Anlegerschutzvorschriften verfügt, sind die rechtlichen Anforderungen an Produktransparenz, Vertrieb und Beratung doch je nach Rechtsform und Vertriebskanal des Produkts verschieden. Damit sind für den Schutz des Privatanlegers und eine ausgewogene Entwicklung des Markts für Retail-Anlageprodukte nicht die gleichen Voraussetzungen gegeben. In welchem Umfang der Privatanleger geschützt ist, sollte nicht von der Rechtsform eines Produkts abhängen.

Diese Mitteilung bildet den Abschluss der Arbeiten, zu denen der ECOFIN-Rat im Mai 2007 aufgefordert hatte. Diese umfassten eine Sondierung im Oktober 2007, eine Stellungnahme zu den eingegangenen Antworten im März 2008, einen Workshop mit Branchenvertretern im Mai 2008 und eine öffentliche Anhörung mit hochrangigen Teilnehmern im Juli 2008.

In der Mitteilung wird dargelegt, wie die Europäische Kommission vorgehen will, um die gemeinschaftsrechtlichen Bestimmungen über Informationspflichten und Vertriebspraktiken bei Anlageprodukten für Privatanleger mit der Marktrealität in Einklang zu bringen. Angestrebt wird ein horizontaler Ansatz, der unabhängig davon, wie ein Produkt gestaltet ist oder vertrieben wird, eine kohärente Grundlage für die Regelung von Informationspflichten und Vertriebspraktiken auf europäischer Ebene bildet.

Dabei soll sichergestellt werden, dass die Märkte für die genannten Produkte transparenter werden, die Anlageberatung verbessert und der Vertrieb stärker auf die Interessen der Anleger abgestellt wird. Am Ende dieses Prozesses wird ein Markt stehen, auf dem die Ersparnisse nicht durch Arbitrage in bestimmte Produkte gelenkt werden.

Auch soll dazu beigetragen werden, das durch die Krise stark angeschlagene Vertrauen der Privatanleger in Anlageprodukte wiederherzustellen. Bedingt durch Abschreibungen und den Rückzug von Anlegern sind die Investitionen in die gängigsten Produkte zwischen Jahresende 2007 und Jahresende 2008 von 10 Bio. EUR auf schätzungsweise etwa 8 Bio. EUR zurückgegangen. Vor diesem Hintergrund ist die vorliegende Mitteilung als Teil der Reformen zu betrachten, mit denen die in der Finanzkrise zutage getretenen

Regulierungsmängel beseitigt werden sollen und die von der Kommission in ihrer dem Frühjahrsgipfel des Europäischen Rates vorangehenden Mitteilung angekündigt werden.

### **Was ist unter Anlageprodukten für Privatanleger zu verstehen?**

Ihre Anlagen an den Finanzmärkten tätigen Privatanleger derzeit größtenteils über Anlageprodukte. Die unter diese Kategorie fallenden Produkte können unterschiedliche Rechtsformen haben, für die Privatanleger aber weitgehend vergleichbare Funktionen erfüllen:

- sie sind zwar mit dem Risiko des Basiswerts verbunden, aber in indirekter Form, so dass das Risiko nicht das gleiche ist wie beim Direktbesitz,
- ihre Hauptfunktion ist die Vermögensbildung, wenngleich einige von ihnen unter Umständen auch der Kapitalerhaltung dienen,
- sie stellen im Allgemeinen auf den mittel- bis langfristigen Retail-Markt ab und
- sie werden direkt an Kleinanleger vertrieben, können aber auch an versierte Anleger verkauft werden.

Viele Kleinanleger überprüfen bei der Suche nach der für sie geeigneten Anlage alle in Frage kommenden Produktfamilien, was von Banken und anderen Vertriebssystemen, die ein breites Spektrum von Anlageprodukten im Angebot haben, zunehmend erleichtert wird. Kasten 1 gibt einen Überblick über die wichtigsten Produktfamilien, die unter die Kategorie „Anlageprodukte für Kleinanleger“ fallen. Diese unterscheiden sich in ihrer steuerlichen Behandlung und ihrer Form. Welches Produkt für einen Anleger das geeignetste ist, hängt entscheidend von seinem Profil ab, das je nach finanziellen Verhältnissen und Anlagebedarf, familiären Rahmenbedingungen, Alter, Steuerprofil und Risikobereitschaft unterschiedlich ist.

Da ständig neue Anlageprodukte entstehen, ist die nachstehende Liste nicht als vollständig zu betrachten. Die dort aufgeführten Produkte sind nicht die einzigen, die sich für den Retail-Markt eignen. Dennoch können sowohl die Liste als auch die Beschreibung als Ausgangspunkt dienen, um die unter diese Initiative fallenden Produkte zu ermitteln.

#### **Kasten 1: Produktfamilien**

*Die folgenden Produktbeschreibungen dienen lediglich der Orientierung; in den meisten Fällen besteht für die betreffenden Produktfamilien derzeit keine allgemein gültige Legaldefinition.*

- **Investmentfonds** - Investmentfonds stellen eine Form der gemeinsamen Anlage dar, bei der die Gelder einer großen Zahl von Anlegern gegen Gebühr vom Fonds investiert werden. Ihre Mittel beziehen die Fonds über den Verkauf von Fondsanteilen. In der EU kann es sich bei diesen Fonds entweder um OGAW („Organismen für gemeinsame Anlagen“, die durch die OGAW-Richtlinie harmonisiert wurden) oder unter einzelstaatliches Recht fallende (nicht harmonisierte oder Nicht-OGAW-) Fonds handeln.
- **Anlagen in Form von Lebensversicherungen** - Bei fondsgebundenen Lebensversicherungen wird mit einem Teil der Versicherungsprämie der Todesfallschutz

erworben (die Versicherungssumme) und der verbleibende Teil in einen Fonds (beispielsweise einen OGAW) investiert. Die hierbei erzielte Rendite hängt von der Ertragsstärke des Fonds ab. Im Gegensatz zu herkömmlichen Lebensversicherungen wird bei fondsgebundenen Versicherungen vor allem für den Todes-/Erlebensfall in der Regel kein fester Betrag garantiert, sondern stattdessen ein bestimmter Faktor des Marktwerts eines oder mehrerer Anteile ausgezahlt. Damit trägt das Anlagerisiko per definitionem der Versicherungsnehmer.

- **Strukturierte Wertpapiere für Kleinanleger** - Strukturierte Wertpapiere sind Derivate, d.h. sie haben ein einzelnes Wertpapier, einen Wertpapierkorb, einen Index, einen Rohstoff, einen Schuldtitel und/oder eine Fremdwährung als Basiswert. Bei einem strukturierten Wertpapier verpflichtet sich in der Regel eine Investmentbank, zu einem bestimmten Zeitpunkt einen nach einer bestimmten Formel ermittelten Betrag auszuführen. Bei den meisten strukturierten Wertpapieren ist gewährleistet, dass der Anleger das eingesetzte Kapital am Ende der Laufzeit in voller Höhe zurückerhält. Es gibt aber auch solche, die durch Fremdmittelfinanzierung hohe Renditen bieten, das eingesetzte Kapital aber nur bedingt oder gar nicht schützen. An die Anleger können sie u.a. als Zertifikate, strukturierte Schuldtitel (Anleihen) oder Optionsscheine verkauft werden.
- **Strukturierte Termineinlagen** - Strukturierte Termineinlagen bieten die Möglichkeit, eine Termineinlage mit einer impliziten Option oder einer Zinsstruktur zu kombinieren. Sie sind auf die Erreichung eines bestimmten Auszahlungsprofils ausgelegt, das durch Derivatgeschäfte wie Zins- und Währungsoptionen erreicht wird.

An der Auflegung dieser Produkte und ihrem Vertrieb an Kleinanleger sind die verschiedensten Finanzinstitute aus unterschiedlichen Finanzdienstleistungsbranchen beteiligt. Sie werden von Fondsmanagern, Versicherungsgesellschaften und Geschäfts- und Investmentbanken strukturiert und verwaltet. Der Vertrieb an die Kleinanleger erfolgt entweder direkt oder über ein Netz von Finanzintermediären, wie Maklern, Versicherungsvermittlern oder unabhängigen Finanzberatern.

### **Risiken für Kleinanleger**

Auf einem gut funktionierenden Markt kann der Wettbewerb zwischen Anlageprodukten sowohl für Privatanleger als auch für die Wirtschaft insgesamt mit erheblichen Vorteilen verbunden sein. So kann Wettbewerb den Anreiz zur Bereitstellung von Produkten erhöhen, die dem Wandel bei Marktbedingungen und Anlegerbedürfnissen Rechnung tragen.

Die hier behandelten indirekten Anlagen können für Privatanleger auch insofern von Vorteil sein, als sie die Möglichkeit zur Risikostreuung oder zur Ansteuerung bestimmter Risiken und Ergebnisse bieten oder Zugang zu einer professionellen Anlageverwaltung verschaffen, wie er über direkte Anlagen nicht möglich oder nicht zum gleichen Preis erhältlich wäre.

Allerdings weisen Anbieter und Verkäufer auf der einen und Privatanleger auf der anderen Seite einen sehr unterschiedlichen Kenntnis- und Erfahrungsstand auf, der bei Letzteren in der Regel relativ gering ist. Diese Inkongruenz kann sich durch die Ummantelung von Anlagen verstärken, da diese die Komplexität der Produkte erhöht, die Transparenz der Hauptanlagecharakteristika verringert und zusätzliche Kostenebenen einführt, die unter Umständen nicht auf Anhieb erkennbar sind.

Die Verbraucher sind deshalb sowohl auf die Informationen des Unternehmens, das das Produkt auflegt, als auch auf die Beratung von Vertriebsstellen und Finanzberatern angewiesen.

Unklare oder unvollständige Informationen können dazu führen, dass sich die Anleger verstärkt für Produkte entscheiden, die für sie ungeeignet sind oder die sie nicht verstehen. Auch wenn bei Verkauf und Finanzberatung der Fokus nicht auf dem Anlagebedarf des Kunden liegt, werden möglicherweise Produkte verkauft, die für den Anleger nicht geeignet sind. Dies kann vor allem dann häufiger auftreten, wenn die Interessen von Verkäufern und Käufern nicht übereinstimmen und beispielsweise das auflegende Unternehmen den Vertriebsstellen oder Beratern finanzielle Anreize zum Verkauf seiner Produkte gibt.

Diese potenziellen Nachteile für den Anleger – sei es in Form direkter finanzieller Verluste oder in Form von Opportunitätskosten aufgrund unangemessener Anlagen – könnten das Vertrauen der Verbraucher in Anlageprodukte für Kleinanleger schwächen.

### **Regulierung von Produktinformationen und des Vertriebs von Anlageprodukten für Privatanleger**

Angesichts der beschriebenen Risiken für Privatanleger wurden sowohl auf europäischer als auch auf mitgliedstaatlicher Ebene Rechtsvorschriften erlassen.

In einigen Fällen betreffen diese die Produkte selbst und beschränken beispielsweise den Zugang der Privatanleger zu bestimmten Produkttypen oder grenzen den Kreis der Vermögenswerte, in die Verwalter von Privatkundenanlagen investieren dürfen, ein. Wenngleich sich diese Vorgehensweise in bestimmten Bereichen als erfolgreich erwiesen hat, lässt sie sich angesichts der Innovation im Finanzsektor doch nur schwer erfolgreich fortsetzen.

Aus diesem Grund haben die Gesetzgeber den Schwerpunkt in der Vergangenheit eher darauf gelegt, die Anleger für die Entscheidungsfindung zu rüsten, und ihre Vorschriften auf zwei Bereiche konzentriert:

- Form und Inhalt grundlegender **Anlegerinformationen** und des dazugehörigen Werbematerials, das die Anleger vor ihrer Anlageentscheidung erhalten. Immer größerer Wert wird in diesem Zusammenhang auf Produktkurzbeschreibungen gelegt, die die Hauptmerkmale der angebotenen Anlage (Kosten, erwartete Risiko-Nutzen-Relation usw.) darlegen und auf den Informationsbedarf von Privatanlegern abstellen;
- die Verhaltensregeln für Vertriebsstellen und die Vermeidung, Regelung und Offenlegung von Interessenkonflikten bei Vertrieb und Beratung (**Absatzregeln**).

Derartige Vorschriften können weder garantieren, dass der Anleger die für ihn richtige Entscheidung trifft, noch vor schlechten Anlageergebnissen schützen, da die meisten Anlageprodukte mit einem Marktrisiko verbunden sind. Doch können sie das Risiko, dass die Anleger völlig unvorbereitet ein schlechtes Ergebnis erzielen, so gering wie möglich halten.

Eine wichtige Ergänzung zu diesen Vorschriften stellen die derzeitigen Bestrebungen dar, das **Finanzwissen** der Privatanleger in der Europäischen Union zu verbessern und dadurch auch den noch so unbedarften Anleger für finanzielle Entscheidungen zu rüsten. Doch kann die

Vermittlung von Finanzwissen keine Alternative dazu sein, die Anbieter und Vermittler von Anlageprodukten in die Verantwortung zu nehmen.

## **2. ERFÜLLT DER RECHTLICHE RAHMEN DER EU SEINEN ZWECK?**

Das Gemeinschaftsrecht enthält für Institute, die Anlageprodukte für Kleinanleger auflegen, vertreiben und verkaufen, eine Vielzahl unterschiedlicher Vorschriften.

Auf europäischer Ebene sind die Informationspflichten und Vertriebspraktiken in einer Reihe von Richtlinien für den Wertpapier-, den Versicherungs- und den Fondssektor sowie in sektorübergreifenden Rechtsvorschriften über bestimmte Vertriebskanäle oder gewerbliche Praktiken geregelt. Die meisten sektoralen Richtlinien enthalten Informationspflichten, die gegebenenfalls durch die Bestimmungen sektorübergreifender Rechtsvorschriften ergänzt werden. Die Bereiche Vertrieb und Beratung unterliegen im Wesentlichen zwei Richtlinien, nämlich der Finanzmarktrichtlinie (Markets in Financial Instruments Directive - MiFID) und der Richtlinie über die Versicherungsvermittlung (Insurance Mediation Directive - IMD). Diese enthalten unter anderem Verhaltensregeln für die Vertriebsstelle sowie Vorschriften über den Umgang mit Interessenkonflikten und deren Offenlegung.

Tabelle 1 zeigt, dass dies zu einem Flickwerk unzusammenhängender Rechtsvorschriften geführt hat. So unterliegen die hier besprochenen Anlageprodukte in Sachen Produktinformationen und Vertriebspraktiken je nach Rechtsform oder Vertriebskanal unterschiedlichen Vorschriften. Darüber hinaus bestehen für einige Produkte und Vertriebskanäle derzeit überhaupt keine Gemeinschaftsvorschriften.

**Tabelle 1:** Gemeinschaftsrechtliche Informations- und Vertriebsvorschriften für Anlageprodukte für Kleinanleger

	OGAW	Nichtharmonisierte Investmentfonds	Fondsgebundene Lebensversicherungen	Strukturierte Wertpapiere und geschlossene Fonds	Strukturierte Termineinlagen
Informationspflichten für Anbieter, Emittenten und Makler	Vereinfachter Prospekt der OGAW-Richtlinie	MiFID  (strenge Informationspflichten für die unter die RL fallenden Makler)	Konsolidierte Fassung der Lebensversicherungsrichtlinie	Prospektrichtlinie	Keine Vorschriften auf EU-Ebene <sup>1</sup>
	MiFID  (strenge Informationspflichten für die unter die RL fallenden Makler)		IMD (für bestimmte Informationspflichten)	MiFID  (strenge Informationspflichten für die unter die RL fallenden Makler)	
	Richtlinie über den elektronischen Handel oder Richtlinie über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen				
Vertriebsvorschriften	MiFID	MiFID	IMD	MiFID	Keine Vorschriften auf EU-Ebene
	OGAW-Richtlinie				
	Richtlinie über den elektronischen Handel oder Richtlinie über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen				

**Ist die Vielzahl der unterschiedlichen Regelungen ein Problem?**

Der derzeitige EU-Rechtsrahmen ist nicht kohärent und für den aktuellen Retail-Markt nicht geeignet. Inkohärenzen und Lücken in den sektoralen Richtlinien schmälern das Vertrauen, dass bei allen Produkten ein ausreichend hohes Maß an Anlegerschutz gewährleistet ist.

Es gibt viele Beispiele für wirksame, auf den Verbraucher und seine Bedürfnisse zugeschnittene Produktinformationen und Verkäufe, bei denen angemessene Empfehlungen ausgegeben werden. Ebenso gibt es aber auch viele Fälle, in denen Anleger aufgrund fehlerhafter Produktgestaltung und –information oder eines nicht dem Standard entsprechenden Vertriebs Verluste hinnehmen mussten. Es kommt nach wie vor zu Fehlverkäufen, und Privatanleger erwerben nach wie vor Produkte, deren Merkmale sie nicht in vollem Umfang verstehen.

Die Verluste der Anleger lassen sich nur schwer quantifizieren, was teilweise darauf zurückzuführen ist, dass sie in Form von Opportunitätskosten auftreten. Die Folgenabschätzung gibt einen zusammenfassenden Überblick über Sachverständigengutachten und Berichte von Interessengruppen, wie Verbrauchern und Verbraucherverbänden, mitgliedstaatlichen Regulierungsbehörden und erfahrenen

<sup>1</sup> Um genau festzustellen, welche Anforderungen je nach Art der strukturierten Produkte gelten, müssen weitere Analysen durchgeführt werden, denn es kann sein, dass die bestehenden Anforderungen in bestimmten Fällen schon Anwendung finden.

Marktteilnehmern. Diese bestätigen, dass Regulierungslücken in erheblichem Maße zu Lasten der Anleger gehen.

### ***Probleme bei den EU-Vorschriften über grundlegende Anlegerinformationen***

Form und Inhalt der Produktkurzbeschreibungen weichen selbst bei weitgehend vergleichbaren Produkten erheblich voneinander ab. Es gibt keine einheitliche Vorgehensweise im Hinblick darauf, wie Privatanleger über die Gesamtkosten einer Anlage, deren Risiken und Erträge und über die an eine Kapitalgarantie geknüpften Bedingungen aufgeklärt werden.

In einigen Fällen sind die Verbraucherinformationen zu fachspezifisch, schlecht dargeboten oder schwer verständlich, so dass ein Informationsüberangebot entsteht. In anderen Fällen erfüllen die bestehenden sektoralen Informationspflichten bei Privatanlegerprodukten nicht ihren Zweck, was beispielsweise im Versicherungssektor der Fall ist, wo die Informationspflichten auf das gesamte Spektrum der Versicherungsprodukte und nicht nur auf Anlageprodukte abstellen. In wiederum anderen Bereichen, wie bei strukturierten Termineinlagen, fehlen europäische Vorschriften völlig. Diese Inkohärenzen erschweren es, die Charakteristika verschiedener Produkttypen miteinander zu vergleichen, und machen es auch dem Anleger nicht leicht, die für ihn beste Entscheidung zu treffen.

Die Finanzkrise hat unmissverständlich vor Augen geführt, wie wichtig wirksame Kundeninformationen in diesem Bereich sind. Dabei sind ernsthafte Zweifel daran aufgekommen, inwieweit die Anleger sich der mit bestimmten Produktgarantien verbundenen Abwärts- oder Gegenparteausfallrisiken bewusst sind.

Genau deshalb hat die Europäische Kommission vorgeschlagen, den derzeit für OGAW vorgeschriebenen vereinfachten Prospekt durch eine kürzere, klarere und stärker anlegerorientierte Unterlage - die „wesentlichen Informationen für den Anleger“ - zu ersetzen. Welche Angaben diese enthalten soll, wird gerade in enger Zusammenarbeit mit den Interessengruppen ausgearbeitet, wobei verschiedene Gestaltungsmöglichkeiten bereits nach strengen Kriterien bei Privatanlegern getestet wurden. Diese Arbeiten setzen den Maßstab für die weitere Entwicklung verbesserter Informationspflichten für den gesamten Markt für Privatanleger-Anlageprodukte.

### ***Schwachstellen bei der Regulierung der Vertriebspraktiken***

Die gemeinschaftlichen Bestimmungen über Vertriebspraktiken sollen zum einen sicherstellen, dass die Vertriebsstellen ihrer Tätigkeit professionell und fair nachgehen und bei Vertrieb oder Beratung die Bedürfnisse des Anlegers in den Mittelpunkt stellen, und zum anderen gewährleisten, dass Interessenkonflikte vermieden, wirksam geregelt und/oder offengelegt werden. Dies ist von entscheidender Bedeutung. Bei einer kürzlich durchgeführten Erhebung unter Anlageberatern<sup>2</sup> vertraten 72 % der Teilnehmer die Auffassung, dass die Art und Weise, in der die Abschlussprovisionen strukturiert sind, einen Einfluss darauf haben kann, welche Produkte an den Anleger vertrieben werden.

---

<sup>2</sup> CFA Institute, *European Union Member Poll on Executive Compensation and Retail Investment Products*, Januar 2009.

Dennoch bestehen zwischen der MiFID und der IMD, den beiden wichtigsten Rechtsakten auf diesem Gebiet, einige Unterschiede. Während die MiFID eine komplexe Regelung zur Vermeidung, Regelung und Offenlegung von Interessenkonflikten sowie ausführliche Bestimmungen zu Anreizzahlungen an Makler enthält, sieht die IMD in dieser Hinsicht keine vergleichbaren Regelungen vor. Sie verpflichtet die Makler, den Kunden darüber aufzuklären, ob sich ihre Beratung auf eine ausgewogene Untersuchung (d.h. eine ausreichende Zahl von Versicherungsverträgen) stützt oder ob vertragliche Verpflichtungen gegenüber einem oder mehreren Versicherern bestehen.

Wenngleich noch nicht viele praktische Erfahrungen mit der MiFID und der IMD gesammelt wurden, fürchtet die Europäische Kommission doch, dass unterschiedliche Standards bei den Vertriebspraktiken für Standardanlageprodukte in diesen beiden Richtlinien die Gefahr erhöhen, dass die Anleger geschädigt werden und es zu Arbitrage zwischen diesen beiden Richtlinien kommt.

Auch sind einige Produkte und Vertriebskanäle durch diese Richtlinien nicht abgedeckt. So gelten für den Direktvertrieb durch die auflegende Stelle (wie Fondsmanager oder Versicherungsgesellschaften) nicht die gleichen Vorschriften wie für Maklerverkäufe. Für den Vertrieb strukturierter Termineinlagen, die laut MiFID-Definition keine Finanzinstrumente darstellen, bestehen keinerlei EU-Vorschriften. Diese Lücken führen dazu, dass nicht für alle Anlagen die gleichen Wettbewerbsbedingungen herrschen.

### **3. WÜRDEN ÄNDERUNGEN AN EUROPÄISCHEN RECHTSVORSCHRIFTEN ZU BESSEREN ERGEBNISSEN FÜHREN?**

Sind diese Schwächen auf rechtliche Inkohärenzen auf europäischer Ebene zurückzuführen oder gibt es andere Gründe, wie eine unzureichende Durchsetzung? Können Defizite im Gemeinschaftsrecht durch Maßnahmen der Mitgliedstaaten oder der betreffenden Branche ausgeglichen werden?

Einige Mitgliedstaaten haben bereits auf die Inkohärenzen und Lücken im Gemeinschaftsrecht reagiert und auf nationaler Ebene zusätzliche Informationspflichten und Anforderungen an die Vertriebspraktiken festgelegt. In vielen Branchen haben die Anbieter und Vertriebsstellen zudem Verhaltenskodizes aufgestellt oder empfehlenswerte Praktiken ausgegeben, um die Informationen zu verbessern und einen verantwortungsvollen Vertrieb und eine verantwortungsvolle Beratung zu fördern.

Doch haben diese Maßnahmen zwangsläufig nur eine begrenzte geografische Reichweite. Eine koordinierte oder systematische Beseitigung der Schwachstellen des gemeinschaftlichen Rechtsrahmens kann von ihnen nicht erwartet werden. Die Bemühungen der nationalen Gesetzgeber um größere Kohärenz werden vor allem dann behindert, wenn das Gemeinschaftsrecht den Erlass zusätzlicher nationaler Maßnahmen nicht zulässt. Dies ist selbst bei Produkten der Fall, die vorwiegend auf mitgliedstaatlicher Ebene vertrieben werden.

Auch können unkoordinierte nationale Maßnahmen die Funktionsweise des Binnenmarkts beeinträchtigen. In Bezug auf Produkte, bei denen die Voraussetzungen für den grenzübergreifenden Vertrieb derzeit nicht rechtlich harmonisiert sind, könnte eine kohärentere EU-Regelung für Informationspflichten und Vertriebspraktiken einige Hindernisse für den grenzübergreifenden Vertrieb von Privatanleger-Produkten beseitigen.

Die Europäische Kommission ist deshalb zu dem Schluss gelangt, dass den Gefahren, die die Vielzahl an unterschiedlichen rechtlichen Regelungen für Privatanlegerprodukte mit sich bringt, auf EU-Ebene entschlossen und in systematischer, koordinierter Form begegnet werden muss. Soll EU-weit ein sicherer und nachhaltiger rechtlicher Rahmen gewährleistet und zu einem reibungslos funktionierenden Binnenmarkt beigetragen werden, müssen die Gemeinschaftsvorschriften kohärenter werden.

#### **4. WAS SCHLÄGT DIE KOMMISSION VOR?**

Die Europäische Kommission ist der Auffassung, dass das bestehende Flickwerk aus sektoralen Vorschriften **sowohl bei den Informationspflichten als auch bei den Vertriebspraktiken durch einen horizontalen Ansatz ersetzt werden muss**. Ein solcher Ansatz würde unabhängig von der Rechtsform des Produkts oder des jeweiligen Vertriebskanals zu kohärenteren Ergebnissen beitragen und könnte ausgeweitet werden, damit er mit der permanenten Innovation auf dem Retail-Markt Schritt halten kann.

Auch wenn es den Anschein haben könnte, dass die bestehende Regelung am wenigsten beeinträchtigt würde, wenn die sektoralen Vorschriften geändert und in den bislang unregulierten Bereichen Rechtsvorschriften erlassen würden, ließe sich die angestrebte Kohärenz auf diese Weise vergleichsweise schwer erreichen und bestünde zudem ständig die Gefahr, dass nicht alle oder nicht immer die neuesten Produkte durch die Regelung abgedeckt sind, so dass zu einem späteren Zeitpunkt wieder Maßnahmen ergriffen werden müssten.

Horizontale Maßnahmen würden nicht ausschließen, dass rechtliche Anforderungen bis zu einem gewissen Grad angepasst werden können, um objektiven Unterschieden zwischen verschiedenen Produkten Rechnung zu tragen. Würden sie in Form eines Lamfalussy-Rechtsakts erlassen, könnten darin für alle einschlägigen Produkte und Akteure einheitliche Grundsätze und grundlegende Anforderungen festgelegt werden, während die genaue inhaltliche und formale Ausgestaltung der Anforderungen an die Besonderheiten der einzelnen Produkte angepasst werden könnte.

#### **Wie würde ein horizontaler Ansatz aussehen?**

Im folgenden Abschnitt wird dargelegt, wie bei der Ausarbeitung horizontaler Vorschriften sowohl über die von den Anbietern von Anlageprodukten zu erstellenden grundlegenden Anlegerinformationen als auch über den Vertrieb dieser Produkte durch Makler oder andere Vertriebsstellen, einschließlich des Anbieters selbst, verfahren werden soll. Für die beiden Bereiche sind gesonderte Legislativinitiativen geplant – hauptsächlich, weil an Vertrieb und Auflage des Produkts unterschiedliche Unternehmen beteiligt sind. Die Rechtsakte müssten wirksam miteinander verzahnt werden.

#### ***Grundlegende Anlegerinformationen des Anbieters***

Ein horizontaler Ansatz in diesem Bereich erfordert ein neues Rechtsinstrument, das die einschlägigen Bestimmungen der bestehenden sektoralen Rechtsvorschriften ersetzt oder einbezieht und auf Produkte ausweitet, die derzeit noch nicht reguliert sind.

Die Hauptbestandteile eines horizontalen Rechtsakts über Anlageprodukte für Kleinanleger sind nachstehend beschrieben.

## **Kasten 2: Grundlegende Anlegerinformationen**

### *Ziel*

- Ziel wäre das höchstmögliche Maß an Harmonisierung und Standardisierung der grundlegenden Anlegerinformationen, um Produktvergleiche zu ermöglichen, wobei den Besonderheiten bestimmter Produkte durch maßgeschneiderte Vorschriften Rechnung getragen werden müsste.

### *Geltungsbereich*

- Gelten würde der neue horizontale Rechtsakt für alle Unternehmen, die Standardanlageprodukte für Privatanleger auflegen, auch solche, bei denen ein anderes, zugrundeliegendes Produkt neu aufgelegt wird, wie bei Vermögenssummantelungen.
- Unter den Rechtsakt fallen würden Produkte, die der Definition eines Standardanlageprodukts für Privatanleger (vorläufige Definition siehe Abschnitt 1) entsprechen.

### *Grundsätze, nach denen die grundlegenden Anlegerinformationen gestaltet würden*

- Anlageinformationen sollten angemessen und klar sein und den Anleger nicht in die Irre führen. Sie sollten für ihr Zielpublikum, das oftmals kaum oder gar nicht über Anlageerfahrung verfügt, verständlich sein.
- Sie sollten alle für eine fundierte Anlageentscheidung notwendigen Informationen enthalten (und beispielsweise über Ertragskraft und Risiken, über Gebühren, Garantien und über die Funktionsweise des Produkts, wie über etwaige feste Fälligkeitstermine, Aufschluss geben). Ihre Gestaltung sollte weitestgehend standardisiert sein, so dass Produkte leichter miteinander verglichen werden können.
- Sie sollten in einem für den Privatanleger angemessenen Format dargeboten werden, d.h. so kurz und einfach wie möglich sein (aber dennoch alle grundlegenden Informationen enthalten) und umfangreichen Tests mit Anlegern unterzogen worden sein, damit sie den gewünschten Zweck erfüllen.
- Der Anleger sollte die Informationen so rechtzeitig erhalten, dass sie seine Entscheidung über den Erwerb einer Anlage noch beeinflussen können. Jeder, der Standardanlageprodukte für Privatanleger vertreibt, sollte dem Anleger die vom Anbieter erstellten, gesetzlich vorgeschriebenen Informationen vorlegen müssen. Dies würde sowohl für Makler als auch für Anbieter, die ihre eigenen Produkte vertreiben, sowie unabhängig davon gelten, ob in Verbindung mit dem Verkauf auch andere Leistungen, wie Beratung, erbracht werden.
- Alle damit verbundenen Werbematerialien sollten angemessen und klar sein und den Anleger nicht in die Irre führen. Darüber hinaus sollten sie klar von den vorgeschriebenen Anlegerinformationen zu unterscheiden sein, aber hundertprozentig mit ihnen übereinstimmen.

Die jüngsten Arbeiten zur Bestimmung der grundlegenden Anlegerinformationen bei OGAW bieten einen klaren Maßstab dafür, wie der Standard für gesetzlich vorgeschriebene

Anlegerinformationen bei anderen Privatanlegerprodukten aussehen könnte, auch wenn diese an die Besonderheiten und die jeweilige Rechtsform der Produkte angepasst werden müssten. Auch aus anderen Arbeiten der Kommission, etwa an den in der Verbraucherkreditrichtlinie vorgesehenen „Standardinformationen für europäische Verbraucherkredite“ lassen sich Lehren darüber ziehen, von welchem Wert standardisierte vorvertragliche Informationen für den Verbraucher sind.

### ***Vertrieb von Privatanleger-Anlageprodukten durch Intermediäre und andere***

Nach Auffassung der Europäischen Kommission sollten für den Vertrieb von standardmäßigen Privatanlegerprodukten unabhängig vom Vertriebsweg stets dieselben Rechtsanforderungen gelten. Die MiFID-Bestimmungen zum „Wohlverhalten“ und zu Interessenkonflikten geben hier eine klare Linie vor. Die Ausweitung dieser Bestimmungen auf alle Anlageprodukte für Kleinanleger ließe sich erreichen, indem die einschlägigen MiFID-Vorschriften auf alle Unternehmen ausgeweitet würden, die die jeweiligen Produkte vertreiben.

Ein horizontaler Ansatz für die Vertriebspraktiken würde folgende Grundzüge aufweisen:

#### **Kasten 3: Horizontaler Regulierungsansatz für die Vertriebspraktiken**

##### ***Geltungsbereich***

- Für alle Anbieter , die Anlageprodukte für Kleinanleger vertreiben, würden kohärente Bestimmungen über „Wohlverhalten“, Anreize und Interessenkonflikte nach dem Muster der MiFID gelten, und zwar unabhängig davon, ob sie dabei als Intermediär auftreten oder die Produkte selbst auflegen. Bei den genauen Anforderungen müsste unter Umständen berücksichtigt werden, welche Dienstleistung angeboten wird (Beratung, Auftragsübermittlung).

##### ***Grundsätze***

- Bei den Vertriebspraktiken muss die faire Behandlung des Anlegers im Mittelpunkt stehen.
- Bei der Anlageberatung sollte der Berater alles daransetzen, dass die verkauften Produkte dem Profil und den Bedürfnissen des Anlegers entsprechen und diesem bewusst ist, welche Art von Dienstleistung der Berater für ihn erbringt.
- Wird ein Produkt ohne Beratung verkauft, muss der Anleger klar auf die eingeschränkte Art der Dienstleistung und die Risiken hingewiesen werden. In manchen Fällen kann dennoch eine Prüfung der Produkteignung für die Bedürfnisse des Anlegers vorgeschrieben werden.
- Interessenkonflikte dürfen sich weder bei Käufen mit noch ohne Beratung für den Anleger nachteilig auswirken. Sie sollten nach Möglichkeit vermieden oder ermittelt, gesteuert und auf eine für den Anleger verständliche Weise offengelegt werden.
- Bei Käufen mit wie ohne Beratung müssen dem Anleger in brauchbarer Form klare und

aussagekräftige Informationen über die Vergütungsregelungen und alle in Rechnung gestellten Kosten, Provisionen und Gebühren erteilt werden.

- Wer die Eignung der Produkte beurteilt, muss die Produkte und ihre Merkmale uneingeschränkt verstehen.

### **Worin liegen die Herausforderungen eines horizontalen Ansatzes?**

Auch wenn der Grundbegriff des Standardprodukts für Privatanleger relativ klar ist, wird doch eine hinreichend genaue allgemeine Definition festgelegt werden müssen, um Rechtsunsicherheit und Arbitrage auszuschließen. Diese allgemeine Definition muss durch eine Aufzählung der in ihren Geltungsbereich fallenden Produkte ergänzt werden. Die Europäische Kommission ist sich der Schwierigkeit dieser Aufgabe bewusst.

Die Definitionsproblematik ist nach Auffassung der Kommission jedoch nicht unlösbar. Im Anschluss an diese Mitteilung soll eine generische Definition ausgearbeitet und durch eine „weiße Liste“ der Produkte ergänzt werden, die darunter bzw. nicht darunter fallen.

Eine zweite Herausforderung wird die Verknüpfung des neuen Rechtsakts bzw. der neuen Rechtsakte mit dem bisherigen sektoralen Rechtsbestand sein. Mit neuen horizontalen Maßnahmen müssen alle bestehenden einschlägigen Maßnahmen faktisch aufgehoben und ersetzt werden, um überlappende Anforderungen zu vermeiden.

Auch wird es nicht einfach sein, ins Detail gehende Vorschläge für die Informationspflichten auszuarbeiten, beispielsweise um eine kohärente Information über Kosten, Risiken und Renditemöglichkeiten von Produkten zu gewährleisten, auch wenn diese sehr unterschiedlich konzipiert sein können. Die Erfahrungen mit den strengeren Informationspflichten bei OGAW zeigen, dass dies eingehende fachspezifische Arbeiten von beträchtlichem Umfang und eine praktische Erprobung der Vorschläge bei den Anlegern erfordert.

Um die gewünschten Ergebnisse zu erzielen, reicht ein besserer regulatorischer Rahmen allein jedoch nicht aus. Eine wirksame Zusammenarbeit zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden und die kohärente und wirksame Überwachung der Anforderungen werden auch in Zukunft unerlässlich sein. Eine verstärkte Konzentration der Branche auf die Bedürfnisse des Anlegers und die Erhöhung der Finanzkompetenz der Privatanleger werden ebenfalls notwendig sein, um auf den regulatorischen Verbesserungen aufzubauen.

## **5. SCHLUSSFOLGERUNG**

Als Folge der Finanzkrise müssen nun die Voraussetzungen geschaffen werden, damit sich Privatanleger künftig wieder in Anlageprodukten engagieren: Die Menschen werden auch in Zukunft sparen und Geld anlegen müssen und brauchen weiterhin gut verwaltete und sichere Produkte, die sie begreifen und mit ausreichenden Informationen zu fairen Bedingungen kaufen können.

Die Europäische Kommission weiß um die wichtige Funktion von Privatanleger-Anlageprodukten, die nicht nur die Retailmärkte um vielseitige gute Anlagemöglichkeiten bereichern, sondern auch zu effizienten Kapitalmärkten beitragen. Vor diesem Hintergrund kommt jenen, die solche Produkte auflegen oder als Intermediär vertreiben, die zentrale

Aufgabe zu, effektive und effiziente Retailmärkte aufzubauen und potenziellen Investoren zu der Anlage zu verhelfen, die ihren Bedürfnissen am besten entspricht. Hierfür steht ihnen selbstredend eine Vergütung zu.

Nach Auffassung der Europäischen Kommission können nachhaltige und zufriedenstellende rechtliche Rahmenbedingungen für den Vertrieb von standardmäßigen Privatanlegerprodukten und die hierbei geltenden Informationspflichten nur dann geschaffen werden, wenn die elementaren Unterschiede, die sich aus dem EU-Recht ergeben, beseitigt werden. Einen solchen Ansatz zu entwickeln birgt große Herausforderungen, unter anderem für die Aufsichtsbehörden, die die neuen Anforderungen durchsetzen müssen, und die Branche, die sich darauf einstellen muss. Ausreichend Sorge muss dafür getragen werden, die Kosten möglichst gering zu halten. Ein horizontaler bereichsübergreifender Ansatz bedeutet auch einen beträchtlichen zusätzlichen Koordinierungs- und Gesprächsbedarf zwischen den sektoralen Aufsichtsbehörden, um eine kohärente Auslegung und eine effektive Bindung der jeweiligen Branchen sicherzustellen.

### **Weiteres Vorgehen**

Die Europäische Kommission beginnt nun mit der Ausarbeitung detaillierter Vorschläge für den in dieser Mitteilung vorgestellten Legislativansatz. Dazu gehören:

- die Einholung von Fachwissen bei den Ausschüssen der Mitgliedstaatenbehörden, den technischen Ausschüssen und anderen Zusammenschlüssen von Interessengruppen zur Unterstützung der Ausarbeitung der betreffenden Maßnahmen;
- die Vergabe von Studien, um Hintergrundwissen für die Ausarbeitung von Rechtsmaßnahmen zu erschließen und weitere Folgenabschätzungen durchzuführen;
- die Veröffentlichung eines ersten Entwurfs für Form und Inhalt der oben geschilderten Maßnahmen. Dieser erste Entwurf wird den Interessengruppen zur Konsultation vorgelegt.