

# Stellungnahme

der Deutschen Kreditwirtschaft zum Vorschlag der  
Europäischen Kommission vom 24. Mai 2023 für  
eine Kleinanlegerstrategie – Änderung der MiFID

*Lobbyregister-Nr. R001459*  
*EU-Transparenzregister-Nr. 52646912360-95*

Berlin, 25. August 2023

Federführer:  
Bundesverband der Deutschen Volksbanken  
und Raiffeisenbanken e. V.  
Schellingstraße 4 | 10785 Berlin  
Telefon: +49 30 2021-0  
Telefax: +49 30 2021-1900  
[www.die-deutsche-kreditwirtschaft.de](http://www.die-deutsche-kreditwirtschaft.de)

# Inhaltsverzeichnis

<b>Stellungnahme</b>		<b>1</b>
<b>I. Grundsätzliche Bewertung</b>		<b>4</b>
1. Einleitung		4
2. Zielsetzung der Kleinanlegerstrategie		4
3. Positionen im Überblick		4
3.1. Zuwendungsverbot im beratungsfreien Geschäft und bei Gewährung von Zahlungen in der Vermögensverwaltung		4
3.2. Anlageberatung		4
3.3. Angemessenheitsprüfung		5
3.4. Value for Money		5
3.5. Kundeninformationen		6
3.6. Kundenklassifizierung		6
3.7. Delegation auf Stufen 2 und 3 des Gesetzgebungsverfahrens		6
3.8. Umsetzungsfristen und Überprüfungsklausel für Zuwendungen		7
<b>II. Zuwendungen</b>		<b>8</b>
1. Zuwendungen im Zusammenhang mit der Anlageberatung		8
2. Zuwendungen im Zusammenhang mit dem Portfoliomanagement		8
3. Zuwendungen im Zusammenhang mit beratungsfreiem Geschäft, Grundsatz		9
3.1. Zuwendungsverbot		9
3.2. Zusammenfassung		10
4. Ausnahmen vom Zuwendungsverbot im Zusammenhang mit beratungsfreiem Geschäft		11
4.1. Bezug des beratungsfreien Geschäfts zu einer vorherigen „nicht-unabhängigen“ Anlageberatung (Art. 24a Abs. 3 MiFID-E)		11
4.2. Zuwendungen an Emittenten mit Ausnahme von PRIIPs (Art. 24a Abs. 4 MiFID-E)		11
4.3. Geringfügige nichtmonetäre Zuwendungen (Art. 24a Abs. 5 MiFID-E)		11
5. Stufe 2-Ermächtigung für die Europäische Kommission zu Zuwendungen		11
6. Überprüfungsklausel		12
<b>III. Anlageberatung</b>		<b>13</b>
1. Best-interest-Test		13
1.1. Zu Buchst. (a) Beratung auf Basis einer angemessenen Palette von Finanzinstrumenten		14
1.2. Zu Buchst. (b) Empfehlung des kosteneffizientesten Finanzinstruments		14
1.3. Zu Buchst. (c) Empfehlung eines Finanzinstruments ohne zusätzliche Merkmale		15
1.4. Zur Ermächtigung der Europäischen Kommission zu Stufe 2-Regelungen		17
2. Ungerechtfertigte Bevorzugung der Honoraranlageberatung gegenüber der provisionsbasierten Anlageberatung		18
3. Sachkunde u. a. von Anlageberatern		19
4. Weitere neue Anforderungen an die Anlageberatung und ggf. weitere Wertpapierdienstleistungen		22
4.1. Pflicht zu einer Portfoliobewertung		22
4.2. Weitere Neuerungen bei den einzuholenden Kundenangaben		24
4.3. Pflicht, dem Kunden einen Bericht über die von ihm gemachten Kundenangaben zur Verfügung zu stellen		25
4.4. Neuerung mit Blick auf den Zeitpunkt der Zurverfügungstellung der Geeignetheitserklärung		26
4.5. Ermächtigung der Europäischen Kommission in Art. 25 Abs. 8 MiFID-E viel zu weitgehend		27
<b>IV. Angemessenheit</b>		<b>28</b>
1. Standardisierte Warnhinweise und standardisiertes Reporting zu den für die Angemessenheitsprüfung erhobenen Kundenangaben		28
2. Umfang der für die Angemessenheitsprüfung einzuholenden und zu berücksichtigenden Kundenangaben		28
<b>V. Product Governance</b>		<b>31</b>
1. „Value for Money“-Prozesse		31
1.1. Einstieg in Preisregulierung ist abzulehnen		31
1.2. Gefahr des „Race to the bottom“ / Drohende Wettbewerbsverzerrungen		31
1.3. Enorm hoher Aufwand ohne entsprechenden Nutzen		33
1.4. Hilfsweise: Inhaltliche Vorgaben durch den Stufe 1-Gesetzgeber		34
2. Ausnahmen von den Anforderungen der Product Governance		35
3. Anforderungen mit Blick auf die Vertriebsstrategie des Konzepteurs		35
4. Redaktionelle Anmerkung		35
<b>VI. Kundeninformationen</b>		<b>36</b>
1. Grundsätzliche Bewertung		36
2. Marketing-Mitteilungen und Marketing-Methoden		36
2.1. Vorbemerkung		36
2.2. Neue Definitionen		37
2.2.1. Definition „Marketing-Mitteilung“ (marketing communication)		37
2.2.2. Definition „Marketing-Methode“ (marketing practice)		38
2.2.3. Definition „Online-Schnittstelle (online interface)“		38
2.3. Neue Anforderungen an Marketing-Mitteilungen und Marketing-Methoden		38
2.3.1. Anforderung zur Benennung der für Inhalt und Verbreitung verantwortlichen Wertpapierfirmen		38
2.3.2. Angabe zu Merkmalen und Hauptrisiken		38
2.3.3. Jährliche Berichte		40

	2.3.4. Einklang mit Zielmarkt	40
	2.3.5. Pflicht zu governance arrangements und internen Leitlinien (policy)	40
	2.3.6. Neue Befugnisse für die zuständigen nationalen Behörden bei Nichteinhaltung	40
3.	Elektronische Form für Informationen	41
4.	Sonstige Änderungen bei den allgemeinen MiFID-Anforderungen an Kundeninformationen	41
	4.1. Prior to the provision of any service or the conclusion of any transaction (Art. 24 Abs. 4 S. 1 MiFID-E)	41
	4.2. Ermächtigung der Mitgliedstaaten bzgl. standardisiertem Format (Art. 24 Abs. 5 S. 2 MiFID-E)	42
5.	Risikowarnhinweise	42
	5.1. Grundsätzliche Bedenken	42
	5.2. Anmerkungen im Einzelnen	43
	5.2.1. Anwendungsbereich „information materials“	43
	5.2.2. Anwendungsbereich „particularly risky financial instruments“	44
	5.2.3. Format und Inhalt des Risikohinweises	44
	5.2.4. Umsetzungsfrist und Konsultation	45
<b>VII.</b>	<b>Kosten- und Zuwendungstransparenz</b>	<b>46</b>
1.	Standardisierung bei der Darstellung der Ex ante-Kosteninformationen	46
	1.1. Unverhältnismäßige Maßnahme ohne Kundennutzen	46
	1.2. Exkurs: Anmerkung zu Art. 24b Abs. 4 UAbs. 5 MiFID-E (Terminologie bei jährlichem Reporting)	46
2.	Ausweitung der Kosteninformationen – Verstärkung des Information Overload	47
3.	Darstellung der Auswirkungen von Zuwendungen bezogen auf die Nettorendite in den Ex-ante-Kosteninformationen	49
4.	Offenlegung der Berechnungsmethode	50
5.	Berechnung bis zum Fälligkeitstermin/Haltedauer	51
6.	Anforderungen bei professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien	51
	6.1. Einleitung	51
	6.2. Anmerkung zu Art. 24b Abs. 1 UAbs. 6 und 7 MiFID-E	52
	6.3. Anmerkung Art. 30 Abs. 1 MiFID-E	52
7.	Jährliche Ex-post-Kosteninformationen	52
	7.1. Keine Vervielfachung von jährlichen Ex-post-Kosteninformationen	52
	7.2. Deutliche Ausweitung der Inhalte – Gefahr des Information Overload	53
	7.3. Aufgabe der redundanten Quartalsreports, Art. 63 Abs. 1 DelVO (EU) 2017/565	53
	7.4. Ausnahmeregelung bei Online-Zugang zu den Reportings	53
8.	Umsetzungsfristen	53
9.	Detailanmerkungen	54
	9.1. Anmerkungen zu Art. 24b Abs. 1 UAbs. 1 MiFID-E (“in the required format”)	54
	9.2. Anmerkungen zu Art. 24b Abs. 1 UAbs. 1 MiFID-E (“or transactions”)	54
	9.3. Anmerkungen zu Art. 24b Abs. 1 UAbs. 2 Buchst. (c) MiFID-E („paid”)	54
	9.4. Anmerkungen zu Art. 24b Abs. 2 UAbs. 1 Buchst. (a) MiFID-E („provision of any costs...”)	54
<b>VIII.</b>	<b>Kundenklassifizierung</b>	<b>56</b>
1.	Anhang II Abschnitt II.1. erster Spiegelstrich MiFID-E	56
2.	Anhang II Abschnitt II.1. zweiter Spiegelstrich MiFID-E	56
3.	Anhang II Abschnitt II.1. dritter und vierter Spiegelstrich MiFID-E	56
4.	Anhang II Abschnitt II.1. neuer UAbs. 6 MiFID-E	56
<b>IX.</b>	<b>Zeitliche Vorgaben</b>	<b>58</b>

## I. Grundsätzliche Bewertung

### 1. Einleitung

Am 24. Mai 2023 hat die Europäische Kommission einen Vorschlag für eine Kleinanlegerstrategie (Vorschlag für eine Richtlinie zur Änderung der Richtlinien (EU) 2009/65/EU, 2009/138/EU, 2011/61/EU, 2014/65/EU and (EU) 2016/97 im Hinblick auf die Unionsvorschriften zum Schutz von Kleinanlegern) vorgelegt. In der vorliegenden Stellungnahme bewertet die Deutsche Kreditwirtschaft die Vorschläge der Europäischen Kommission zur Änderung der Europäischen Finanzmarkttrichtlinie MiFID.

### 2. Zielsetzung der Kleinanlegerstrategie

Die Deutsche Kreditwirtschaft unterstützt die Intention der Europäischen Kommission, mit der aus der Kapitalmarktunion entwickelten Kleinanlegerstrategie das Wertpapiergeschäft verbraucherfreundlicher zu gestalten und damit Investitionen von Kleinanlegern an den Kapitalmärkten zu fördern. Die Europäische Kommission hat allerdings einen Vorschlag vorgelegt, mit dem diese Ziele ganz überwiegend nicht erreicht werden können bzw. der diesen Zielen sogar zuwiderläuft. Darauf geht die Deutsche Kreditwirtschaft in der vorliegenden Stellungnahme ein.

### 3. Positionen im Überblick

#### 3.1. Zuwendungsverbot im beratungsfreien Geschäft und bei Gewährung von Zahlungen in der Vermögensverwaltung

Die Europäische Kommission schlägt für das beratungsfreie Geschäft ein Provisionsverbot vor. Diesen Vorschlag halten wir für nicht sachgerecht und unverhältnismäßig. Aus dem Vorschlag der Europäischen Kommission ist schon nicht ersichtlich, mit welchem Ziel ein Provisionsverbot im beratungsfreien Geschäft eingeführt werden soll. Interessenkonflikte können jedenfalls nicht der Grund sein, da der Kunde selbst entscheidet, welches Produkt er erwirbt.

Kunden müssten zukünftig höhere Kosten im beratungsfreien Geschäft tragen und würden eine deutlich eingeschränktere Angebotspalette vorfinden, denn Wertpapierfirmen stellen den sogenannten Selbstentscheidern ein großes Angebot an Informationen und anderer Unterstützung bereit, welche diesen bei der Auswahl des geeigneten Finanzinstruments helfen sollen. Dieses Angebot könnte im Falle eines Provisionsverbots nicht mehr durch Zuwendungen finanziert werden und müssten entweder kostenpflichtig angeboten oder eingestellt werden. Zudem darf nicht vergessen werden, dass das beratungsfreie Geschäft bereits heute stark reguliert und mit umfangreichen Pflichten der Wertpapierfirmen verbunden ist, die Kosten und Aufwand nach sich ziehen. Mit Ausnahme der Geeignetheitsprüfung und Geeignetheitserklärung müssen die Wertpapierfirmen nahezu die gleichen anlegerschützenden Pflichten erfüllen wie bei der Anlageberatung.

Ferner sollte auch die Gewährung von Zahlungen in der Vermögensverwaltung weiterhin zulässig sein. Ein Verbot ist nicht sachgerecht und würde insbesondere Kooperationsmodelle unmöglich machen, in denen Vermögensverwalter mit anderen Wertpapierfirmen zusammenarbeiten, die die unmittelbare Kundenbetreuung wahrnehmen und hierfür eine Vergütung vom Vermögensverwalter erhalten.

Siehe dazu im Einzelnen: Abschnitt II (Zuwendungen).

#### 3.2. Anlageberatung

In der Anlageberatung soll künftig ein Best-interest-Test gelten (Art. 24 Abs. 1a MiFID-E). Dieser beinhaltet drei Anforderungen, die wir sehr kritisch bewerten: So wird nicht deutlich, was der Maßstab für die Bewertung sein soll, ob eine „angemessene Palette an Finanzinstrumenten“ gegeben ist. Bei der Bewertung der

Kosteneffizienz bleibt das Verhältnis zur derzeit schon obligatorischen Äquivalenzprüfung (Art. 54 Abs. 9 DelVO (EU) 2017/565) unklar. Eine Anforderung darüber hinaus ist nicht erforderlich. Auch der Kreis der Produkte, die miteinander verglichen werden sollen, bleibt unklar. Es steht zu befürchten, dass durch den Kostenvergleich „Äpfel mit Birnen“ verglichen werden müssen. Sofern der Fokus ausschließlich auf den Kosten liegt und Qualitätsmerkmale unberücksichtigt blieben, wäre dies weder im Interesse der Kunden noch im Interesse der Wertpapierfirmen. Die reine Fokussierung auf bestimmte Kostenelemente negiert, dass Produktmerkmale sich in bestimmten Marktphasen als besonders nützlich erweisen können, aber auch mit Kosten verbunden sind.

Im Ergebnis sehen wir einen massiven Eingriff in die Geschäftsmodelle der Wertpapierfirmen. Betroffen werden vor allem kleinere und mittelgroße Wertpapierfirmen und solche sein, die sich spezialisiert haben. Es besteht die konkrete Gefahr, dass diese ihr Beratungsangebot aufgrund der weiter stark steigenden Fixkosten nicht mehr aufrechterhalten können, insbesondere gegenüber Kleinanlegern. Damit wird das Ziel der RIS konterkariert, den Zugang von Kleinanlegern zu den Kapitalmärkten zu fördern. Wir halten die neuen Vorgaben für kontraproduktiv. Sie sollten daher nicht eingeführt werden.

Der Vorschlag der Europäischen Kommission sieht zudem eine einseitige Förderung der Honorarberatung vor, indem für diese Art der Beratung geringere Anforderungen gestellt werden. Dies stellt einen ungerechtfertigten Eingriff in den Markt dar.

Die neuen Anforderungen an die erforderliche Sachkunde von Anlageberatern sind nicht sachgerecht. Die Pflicht zur Fortbildung muss sich weiterhin nach der Erforderlichkeit im Einzelnen richten und hausinterne Schulungen müssen auch im Interesse niedriger Kosten möglich bleiben.

Siehe dazu im Einzelnen: Abschnitt III (Anlageberatung).

### **3.3. Angemessenheitsprüfung**

Der Entwurf sieht zudem deutlich erweiterte Prüfpflichten im beratungsfreien Geschäft vor. So sollen die Wertpapierfirmen bei Durchführung der Angemessenheitsprüfung im beratungsfreien Geschäft u. a. zukünftig neben den Kenntnissen und Erfahrungen des Kunden auch die Verlusttragfähigkeit und die Risikobereitschaft prüfen. Dies lehnen wir ab. Ein Bedürfnis in der Praxis für die vorgeschlagenen neuen Anforderungen ist nicht erkennbar. Das beratungsfreie Wertpapiergeschäft würde grundlegend komplizierter und zeitaufwendiger, was massiv zulasten der Selbstentscheider gehen würde, die bereits heute über den durch regulatorische Vorgaben bedingten unnötigen Aufwand klagen. Der Vorschlag würde die sinnvolle Differenzierung zwischen Anlageberatung und Selbstentscheidergeschäft verwischen und liefe auf eine Bevormundung der Kunden hinaus, die selbstständig ordern möchten.

Siehe dazu im Einzelnen: Abschnitt IV (Angemessenheit).

### **3.4. Value for Money**

Im Rahmen der gesetzlichen Anforderungen an die Product Governance sollen künftig neue Prozesse zum Thema „Value for Money“ implementiert werden, die einen enormen Umsetzungsaufwand hervorrufen können. Die Vorschläge bergen die Gefahr des Einstiegs in eine Preisregulierung. Dies kann dazu führen, dass sich innerhalb der von ESMA zu definierenden Benchmarks ein Wettbewerb um die kostengünstigsten Produkte entwickelt, bei dem für die Kunden wichtige Qualitätsmerkmale, die für die betreffende Benchmark irrelevant sind, außen vor bleiben („Race to the bottom“).

Der Vorschlag einer Preisregulierung sowie der einseitige Fokus auf die Kosten wurden auch in einer am 27. Juni dieses Jahres veröffentlichten Studie (Filippo Annunziata: „Retail Investment Strategy How to boost

retail investors' participation in financial markets", S. 21), die vom ECON-Ausschuss des Europäischen Parlaments beauftragt wurde, sehr kritisch gesehen. Diese Kritik stützt unsere Bedenken sowie unsere ablehnende Haltung. Wir sehen die Gefahr, dass die Ausgestaltung dieser Vergleichsmaßstäbe zu Eingriffen in den Wettbewerb führen wird, indem bestimmte Geschäftsmodelle in den Vergleichsmaßstäben nicht hinreichend abgebildet werden. Auch hier steht zu befürchten, dass in den Benchmarks „Äpfel mit Birnen“ verglichen werden.

Darüber hinaus erscheinen die Vorschläge nicht praxisnah mit Blick auf die Vielzahl von betroffenen Produkten. Der Gefahr der unzureichenden Vergleichsmaßstäbe scheint sich auch die Europäische Kommission bewusst zu sein, da sie in Erwägungsgrund 17 ihres Entwurfes selbst auf die Möglichkeit anfänglicher Qualitätsmängel hinweist („...and refine their quality“). Aus diesem Grunde lehnen wir den Vorschlag der Europäischen Kommission ab.

Siehe dazu im Einzelnen: Abschnitt V (Product Governance).

### **3.5. Kundeninformationen**

Im Zusammenhang mit Kundeninformationen, einschließlich Kosteninformationen und Marketingmitteilungen, werden zahlreiche neue Verpflichtungen, zusätzliche Informationen und noch mehr Bürokratie für die Wertpapierfirmen und ihre Kunden vorgeschlagen. Da ein höherer Aufwand auch die Wertpapierdienstleistung verteuert, sollten Aufwand und Kundennutzen in angemessenem Verhältnis stehen. Das sieht die Deutsche Kreditwirtschaft beim vorliegenden Entwurf nicht. Zudem würden die vorgeschlagenen Regelungen den von Kunden heute schon beklagten „Information Overload“ zusätzlich verstärken.

Siehe dazu im Einzelnen: Abschnitt VI (Kundeninformationen) und Abschnitt VII (Kosten- und Zuwendungs-transparenz).

### **3.6. Kundenklassifizierung**

Die Deutsche Kreditwirtschaft begrüßt die vorgesehenen Erleichterungen für die Hochstufung zum professionellen Kunden, regt aber einige Änderungen zu dem Vorschlag an.

Siehe dazu im Einzelnen: Abschnitt VIII (Kundenklassifizierung).

### **3.7 Delegation auf Stufen 2 und 3 des Gesetzgebungsverfahrens**

Der Vorschlag der Europäischen Kommission zur Änderung der Regelungen der MiFID bleibt an vielen Stellen vage und verschiebt damit implizit oder explizit wesentliche politische Entscheidungen auf von der Europäische Kommission zu erlassende Stufe 2-Regelungen oder auf die europäische Aufsichtsbehörde (Stufe 3).

Nach Auffassung der Deutschen Kreditwirtschaft muss der Basisrechtsakt auf Stufe 1 des Gesetzgebungsverfahrens bereits alle wesentlichen politischen und inhaltlichen Entscheidungen enthalten. Die vorgeschlagenen Regelungen der Kleinanlegerstrategie haben teilweise erhebliche Auswirkungen auf den Wettbewerb und die Geschäftsmodelle der Wertpapierfirmen und sind somit nicht nur technische Detailregelungen. Grundlegende politische Entscheidungen sollen dem ordentlichen Gesetzgebungsverfahren auf Stufe 1 vorbehalten bleiben und damit nicht der Mitsprache von Rat und Europäischem Parlament entzogen werden.

### **3.8 Umsetzungsfristen und Überprüfungsklausel für Zuwendungen**

Die vorgeschlagene Umsetzungsfrist ist für die Wertpapierfirmen zu kurz. Sie muss verlängert werden und sollte erst beginnen, wenn die Maßnahmen auf Stufe 2 des europäischen Gesetzgebungsverfahrens veröffentlicht sind, denn erst dann können die Wertpapierfirmen tatsächlich mit der konkreten Umsetzung beginnen.

Der Vorschlag der Europäischen Kommission sieht vor, dass sie die Wirkung von Provisionszahlungen auf Kleinanleger innerhalb von drei Jahren überprüft. Eine derart kurzfristige Überprüfungspflicht lehnen wir ab, zumal die Europäische Kommission hinsichtlich des Ergebnisses der Überprüfung schon festgelegt zu sein scheint. Es droht die Gefahr, dass die umfangreichen Neuerungen nur eine Zwischenlösung sind.

Siehe dazu im Einzelnen: Abschnitt IX (Zeitliche Vorgaben).

## II. Zuwendungen

Die Europäische Kommission hat mit ihrem Vorschlag für die Kleinanlegerstrategie die Grundsätze für das Annehmen und Behalten von Zuwendungen im Zusammenhang mit dem Erbringen von Wertpapierdienstleistungen überarbeitet. Die Deutsche Kreditwirtschaft begrüßt sehr, dass die Europäische Kommission von ihrer ursprünglichen Intention, ein vollständiges Zuwendungsverbot (auch in der Beratung) vorzuschlagen, abgesehen hat. Ein solches Verbot hätte – so schreibt auch die Europäische Kommission selbst in den Erläuterungen zu ihrem Entwurf – unabsehbare Folgen für Märkte und Verbraucher. Dieser Bewertung schließt die Deutsche Kreditwirtschaft sich an.

Kritisch zu sehen ist in diesem Zusammenhang aber insbesondere, dass die Europäische Kommission – bei gleichzeitiger Ausweitung der Pflichten – ein Zuwendungsverbot für das in Deutschland weit verbreitete beratungsfreie Geschäft mit Kleinanlegern vorschlägt.

### 1. Zuwendungen im Zusammenhang mit der Anlageberatung

Nach den heute schon geltenden Regelungen (Art. 24 Abs. 1 und Abs. 8 MiFID) müssen Wertpapierfirmen bei dem Erbringen von Wertpapierdienstleistungen redlich, fair und im besten Interesse ihrer Kunden handeln. Diese seit MiFID I geltende Regelung soll nun durch den Grundsatz des Handelns im besten Interesse des Kunden („Best-interest-Test“) weiter konkretisiert werden (Art. 24 Abs. 1a MiFID-E). Darauf geht die Deutsche Kreditwirtschaft in vorliegender Stellungnahme im Abschnitt zur Anlageberatung ein (siehe hierzu unter III.1.).

### 2. Zuwendungen im Zusammenhang mit dem Portfoliomanagement

Nach den geltenden Regelungen (Art. 24 Abs. 8 MiFID) haben die Mitgliedsstaaten dafür Sorge zu tragen, dass Wertpapierfirmen keine Zuwendungen Dritter im Zusammenhang mit dem Portfoliomanagement annehmen. Dieser Grundsatz soll laut der Gesetzesbegründung beibehalten werden („... the existing bans on inducements regarding independent advice and portfolio management, which are maintained, ...“). Entgegen dieser Aussage in der Gesetzesbegründung wird der Anwendungsbereich überraschenderweise im Gesetzestext selbst ausgeweitet. Während es nach der geltenden Regelung heißt „shall not accept or retain fees...“, heißt es im Entwurf nun „do not pay or receive any fee...“.

Heute ist es üblich, dass Portfolioverwalter etwaige Zuwendungen, die sie erhalten, an ihre Kunden auskehren. Die Deutsche Kreditwirtschaft geht davon aus, dass dies auch weiterhin zulässig sein soll.

Nach geltender Rechtslage gilt das Zuwendungsverbot für Vermögensverwalter ausschließlich im Hinblick auf die Entgegennahme von Zuwendungen. Ein weiter gefasstes Verbot, das auch die Gewährung von Zuwendungen erfasst, ist nicht sachgerecht und würde insbesondere Kooperationsmodelle unmöglich machen, in denen Vermögensverwalter mit anderen Wertpapierfirmen zusammenarbeiten, die z. B. die unmittelbare Kundenbetreuung wahrnehmen. Zahlungen des Vermögensverwalters an diese Kooperationspartner wären dann aufgrund des weit gefassten Wortlauts entgegen der Gesetzesbegründung (siehe dort Seite 15) unzulässig, obwohl derartige Kooperationsmodelle für Anleger keine Nachteile hervorrufen. Schließlich ist zu beachten, dass das vorgeschlagene Verbot zu einer ungerechtfertigten Schlechterstellung der Vermögensverwaltung gegenüber der Anlageberatung führen würde. Während Produkthanbieter an Wertpapierfirmen, die Kunden beraten, eine Vergütung zahlen dürften, wäre dies für Vermögensverwalter, die mit Wertpapierfirmen kooperieren, die die unmittelbare Kundenbetreuung, insbesondere die Beratung, übernehmen, nicht gestattet. Dies erscheint insbesondere vor dem Hintergrund, dass bei einer Vermögensverwaltung durch die laufende Geeignetheitsprüfungen und umfangreichere Berichtspflichten durch den Vermögensverwalter ein besonders hohes Anlegerschutzniveau gilt, unsachgemäß. Besonders problematisch ist, dass der Wortlaut der vorgeschlagenen Regelung, in dem u. a. auf die Unzulässigkeit der Bezahlung von Entgelten (Fees)



abgestellt wird, so verstanden werden kann, dass dem Vermögensverwalter auch der Bezug sämtlicher entgeltlicher Dienstleistungen untersagt wird. So könnte man die Regelung so verstehen, dass Geldzahlungen z. B. für den Bezug von Research oder IT-Dienstleistungen, die die Vermögensverwaltung betreffen, unzulässig sind.

Im Interesse der Kleinanleger regt die Deutsche Kreditwirtschaft daher an, den bisherigen Wortlaut („shall not accept or retain fees...“) beizubehalten.

Relevante Rechtsvorschrift:

Art. 24a Abs. 1 MiFID-E

### **3. Zuwendungen im Zusammenhang mit beratungsfreiem Geschäft, Grundsatz**

Wertpapierfirmen soll es nach dem vorliegenden Vorschlag (Art. 24a Abs. 2 MiFID-E) zukünftig grundsätzlich verboten sein, Zuwendungen im Zusammenhang mit dem beratungsfreien Ordergeschäft von bestimmten Dritten anzunehmen.

Allerdings ist die von der Europäischen Kommission gewählte Formulierung („do not pay or receive any fee or commission“) aus Sicht eines Kleinanlegers ungünstig. Vereinbarungen, wonach im beratungsfreien Geschäft erhaltene Zuwendungen von der Wertpapierfirma an den Anleger ausgekehrt werden, könnten nach dieser Formulierung unzulässig sein. Insofern verweist die Deutsche Kreditwirtschaft auf ihre Ausführungen oben zum Portfoliomanagement, wo dieselbe Formulierung im Entwurf der Kleinanlegerstrategie gewählt worden ist; sie schlägt vor, auch hier die aus der MiFID bekannte Formulierung „shall not accept or retain fees“ zu verwenden.

Ausnahmen bestehen nach dem Vorschlag der Europäischen Kommission bei Bezug des beratungsfreien Geschäfts zu einer vorherigen provisionsbasierten Anlageberatung (Art. 24a Abs. 3 MiFID-E), Zuwendungen in Zusammenhang mit Platzierungstätigkeiten („underwriting and placement“) mit Ausnahme von PRIIPs (Art. 24a Abs. 4 MiFID-E) und geringfügige nichtmonetäre Zuwendungen (Art. 24a Abs. 5 MiFID-E). Siehe zu diesen Ausnahmen unten unter II.4.

#### **3.1. Zuwendungsverbot**

Ein Zuwendungsverbot im beratungsfreien Geschäft hält die Deutsche Kreditwirtschaft für nicht sachgerecht und unverhältnismäßig. Aus dem Vorschlag und der Argumentationslinie der Europäischen Kommission ist nicht ersichtlich, mit welchem Ziel ein Zuwendungsverbot im beratungsfreien Geschäft eingeführt werden soll und warum es die Europäische Kommission für erforderlich hält. Mit potenziellen Interessenkonflikten ist es jedenfalls nicht zu begründen. Auch sonstige vermeintliche Missstände sind nicht ersichtlich.

Zuwendungen ermöglichen es Banken und Sparkassen, ihren Kunden eine breite Palette von Finanzinstrumenten unterschiedlichster Emittenten und mit unterschiedlichsten Basiswerten, Auszahlungsprofilen und anderen Merkmalen anzubieten. Auch der Zugang von Kunden zu Markt-Research und verschiedenen Handelsplätzen wird durch Zuwendungen finanziert. Auch können Kunden bei vielen Wertpapierfirmen jederzeit zwischen den Kanälen oder auch in die Beratung wechseln („Multikanalansatz“). Hierfür halten die Wertpapierfirmen eine kundenfreundliche Infrastruktur bereit (z. B. Filialen, geschulte Mitarbeiter, Telefon- und Videoanlagen mit Sprachaufzeichnungsmöglichkeiten, Online-Brokerage, zahlreiche „Tools“ zur Unterstützung für Selbstentscheider). Und Kunden nutzen das.

All diese Maßnahmen ermöglichen es Kunden, sich die Dienstleistung auszuwählen, die am besten zu ihnen und der jeweiligen Transaktion passt, und sich ein individuelles Portfolio zusammenzustellen. Selbstentscheider schätzen diese zusätzlichen Mehrwertdienste und das breite Angebot an Finanzinstrumenten, das ihnen

zur Verfügung gestellt wird. Das Verbot der Provisionen in diesem Kontext könnte verbunden mit den anderen hohen Anforderungen des Entwurfes der Kleinanlegerstrategie, die sich auch auf das beratungsfreie Geschäft auswirken, dazu führen, dass Kunden zukünftig höhere Kosten bzw. höhere Orderentgelte im beratungsfreien Geschäft tragen müssen. Zuwendungen ermöglichen in diesem Zusammenhang auch einen Kostenvorteil für den Endkunden, der über niedrigschwellige Angebote einfacher Zugang zum Kapitalmarkt erlangen kann, so dass die Wertpapier- und Kapitalmarktkultur insgesamt gefördert wird. Zudem würde der Kunde bei einem Verbot eine eingeschränktere Angebotspalette vorfinden oder global zu weniger Handelsplätzen Zugang haben. Das würde den von der Europäischen Kommission mit der Kleinanlegerstrategie verfolgten Zielen, den Zugang von Kleinanlegern zu Kapitalmärkten zu erleichtern, zuwiderlaufen.

Das durch ein Zuwendungsverbot angestrebte Ziel der Verhinderung eines Interessenkonflikts wird gerade nicht erreicht, da Kunden im beratungsfreien Geschäft die Finanzinstrumente selbst auswählen (offene Produktarchitektur). Ein möglicher begrenzter Interessenkonflikt im Zusammenhang mit dem Produktmarketing ist umfassend gesetzlich adressiert (Art. 44 DeIVO (EU) 2017/565).

Zudem darf nicht vergessen werden, dass bereits heute auch das beratungsfreie Geschäft stark reguliert ist und mit umfangreichen Pflichten der Wertpapierfirmen verbunden ist, die Kosten und Aufwand nach sich ziehen. Mit Ausnahme der Geeignetheitsprüfung und -erklärung müssen die Wertpapierfirmen nahezu die gleichen anlegerschützenden Pflichten erfüllen wie bei der Anlageberatung. Darüber hinaus stellen die Wertpapierfirmen den sog. Selbstentscheidern ein großes Angebot an Informationen und anderer Unterstützung bereit, welche den Selbstentscheidern bei der Auswahl des geeigneten Finanzinstruments helfen sollen. Dazu zählen u. a. die Angemessenheitsprüfung (d. h. Prüfung der Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden) und bei fehlender Übereinstimmung des Produkts Erteilung eines Warnhinweises, die Erfüllung aufsichtsrechtlich erforderlicher Informations- und Berichtspflichten (transaktionsbezogene Informationen (z. B. Ex-ante-Kostentransparenz, Basisinformationsblatt, Abrechnung) sowie die laufenden Berichtspflichten (z. B. Quartalsreporting, Verlustschwellenreporting, jährliche Kostentransparenz)).

Zu berücksichtigen ist auch, dass das beratungsfreie Geschäft einen Beitrag zur Finanzierung der auch für andere Geschäftsarten genutzten Infrastruktur leistet, so dass ein Wegfall der Zuwendungen im beratungsfreien Geschäft auch Auswirkungen auf andere Geschäftsarten haben kann. So steht beispielsweise Kunden in allen Geschäftsarten eine große Auswahl (technischer) Unterstützungsleistungen (wie u. a. Zugang zu Kurs- und Informationsportalen) zur Verfügung.

Ein Zuwendungsverbot für das beratungsfreie Geschäft ist daher unverhältnismäßig und führt dazu, dass dieses nicht mehr kostendeckend angeboten werden kann.

### **3.2. Zusammenfassung**

Wie im Detail vorstehend ausgeführt, ermöglichen Zuwendungen heute im beratungsfreien Geschäft das Angebot von qualitätsverbessernden Maßnahmen. Insbesondere wird ein umfassendes Produktangebot ermöglicht. Die Produkte können über viele verschiedene Kanäle kostengünstig abgewickelt werden. Da der Anleger selbstständig, auf informierter Basis seine Auswahl trifft, besteht grundsätzlich kein Interessenkonflikt, so dass kein Regulierungsbedarf besteht.

Ein solch erheblicher Eingriff in die Geschäftsmodelle der Banken ist daher weder angemessen noch verhältnismäßig.

Die Deutsche Kreditwirtschaft schlägt daher vor, dass Zuwendungen im beratungsfreien Geschäft weiterhin erlaubt bleiben.

Relevante Rechtsvorschrift:

Art. 24a Abs. 2 MiFID-E

#### **4. Ausnahmen vom Zuwendungsverbot im Zusammenhang mit beratungsfreiem Geschäft**

##### **4.1. Bezug des beratungsfreien Geschäfts zu einer vorherigen „nicht-unabhängigen“ Anlageberatung (Art. 24a Abs. 3 MiFID-E)**

Nach dem vorliegenden Vorschlag (Art. 24a Abs. 3 MiFID-E) soll als Ausnahme vom Verbot des Annehmens und Behaltens von Zuwendungen nach Art. 24a Abs. 2 MiFID-E im Zusammenhang mit dem beratungsfreien Geschäft eine Zuwendung an die Wertpapierfirma dann zulässig sein, wenn das beratungsfreie Geschäft einen Bezug zu einer vorherigen „nicht-unabhängigen Anlageberatung“ hat („when providing investment advice on a non-independent basis relating to one or more transactions of that client covered by that advice“).

Die Deutsche Kreditwirtschaft begrüßt – trotz ihrer grundsätzlichen Kritik am Zuwendungsverbot im beratungsfreien Geschäft – diese Ausnahme.

##### **4.2. Zuwendungen an Emittenten mit Ausnahme von PRIIPs (Art. 24a Abs. 4 MiFID-E)**

Die Deutsche Kreditwirtschaft begrüßt diese Regelung, die die heutige Praxis bestätigt.

##### **4.3. Geringfügige nichtmonetäre Zuwendungen (Art. 24a Abs. 5 MiFID-E)**

Auch bisher schon waren geringfügige nichtmonetäre Zuwendungen von den Regelungen über das Annehmen und Behalten von Zuwendungen ausgenommen. Mit der jetzt vorgeschlagenen Regelung wird der Begriff „geringwertig“ weiter konkretisiert. Allerdings besteht für eine solche Konkretisierung kein Bedarf. Eine an einem Geldbetrag orientierte Konkretisierung wirft zudem neue Probleme und Fragen auf. Die Deutsche Kreditwirtschaft befürwortet daher einen Verzicht auf die vorgeschlagene Konkretisierung.

Relevante Rechtsvorschriften:

Art. 24a Abs. 3 bis 5 MiFID-E

#### **5. Stufe 2-Ermächtigung für die Europäische Kommission zu Zuwendungen**

Ziemlich überraschend findet sich in Art. 24 Abs. 13 MiFID-E eine sehr weite Stufe 2-Befugnis, nach der die Europäische Kommission nicht nur die Vorgaben in Art. 24, sondern u. a. auch die Vorgaben in Art. 24a zu Zuwendungen über Stufe 2-Vorgaben präzisieren kann. Aus Sicht der Deutschen Kreditwirtschaft handelt es sich bei der Bezugnahme auf die Art. 24a wohl um ein Redaktionsversehen. Wenn tatsächlich eine gesonderte Stufe 2-Ermächtigung für Art. 24a intendiert gewesen wäre, hätte diese in der dortigen Regelung verortet werden müssen.

Aus diesem Grund sollte die Stufe 2-Ermächtigung in Art. 24 Abs. 13 MiFID-E im weiteren Gesetzgebungsverfahren auf die Vorgaben in Art. 24 beschränkt werden. Insbesondere die politisch sehr kontrovers diskutierte Thematik der Zuwendungen sollte unmittelbar durch den demokratisch legitimierten Gesetzgeber auf Stufe 1 geregelt werden. Auch dies spricht für die Begrenzung der Ermächtigung auf die Vorgaben in Art. 24.

Relevante Rechtsvorschrift:

Art. 24 Abs. 13 MiFID-E

## **6. Überprüfungsklausel**

Der Vorschlag der Europäischen Kommission sieht vor (Art. 24a Abs. 8 MiFID-E), dass sie die Wirkung von Zuwendungen auf Kleinanleger innerhalb von drei Jahren nach Inkrafttreten überprüft. Eine derart kurzfristige Überprüfungspflicht lehnt die Deutsche Kreditwirtschaft angesichts des mit der Umsetzung verbundenen Aufwandes für die Kreditinstitute und der Einführung für die Kleinanleger neuer Verfahrensweisen im Wertpapiergeschäft ab. Es sollte nicht der Eindruck entstehen, dass es sich bei dem Legislativvorschlag nur um eine Zwischenlösung handelt.

### Relevante Rechtsvorschrift:

Art. 24a Abs. 8 MiFID-E

### III. Anlageberatung

#### 1. Best-interest-Test

Eine wesentliche Änderung, die die Europäische Kommission im Bereich der Anlageberatung vorschlägt, ist der sog. „Best-interest-Test“. Danach sind Wertpapierfirmen, die Anlageberatung gegenüber Kleinanlegern erbringen, verpflichtet,

- (a) die Beratung auf der Grundlage einer Bewertung einer angemessenen Palette von Finanzinstrumenten zu erbringen;
- (b) die kosteneffizientesten Finanzinstrumente unter den Finanzinstrumenten zu empfehlen, die als für den Kunden geeignet ermittelt wurden und ähnliche Merkmale aufweisen;
- (c) aus der Palette der Finanzinstrumente, die als für den Kunden geeignet ermittelt wurden, ein oder mehrere Produkte ohne zusätzliche Merkmale zu empfehlen, die für die Erreichung der Anlageziele des Kunden nicht erforderlich sind und zusätzliche Kosten verursachen.

Der Vorschlag der Europäischen Kommission lässt unberücksichtigt, dass es heute bereits umfassende Vorgaben gibt, mit dem Ziel die Wahrung der Kundeninteressen insbesondere auch in der Anlageberatung sicherzustellen. So werden Kunden heute schon umfassend geschützt, u. a. im Rahmen der Geeignetheitsprüfung, der Offenlegung von Kosten (Art. 50 DelVO (EU) 2017/565) sowie bei Empfehlung von Umschichtungen von Finanzinstrumenten durch eine Kosten-Nutzen-Analyse (Art. 54 Abs.11 DelVO (EU) 2017/565; zu weiteren heute bereits geltenden Anforderungen siehe ausführlich nachfolgend). Der Vorschlag wird zu weitreichenden, unverhältnismäßigen Eingriffen in die Geschäftsmodelle der Wertpapierfirmen führen (auch hierzu ausführlich nachfolgend). Betroffen hiervon werden vor allem kleine und mittelgroße Wertpapierfirmen sein bzw. solche, die sich spezialisiert haben. Es besteht die Gefahr, dass diese ihr Beratungsangebot aufgrund der weiter stark steigenden Fixkosten nicht mehr aufrechterhalten können, insbesondere gegenüber Kleinanlegern. Damit wird das Ziel der Kleinanlegerstrategie konterkariert, den Zugang von Kleinanlegern zu den Kapitalmärkten zu fördern. Auch ist nicht ersichtlich, inwieweit sich durch diese zusätzlichen, über die bereits vorhandenen weitreichenden Anforderungen hinausgehende Regelungen das Vertrauen der Kleinanleger in das Funktionieren der Kapitalmärkte steigern lässt.

Bei weitem Verständnis könnten diese Regelungen für bestimmte Arten von Finanzinstrumenten auf ein Verbot provisionsbasierter Anlageberatung „durch die Hintertür“ hinauslaufen. Die Regelungen dürfen jedoch nicht dazu führen, dass eine Beratung in bestimmten Finanzinstrumenten faktisch ausgeschlossen wird.

Zudem gilt, dass die Vorgaben vage bleiben, so dass ihre Auswirkungen für die Kunden und die Wertpapierfirmen derzeit kaum abschätzbar sind (auch insoweit ausführlich nachfolgend). Dies gilt insbesondere auch für die Wechselwirkungen zwischen den einzelnen Anforderungen des Art. 24 Abs. 1a MiFID-E (siehe hierzu die Buchst. (a) bis (c)). Sofern Vorgaben gemacht werden, müssen sie jedoch bereits auf Stufe 1 ausreichend bestimmt sein. Auch sollten Rechtsänderungen, die besonders weitreichende und einschneidende Auswirkungen auf seit Jahrzehnten bestehende und bewährte Strukturen in der Anlageberatung haben, nicht dem Willensbildungsprozess des demokratisch legitimierten Stufe 1-Gesetzgebers entzogen sein.

#### Relevante Rechtsvorschriften:

EG 6 RIS-E

Art. 24 Abs. 1a MiFID-E

Art. 24 Abs. 13 Buchst. (d) MiFID-E

### **1.1. Zu Buchst. (a) Beratung auf Basis einer angemessenen Palette von Finanzinstrumenten**

Seit MiFID II sind Wertpapierfirmen verpflichtet, ihre Kunden darüber zu informieren, wie breit die Palette der Arten von Finanzinstrumenten ist, in denen sie beraten, insbesondere auch, ob diese sich auf Finanzinstrumente beschränkt, die von Einrichtungen emittiert oder angeboten werden, zu denen sie in enger Verbindung stehen. Die Kunden sollen hiermit über ein mögliches Risiko mit Blick auf die Unabhängigkeit der Beratung informiert werden (siehe hierzu explizit Art. 24 Abs. 4 Buchst. (a) (ii) MiFID).

Demgegenüber greift der Vorschlag der Europäischen Kommission unmittelbar in den Markt und damit den Wettbewerb ein, indem er vorgibt, dass eine Beratung nur auf Basis einer „angemessenen Palette von Finanzinstrumenten“ zulässig ist. Dabei bleibt auf Stufe 1 völlig offen, was unter „angemessener Palette von Finanzinstrumenten“ verstanden wird. Zudem ist eine konkrete Begründung, warum die bisherige Kundeninformation nicht ausreichend ist und daher ein solch weitreichenden Eingriff in die Geschäftsmodelle der Wertpapierfirmen und damit in den Wettbewerb rechtfertigt, nicht erkennbar. Der Vorschlag ist daher unverhältnismäßig.

Auch wäre es nicht sachgerecht, die Wertpapierfirmen zu zwingen, eine weitgehende Marktanalyse durchzuführen und Produkte in ihr Beratungsangebot aufnehmen zu müssen. In diesem Zusammenhang ist zu bedenken, dass eine qualitativ hochwertige Beratung nur dann möglich ist, wenn die beratende Stelle das Produkt gut kennt. Für die Prüfung der betreffenden Produkte ist eine Vielzahl an Informationen erforderlich. Sie ist daher mit einem hohen Aufwand für die Wertpapierfirmen verbunden. Folglich ist es den Wertpapierfirmen nicht möglich, die Prüfung ohne Weiteres auf weitere Produkte auszudehnen.

Dass es für diese Vorgabe keine sachliche Rechtfertigung gibt, zeigt auch der folgende Umstand: Diese Vorgabe soll nicht für die Honoraranlageberatung gelten. Vielmehr werden für diese sogar die bestehenden Anforderungen an die Produktpalette zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Anlageberatung (Art. 24 Abs. 7 MiFID) reduziert, indem ihnen unter bestimmten Voraussetzungen die Möglichkeit eingeräumt wird, ihre gemäß Art. 24 Abs. 7 MiFID erforderliche Produktpalette einzuschränken (Art. 24 Abs. 7a MiFID-E). Ausweislich des Erwägungsgrundes 8 RIS-E soll damit die Entwicklung der unabhängigen Anlageberatung zu vertretbaren Kosten ermöglicht werden. Der Erwägungsgrund belegt damit einen sachlich nicht gerechtfertigten Wettbewerbseingriff und bestätigt die vorstehende Bewertung, dass eine Verpflichtung zu einer angemessenen Palette an Finanzinstrumenten für Wertpapierfirmen zu unverhältnismäßigen Kosten bis hin zur Aufgabe der Anlageberatung führen kann.

Aus den vorstehenden Gründen spricht die Deutsche Kreditwirtschaft sich daher nachdrücklich für einen Verzicht auf Art. 24 Abs. 1a Buchst. (a) MiFID-E aus.

### **1.2. Zu Buchst. (b) Empfehlung des kosteneffizientesten Finanzinstruments**

Bereits heute müssen Wertpapierfirmen im Rahmen der Anlageberatung vor einer Empfehlung auf Basis ihrer Beratungspalette prüfen, ob es geeignete (= den Angaben des Kunden entsprechende) Finanzinstrumente gibt, die äquivalent sind. Diese sind mit Blick auf Kosten und Komplexität zu bewerten. Konkret bedeutet dies, dass Kunden das kostengünstigste äquivalente Finanzinstrument zu empfehlen ist. Möchte eine Wertpapierfirma dem Kunden ein teureres äquivalentes Finanzinstrument empfehlen, so muss sie dies begründen. Diese Anforderungen wurden mit MiFID II auf der Stufe 2 normiert (siehe Art. 54 Abs. 9 DeIVO (EU) 2017/565) und durch ESMA im Rahmen ihrer Leitlinien zur Geeignetheit näher konkretisiert (siehe dort unter Rz. 91 ff.<sup>1</sup>).

---

<sup>1</sup> ESMA-Final Report – Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirement vom 23. September 2022, 3.4 Annex IV – Guidelines (englische Fassung) bzw. ESMA-Leitlinien zu einigen Aspekten der MiFID II-Anforderungen an die Geeignetheit vom 3. April 2023 (deutsche Fassung).

Es bleibt unklar, warum die Europäische Kommission nunmehr einen abweichenden Wortlaut vorschlägt („similar features“ statt „equivalent“) und ob damit ein abweichendes Verständnis verbunden ist. Durch den abweichenden Wortlaut wird unnötigerweise Rechtsunsicherheit erzeugt. Die Deutsche Kreditwirtschaft sieht die Gefahr, dass zukünftig nicht mehr äquivalente Produkte der Maßstab für den erforderlichen Kostenvergleich sein werden, sondern dass „Äpfel mit Birnen“ verglichen werden müssen. Insbesondere darf der Vergleich nicht dazu führen, dass faktisch bestimmte Finanzinstrumente bzw. Arten von Finanzinstrumenten überhaupt nicht mehr Kleinanlegern empfohlen werden können. Faktisch könnte diese Neuregelung jedoch für bestimmte (Arten von) Finanzinstrumente(n) auf ein Verbot der provisionsbasierten Anlageberatung „durch die Hintertür“ hinauslaufen.

Zudem muss sichergestellt sein, dass Ausgangspunkt für die Prüfung weiterhin das Beratungsangebot der jeweilige Wertpapierfirma ist (siehe hierzu entsprechend Art. 54 Abs. 9 DelVO (EU) 2017/565 „... der von ihnen [Wertpapierfirmen] für ihre Kunden ausgewählten und beurteilten Wertpapierdienstleistungen und Finanzinstrumente ...“). Andernfalls würde mittelbar in die Geschäftspolitik der Wertpapierfirmen und damit den Wettbewerb eingegriffen. Hierfür gäbe es keine sachliche Rechtfertigung. Vielmehr liefen Vorgaben, die mittelbar Einfluss auf das Beratungsangebot der Wertpapierfirmen nehmen, auf „planwirtschaftliche Regelungen“ hinaus.

Auch hier wäre es nicht sachgerecht, die Wertpapierfirmen zu zwingen, eine weitgehende Marktanalyse durchzuführen und Produkte in ihr Beratungsangebot aufnehmen zu müssen (ausführlich hierzu bereits vorstehend unter III.1.1.).

Aus den vorstehenden Gründen spricht sich die Deutsche Kreditwirtschaft daher nachdrücklich für einen Verzicht auf Art. 24 Abs. 1 Buchst. (b) MiFID-E aus.

Sofern der Gesetzgeber eine Regelung zur vorrangigen Berücksichtigung des kostengünstigsten Produkts auf Stufe 1 vorsehen möchte, sollte Art. 24 Abs. 1 Buchst. (b) MiFID-E durch den Wortlaut der bestehenden Regelung zur Äquivalenzprüfung in Art. 54 Abs. 9 DelVO (EU) 2017/565 ersetzt werden. Zugleich wäre sicherzustellen, dass die wesentlichen Anforderungen bereits durch den demokratisch legitimierten Gesetzgeber auf Stufe 1 geregelt werden. Folglich sollte (z. B. durch einen Erwägungsgrund) die bereits o. a. Klarstellungen vorgenommen werden, dass es nur einen Vergleich von gleichartigen („äquivalenten“) Finanzinstrumenten und damit kein Vergleich von „Äpfel mit Birnen“ geben darf und zudem für die Prüfung das Beratungsangebot der jeweilige Wertpapierfirma maßgebend ist.

### **1.3. Zu Buchst. (c) Empfehlung eines Finanzinstruments ohne zusätzliche Merkmale**

Nach dem Vorschlag der Europäischen Kommission sollen Wertpapierfirmen zudem zukünftig verpflichtet sein, zumindest ein Finanzinstrument zu empfehlen, das keine „zusätzlichen Merkmale“ aufweist. Zusätzliche Merkmale sind lt. dem Vorschlag der Europäischen Kommission solche, die für die Erreichung der Anlageziele des Kunden nicht erforderlich sind und zusätzliche Kosten verursachen.

Beispielhaft nennt die Europäische Kommission für Produkte mit zusätzlichen Merkmalen „funds with an investment strategy which implies higher costs, a capital guarantee and structured products with hedging elements“. Sofern eine Wertpapierfirma auch solche Produkte empfehlen möchte, müsste sie dies begründen und die zusätzlichen Kosten offenlegen (siehe EG 6 RIS-E).

Die Reichweite auch dieser Regelung, die sehr weitreichende Auswirkungen auf die Beratungstätigkeit der Wertpapierfirmen haben kann, bleibt völlig offen.

Zunächst ist das Verhältnis zur bereits heute notwendigen Äquivalenzprüfung (bei mehreren für den jeweiligen Kunden geeigneter Finanzinstrumente) einschließlich der Notwendigkeit eines Kostenvergleichs



äquivalenter Finanzinstrumente unklar. Im Fall äquivalenter Finanzinstrumente ist dem Kunden das kostengünstigste äquivalente Finanzinstrument zu empfehlen oder – sofern dem Kunden das teurere, äquivalente Finanzinstrument empfohlen werden soll – zu begründen, warum dieses Finanzinstrument dennoch für ihn geeignet ist (siehe hierzu entsprechend Rz. 91 bis 95 der ESMA-Leitlinien zu einigen Aspekten der MiFID-II-Anforderungen an die Geeignetheit (vgl. Fußnote 1). Danach bedürfte es der geplanten Regelung des Art. 24 Abs. 1a Buchst. (c) MiFID-E nicht. Sie würde vielmehr den Beratungsprozess erheblich verkomplizieren, weil Kunden nach dem Vorschlag der Europäischen Kommission ggf. zwei Produkte empfohlen werden müssten. Insbesondere Kleinanleger dürften sich hierdurch vielfach überfordert fühlen. Sie wünschen gerade deshalb eine Anlageberatung, da sie keinen ausreichenden Überblick über am Markt verfügbare Strukturen und Produktausprägungen haben und wollen nicht allein zwischen verschiedenen Produkten wählen müssen, ohne eine klare Empfehlung zu erhalten.

Äußerst problematisch ist zudem, dass die Regelung völlig unbestimmt ist ("... products without additional features that are not necessary to the achievement of the client's investment objectives and that gives rise to extra costs ...", siehe zudem auch die Beispiele im o. a. Erwägungsgrund). Eine Konkretisierung dieser unbestimmten Regelungen soll zudem erst auf Stufe 2 durch die Europäische Kommission erfolgen (siehe hierzu nachfolgend unter III.1.4.). Da die Europäische Kommission zugleich erkennbar das Ziel verfolgt, die Beratung in Produkten mit zusätzlichen Merkmalen erheblich zu erschweren bis hin unmöglich zu machen, könnte die Regelung bei weitem Verständnis für bestimmte Arten von Finanzinstrumenten auf ein Verbot provisionsbasierter Anlageberatung „durch die Hintertür“ hinauslaufen. Die Regelung darf jedoch nicht dazu führen, dass eine Beratung in bestimmten Finanzinstrumenten faktisch ausgeschlossen wird. Dies käme einem Produktverbot sehr nahe. Zu Recht ist ein Produktverbot jedoch an strenge Voraussetzungen gebunden, insbesondere auch seine Verhältnismäßigkeit (Artt. 40 ff. MiFIR).

Daneben verkennt der Vorschlag der Europäischen Kommission, der einseitig auf den Kostenaspekt abstellt, dass es viele für die Kunden sehr wichtige Qualitätsmerkmale gibt. Entgegen dem im EG 6 RIS-E erweckten Eindruck gehören dazu auch die Aspekte, die die Europäische Kommission in diesem Erwägungsgrund nennt („funds with an investment strategy ..., a capital guarantee and structured products with hedging elements“). Die reine Fokussierung auf bestimmte Kostenelemente negiert, dass Produktmerkmale sich in bestimmten Marktphasen als besonders nützlich erweisen können, aber auch mit Kosten verbunden sind. Produkte ohne weitere Ausstattungsmerkmale ermöglichen den Anlegern entweder nicht, an Marktanstiegen stärker zu partizipieren oder sie führen dazu, dass der Anleger jeden Marktrückgang voll tragen muss. Die einseitige Fokussierung auf Kosten könnte die Wertpapierfirma dazu anhalten, ihre von Kunden sehr geschätzte Marktsicht, die zugleich auch Unterscheidungs- und Qualitätsmerkmal der verschiedenen Wertpapierfirmen ist, nicht mehr zum Ausdruck zu bringen. Gerade diese Marktsicht ist auch ein Hauptgrund, warum Kunden eine Anlageberatung in Anspruch nehmen. Wollte man daher solchen Produkten ihren Nutzen absprechen, läge dies aus den vorstehend genannten Gründen nicht im Kundeninteresse.

In diesem Zusammenhang möchte die Deutsche Kreditwirtschaft darauf hinweisen, dass der Vorschlag einer reinen Fokussierung auf den Kostenaspekt auch in einer am 27. Juni d. J. veröffentlichten Studie, die vom ECON-Ausschuss des Europäischen Parlaments beauftragt wurde, sehr kritisch gesehen wird<sup>2</sup>. Die nachfolgende Passage auf Seite 21 der Studie stützt die o. g. Bedenken:

“Concerning the abovementioned proposals by the EC on inducements in the Omnibus Directive, there seems to be an intention to directly regulate mechanisms of price formation, with the view that “[s]ome retail investment products on the market still incorporate unjustifiably high costs and/or do not offer value to retail investors” ...

---

<sup>2</sup> Filippo Annunziata: „Retail Investment Strategy – How to boost retail investors’ participation in financial markets“



However, such an approach may risk failing to address the actual problem faced by retail investors with respect to inducements, as we tried to illustrate above, as it places an excessive accent on costs. Instead of intervening directly in the market's pricing structure and recurring to notions such as "high costs" – which can be broad and variable, causing legal uncertainty and imprecisions – legislation should be focused on ensuring that retail investors properly understand the products and services that are being offered, allowing them to reasonably decide whether they should or should not take a certain investment decision. There is also the potential danger that the EC's approach leads to the market moving towards a common benchmark or standard, stifling financial innovation: benchmarking against a single parameter/test might lead to undue rigidities in the market.

Ultimately, looking at costs per se is not sufficient: costs are strictly related to the nature, characteristics and risk/return profiles of the investments and, without more clarity on the classification and mapping of products (an issue that the EC's proposal does not take properly into account, save – probably – for "high-risk products"), these proposals do not seem to properly address the real issue. More on that below."

Die Deutsche Kreditwirtschaft spricht sich daher nachdrücklich für einen Verzicht auf Art. 24 Abs. 1a Buchst. (c) MIFID-E aus.

#### **1.4. Zur Ermächtigung der Europäischen Kommission zu Stufe 2-Regelungen**

Aufgrund der möglichen sehr weitreichenden Auswirkungen auf die Anlageberatung, insbesondere auch die provisionsbasierte Anlageberatung, spricht sich die Deutsche Kreditwirtschaft – sofern entgegen ihrer Forderung Regelungen zum „Best-interest-Test“ vorgesehen werden – für einen Verzicht auf die Ermächtigung der Europäischen Kommission zum Erlass von Stufe 2-Regelungen und damit für eine Streichung von Art. 24 Abs. 13 Buchst. (d) MiFID-E aus. Die Anforderungen sollten in diesem Fall abschließend durch den demokratisch legitimierten Gesetzgeber auf Stufe 1 geregelt werden.

Sofern entgegen der Auffassung der Deutschen Kreditwirtschaft an der Ermächtigung der Europäischen Kommission in Art. 24 Abs. 13 Buchst. (d) MiFID-E festgehalten werden soll, bittet die Deutsche Kreditwirtschaft um Berücksichtigung folgender Punkte:

- Sehr kritisch bewertet die Deutsche Kreditwirtschaft auch, dass die Europäische Kommission zum Erlass von Stufe 2-Regelungen mit Blick auf die allgemeine Regelung des Art. 24 Abs. 1 MiFID ermächtigt wird (siehe in Art. 24 Abs. 13 Buchst. (d) MiFID-E die explizite Bezugnahme auch auf Art. 24 Abs. 1 MiFID). Ausweislich des Wortlauts des Art. 24 Abs. 1 MiFID handelt es sich um eine Regelung, aus der selbst keine konkreten Anforderungen folgen. Die konkreten Anforderungen finden sich in den nachfolgenden Absätzen des Art. 24 MiFID-E, auf die Art. 24 Abs. 1 MiFID-E explizit verweist. Die Möglichkeit, die allgemeine Vorgabe in Abs. 1 auf Stufe 2 zu konkretisieren, widerspricht der Systematik, dass die konkreten Vorgaben, die aus der Generalklausel in Abs. 1 resultieren, unmittelbar in der MiFID (Stufe 1) geregelt werden (siehe hierzu jeweils die sich an den Abs. 1 anschließenden Absätze). Andernfalls würde die Europäische Kommission faktisch die Kompetenz erhalten, die Generalklausel auf Stufe 2 auszugestalten. Diese Kompetenz kommt aber alleine dem demokratisch legitimierten Stufe 1-Gesetzgeber zu. Die Deutsche Kreditwirtschaft spricht sich daher nachdrücklich für einen Verzicht auf eine Bezugnahme in Art. 24 Abs. 13 Buchst. (d) MiFID-E auf Art. 24 Abs. 1 MiFID aus.
- Entsprechendes gilt auch für die explizite Erwähnung des Falls des Erhalts von Zuwendungen in Art 24 Abs. 13 Buchst. (d) MiFID-E („..., notably those receiving inducement, ...“). Bereits auf Stufe 1 muss sich ergeben, wenn ausschließlich der Fall des Erhalts von Zuwendungen betroffen sein soll; denn allein dem demokratisch legitimierten Stufe 1-Gesetzgeber kommt die Kompetenz zu, ggf. zusätzliche

Regelungen für diesen Fall vorsehen. Folglich ist auch auf die explizite Erwähnung des Falls des Erhalts von Zuwendungen in Art. 24 Abs. 13 Buchst. (d) MiFID-E zu verzichten.

- Zu den weiteren Petiten der Deutschen Kreditwirtschaft mit Blick auf Art. 24 Abs. 13 Buchst. (d) MiFID-E siehe zudem unter II.5.

Sofern die bisherige Regelung zur Äquivalenzprüfung auf Stufe 2 (Art. 54 Abs. 9 DeVO (EU) 2017/565) auf Stufe 1 übernommen werden soll, sollten die wesentlichen Anforderungen hierzu bereits auf Stufe 1 durch den demokratisch legitimierten Gesetzgeber festgelegt werden (beispielsweise durch einen ergänzenden Erwägungsgrund, zu dem Vorschlag der Deutschen Kreditwirtschaft hierzu siehe bereits vorstehend unter III.1.2.).

## **2. Ungerechtfertigte Bevorzugung der Honoraranlageberatung gegenüber der provisionsbasierten Anlageberatung**

Der Vorschlag der Europäischen Kommission führt zu einer ungerechtfertigten Bevorzugung der Honoraranlageberatung gegenüber der provisionsbasierten Anlageberatung. Folgende unterschiedliche Regelungen schlägt die Europäische Kommission vor:

- Pflicht, die provisionsbasierte Beratung auf der Grundlage einer Bewertung einer angemessenen Palette von Finanzinstrumenten zu erbringen (Art. 24 Abs. 1a Buchst. (a) MiFID-E). Bei der Honoraranlageberatung gegenüber Kleinanlegern gilt diese Anforderungen nicht gleichermaßen. Vielmehr werden die Anforderungen an die erforderliche Palette von Finanzinstrumenten, die mit Blick auf die Unabhängigkeit bereits heute bestehen (Art. 24 Abs. 7 MiFID), ggf. sogar reduziert (Art. 24 Abs. 7a MiFID-E; ausführlich hierzu bereits vorstehend unter III.1.1.).
- Ferner sind Wertpapierfirmen, die die Honoraranlageberatung erbringen und die Voraussetzungen des Art. 24 Abs. 7a MiFID-E erfüllen, nicht verpflichtet, Kleinanleger nach ihren Kenntnissen und Erfahrungen zu den Finanzinstrumenten bzw. Wertpapierdienstleistungen zu befragen (Art. 25 Abs. 2 UAbs. 2 MiFID-E).
- Zudem sind diese Wertpapierfirmen nicht verpflichtet, Kunden zur Zusammensetzung des bestehenden Kundenportfolios zu befragen (siehe auch hierzu Art. 25 Abs. 2 UAbs. 2 MiFID-E). Aufgrund der fehlenden Notwendigkeit, Kunden nach der Zusammensetzung des bestehenden Kundenportfolios befragen zu müssen, dürfte bei der Honoraranlageberatung folglich auch nicht die Anforderung bestehen, bei der Empfehlung auch den Gesichtspunkt der Portfoliodiversifikation zu beachten (Art. 25 Abs. 2 UAbs. 1 MiFID-E; ausführlich zur für die provisionsbasierten Anlageberatung geltenden neuen Pflicht einer Portfoliobewertung nachfolgend unter III.4.1.).

Die Deutsche Kreditwirtschaft erachtet die Möglichkeit eines Verzichts nach der Befragung der Kunden nach ihren Kenntnissen und Erfahrungen bei der Honoraranlageberatung als kontraproduktiv und damit nicht im Kundeninteresse liegend, denn so wird nicht sichergestellt, dass (i) Kunden die ihnen empfohlenen Finanzinstrumente verstehen und deren Risiken einschätzen können (dem dient ja die Ermittlung der Kenntnisse und Erfahrungen) und (ii) Kunden das in ihrem Interesse liegende Finanzinstrument empfohlen wird. Die Komplexität – die eine der Voraussetzungen für die Erleichterung ist – sagt nämlich weder etwas über den Risikogehalt noch den Kundennutzen des Produkts aus.

Darüber hinaus erfordert die Geeignetheitserklärung, die Kleinanlegern zur Verfügung zu stellen ist, eine Gegenüberstellung der Eigenschaften des Produktes mit den Angaben des Kunden. Dies gilt unabhängig von der Form der Anlageberatung. Daher ist der Vorschlag der Europäischen Kommission in diesem Punkt widersprüchlich.

Zudem muss auch unter zivilrechtlichen Aspekten eine Empfehlung immer objektgerecht sein, was eine Wissensvermittlung der notwendigen Produkteigenschaften und Risiken eines Kunden zwingend erforderlich macht. Die nicht sachgerechte Ausnahme würde zu einer sachlich nicht gerechtfertigten Reduktion des Anlegerschutzes führen.

Schließlich führen sämtliche vorstehenden Regelungen zu einer sachlich nicht gerechtfertigten Bevorzugung der Honoraranlageberatung gegenüber der provisionsbasierten Anlageberatung und greifen damit in un gerechtfertigter Weise in den Wettbewerb zulasten der provisionsbasierten Anlageberatung ein.

Die Deutsche Kreditwirtschaft hält daher einen Verzicht auf Art. 24 Abs. 7a und Art. 25 Abs. 2 UAbs. 2 MiFID-E für erforderlich (Folgeänderung: Bei Streichung von Art. 24 Abs. 7a MiFID-E wäre auch Art. 24 Abs. 4 Buchst. (a) (iv) MiFID-E zu streichen).

#### Relevante Rechtsvorschriften:

EG 8 RIS-E

Art. 24 Abs. 4 UAbs.1 Buchst. (a) (iv) und Abs. 7a sowie Art. 25 Abs. 2 UAbs. 2 MIFID-E

### **3. Sachkunde u. a. von Anlageberatern**

Der Vorschlag der Europäischen Kommission sieht zusätzliche Anforderungen im Zusammenhang mit der erforderlichen Sachkunde von Anlageberatern und Mitarbeitern vor, die Informationen an Kunden zu Finanzinstrumenten, Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenendienstleistungen erteilen. Diese zusätzlichen Anforderungen betreffen sowohl die Aus- als auch Fortbildung dieser Mitarbeiter. Im Einzelnen ist Folgendes vorgesehen:

- Mindeststandard für die erforderliche Sachkunde von Anlageberatern (Art. 24d Abs. 2 UAbs. 1 S. 1 und Annex V MiFID-E).
- Regelmäßige Aktualisierung der Sachkunde durch regelmäßige fundierte Fortbildung für alle o. a. Mitarbeiter (Art. 24d Abs. 1 UAbs. 1 MiFID-E); bei Anlageberatern mindestens 15 Stunden jährlich (Art. 24d Abs. 2 UAbs. 1 S. 1 MiFID-E).
- Bei Anlageberatern Nachweis der erforderlichen Sachkunde mittels Zertifizierung. Dies soll für den Nachweis sowohl der erforderlichen Sachkunde vor Aufnahme der Tätigkeit als auch für die regelmäßigen Fortbildungen gelten.
- Ermächtigung an die Europäischen Kommission, auf Stufe 2 den Mindeststandard an die erforderliche Sachkunde von Anlageberatern (Annex V MiFID-E) anzupassen (Art. 24d Abs. 2 UAbs. 2 MiFID-E).

Für eine weitere Harmonisierung der Anforderungen an die erforderliche Sachkunde besteht kein Bedürfnis. Es sind keine Missstände in diesem Bereich bekannt. Auch in der von der Europäischen Kommission in Auftrag gegebenen sog. KANTAR Studie wird die Qualifikation der Berater als völlig ausreichend erachtet.<sup>3</sup>

Zugleich gibt es Unterschiede in der Aus- und Fortbildung in den europäischen Mitgliedsstaaten (so bereits die Europäische Kommission<sup>4</sup>). So ist die weltweit anerkannte duale Ausbildung in Deutschland, in der Theorie und Praxis miteinander verbunden sind, nicht in allen Mitgliedsstaaten Standard. Folglich ist eine weitere Standardisierung der Anforderungen an die erforderliche Sachkunde von Anlageberatern und damit ein „one size fits all approach“ weder sachgerecht noch verhältnismäßig.

---

<sup>3</sup> „Disclosure, inducements, and suitability rules for retail investors study“ (May 2022), Annex to the Final Report, S. 136  
“The current level of qualifications of the advisors do not seem to be an issue. ...“. Nachfolgend werden hierfür u. a. auch entsprechende Rückmeldungen der nationalen Aufsichtsbehörden genannt.

<sup>4</sup> „Public consultation on the review of the MiFID II/MiFIR regulatory framework“ der Europäischen Kommission vom 27. Februar 2022, Einleitung zu Question 51 „...“, due to the diversified national education and professional systems, ...“

Gerade aber die jeweilige Vorbildung eines Mitarbeiters muss maßgebend dafür sein, inwieweit er noch einer Qualifizierung vor Aufnahme seiner Tätigkeit bedarf. Auch hängt die erforderliche Sachkunde beispielsweise eines Anlageberaters entscheidend davon ab, in welchen Arten von Finanzinstrumenten er zukünftig beraten soll. Folglich kommt es für die Frage, ob ein Mitarbeiter über die erforderliche Sachkunde verfügt und falls nein, inwieweit er einer vorherigen Qualifizierung bedarf, auf den jeweiligen Einzelfall an (Vorbildung des jeweiligen Mitarbeiters sowie konkrete Tätigkeit, mit der er betraut werden soll). Auch zukünftig sollte sich die Qualifizierung des einzelnen Mitarbeiters nach seinen konkreten Aufgaben und seinen individuellen (Vor-)Kenntnissen und Erfahrungen richten.

Unverhältnismäßig sind auch die vorgeschlagenen Regelungen zur Fortbildung (allgemein regelmäßig, für Anlageberater jährlich mindestens 15 Stunden). Maßstab muss auch hier weiterhin die Erforderlichkeit sein. Eine Fortbildung ist erforderlich

- bei neuen regulatorischen Anforderungen bzw.
- bei Erweiterung der Kompetenz eines Mitarbeiters (z. B. Anlageberater soll zukünftig in weiteren Arten von Finanzinstrumenten beraten).

Entscheidend sind also ggf. die vorstehenden Anlässe. Auch der Umfang der erforderlichen Fortbildung hängt davon ab, ob die regulatorischen Änderungen im konkreten Fall umfangreich oder gering sind. Entsprechendes gilt mit Blick auf den Umfang der Erweiterung der Kompetenz eines Mitarbeiters.

Dazu im Widerspruch steht der Vorschlag der Europäischen Kommission, der auch dann eine Fortbildung vorschreibt, wenn es im fraglichen Zeitraum weder neue (= für die jeweiligen Mitarbeiter relevante) regulatorische Anforderungen gegeben hat noch sich die Kompetenz der Mitarbeiter ändern wird. Ferner schreibt er für Anlageberater einen Mindestumfang von mindestens 15 Stunden jährlich vor. Auch wenn diese pauschale Regelung der IDD entnommen wurde – sie ist dennoch nicht sachgerecht: Im Einzelfall kann sie zu wenig sein, aber auch zu viel. Eine zielführende Fortbildungsmaßnahme zum Erhalt der erforderlichen Sachkunde muss immer den konkreten persönlichen Qualifizierungsbedarf des jeweiligen Anlageberaters im Fokus haben. Bestünde ein den o. a. Mindestumfang überschreitender Qualifizierungsbedarf, so ist die Erwartungshaltung des Vorschlags der Europäischen Kommission zu Recht, dass die Fortbildung nicht lediglich 15 Stunden dauert, sondern länger, entsprechend dem jeweiligen Qualifizierungsbedarf (siehe Mindestumfang). Nicht sachgerecht ist es aber dann, dass der Vorschlag der Europäischen Kommission keine Möglichkeit einer Reduktion des Umfangs der Qualifizierung vorsieht, wenn der tatsächliche Qualifizierungsbedarf objektiv unter dem Mindestumfang liegt.

Auch besteht keine Notwendigkeit einer formalen Zertifizierung. Dies gilt insbesondere für die Fortbildung. Sie würde faktisch darauf hinauslaufen, dass sonstige geeignete Qualifizierungen wie beispielsweise hausinterne Schulungen nicht mehr möglich wären. Die Wertpapierfirmen wären vielmehr gezwungen, hierfür kostenintensive, externe Anbieter zu nutzen (da nur diese ein Zertifikat ausstellen könnten). Die Kosten, die damit auf die Wertpapierfirmen zukämen, wären erheblich: Kosten für die externe Schulung, zusätzlich Kosten für die Zertifizierung durch den externen Anbieter; bei der Fortbildung fielen die Kosten zudem jährlich allein bei den deutschen Wertpapierfirmen (zu denen insbesondere Kreditinstitute zählen) für derzeit über 100.000 Anlageberater an (nicht berücksichtigt hierbei sind der Versicherungsbereich sowie im Wertpapierbereich die Berater, die nicht der Aufsicht der BaFin unterstehen und folglich nicht bei ihr registriert sind).

Gegen eine Externalisierung der Fortbildung spricht zudem, dass insofern nicht mehr die Verzahnung des Inhalts der Fortbildung mit den internen Prozessen und internen Dokumentation gewährleistet ist. Gerade vor dem Hintergrund der hohen Regulierungsdichte sollte der regulatorischen Rahmen für die Sachkunde der Mitarbeiter so gesetzt sein, dass eine Einbettung in den Betrieb sowie den Kundenstamm/Zielkunden der Ausgangspunkt ist. Dafür sprechen auch die regulatorischen Anforderungen: Es geht nicht allein um eine Vermittlung von (theoretischen) Kenntnisse, sondern auch die ordnungsgemäße Umsetzung neuer

Anforderungen etc. in der Praxis ist sicherzustellen („appropriate experience“; siehe zu diesen beiden Aspekten die ESMA-Guidelines for the assessment of knowledge and competence vom 3. Januar 2017).

Die Notwendigkeit einer Zertifizierung von Fortbildungsmaßnahmen widerspricht auch dem Ziel eines dauerhaft sachkundigen Mitarbeiters. Nach Art. 24d Abs. 1 S. 1 MiFID-E sollen die Schulungen im Falle des Angebots neuer Finanzinstrumente oder Dienstleistungen spezifische Trainings hierzu umfassen. Eine zeitnahe Schulung über diese Neuerungen wäre über externe Dienstleister nicht möglich. Die Schulungen würden im Hinblick auf die 15-Stunden-Vorgabe im Jahresturnus zwischen den Wertpapierfirmen und den externen Anbietern abgestimmt. Die Einführung neuer Finanzinstrumente unterjährig könnte in den Schulungen im laufenden Jahr nicht berücksichtigt werden. Genauso würde es sich mit Schulungen über neue regulatorische Anforderungen verhalten.

Zu beachten ist zudem, dass es den Wertpapierfirmen obliegt, sachkundige Mitarbeiter zu beschäftigen. Schon um dieser Verpflichtung nachzukommen, müssten die Schulungen der externen Anbieter intern auf Richtigkeit und Gesetzmäßigkeit geprüft und ggf. überarbeitet werden. Dies ist zeit- und arbeitsaufwendig und verursacht damit weitere Kosten, die ggf. ebenfalls an die Kunden weitergegeben werden müssten.

Um den Mitarbeitern praxisnahe und bei Neueinführungen/Gesetzesänderungen/Rechtsprechungsänderungen zeitnahe Schulungen anzubieten zu können, sollte insoweit nicht (allein) auf externe Anbieter abgestellt werden müssen.

Im Hinblick auf eine Angleichung an die Regelungen der IDD ist zu beachten, dass diese bisher lediglich die Möglichkeit, aber nicht die Pflicht vorsieht, ein Zertifikat zu verlangen (Art. 10 Abs. 2 UAbs. 3 IDD „may“). In Deutschland wurde die nachweisbare Lernerfolgskontrolle nur für Weiterbildungsmaßnahmen im Selbststudium eingeführt, um eine Umgehung der Weiterbildungsverpflichtung zu verhindern. Bei Präsenz- oder betriebsinternen Maßnahmen wurde dies als nicht erforderlich angesehen und ist damit nicht vorgeschrieben (§ 7 Abs.1 VersVermV). Erfahrungen im Wertpapier- und Versicherungsbereich zeigen, dass interne Schulungen die Mitarbeiter ausreichend qualifizieren (s. o.). Dies geschieht auch im Eigeninteresse der Banken und Sparkassen, die Haftungsfälle vermeiden wollen. Eine Verschärfung der Regelung zur Sicherstellung der Sachkunde ist deshalb nicht erforderlich.

Inwieweit Wertpapierfirmen vor diesem Hintergrund zukünftig weiterhin Anlageberatung anbieten können, insbesondere für Kleinanleger, erscheint damit sehr fraglich. Es ist vielmehr davon auszugehen, dass Wertpapierfirmen vor dem Hintergrund höherer Kosten die Betragsschwelle, ab der eine Anlageberatung angeboten wird, weiter nach oben setzen, wovon insbesondere Kleinanleger betroffen wären. Damit würde auch durch die Neuregelungen zur erforderlichen Sachkunde das Ziel der Kleinanlegerstrategie konterkariert, den Zugang von Kleinanlegern zu den Kapitalmärkten zu fördern.

Schließlich lehnt die Deutsche Kreditwirtschaft auch eine Ermächtigung der Europäischen Kommission ab, durch den demokratisch legitimierten Gesetzgeber auf Stufe 1 getroffenen Regelungen auf Stufe 2 und damit ohne erneute Mitwirkung des demokratisch legitimierten Gesetzgebers anpassen zu können (siehe zu einem vergleichbaren Fall nachfolgend unter III.4.5.).

Die vorgeschlagenen Neuregelungen sind nicht erforderlich, jedoch kostenintensiv und damit unverhältnismäßig. Zudem konterkarieren sie das Ziel der Kleinanlegerstrategie, den Zugang von Kleinanlegern zu den Kapitalmärkten zu fördern. Die Deutsche Kreditwirtschaft spricht sich daher auch im Interesse der Kleinanleger nachdrücklich dafür aus, auf diese Neuregelungen zu verzichten.

Relevante Rechtsvorschriften:

EG 22 RIS-E

Art. 24d MiFID-E

Annex V RIS-E

#### **4. Weitere neue Anforderungen an die Anlageberatung und ggf. weitere Wertpapierdienstleistungen**

##### **4.1. Pflicht zu einer Portfoliobewertung**

Nach dem Vorschlag der Europäischen Kommission müssen Wertpapierfirmen – sofern sie provisionsbasierte Anlageberatung oder die Finanzportfolioverwaltung erbringen – Kunden auch nach der Zusammensetzung ihres bestehenden Portfolios („financial and non financial assets“, siehe EG 34 RIS-E) befragen und diese bei ihrer Empfehlung berücksichtigen. Zudem sind Kunden darüber zu informieren, wie die empfohlenen Finanzinstrumente der Diversifikation des Kundenportfolios Rechnung tragen.

Es besteht aus unserer Sicht keine Notwendigkeit für eine derartige Regelung, da bereits jetzt durch die bestehenden Regelungen der Kundenschutz umfassend gewährleistet wird. Insbesondere die Abfrage von bestehenden Anlagen des Kunden ist Teil der Einholung von Informationen zu den finanziellen Verhältnissen des Kunden, die in eine Empfehlung einfließen. Diese Vorgaben finden sich daher in den ESMA-Leitlinien zu einigen Aspekten der MIFID II-Anforderungen an die Geeignetheit und sind seit Jahren etablierte Praxis im deutschen Markt. In den Leitlinien heißt es: „Zu den Informationen über die finanziellen Verhältnisse des Kunden zählen Angaben zu seinen Kapitalanlagen. Hierbei ist davon auszugehen, dass die Firmen über die einzelnen bei ihnen gehaltenen Kapitalanlagen des Kunden informiert sind. Je nach Umfang der geleisteten Beratung sollten die Firmen zudem die Kunden dazu anhalten, Angaben zu Kapitalanlagen mitzuteilen, die sie bei anderen Firmen halten, nach Möglichkeit auch aufgeschlüsselt nach einzelnen Instrumenten.“ (o. a. ESMA-Leitlinien, vgl. Fußnote 1, Rz. 43).

Viele Kunden möchten keine detaillierten Angaben zu nicht bei der betreffenden Wertpapierfirma geführten Portfolien machen. Sie wollen die Expertise verschiedener Wertpapierfirmen in Anspruch nehmen und verfolgen ggf. auch mit ihren Portfolien sehr unterschiedliche Anlageziele. Auch eine Diversifikation ist nicht zwingend immer gewünscht, so gibt es Kunden, die z. B. ausschließlich zu einer Assetklasse bei einer bestimmten Wertpapierfirma beraten werden wollen. Kunden könnten sich z. B. ausschließlich zu Aktien des US-Marktes beraten lassen wollen. Unter Diversifikationsgesichtspunkten müsste man dem Kunden nun abraten und ihm Hinweise geben, auch in andere Regionen und Assetklassen zu investieren. Dies würde gerade nicht den Anlagezielen des Kunden entsprechen.

Auch wäre eine umfassendere Befragung nach den Vermögensverhältnissen bei Kleinanlegern vielfach unverhältnismäßig. Dem Gesichtspunkt der Diversifikation wird insbesondere bei einem Erstinvestment bzw. einzelnen Investment in der Praxis bereits dadurch Rechnung getragen, dass dem Kunden ein breit aufgestelltes Investment (z. B. ein breit aufgestellter Fonds) empfohlen wird.

Ein weiterer Fall in der Praxis, in dem eine Portfoliobewertung nicht passt und keinen Mehrwert schaffen würde, sind Anlageberatungen zur Absicherung konkreter Geschäfte/Verträge/Anlagen mittels OTC-Derivate. Dies sind individuelle bilaterale Kontrakte, die einen realwirtschaftlichen Hintergrund haben und beispielsweise Zahlungsströme aus Projekten absichern oder generell zur Steuerung des Aktiv-Passivmanagements dienen. Diese OTC-Derivate werden nicht in einem Depot verwahrt und können daher auch nicht mittels einer klassischen Anlageklassenbetrachtung verglichen werden.



Hinzu kommt, dass selbst große Wertpapierfirmen nur für ein eingeschränktes Produktuniversum eine detaillierte Einschätzung zum einzelnen Finanzinstrument treffen können. Bei 2-2,5 Millionen Wertpapieren auf dem deutschen Markt ist eine Detailanalyse jedes einzelnen dieser Produkte faktisch unmöglich.

Unabhängig von einer Bereitschaft der Kunden, die erforderlichen Angaben zu machen, würde eine verpflichtende Vorgabe zur Berücksichtigung des Kundenportfolios die Anlageberatung wesentlich verteuern. Wegen der hiermit verbundenen Fixkosten würde dies vor allem Kleinanleger mit geringem Einkommen bzw. Vermögen treffen. Damit aber würde das Ziel der Kapitalmarktunion konterkariert, Investitionen von Kleinanlegern an den Kapitalmärkten zu fördern.

Mit Blick auf die Finanzportfolioverwaltung möchten wir klarstellen, dass eine Portfoliobewertung sich auf das Vermögen beschränkt, das Gegenstand des vom Kunden erteilten Mandats zur Finanzportfolioverwaltung (= Vollmacht) ist. Eine weitergehende Verpflichtung würde auf eine Überschreitung der vom Kunden erteilten Vollmacht hinauslaufen, was unzulässig ist.

Zudem bleibt erneut der Umfang der Anforderung auf Stufe 1 offen und soll erst auf Stufe 2 durch die Europäische Kommission festgelegt werden (siehe hierzu die allgemeine Ermächtigung an die Europäischen Kommission in Art. 25 Abs. 8 MiFID-E; ausführlich zu dieser Ermächtigung nachfolgend unter III.4.5.). Dies lehnt die Deutsche Kreditwirtschaft ab, im vorliegenden Fall, weil bei einer Portfoliobewertung – sofern sinnvoll und verhältnismäßig (s. o.) – unterschiedliche Grade denkbar sind. Folglich hängt von der konkreten Ausgestaltung und dem Umfang einer Portfoliobewertung die Höhe der Fixkosten für die Wertpapierfirma und damit letztlich der Kosten für die Kunden ab. Zu den drohenden negativen Folgen insbesondere für Kleinanleger siehe bereits vorstehend.

Dass es für diese Vorgabe keine sachliche Rechtfertigung gibt, zeigt auch der folgende Umstand: Diese Vorgabe soll ggf. nicht für die Honoraranlageberatung gelten (siehe Art. 25 Abs. 2 UAbs. 2 MiFID-E, auch zu den Voraussetzungen für diese Erleichterung). Wenn aber für die Honoraranlageberatung ggf. keine Notwendigkeit für eine Portfoliobewertung besteht, dann gibt es auch keinen sachlichen Grund, diese für die provisionsbasierte Anlageberatung vorzusehen (zur hiermit zudem verbundenen ungerechtfertigten Bevorzugung der Honoraranlageberatung gegenüber der provisionsbasierten Anlageberatung siehe bereits vorstehend unter III.2.).

Die Deutsche Kreditwirtschaft spricht sich daher nachdrücklich dafür aus, auf eine Pflicht zu einer Portfoliobewertung zu verzichten. Denkbar wäre, die Portfoliobewertung als neue Wertpapiernebendienstleistung vorzusehen. Soweit der Gesetzgeber entgegen unserem Petitum an einer Vorgabe zur Portfoliobewertung festhalten möchte, sollte zumindest klargestellt werden, dass Fallgestaltungen, auf die diese Vorgabe nicht passt bzw. bei denen eine solche Vorgabe unverhältnismäßig wäre (siehe hierzu ausführlich vorstehend), ausgenommen sind. Eine Gleichbehandlung von Honoraranlageberatung und provisionsbasierter Anlageberatung sollte in jedem Fall sichergestellt werden. (Folgeänderung: Bei Streichung der Pflicht zu einer Portfoliobewertung in Art. 25 Abs. 2 UAbs. 1 MiFID-E wäre auch Art. 24 Abs. 4 Buchst. (a) (v) zu streichen.).

Wegen der weiteren Änderungen bei Art. 25 Abs. 2 UAbs. 1 MiFID-E verweist die Deutsche Kreditwirtschaft auf die nachfolgenden Ausführungen unter III.4.2.

#### Relevante Rechtsvorschriften:

EG 34 RIS-E

Art. 24 Abs. 4 Buchst. (a) (v) und Art. 25 Abs. 2 UAbs. 1 MiFID-E

#### 4.2. Weitere Neuerungen bei den einzuholenden Kundenangaben

Nach dem Vorschlag der Europäischen Kommission ergeben sich für die Anlageberatung und die Finanzportfolioverwaltung – über das vorstehend unter III.4.1. Gesagte hinaus – nachfolgende Neuerungen bei der Einholung der Kundenangaben:

- Bei der Verlusttragfähigkeit: Ob der Kunde die Verluste vollständig oder teilweise tragen kann.
- Neben den Anlagezielen („investment objectives“) ist der Kunde auch nach seinen Anlagebedürfnissen („investment needs“) zu befragen.

(siehe zu beidem Art. 25 Abs. 2 UAbs. 1 MiFID-E).

Es ist völlig unklar, welches Ziel die Europäischen Kommission mit diesen beiden Neuerungen bezweckt. Wird damit eine Ausweitung der Befragung bezweckt?

Es sollte für die Wertpapierfirmen weiterhin die Möglichkeit bestehen mit Blick auf die Verlusttragfähigkeit auf das maximale Risiko abzustellen. Dies ist grundsätzlich der Totalverlust. Ein solches Vorgehen erfolgt zum Schutz der Kunden, da weder die Kunden noch die Wertpapierfirmen „die Zukunft vorhersehen können“. Ob sich das Verlustrisiko ggf. ganz oder nur teilweise verwirklicht (auch wenn es ggf. noch so unwahrscheinlich ist, z. B. bei Schuldverschreibungen mit einer erstklassigen Bonität), können beide zum Zeitpunkt der Beratung nicht einschätzen. Folglich bewegen sich beide Seiten „auf der sicheren Seite“, wenn sie vom maximalen Risiko ausgehen. Zur Information: Soweit ausnahmsweise ein weitergehendes Risiko als der Totalverlust möglich ist (bei Finanzinstrumenten mit Nachschusspflichten) wird selbstverständlich dieses höhere Risiko bei der Verlusttragfähigkeit zugrunde gelegt. Um bei der Verlusttragfähigkeit weiterhin auf das maximale Risiko abstellen zu können, spricht sich die Deutsche Kreditwirtschaft für einen Verzicht auf die vorgesehene Neuerung zur Verlusttragfähigkeit in Art. 25 Abs. 2 UAbs. 1 MiFID-E aus.

Unklar ist, was mit „investment needs“ neben den „investment objectives“ gemeint ist. Sofern hier eine Brücke zum „Wünsche und Bedürfnis Test“ gemäß Art. 20 Abs. 1 IDD gebaut werden soll, fehlt es an einer Vergleichbarkeit. Bereits vor der eigentlichen Beratung zu einem Versicherungsprodukt werden die Wünsche („demands“) und Bedürfnisse („needs“) des Kunden erhoben. Dies dient dem Zweck, die subjektiven Wünsche nach einer noch unbestimmten Absicherung mit den objektiven Bedürfnissen einzugrenzen und letztlich näher zu bestimmen. Erst im Anschluss erfolgt die eigentliche Beratung des Versicherungsprodukts. Die Abfrage der Wünsche und Bedürfnisse nach Art. 20 IDD ist demnach etwas völlig anderes und kann nicht auf den Wertpapierbereich übertragen werden. Zu den Anlagezielen zählen bereits heute der Anlagezweck, der Anlagehorizont, die Risikobereitschaft, Risikotoleranz und die Nachhaltigkeitspräferenzen des Kunden (siehe Art. 54 Abs. 5 DelVO (EU) 2017/565). Hiernach sind die Kunden bereits heute zu befragen (neben den Fragen zu den finanziellen Verhältnissen einschließlich der Verlusttragfähigkeit sowie den Kenntnissen und Erfahrungen). Es ist nicht erkennbar, dass weitere Angaben der Kunden generell erforderlich sein könnten.

Dies würde auch Folgefragen nach sich ziehen, denn dann müssten auch die Product Governance-Regelungen angepasst werden. Da sich aber bei „needs“ bisher schon kein einheitliches Verständnis ergeben hat, hat man im Zuge der Zielmarktfestlegungen sich dazu entschlossen, „objectives and needs“ zu einem Zielmarktmerkmal zusammenzuziehen. Zudem haben Konzepture und Vertriebsunternehmen jedoch die Möglichkeit, im Zielmarkt (in der Regel über Freitextfelder) besondere „needs“ anzugeben (früher z. B. sustainability, heute ersetzt durch die nachhaltigkeitsbezogenen Ziele). So kann auch heute schon besonderen Kundenbedürfnissen angemessen Rechnung getragen werden. Dies lässt sich jedoch nur kundenindividuell und nicht standardisierbar erfassen.

Kritisch zu bewerten ist zudem, dass erneut erst auf Stufe 2 der Inhalt der Regelung festgelegt werden soll. Diese ist auch an keine konkreten Voraussetzungen gebunden (siehe zu der Ermächtigung an die



Europäische Kommission zum Erlass von Stufe 2 Maßnahmen Art. 25 Abs. 8 MiFID-E; ausführlich zu dieser Ermächtigung nachfolgend unter III. 4.5.). Die Deutsche Kreditwirtschaft spricht sich daher nachdrücklich für einen Verzicht auf die Ergänzung von „investment needs“ in Art. 25 Abs. 2 UAbs. 1 MiFID-E aus.

Relevante Rechtsvorschriften:

Art. 25 Abs. 2 UAbs. 1 MiFID-E

**4.3. Pflicht, dem Kunden einen Bericht über die von ihm gemachten Kundenangaben zur Verfügung zu stellen**

Die Deutsche Kreditwirtschaft spricht sich dafür aus, auf die vorgeschlagene Pflicht, dem Kunden sowohl bei der Anlageberatung als auch beim beratungsfreien Geschäft mit Angemessenheitsprüfung auf Verlangen einen Bericht in einem standardisierten Format über die von ihm gemachten Kundenangaben zur Verfügung zu stellen, zu verzichten. Einen Bedarf für eine solche Anforderung vermag die Deutsche Kreditwirtschaft nicht zu erkennen. Gerade im Bereich der Anlageberatung erhält der Kunde bereits jetzt eine Geeignetheitserklärung, die auch detaillierte Angaben zum Kunden und Erläuterungen dahingehend enthält, wie die Beratung auf die Präferenzen, Ziele und sonstigen Merkmale des Kleinanlegers abgestimmt wurde. Soweit Kunden das Bedürfnis haben, Informationen zu den Angaben, die die Wertpapierfirmen hinterlegt haben, zu erhalten, können sie jederzeit bei ihrer jeweiligen Wertpapierfirma nachfragen. Ferner führt die neue Regelung dazu, dass der damit einhergehende Mehraufwand durch den Kunden finanziert werden müsste, was Kostensteigerungen erwarten lässt, ohne dass dem ein Kundennutzen gegenübersteht.

Mutmaßlich liegt dem Vorschlag die Idee zu Grunde, dass die vom Kunden gemachten Angaben standardisiert und übertragbar gemacht werden sollen. Möglicherweise soll eine diesbezügliche Spezifizierung im Rahmen des Open Finance Frameworks erfolgen, was die Deutsche Kreditwirtschaft aus Ziffer 1 Abschnitt Consistency with other Union policies, Abs. 2 des Explanatory Memorandum zur RIS-E sowie aus Passagen im Impact assessment der Europäischen Kommission zur RIS-E folgert.

Beispielhaft verweist die Deutsche Kreditwirtschaft auf die Darstellung auf Seite 7 im Impact assessment der Europäischen Kommission:

“This impact assessment also considers the interplay with other ongoing initiatives in the area of financial services. For example, the Open finance framework will aim to facilitate the access and re-use of customer data, with consent, across a range of financial services and enable data sharing and third party access for a wide range of financial sectors and products, in line with data protection and consumer protection rules. The Open finance initiative runs in parallel with the Retail investment strategy and coordination of the two will take place especially with regards to standardisation and/or portability of customer data.” [Hervorhebung durch die Deutsche Kreditwirtschaft]

Weitere Hinweise finden sich auf den Seiten 50, 211 und 220.

Sowohl eine Standardisierung als auch eine Übertragbarkeit der Kundenangaben für die Anlageberatung sowie das beratungsfreie Geschäft lehnt die Deutsche Kreditwirtschaft strikt ab.

Aus Sicht der Deutschen Kreditwirtschaft handelt es sich bei der Angemessenheits- und Geeignetheitsprüfung um etablierte Prozesse, die sich in der Praxis bewährt haben. Uns sind auch keine negativen Rückmeldungen oder Kritikpunkte von Verbraucherschützern zu der bestehenden Praxis bei der Einholung der Kundenangaben bekannt. Aus diesem Grund sieht die Deutsche Kreditwirtschaft auch keinen Verbesserungsbedarf.

Eine technische Übertragbarkeit der Kundenangaben, für die die Deutsche Kreditwirtschaft kein Erfordernis zu erkennen vermag, würde zudem eine europaweite Standardisierung aller Fragestellungen und Detailausprägungen der Kundenexploration voraussetzen. Dies ist mit höchstem Aufwand verbunden und würde vermutlich sogar eine komplette Neubefragung aller Bestandskunden erfordern.

Keinesfalls sollten in der MiFID im Vorgriff auf erwartete Regelungen Anpassungen vorgenommen werden. Es steht zu befürchten, dass die in zwei Gesetzgebungsverfahren erlassenen Vorgaben nicht zueinander passen und in der Praxis Probleme aufwerfen. Dies muss unbedingt vermieden werden, indem die Regelungen, die thematisch unter Open Finance fallen, einheitlich in den dortigen Vorschriften geregelt werden.

Kritisch zu bewerten ist zudem, dass erneut erst auf Stufe 2 der Inhalt der Regelung festgelegt werden soll (siehe zur Ermächtigung an die Europäischen Kommission zum Erlass von Stufe 2 Maßnahmen Art. 25 Abs. 1 UAbs. 6 MiFID-E). Die wesentlichen Elemente der neuen Vorgaben müssen zwingend durch den demokratisch legitimierten Gesetzgeber auf Stufe 1 festgelegt werden.

Relevante Rechtsvorschriften:

Art. 25 Abs. 1 UAbs. 3 bis 6 MiFID-E

#### **4.4. Neuerung mit Blick auf den Zeitpunkt der Zurverfügungstellung der Geeignetheitserklärung**

Die Neuregelung des Art. 25 Abs. 6 UAbs. 2 S. 2 MiFID-E trifft Aussagen zum Zeitpunkt der Zurverfügungstellung der Geeignetheitserklärung an Kleinanleger.

Bereits heute besteht grundsätzlich das Erfordernis, dass Kleinanlegern die Geeignetheitserklärung vor einer Transaktion („before the transaction is made“) zur Verfügung zu stellen ist. Mit der Neuregelung soll diese Anforderung konkretisiert werden. Hierbei wird jedoch der unbestimmte Begriff „sufficiently in advance ...“ verwendet. Weiterhin wird der neue Wortlaut „except if otherwise instructed“ eingeführt. Auch dieser lässt jedoch offen, welche Anforderungen für eine solche Weisung gelten sollen.

Um aufsichtsrechtliche Risiken infolge dieser unbestimmten Regelungen zu vermeiden, wären Wertpapierfirmen gezwungen, eine Art „Cool-off-Period“ einzuführen. Konkret würde dies bedeuten, dass nach einer Anlageberatung Kunden ihren Auftrag grundsätzlich erst nach einer bestimmten Bedenkzeit erteilen könnten. Dies wiederum könnte zu zivilrechtlichen Haftungsrisiken für die Wertpapierfirmen führen, da Kunden einwenden könnten, dass sie das empfohlene Finanzinstrument infolge dieser Verzögerung nur zu einem schlechteren Kurs kaufen/verkaufen konnten. Es bestünde für die Wertpapierfirmen also das Risiko entsprechender Schadensersatzklagen seitens der Kunden.

Zudem stellt dies eine Ungleichbehandlung gegenüber der Regelung in Art. 25 Abs. 6 UAbs. 3 MiFID dar, wonach in einer Fernabsatzsituation (z. B. telefonischen Beratung) unter bestimmten Voraussetzungen eine nachträgliche Zurverfügungstellung der Geeignetheitserklärung (also nach Abschluss des Geschäfts) ausreichend ist.

Indirekt wird die Neuregelung auch dazu führen, dass Beratungsgespräche mehr Zeit in Anspruch nehmen und damit Berater letztlich weniger Kunden beraten können. Damit steigen auch die Kosten der Beratung, die letztlich vom Kunden zu tragen sind.

Die Deutsche Kreditwirtschaft spricht sich daher für einen Verzicht auf die geplante Neuregelung aus.

Relevante Rechtsvorschriften:

Art. 25 Abs. 6 UAbs. 2 MiFID-E

**4.5. Ermächtigung der Europäischen Kommission in Art. 25 Abs. 8 MiFID-E viel zu weitgehend**

Bereits in der Vergangenheit begegneten die Ermächtigungen an die Europäische Kommission zum Erlass von Stufe 2-Regelungen wegen ihrer Allgemeinheit grundsätzlichen Bedenken. Strikt abzulehnen ist in jedem Fall die nunmehr vorgeschlagene Ergänzung in Art. 25 Abs. 8 MiFID-E, wonach die Europäische Kommission ermächtigt wird, „to supplement this Directive“. Dies würde der Europäischen Kommission die Befugnis einräumen, über die Festlegungen des europäischen Gesetzgebers auf Stufe 1 hinaus neue Regelungen zu erlassen, sich also „an die Stelle des demokratisch legitimierten Stufe 1-Gesetzgebers“ zu setzen. Der Erlass neuer Regelungen, zu denen auch Ergänzungen der Stufe 1 zählen, muss aber weiterhin dem demokratisch legitimierten Stufe 1- Gesetzgeber vorbehalten bleiben. An die Vorgaben der Stufe 1 muss die Europäische Kommission folglich weiterhin gebunden bleiben, d. h. sie darf bei den von ihr auf Stufe 2 erlassenen Maßnahmen nicht über die Stufe 1 hinausgehen.

Zudem spricht sich die Deutsche Kreditwirtschaft erneut dagegen aus, dass die Europäische Kommission ermächtigt wird, die Generalklausel in Abs. 1 auf Stufe 2 zu konkretisieren (ausführlich bereits zu einer entsprechenden Ermächtigung in Art. 24 Abs. 13 Buchst. (d) MiFID-E unter III.1.4.).

Auch die Ergänzung in Art. 25 Abs. 8 Buchst. (a) MiFID-E um „costs, risks, complexity, price“ ist zu weitgehend. Es geht bei Buchst. (a) darum, welche Aspekte mit Blick auf eine Konkretisierung auf Stufe 2 jeweils zu berücksichtigen sind. Es ist verfehlt, nunmehr für sämtliche Anforderungen des Art. 25 MiFID (alt bzw. neu (= MiFID-E)) die o. a. weiteren Aspekte bei dem Erlass von Stufe 2-Konkretisierungen berücksichtigen zu müssen, auch wenn sie bei diesen Anforderungen nicht relevant sind. Die Deutsche Kreditwirtschaft sieht vielmehr die Gefahr, dass auf der Stufe 2 auch insoweit weitergehende Anforderungen erlassen werden können, die keine Grundlage in den vom demokratisch legitimierten Stufe 1-Gesetzgeber erlassenen Vorgaben finden. Auf diese Ergänzung ist daher zu verzichten.

Folglich spricht sich die Deutsche Kreditwirtschaft nachdrücklich für einen Verzicht auf die in Art. 25 Abs. 8 MiFID-E vorgenommenen Ergänzungen aus.

Relevante Rechtsvorschrift:

Art. 25 Abs. 8 MiFID-E

## IV. Angemessenheit

### 1. Standardisierte Warnhinweise und standardisiertes Reporting zu den für die Angemessenheitsprüfung erhobenen Kundenangaben

Abzulehnen ist der Vorschlag hinsichtlich von der ESMA und der Europäischen Kommission zu entwickelnder standardisierter Warnhinweise im Sinne des Art. 25 Abs. 1 UAbs. 2 MiFID-E sowie eines Reportings zu den für die Angemessenheit erhobenen Kundendaten (Art. 25 Abs. 1 UAbs. 3). Bereits im Rahmen der aktuellen regulatorischen Vorgaben erhalten Kunden hinreichende Warnhinweise, sofern sie keine/unzureichende Angaben gegenüber einer Wertpapierfirma zur Prüfung der Angemessenheit machen oder ein Finanzinstrument für den Kunden nicht angemessen ist. Ein europaweit standardisiertes Format dürfte auch kaum den jeweiligen Bedürfnissen der Kunden sowie den Wertpapierfirmen gerecht werden und dürfte zu hohen IT-Umsetzungskosten führen ohne korrespondierenden Vorteil. Auch ist unklar, wie der standardisierte Warnhinweis europaweit umgesetzt werden soll (Sprachunterschiede). Missstände bei der bisherigen Praxis sind der Deutschen Kreditwirtschaft nicht bekannt.

Unklar bleibt auch, welches Ziel mit einem standardisierten Reporting zu den erhobenen Angaben erreicht werden soll. Kunden erhalten entweder bereits jetzt umfangreiche Informationen zu den von ihnen gemachten Angaben oder können diese bei ihren Banken und Sparkassen erfragen. Da die Erhebung der Angaben sehr wertpapierfirmenindividuell erfolgt, auf den Kundenkreis, die Art der Finanzinstrumente sowie die Vertriebskanäle zugeschnitten ist, würde ein standardisierter Report auch einen großen Umsetzungsaufwand für alle Wertpapierfirmen bedeuten, ohne dass dies den Kundenschutz erhöhen würde.

Der Vorschlag würde aufgrund der schon bestehenden Fülle der Pflichtinformationen zu einer weiteren Überforderung bzw. weiterem Unverständnis bei Kleinanlegern führen, ohne einen erkennbaren Nutzen zu bringen. Die schon im Rahmen einer von der Ruhr-Universität-Bochum erstellten Auswirkungsstudie wissenschaftlich belegte heutige Überforderung der Kleinanleger<sup>5</sup> würde sich weiter verstärken.

#### Relevante Rechtsvorschriften:

EG 35 RIS-E

Art. 25 Abs. 1 UAbs. 2 und 3 MiFID-E

### 2. Umfang der für die Angemessenheitsprüfung einzuholenden und zu berücksichtigenden Kundenangaben

Den Vorschlag, den Umfang der Informationen über den Kunden, die für die Angemessenheitsprüfung einzuholen und zu bewerten sind, auf die Fähigkeit, Verluste ganz oder teilweise zu tragen, und die Risikotoleranz auszuweiten, lehnt die Deutsche Kreditwirtschaft ab.

Die vorgeschlagene Erweiterung der für die Angemessenheitsprüfung vorgeschriebenen Kundenangaben würde nicht zuletzt eine deutlich tiefgreifendere und umfassendere Erfassung der persönlichen Lebensumstände von Kunden erfordern, was nach dem Dafürhalten der Deutschen Kreditwirtschaft nicht im Interesse der Selbstentscheider liegt.

In der Folge würden selbst die Kunden, die über ausreichende Kenntnisse/Erfahrungen verfügen, um die mit den Finanzinstrumenten verbundenen Risiken einzuschätzen, Warnhinweise erhalten, weil diese angeblich

---

<sup>5</sup> „Auswirkungsstudie MiFID II/MiFIR und PRIIP-VO: Effektivität und Effizienz der Neuregelungen vor dem Hintergrund des Anleger- und Verbraucherschutzes – eine qualitativ-empirische Analyse“

hinsichtlich ihrer Risikonatur nach den durch den Kunden zuvor gemachten Angaben nicht angemessen sein sollen.

Die Erweiterungen sind nicht im Sinne des Kunden als Selbstentscheider, der sich bewusst gegen die Inanspruchnahme einer Beratung und für die Durchführung einer beratungsfreien Transaktion entschieden hat. Diese Kundengruppe hat das primäre Interesse, dass die von ihnen gewünschte Transaktion möglichst schnell und unbürokratisch ausgeführt wird. Selbstentscheider wollen häufig kurzfristig erwartete Marktbebewegungen ausnutzen. Sie haben sich i. d. R. vor Abschluss ausreichend über das Produkt und die Marktlage informiert. Jede Verzögerung kann dazu führen, dass sich der Preis eines Produktes zu Lasten des Anlegers ändert.

Die Schnelligkeit der Orderausführung ist für Selbstentscheider daher ein entscheidendes Qualitätsmerkmal. Zum anderen würde das beratungsfreie Wertpapiergeschäft durch die Erweiterungen grundlegend komplizierter und zeitaufwendiger, was massiv zulasten der Selbstentscheider gehen würde, die bereits heute über den unnötigen durch regulatorische Vorgaben bedingten Aufwand klagen. Der Vorschlag liefe auf eine Bevormundung der Kunden hinaus, die selbstständig ordern möchten, und würde die sinnvolle Differenzierung zwischen Anlageberatung und Selbstentscheidergeschäft verwischen, welche sich in der Praxis bewährt hat.

Die Prüfung von Risikoneigung und Verlusttragfähigkeit sind bislang Kernbestandteile der Geeignetheitsprüfung in der Anlageberatung. Würden diese Prüfungen auch Teil der Angemessenheitsprüfung, würde das beratungsfreie Geschäft durch die Hintertür zu einer „Anlageberatung light“. So müssten bei der Ordererteilung von Selbstentscheidern zukünftig drei der sechs Kriterien der Geeignetheitsprüfung geprüft werden. Dadurch würden für die Anleger die Hürden zum Erwerb von Finanzinstrumenten unnötig erhöht.

Zudem müssten aufgrund der Erweiterung der Angemessenheitsprüfung für Finanzinstrumente, die bisher ohne Beratung angeboten werden, nun auch wesentlich umfangreichere Daten erhoben und geprüft und dann mit den Kundendaten gematcht werden. Dies gilt insbesondere für die Verlusttragfähigkeit, deren weitergehende Prüfung weitreichende zusätzliche Angaben von Kunden zu finanziellen Verhältnissen erfordern würde, die wiederum technisch gespeichert und automatisiert verarbeitet werden müssen. Neben Themen wie Datenschutz ist dies technisch nur sehr komplex abbildbar und der Nutzen für den Kunden fraglich bis hin zu bevormundend.

Durch die Erweiterungen würden für die Kunden die Hürden zum beratungsfreien Erwerb von Finanzinstrumenten unnötig erhöht. Die Festlegung einer angemessenen Risikobereitschaft gehört zu den komplexesten Prozessen der heutigen Exploration in der Anlageberatung. Dies könnte ebenfalls zu einer Ablehnung des Kunden führen, hierzu Angaben zu machen. Zu erwartende Folgen könnten die Abwanderung von Kunden in nicht oder geringer regulierte Angebote außerhalb der EU, die Nutzung des reinen Ausführungsgeschäftes (Execution Only), das Verharren der Kunden in Angeboten des Spar- und Einlagengeschäftes oder die Abkehr von Kleinanlegern vom Kapitalmarkt sein. Dies würde dem Ziel der Kleinanlegerstrategie, den Zugang von Kleinanlegern zum Kapitalmarkt und den Anlegerschutz zu verbessern diametral widersprechen.

Des Weiteren sieht die Deutsche Kreditwirtschaft die Gefahr, dass eine isolierte Prüfung von Risikoneigung und Verlusttragfähigkeit im beratungsfreien Geschäft zu Fehlbewertungen und Fehleinschätzungen zu Lasten des Kunden führen können. Es fehlt nämlich die umfassende Sicht auf den Kunden, seine individuelle finanzielle Situation und seine situativen Bedürfnisse, wie sie in der Anlageberatung erhoben wird. Eine Festlegung der Risikotoleranz ohne Betrachtung der ganzheitlichen Situation des Kunden und deren Wechselwirkung mit dem Anlagehorizont und anderen Anlagezielen des Kunden würde an den Bedürfnissen des Kunden vorbeigehen.

Die Erweiterung würde auch die Komplexität der IT-Systeme erhöhen und das Onboarding neuer Kunden komplizierter machen. Dies würde für viele Wertpapierfirmen negative Folgen für das Produkt- oder

Dienstleistungsangebot der Wertpapierfirmen haben. Dies gilt in besonderem Maße, wenn zugleich – wie ebenfalls von der Europäischen Kommission vorgeschlagen – die Zuwendungen im beratungsfreien Geschäft tatsächlich verboten werden sollten. So sollen nach dem Entwurf der Europäischen Kommission einerseits Zuwendungen im beratungsfreien Geschäft entfallen und den Anbietern zugleich sehr teure Umsetzungsmaßnahmen auferlegt werden.

Zusätzlich könnte die Umsetzung dieses Vorschlages zu zivilrechtlichen Implikationen in Deutschland führen. Sofern beim Kunden der Eindruck entsteht, es liege eine Art „Beratung light“ vor, kann dies zur Anwendung der Rechtsprechung zur anleger- und objektgerechten Beratung führen, mit nicht unerheblichen Haftungsrisiken für die deutschen Banken und Sparkassen. Dies kann dazu führen, dass dies Auswirkungen mit sich bringt, welche den Zielen der Kleinanlegerstrategie entgegenstehen. Insofern besteht zu befürchten, dass für Kleinanleger, die ohne Beratung ihre Anlageentscheidung treffen, bestimmte Produkte nicht mehr zugänglich sind. Banken und Sparkassen könnten nämlich zur Vermeidung ihrer Haftungsrisiken bestimmte Produkte mit einem höheren Chance/Risikoprofil aufgrund des mit der neuen Regulierung einhergehenden Haftungsrisikos entweder gar nicht erst für die Kunden zugänglich machen. Oder dies wäre nur zu höheren Kosten möglich, die in Abhängigkeit zu den infolge der neuen Regulierung höheren Haftungsrisiken für die Bank von dieser festgelegt werden.

Der Vorschlag sollte daher nicht umgesetzt werden.

Relevante Rechtsvorschriften:

EG 35 RIS-E

Art. 25 Abs. 3 UAbs. 1 MiFID-E

## V. Product Governance

### 1. „Value for Money“-Prozesse

Im Rahmen der gesetzlichen Anforderungen an die Product Governance sollen künftig die Prozesse u. a. zur Produktfreigabe sowie der laufenden Produktüberwachung im Rahmen eines sog. „Value for Money“-Ansatzes für viele Finanzinstrumente erheblich erweitert werden, was aufgrund der vielen neuen Vorgaben einen enormen Umsetzungsaufwand hervorrufen würde. Ferner sind korrespondierende umfangreiche Meldepflichten vorgesehen. Die Deutsche Kreditwirtschaft sieht es als sehr zweifelhaft an, ob der Aufwand der Wertpapierfirmen zur Umsetzung dieser neuen Anforderungen in einem angemessenen Verhältnis zu einem möglichen Mehrwert für den Kleinanleger steht.

Wesentliches Element dieses Value-for-Money-Konzeptes sollen Vergleichsmaßstäbe (benchmarks) sein, die von ESMA durch Stufe 2- bzw. Stufe 3-Maßnahmen zu definieren sind. Konzepture und Vertriebsstellen müssten dann ihre Finanzinstrumente und Dienstleistungen (d. h. Dienstleistungen wie die Ordererteilung oder die Anlageberatung, sog. Distributoren-Benchmarks) gegen die von ESMA geschaffenen Kosten-Vergleichsmaßstäbe prüfen. Dieser Ansatz erscheint unter verschiedenen Gesichtspunkten als nicht zielführend im Sinne des Anlegerschutzes und unverhältnismäßig. So sieht das umfangreiche MiFID II-Product Governance-Regime bereits heute vor, dass die Produktkosten zu berücksichtigen sind<sup>6</sup>. Durch die ex-ante Kosteninformationen werden Kunden über alle Kosten ausreichend informiert, um verschiedene Finanzinstrumente vergleichen zu können. In der Anlageberatung besteht die Pflicht, Kosten bei äquivalenten Finanzinstrumenten sowie bei empfohlenen Umschichtungen durch eine Kosten-Nutzen-Analyse zu berücksichtigen (siehe Art. 54 Abs. 11 DeIVO 2017/565, Art. 25 Abs. 2 UAbs. 4 MiFID-E). Diese Regelungen haben sich in der Praxis bewährt. Verstöße gegen diese Pflicht sind nicht bekannt und müssten durch die nationalen Aufsichtsbehörden gegenüber den betreffenden Wertpapierfirma adressiert werden. Insoweit sind die vorgeschlagenen erheblichen Neuerungen nicht zu rechtfertigen.

#### 1.1. Einstieg in Preisregulierung ist abzulehnen

Bei der Thematik ist zu berücksichtigen, dass sich die Preise für Güter und Dienstleistungen in aller Regel am Markt bilden. Die Vorschläge der Europäischen Kommission bergen hingegen die Gefahr des Einstiegs in eine Preisregulierung bei Finanzinstrumenten. Es steht zu befürchten, dass die Benchmarks in der Praxis wie Preisobergrenzen wirken werden. Eine solche Preisregulierung sollte in einer Marktwirtschaft nur ausnahmsweise erfolgen (z. B. im Falle eines Marktversagens oder bei Monopolen). Für eine durch gesetzliche Vorgaben hervorgerufenen Preisregulierung bei Finanzinstrumenten besteht kein Grund. Ein Marktversagen im Hinblick auf die Kosteneffizienz ist nicht erkennbar. Vielmehr zeigen Untersuchungen der ESMA, dass beispielsweise die laufenden Kosten für Retail-EU27 UCITS in der 5-Jahresbetrachtung zwischen 2017 und 2021 gesunken sind. Das Kostenniveau für aktive und passive Produkte ist in der 10-Jahresbetrachtung im Vergleich der Managementstile aktiv / passiv kontinuierlich gesunken (vgl. ESMA, Report 2023, Kosten- und Wertentwicklung, S. 5 sowie ESMA, Report 2023, Annex zu Kosten und Wertentwicklung, S. 25, ASR-CP-S. 63). Zudem wird der Vertrieb von Wertpapieren durch neue Anbieter wie "Neo-Broker" mit sehr niedrigen Preismodellen in jüngster Zeit "aufgemischt". Somit besteht keine Notwendigkeit für einen derart starken Eingriff in den Markt.

#### 1.2. Gefahr des „Race to the bottom“ / Drohende Wettbewerbsverzerrungen

Die Deutsche Kreditwirtschaft sieht zudem die Gefahr, dass die Ausgestaltung der Vergleichsmaßstäbe zu ungerechtfertigten Eingriffen in den Wettbewerb führen wird, indem bestimmte Geschäftsmodelle und

---

<sup>6</sup> Gemäß Artikel 9 Absatz 12 DeIRL (EU) 2017/ 593



Produkte in den Vergleichsmaßstäben nicht hinreichend abgebildet werden. Hier steht zu befürchten, dass in den Benchmarks Äpfel mit Birnen verglichen werden. Beispielsweise sollen Produkte, die komplexere Ausstattungsmerkmale enthalten, Risiken reduzieren oder Erträge verstetigen. Diese Produkte sind grundsätzlich kostenintensiver als Produkte ohne Risikomanagement, wobei die Mehrkosten aber durch einen korrespondierenden Mehrwert für die Anleger gerechtfertigt sind. Würden Produkte mit und ohne Risikomanagement derselben Produktgruppe zugeordnet werden, könnten die Produkte mit Risikomanagement ggf. nicht mehr angeboten werden. Dies würde den Interessen der Anleger zuwiderlaufen.

Der Gefahr der unzureichenden Vergleichsmaßstäbe scheint sich auch die Europäische Kommission bewusst zu sein, da sie in EG 17 RIS-E selbst auf die Möglichkeit anfänglicher Qualitätsmängel hinweist:

“In view of the extent of diversity of retail investment product offerings, the development of benchmarks by ESMA and EIOPA should be an evolutionary process, beginning with the investment products most commonly purchased by retail investors and progressively building on the experience gathered over time in order to broaden coverage and refine their quality.” [Hervorhebung durch die Deutsche Kreditwirtschaft]

Der einseitige Fokus auf die Kosten kann zudem dazu führen, dass sich innerhalb der Benchmarks ein Wettbewerb um die kostengünstigsten Produkte entwickelt, bei dem Qualitätsmerkmale des Finanzinstruments, die für die betreffende Benchmark irrelevant sind, außen vor bleiben („Race to the bottom“). Der einseitige Fokus auf die Kosten kann somit zu Wettbewerbsverzerrungen führen und Innovationen bei der Produktentwicklung verhindern. Auch insoweit hält die Deutsche Kreditwirtschaft den vorgeschlagenen Benchmark-Ansatz für verfehlt.

In diesem Zusammenhang möchte die Deutsche Kreditwirtschaft darauf hinweisen, dass der Vorschlag der Europäischen Kommission einer Preisregulierung und die Schaffung von Kosten-Benchmarks auch in einer 27. Juni d. J. veröffentlichten Studie<sup>7</sup> die vom ECON-Ausschuss des Europäischen Parlaments beauftragt wurde, sehr kritisch gesehen wird. Die nachfolgende Passage auf Seite 21 der Studie stützt die o. g. Bedenken der Deutschen Kreditwirtschaft:

“Concerning the abovementioned proposals by the EC on inducements in the Omnibus Directive, there seems to be an intention to directly regulate mechanisms of price formation, with the view that “[s]ome retail investment products on the market still incorporate unjustifiably high costs and/or do not offer value to retail investors” ...

However, such an approach may risk failing to address the actual problem faced by retail investors with respect to inducements, as we tried to illustrate above, as it places an excessive accent on costs. Instead of intervening directly in the market’s pricing structure and recurring to notions such as “high costs” - which can be broad and variable, causing legal uncertainty and imprecisions – legislation should be focused on ensuring that retail investors properly understand the products and services that are being offered, allowing them to reasonably decide whether they should or should not take a certain investment decision. There is also the potential danger that the EC’s approach leads to the market moving towards a common benchmark or standard, stifling financial innovation: benchmarking against a single parameter/test might lead to undue rigidities in the market.

Ultimately, looking at costs per se is not sufficient: costs are strictly related to the nature, characteristics and risk/return profiles of the investments and, without more clarity on the classification and mapping of products (an issue that the EC’s proposal does not take properly into account, save – probably

---

<sup>7</sup> Filippo Annunziata: „Retail Investment Strategy – How to boost retail investors’ participation in financial markets“



– for “high-risk products”), these proposals do not seem to properly address the real issue. More on that below.”

### **1.3. Enorm hoher Aufwand ohne entsprechenden Nutzen**

Zudem würden die vorgeschlagenen neuen Anforderungen den Aufwand der Wertpapierfirmen erhöhen. Hervorzuheben sind hierbei auch die sehr umfangreichen Meldepflichten an die Aufsichtsbehörden, die in Art. 16-a Abs. 2 MiFID-E für die Hersteller sowie Art. 16-a Abs. 6 MiFID-E für die Vertriebsstellen vorgesehen sind. Die Anforderungen beziehen sich auf den Bereich der Produkte, die im Beratungsgeschäft sowie im beratungsfreien Geschäft angeboten werden.

Allein am deutschen Markt gibt es eine siebenstellige Zahl an Aktien, Anleihen, Zertifikaten und Fonds zuzüglich einer hohen Anzahl von börsengehandelten Optionen und Futures. Die Schätzung einer großen deutschen Privatbank geht davon aus, dass allein für den deutschen Markt mindestens 200.000 Benchmarks nötig wären. Eine weniger granulare Festsetzung würde keine risikoangemessenen Bewertungen für die Anleger ermöglichen. Zudem müssten diese Benchmarks regelmäßig, beispielsweise täglich, aktualisiert werden, damit sie die für Anleger notwendigen tagesaktuellen Marktdaten abbilden. Insbesondere bei Hebelprodukten ändert sich mit den Marktparametern das Risiko und damit auch die angemessenen Kosten. Eine besondere Herausforderung wäre der Benchmarkvergleich bei Marktverwerfungen.

Unklar ist, wie die Meldungen der Konzepture und Vertreiber (Art. 16-a Abs. 6 MiFID-E) an die Aufsicht aussehen könnten. Diese müssten hochgradig komplex ausfallen. Meldeschnittstellen müssen mindestens 24 Monate vor Inkrafttreten der Meldeverpflichtung vollständig definiert und mindestens 12 Monate vor Inkrafttreten als Testversion bereitstehen. Es müssen nicht nur ISIN und Kostensatz geliefert werden, sondern auch die klassifizierungsrelevanten Parameter. Ohne ein finales fachliches Detailkonzept können die Wertpapierfirmen mit der Umsetzung nicht beginnen. Zur Verdeutlichung des zeitlichen Umsetzungsaufwands sei erwähnt, dass ein vergleichbares Projekt am deutschen Markt nach einer Expertenschätzung aus dem Kreise der Mitgliedsinstitute der Deutschen Kreditwirtschaft fünf Jahre Vorlauf benötigt.

Der Abgleich der Benchmarks mit den einzelnen Produkten vor Vertrieb eines Finanzinstruments nebst Einzelfallprüfung und Dokumentation bei Auffälligkeiten würde ebenfalls sehr aufwendig werden. Insbesondere für das beratungsfreie Geschäft ist zu erwarten, dass einzelne Vertriebsstellen das Produktangebot deutlich einschränken werden und damit letztendlich der Wettbewerb beeinträchtigt werden würde. Dies dürfte für die Anleger die Folge einer nur eingeschränkten Auswahl haben, da von den Wertpapierfirmen nur Produkte von einigen wenigen Herstellern angeboten werden. Zum anderen besteht auch die Gefahr, dass Anleger in unregulierte / außereuropäische Märkte ausweichen.

Mit Blick auf die signifikante Vielzahl von betroffenen Produkten erscheinen die Vorschläge sehr anspruchsvoll und wenig praxisnah. Essenzielle Voraussetzung für einen Kostenvergleich ist eine einheitliche und vor allem sinnvolle Methode. Die langjährigen Erfahrungen mit der PRIIP-VO haben bereits gezeigt, dass es kaum möglich ist, eine Kostenmethodik zu entwickeln, die allen Finanzprodukten und Vertriebswegen gerecht wird. Es kommt stets zu Verzerrungen, die bestimmte Produkte oder Vertriebswege fälschlich als zu teuer oder zu günstig erscheinen lassen.

Aufgrund der Vielzahl von Prozessbeteiligten und des gewaltigen Datenvolumens sieht die Deutsche Kreditwirtschaft die Gefahr einer nicht mehr praktikabel zu handhabenden Komplexität und daraus resultierender Risiken durch z. B. Übermittlungs- und Verarbeitungsfehler sowie Zeitverzögerungen. Offen wäre z. B. der Umgang bei nachträglichen Datenkorrekturen in Bezug auf bereits erfolgte Produktfreigaben, Empfehlungen und Transaktionen.

Die Deutsche Kreditwirtschaft hat große Zweifel, ob diese Datenmenge bei der Erstellung der Benchmarks zu bewältigen sein und zu hinreichend präzisen Ergebnissen in den Benchmarks führen würde. Es steht zu befürchten, dass auf allen Seiten ein enorm hoher Aufwand betrieben würde, der letztlich zu keinen Vorteilen für Investoren führt.

Die Schaffung und der laufende Betrieb dieser umfangreichen Prozesse würden zu erheblichen Kosten für die Einrichtung der entsprechenden Systeme sowie zu erheblichen laufenden Kosten für die Banken und Sparkassen führen. Dies dürfte zum einen zu einer weiteren Verringerung des Produktangebots führen. Zum anderen ist damit zu rechnen, dass die erhöhten Kosten an die Anleger weitergegeben werden und daher dem Ziel der Kleinanlegerstrategie, die Kosten für Anleger zu reduzieren, entgegenstehen.

Auch müsste eine Harmonisierung der vorgesehenen Meldepflichten mit denjenigen im Rahmen des ESAP erfolgen.

Ergänzend weist die Deutsche Kreditwirtschaft darauf hin, dass etwaige „Value for Money-Verpflichtungen“, deren Einführung die Deutsche Kreditwirtschaft aus den vorgenannten Gründen ablehnt, erst dann für die Wertpapierfirmen anwendbar sein sollten, wenn ESMA bereits - in Form und Inhalt vergleichbare - Benchmarks erstellt und ausgewiesen hat. Ein interimswise individuell durch die Häuser zu konzipierender „Value for Money Test“ (vor Erarbeitung der Benchmarks) sollte unbedingt vermieden werden, weil dieser bei einer hohen Kostenbelastung keinen Kundennutzen bringen und vielmehr den Produktzulassungsprozess sogar weiter verkomplizieren würde.

Daher lehnt die Deutsche Kreditwirtschaft den Vorschlag der Europäischen Kommission, der einen Einstieg in die Preisregulierung bedeutet, als unverhältnismäßig ab. Die Deutsche Kreditwirtschaft hält diesen harten Eingriff in den Markt für nicht geboten.

#### **1.4. Hilfsweise: Inhaltliche Vorgaben durch den Stufe 1-Gesetzgeber**

Sehr problematisch ist zudem, dass wichtige Eckpunkte und hierbei insbesondere die Erstellung der Vergleichsmaßstäbe (Benchmarks) ohne nähere Vorgaben auf Stufe 2 „ausgelagert“ werden sollen. Die konkretesten inhaltlichen Hinweise zur Ausgestaltung der Benchmarks finden sich in Art. 16-a Abs. 9 S. 1 MiFID-E; dort heißt es wie folgt:

“...develop and make publicly available common benchmarks for financial instruments that present similar levels of performance, risk, strategy, objectives, or other characteristics, to help investment firms to perform the comparative assessment of the cost and performance of financial instruments,...”.

Die wesentlichen Elemente der neuen Vorgaben müssen zwingend durch den demokratisch legitimierten Gesetzgeber auf Stufe 1 festgelegt werden. Für den Fall, dass der vorgeschlagene „Value for Money“-Ansatz trotz der angeführten Bedenken weiterverfolgt werden sollte, sollte auf Stufe 1 klargestellt werden, dass die Benchmarks auch relevante Qualitätsmerkmale berücksichtigen müssen und nicht allein auf das günstigste Angebot abstellen dürfen (Vermeidung des „Race to the bottom“).

Daher sollte der Stufe 1-Gesetzgeber in der MiFID II klarstellen, dass Produkte mit unterschiedlichen Qualitätsmerkmalen (z. B. Produkte mit und ohne Kapitalschutz, Produkte mit unterschiedlichen Nachhaltigkeitsausprägungen, Produkte mit aktivem oder passiven Fondsmanagement) nicht in derselben Benchmark enthalten sein dürfen.

Gleiches gilt auf Ebene der Dienstleistungen der Vertriebsstellen (Distributoren-Benchmarks): Auch hier dürften Dienstleistungen mit unterschiedlichen Qualitätsmerkmalen (z. B. Robo Advice oder Beratung durch Menschen, umfassendes oder sehr eingeschränktes Angebot an Order- oder Beratungskanälen, Anzahl an

Filialen oder Beratern, etc.) nicht in einer Benchmark zusammengefasst werden, da auch hier sonst Äpfel mit Birnen verglichen würden.

Relevante Rechtsvorschriften:

EG 10 bis 17 RIS-E

Art. 16-a MiFID-E

## **2. Ausnahmen von den Anforderungen der Product Governance**

Mit dem MiFID quick fix hat der Gesetzgeber u. a. eine sehr positive Ausnahmevorschrift für Anleihen ohne anderes eingebettetes Derivat als eine Make-Whole-Klausel eingeführt. Aus Sicht der Deutschen Kreditwirtschaft sollte der ausführliche MiFID-Review nun dafür genutzt werden, die Regelung auf alle einfachen Anleihen ohne eingebettetes Derivat zu erstrecken (sog. Plain-vanilla-Anleihen wie Festzins- oder Stufenzinsanleihen). Das seinerzeit vom Gesetzgeber angeführte Argument, dass es sich um einfache und leicht verständliche Anlageprodukte handelt, für die keine besonderen Vorkehrungen erforderlich sind, gilt auch für Plain-vanilla-Anleihen ohne Make-Whole Klausel. Zur Bestimmung dieser Anleihen bietet es sich an, auf alle Anleihen abzustellen, die nicht in den Anwendungsbereich der PRIIP-VO fallen, wodurch ein Gleichlauf zwischen MiFID II und PRIIP-VO geschaffen wird.

Auch spricht sich die Deutsche Kreditwirtschaft dafür aus, dass sich der Anwendungsbereich der Product Governance-Anforderungen nur auf Anlageprodukte erstrecken sollte. Dass die Product Governance-Anforderungen mit Blick auf maßgeschneiderte Produkte wie OTC-Derivate nicht passen, zeigt sich sehr deutlich bei den vorgeschlagenen „Value for Money“-Anforderungen, da für individuell mit den Kunden ausgehandelte OTC-Kontrakte keine Benchmarks aufgestellt werden können. Hier ist zwingend eine Ausnahme vorzusehen.

Relevante Rechtsvorschriften:

Art. 1 Ziff. (10) MiFID-E

## **3. Anforderungen mit Blick auf die Vertriebsstrategie des Konzepteurs**

Die Änderungen in Art. 24 Abs. 2 UAbs. 1 Buchst. (b) MiFID-E sind aus Sicht der Deutschen Kreditwirtschaft unnötig. Nach den Vorgaben müsste man sich bereits zu einem sehr frühen Zeitpunkt bei der Produktkonzeption überlegen, wie die Marketingkommunikation und der Marketingstrategie aussehen sollen. Dies ist nicht erforderlich, da die allgemeinen Vorgaben zu den Marketingunterlagen, die nach dem Entwurf der Europäischen Kommission nochmals deutlich ausgeweitet werden sollen, ausreichend sind.

Die oben genannte Regelung sollte daher aus den Vorgaben zum Product Governance-Prozess gestrichen werden.

## **4. Redaktionelle Anmerkung**

Die Bezeichnung des Artikels zu den Ausnahmen von den Anforderungen der Product Governance müsste zudem in „Artikel 16b“ geändert werden, sofern Art. 16-a MiFID-E beibehalten bleibt.

Relevante Rechtsvorschriften:

EG 10 bis 17 RIS-E

Art. 24 Abs. 2 UAbs. 1 Buchst. (b) MiFID-E

## VI. Kundeninformationen

### 1. Grundsätzliche Bewertung

Mit der Kleinanlegerstrategie soll u. a. das Ziel verfolgt werden, den Zugang von Kleinanlegern zum Kapitalmarkt zu vereinfachen und Investitionen von Kleinanlegern zu fördern. Das ursprüngliche zentrale Anliegen der Kleinanlegerstrategie war dabei, überflüssige Informationen abzuschaffen und den von Kunden massiv beklagten und durch Studien belegten „Information Overload“ abzubauen.

So wurde der „Information Overload“ beispielsweise festgestellt durch Prof. Dr. Stephan Paul<sup>8</sup>

„62,3% der befragten Kunden gaben im Rahmen der Studie an, angesichts der ihnen präsentierten Informationsmengen überfordert zu sein. 64,6% der Kunden gaben an, sie verlören angesichts der Informationsflut schneller den Überblick und müssten häufiger Nachfragen an ihren Berater richten.“

Ebenso gelangt eine aktuelle Studie, die vom ECON-Ausschuss des Europäischen Parlaments beauftragt wurde<sup>9</sup>, auf S. 30 zu dem Ergebnis, dass die aktuellen Regelungen zu einem Information Overload führen:

„...excessive disclosure requirements and disclosure documents lead to choice and information overload for consumers ... Clients pay limited attention to the information disclosed, especially when they are complex. ... In most, if not all areas of financial legislation there is now an intricate web of disclosure rules, most of which need to be carefully reconsidered in terms of their effective utility, especially for retail investors. ... As summarised by the Report, an urgent need to decrease the quantity of disclosed information and to significantly enhance its quality and effectiveness has arisen. ...“

Mit der Kleinanlegerstrategie sollten Informationen vereinfacht und verschlankt werden<sup>10</sup>. Diese Ziele verfehlt der Entwurf für die Kleinanlegerstrategie jedoch eklatant<sup>11</sup>. Mit dem Entwurf werden zahlreiche neue Verpflichtungen, zusätzliche Informationen und noch mehr Bürokratie für die Wertpapierfirmen und ihre Kunden vorgeschlagen. Soweit die vorgeschlagenen Regelungen erlassen werden sollten, wäre der Umsetzungsaufwand für die Wertpapierfirmen sehr hoch, während zugleich der Mehrwert für die Kleinanleger allenfalls als gering einzustufen wäre, soweit überhaupt vorhanden. Das Wertpapiergeschäft würde sich durch die Vorgaben für die Kunden im Ergebnis weiter verteuern.

### 2. Marketing-Mitteilungen und Marketing-Methoden

#### 2.1. Vorbemerkung

Mit einem umfangreichen Maßnahmenpaket verfolgt der Entwurf für die Kleinanlegerstrategie das Ziel, den Zugang zu relevanten, vergleichbaren und leicht verständlichen Informationen über Anlageprodukte zu erleichtern, die den Kleinanlegern helfen sollen, fundierte Anlageentscheidungen zu treffen. Darüber hinaus soll dem Risiko begegnet werden, dass Kleinanleger durch unrealistische Marketinginformationen über digitale Kanäle und irreführende Marketing-Methoden in unangemessener Weise beeinflusst werden. Dazu

<sup>8</sup> Prof. Dr. Stephan Paul (2019, Auswirkungsstudie MiFID II/MiFIR und PRIIPs-VO: Effektivität und Effizienz der Neuregelungen vor dem Hintergrund des Anleger- und Verbraucherschutzes - Eine qualitativ-empirische Analyse)

<sup>9</sup> Filippo Annunziata: „Retail Investment Strategy How to boost retail investors' participation in financial markets“

<sup>10</sup> Siehe den Entwurf für die Kleinanlegerstrategie auf S. 12 unter „Detailed explanation of the specific provisions of the proposal“: „Disclosure information: aiming to simplify and reduce the information presented to retail investors“.

<sup>11</sup> Auch die im Text genannte Studie des ECON-Ausschusses gelangt zu dem Ergebnis, dass die Kommissionsvorschläge zur Modifizierung der Informationspflichten das Ziel einer Vereinfachung der Offenlegungsregeln nicht erreicht haben, S. 32: „...measures on this front are still modest and should definitively be much more ambitious. As discussed above, a coordinated review – and significant reduction – of disclosure obligations is, in this sense, highly encouraged. The lack of coordination as well as overlaps amongst EU legislative texts must also be addressed in a consistent way, to avoid information duplication and overburdening.“

werden insbesondere neue Schutzmaßnahmen für die Marketingkommunikation über soziale Medien und andere digitale Kanäle vorgeschlagen. Des Weiteren soll mit den vorgeschlagenen Regelungen dem Risiko unausgewogener oder irreführender Marketing-Mitteilungen, die nur die Vorteile betonen, entgegengewirkt werden. Diesbezüglich sind jedoch keine neuen Regelungen erforderlich, da Art. 24 Abs. 3 MiFID und Art. 44 DelVO (EU) 2017/565 aktuell bereits dem Risiko irreführender Marketing-Mitteilungen ausreichend und angemessen entgegenwirken. Beispielsweise müssen bereits heute die Informationen in Marketing-Mitteilungen an Kleinanleger und professionelle Kunden zutreffend sein und stets redlich und deutlich auf etwaige Risiken hinweisen, wenn sie Bezugnahmen auf mögliche Vorteile einer Wertpapierdienstleistung oder eines Finanzinstruments enthalten.

## **2.2. Neue Definitionen**

### **2.2.1. Definition „Marketing-Mitteilung“ (marketing communication)**

Die im Entwurf für die Kleinanlegerstrategie vorgeschlagene Definition von "Marketing-Mitteilung" (marketing communication) in Art. 4 Abs. 1 Ziff. (66) MiFID-E ist sehr weit gefasst. Fraglich ist, welche Funktion die Fallgruppe „... that entices investments ...“ („gefördert“) neben der schon sehr umfassenden Fallgruppe „that directly or indirectly promotes“ haben soll und ob dieser Wortlaut überhaupt ausreichend konkretisiert werden kann. Problematisch ist bei dieser Wortwahl auch, dass kein Kriterium enthalten ist, ob die Wertpapierfirma das eigene Handeln seinerseits bewusst darauf angelegt hat, die Adressaten zu verleiten. Vor allem durch die Aufnahme der Fallgruppe „indirectly promotes“ wird der Wertpapierfirma eine Verpflichtung auferlegt, über deren Einhaltung sie – insbesondere in dem Kanal „social media“ – keine Kontrolle hat. Es fehlt zum Beispiel eine Differenzierung hinsichtlich des Kanals, in der die Marketingkommunikation erfolgt. Der Wortlaut stellt allein darauf ab, ob andere (wer? jedermann?) faktisch verleitet werden, was nicht allein in der Hand der Wertpapierfirma liegt und auch erst im Nachhinein erkennbar ist.

Auch bei dem Wortlaut in Buchst. (c) („by any means“) fragt sich, ob dieser ausreichend konkretisiert werden kann angesichts des umfangreichen, sanktionsbewehrten Regelungsregimes, das damit verknüpft ist. Der umfangreiche Pflichtenkanon könnte bei der nahezu uferlosen Einbeziehung von Materialien nicht bewältigt werden. So wäre beispielsweise auch in Bezug auf die Aufzeichnungspflichten gemäß Art. 24c Abs. 7 MiFID-E nicht sicher bestimmbar, welche Materialien einzubeziehen sind, und die Aufzeichnungen würden eine unverhältnismäßige Datenflut erzeugen.

Aus den genannten Gründen sollte der Wortlaut dringend überarbeitet werden. Dabei sollte insbesondere klargestellt werden, dass neutrale Informationen (Dienstleistungs- und Produktangebot sowie neutrale Produktinformationen) hiervon nicht umfasst sind. Eine gute Orientierung für die Überarbeitung der Definition bietet die Auslegungspraxis der deutschen Aufsicht, die sich in der Vergangenheit bewährt hat. Danach handelt es sich nach BT 3.1 MaComp<sup>12</sup> bei einer Marketing-Mitteilung

„um eine Information, welche die Adressaten zum Erwerb eines Finanzinstruments oder zur Beauftragung einer Wertpapierdienstleistung bewegen will (absatzfördernde Zielrichtung). Allein die Verwendung einer Information im Rahmen einer Beratungssituation verleiht dieser noch nicht zwangsläufig eine primär absatzfördernde Zielrichtung. Neutrale Produktinformationen, die im Rahmen der Erfüllung von Verpflichtungen zur anlage- und anlegergerechten Beratung zugänglich gemacht werden, fallen nicht unter den Begriff der Werbung. Reine Imagewerbung ist von den Vorschriften nicht erfasst.“

---

<sup>12</sup> Rundschreiben 05/2018 (WA) - Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und weitere Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten - MaComp

### **2.2.2. Definition „Marketing-Methode“ (marketing practice)**

Neben Marketing-Mitteilungen sollen auch Marketing-Methoden reguliert werden. Die zuvor genannten Bedenken stellen sich in noch stärkerem Maße bei der Definition der Marketing-Methoden in Art. 4 Abs. 1 Ziff. (67) MiFID-E, die so weit gefasst ist, dass de facto jegliches Verhalten sanktioniert werden kann, ohne dass im Vorhinein greifbar ist, welche Handlungen und Unterlassungen darunterfallen. Dieses Risiko ergibt sich insbesondere durch die Formulierungen „indirectly“ (Buchst. (a)), „accelerate or improve the reach and effectiveness of the marketing communications“ (Buchst. (b)) und „promote in any way...“ (Buchst. (c)). Fraglich ist, ob diese Uferlosigkeit verfassungsgemäß ist. Die zusätzliche Regelung bedeutet wiederum einen nicht nur inhaltlichen, sondern auch technischen Aufwand für Wertpapierfirmen, der mit derzeit nicht identifizierbaren Kosten verbunden ist.

### **2.2.3. Definition „Online-Schnittstelle (online interface)“**

Neu eingeführt wird der Begriff „online interface“ in Art. 4 Abs. 1 Ziff. (68) MiFID-E. Auch hier ist anzumerken, dass der Begriff „online interface“ sehr weit gefasst ist. Inwiefern die Einbeziehung dieser Schnittstellen dem Schutz des Kleinanlegers dienen kann, bleibt auf Stufe 1 unklar und kann mangels Kenntnis der konkretisierenden Stufe 2-Bestimmungen im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens nicht ausreichend beurteilt werden.

## **2.3. Neue Anforderungen an Marketing-Mitteilungen und Marketing-Methoden**

Der Vorschlag für die Kleinanlegerstrategie enthält eine Reihe neuer Anforderungen an Marketing-Mitteilungen und Marketing-Methoden, die in einem neuen Artikel 24c MiFID-E geregelt werden sollen. In Anbetracht der Tatsache, dass der Anwendungsbereich durch die Definitionen in Art. 4 Abs. 1 Ziff. (66) bis (68) MiFID-E nahezu uferlos gefasst ist und die einzelnen Anforderungen keinerlei Abstufungen hinsichtlich des Anwendungsbereichs enthalten, sind die Anforderungen sehr weitgehend und würden in der Praxis kaum stringent umsetzbar sein.

### **2.3.1. Anforderung zur Benennung der für Inhalt und Verbreitung verantwortlichen Wertpapierfirmen**

Die Vorgabe in Art. 24c Abs. 1 MiFID-E, wonach in Marketing-Mitteilungen die Wertpapierfirmen offenzulegen sind, die für ihren Inhalt und ihre Verbreitung verantwortlich sind, führt insbesondere in den Fällen zu Schwierigkeiten, in denen die Verantwortungsbereiche auseinanderfallen. Werbung für Finanzinstrumente wird grundsätzlich von den Produktherstellern/Emittenten erstellt, während für die Verbreitung der Werbung die vertreibenden Wertpapierfirmen verantwortlich sind. Die Benennung beider Wertpapierfirmen auf der Werbung kann zu einem irreführenden Verständnis bei Kleinanlegern führen. Darüber hinaus ist diese Vorgabe gerade bei Internetwerbung (Verweis auf Internetseite des Herstellers) nicht umsetzbar. Es sollte hier bei der jetzt schon geltenden Regel des Art. 44 DelVO (EU) 2017/565 bleiben, dass lediglich die erstellende Wertpapierfirma anzugeben ist. Sollte ein Dritter im Auftrag der Wertpapierfirma Werbung erstellen, könnte dies dahingehend geregelt werden, dass die auftraggebende Wertpapierfirma zu benennen ist. Sollte es – entgegen der Empfehlung der Deutschen Kreditwirtschaft – bei der entworfenen Regelung bleiben, dass sowohl die für den Inhalt als auch die für die Verbreitung verantwortlichen Wertpapierfirmen offenzulegen sind, darf dies nur für Marketing-Mitteilungen gelten, die von Dritten unverändert übernommen werden, und wenn die Verwendung durch den Dritten von der Wertpapierfirma veranlasst worden ist. Die Deutsche Kreditwirtschaft bittet um entsprechende Klarstellung.

### **2.3.2. Angabe zu Merkmalen und Hauptrisiken**

Dass die Anforderungen sehr weitgehend sind und in der Praxis zu erheblichen Umsetzungsschwierigkeiten führen dürften, gilt insbesondere auch für die Anforderung in Art. 24c Abs. 2 UAbs. 2 und 3 MiFID-E, wonach



in allen Marketing-Mitteilungen die wesentlichen Merkmale der Finanzinstrumente oder Wertpapierdienstleistungen und der damit verbundenen Nebendienstleistungen, auf die sie sich beziehen, optisch hervorgehoben und prägnant dargestellt werden sollen, inklusive der wichtigsten Eigenschaften der Finanzinstrumente oder Anlagedienstleistungen sowie der damit verbundenen Hauptrisiken. Da in dieser Regelung keine Öffnungsklausel enthalten ist und auch jegliche Abstufung nach Art oder Kontext der Marketing-Mitteilungen fehlt, hätte diese Regelung zur Folge, dass stets alle aufgezählten Elemente enthalten sein müssen. Angesichts der sehr weit gefassten Definition der Marketing-Mitteilung führen die Zwangsinhalte dazu, dass sehr viele Informationen aufgebläht werden müssen und für den Kunden interessante Kernbotschaften verloren gehen können. Zudem würde dies dem Sinn und Zweck des Vorschlages widersprechen, dass der Kleinanleger durch eine kurze und verständliche Marketing-Mitteilung die Hemmschwelle überwinden soll, in Finanzinstrumente zu investieren.

Dies liefe dem Regelungsziel (Abbau des bestehenden „Information Overload“) zuwider. Zweck und Nutzen der Marketing-Mitteilungen für den Kunden können nicht berücksichtigt werden. Gerade für professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien, die jedenfalls in Art. 24c Abs. 2 UAbs. 2 MiFID-E mitumfasst sind, ist dieses Erfordernis vollkommen überzogen, da es sich hier um Kundengruppen handelt, die die entsprechenden Kenntnisse haben und insoweit nicht informationsbedürftig sind. Aber auch für Kleinanleger handelt es sich um überzogene Anforderungen, insbesondere vor dem Hintergrund, dass in jeder produktspezifischen Werbung für ein PRIIP gemäß Artikel 9 PRIIP-VO ein Hinweis auf das Basisinformationsblatt enthalten sein muss. Darüber hinaus enthalten die Artt. 13 bis 15 DelVO (EU) 2019/979 weitere Hinweispflichten für Werbung in Bezug auf prospektpflichtige Wertpapieremissionen.

Je nachdem wie die Auslegung der Definition für Marketing-Mitteilungen ausfallen wird, wären z. B. auch Plakate oder andere Kurzdokumente oder Social Media Posts stets mit den umfassenden Zwangsangaben zu versehen. Banner im Internet, Teaser u. ä. Werbeformate wären nahezu unmöglich, weil bei diesen schlicht kein Platz für umfassende Produktfeatures ist.

Es besteht jedoch angesichts der vielen heute schon gegebenen Anlegerschutzvorschriften keine Gefahr eines unüberlegten Kaufs, so dass die geplante Ausweitung der Informationspflichten weder nachvollziehbar noch geboten ist. Inwiefern hiermit für Kleinanleger die Attraktivität von Anlagen am Kapitalmarkt steigern würde, erschließt sich uns ebenfalls nicht.

Der Schutz von Privatanlegern ist bereits umfassend und hinreichend ausgestaltet. Im Anwendungsbereich der PRIIPs-VO ist dem Kleinanleger vor Abschluss des Geschäfts ein kurzes und leicht verständliches Basisinformationsblatt über jedes Finanzinstrument zur Verfügung zu stellen. Diese überschaubare Information dient dem Zweck, Privatanlegern auf einen Blick die mit der Anlageentscheidung verbundenen wesentlichen Chancen und Risiken prägnant darzustellen und ermöglichen dem Privatanleger Anlageprodukte miteinander zu vergleichen und eine fundierte Anlageentscheidung zu treffen. Darüber hinaus besteht derzeit grundsätzlich die Pflicht für Marketing-Mitteilungen, dass die Darstellung von Chancen und Risiken in einem ausgewogenen Verhältnis zu erfolgen hat. Dies stellt einen proportionalen regulatorischen Rahmen dar, der einerseits dem Anlegerschutz gerecht wird und andererseits dem Sinn und Zweck von Marketing in Abgrenzung zu einer regulatorischen Pflichtdokumentation gerecht wird. Diese bestehenden Vorgaben sind auch praxistauglich und haben sich bewährt. Missstände, die unter Einhaltung dieser bestehenden Vorgaben entstanden sind, sind nicht bekannt. Es wäre unnötige Förmerei, die wesentlichen Merkmale des Produkts zusätzlich in jeder Art von Werbung darstellen zu müssen.

Zu bedenken ist auch, dass sich Marketing keinesfalls immer auf Einzelprodukte bezieht. Es ist unklar, wie diese Anforderung z. B. bei einer Werbung für Produktgruppen oder Imagewerbung umzusetzen wäre.

Unklar ist auch, welche Risiken als Hauptrisiken einzustufen sind und ob diese bei sehr vielen Produkten nicht ohnehin immer die gleichen wären.

Die offenzulegenden wesentlichen Merkmale des Finanzinstruments oder der Dienstleistung sollen gemäß Art. 24c Abs. 8 Buchst. (a) MiFID-E erst durch einen delegierten Rechtsakt der Europäischen Kommission festgelegt werden. Dadurch ist im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens keine ausreichende Bewertung der vorgeschlagenen Regelung möglich, sondern die entscheidenden Fragen sind dem gesetzgeberischen Verfahren entzogen. Angesichts des Ausmaßes möglicher Folgewirkungen wäre die Verhältnismäßigkeit eines solchen Vorgehens fraglich. Es sollte bei den bisher in Art. 44 DelVO (EU) 2017/565 enthaltenen, verhältnismäßigen Anforderungen bleiben, die sich als praxistauglich erwiesen und bewährt haben. Danach ist immer dann deutlich auf etwaige Risiken hinzuweisen, wenn die Informationen mögliche Vorteile einer Wertpapierdienstleistung oder eines Finanzinstruments enthalten.

Sollte entgegen der Empfehlung der Deutschen Kreditwirtschaft zur Streichung von Art. 24c MiFID-E an dieser Bestimmung im Entwurf festgehalten werden, so wären die Anforderungen aus den genannten Gründen zumindest unmittelbar auf Stufe 1 zu konkretisieren und nicht erst auf Stufe 2.

### **2.3.3. Jährliche Berichte**

Ferner sollen die Mitgliedstaaten nach Art. 24c Abs. 5 MiFID-E sicherstellen, dass Wertpapierfirmen dem Leitungsorgan des Unternehmens jährliche Berichte über die Verwendung von Marketing-Mitteilungen und Strategien für Marketing-Methoden, über die Einhaltung der einschlägigen Verpflichtungen in Bezug auf Marketing-Mitteilungen und -Methoden sowie über die Einhaltung der einschlägigen Verpflichtungen sowie über gemeldete Unregelmäßigkeiten und Vorschläge zu deren Behebung vorlegen. Die Deutsche Kreditwirtschaft erkennt hier keine Verhältnismäßigkeit zwischen dem Aufwand für die Wertpapierfirma und dem Nutzen für die Privatanleger. Des Weiteren werden die Berichte an die Leitungsorgane überfrachtet, wenn so kleinteilig berichtet werden muss. Ein gesonderter Bericht ist auch nicht erforderlich, da Auffälligkeiten aus diesem Bereich jedenfalls im Rahmen des Compliance-Berichts dem Leitungsorgan zur Kenntnis gebracht werden. Das Thema wird durch die bereits vorhandenen Strukturen somit heute schon ausreichend überwacht. Missstände sind nicht bekannt. Einer neuen Anforderung bedarf es daher nicht.

### **2.3.4. Einklang mit Zielmarkt**

Nach Art. 24c Abs. 4 UAbs. 1 S. 2 und UAbs. 2 MiFID-E soll der Vertreiber eines Finanzinstruments sicherstellen, dass eine Marketing-Mitteilung des Herstellers nur für den bestimmten Zielmarkt und im Einklang mit der für den Zielmarkt festgelegten Vertriebsstrategie verwendet wird. Nähere Konkretisierungen sollen auf Stufe 2 festgelegt werden (Art. 24c Abs. 8 Buchst. (b) MiFID-E). Eine gesonderte Vorgabe, künftig Werbung in Einklang mit dem Zielmarkt und der festgelegten Vertriebsstrategie zu verwenden, ist jedoch bloße Förmelerei. Aus der Anforderung heraus, dass Werbung fair, klar und verständlich sein muss, folgt bereits automatisch, dass sie so geschrieben sein muss, dass sie grundsätzlich für alle Anlegergruppen des Zielmarkts verständlich sein muss. Die Deutsche Kreditwirtschaft bittet daher, die vorgeschlagene Regelung zu streichen.

### **2.3.5. Pflicht zu governance arrangements und internen Leitlinien (policy)**

In Art. 9 Abs. 3 UAbs. 1 und UAbs. 2 Buchst. (d) MiFID-E ist eine neue Pflicht zu governance arrangements und internen Leitlinien (policy) zu Marketing-Mitteilungen und Marketing-Methoden vorgesehen. Aus Sicht der Deutschen Kreditwirtschaft bringt die für die Wertpapierfirmen kostenintensive Erstellung und Pflege keinen Mehrwert für den Kunden.

### **2.3.6. Neue Befugnisse für die zuständigen nationalen Behörden bei Nichteinhaltung**

Art. 5a MiFID-E und Art. 69 Abs. 2 Buchst. (ca), (ka) und (v) MiFID-E sehen neue Befugnisse für die zuständigen nationalen Behörden bei Nichteinhaltung der Verpflichtungen vor. Die bestehenden Befugnisse,



inklusive der Produktinterventionsmöglichkeiten, sind Erachtens der Deutschen Kreditwirtschaft jedoch ausreichend.

Relevante Rechtsvorschriften:

EG 30 RIS-E

EG 31 RIS-E

EG 32 RIS-E

Art. 4 Abs. 1 Ziff. (66), (67), (68) MiFID-E

Art. 9 Abs. 3 UAbs. 2 Buchst. (d) MiFID-E

Art. 16 Abs. 3a MiFID-E

Art. 24c MiFID-E

Art. 5a MiFID-E und Art. 69 Abs. 2 Buchst. (ca), (ka) und (v) MiFID-E

### **3. Elektronische Form für Informationen**

Innerhalb von 2 Jahren nach Inkrafttreten der Kleinanlegerstrategie sollen gemäß Art. 24 Abs. 5b S. 1 UAbs. 1 ESMA-Leitlinien zur Gestaltung von Informationen in elektronischer Form entwickelt werden.

Die genauen Vorgaben sollen somit erst nachgelagert konkretisiert werden. Dies hat zur Folge, dass die Auswirkungen der neuen Vorschriften für die Kunden und deren Wertpapierfirmen derzeit nicht vollständig abschätzbar sind. Zugleich wird damit eine für Kunden und Wertpapierfirmen wichtige Regelung dem Willensbildungsprozess des demokratisch legitimierten Gesetzgebers entzogen.

Des Weiteren ist nach Veröffentlichung der Leitlinien eine angemessene Umsetzungsfrist für die Wertpapierfirmen erforderlich. Aus Sicht der Deutschen Kreditwirtschaft ist dafür eine Frist von mindestens 24 Monaten vorzusehen, die erst nach Veröffentlichung der Leitlinien zu laufen beginnt.

ESMA sollte zudem nicht nur EIOPA, sondern auch die Marktteilnehmer konsultieren und Verbrauchertests durchführen, bevor die Standards entwickelt werden. Denn Ziel sollte sein, einen an den Bedürfnissen der Kleinanleger ausgerichteten und praxistauglichen Vorschlag zu entwickeln.

Relevante Rechtsvorschriften:

Art. 24 Abs. 5b MiFID-E

### **4. Sonstige Änderungen bei den allgemeinen MiFID-Anforderungen an Kundeninformationen**

#### **4.1. Prior to the provision of any service or the conclusion of any transaction (Art. 24 Abs. 4 S. 1 MiFID-E)**

Art. 24 Abs. 4 S. 1 MiFID-E ist ergänzt worden:

„Appropriate information shall be provided in good time prior to the provision of any service or the conclusion of any transaction to clients or potential clients with regard to the investment firm and its services, the financial instruments and proposed investment strategies, execution venues and all costs and related charges. That information shall include the following:...”

Die neu eingefügte Formulierung ist jedoch zu weit geraten und könnte den Eindruck erwecken, dass über den Wertpapierdienstleistungsbereich hinaus auch andere Bankgeschäfte oder sonstige Dienstleistungen erfasst werden, was nicht beabsichtigt sein kann. Um Unsicherheiten bei den Rechtsanwendern zu vermeiden, sollte es im Hinblick auf den Anknüpfungspunkt bei der in der MiFID gebräuchlichen Formulierung „investment services and ancillary services“ verbleiben.

Relevante Rechtsvorschriften:

Art. 24 Abs. 4 S. 1 MiFID-E

**4.2. Ermächtigung der Mitgliedstaaten bzgl. standardisiertem Format (Art. 24 Abs. 5 S. 2 MiFID-E)**

Art. 24 Abs. 5 S. 2 MiFID-E enthält die Anfügung

“Where this Directive does not require the use of a standardised format for the provision of that information, Member States may require that information to be provided in a standardised format.”

Eine solche Anforderung würde jedoch zu Problemen führen, wenn Werbung in mehreren Mitgliedstaaten eingesetzt werden soll und diese unterschiedliche Formatanforderungen haben. Aktuell lautet der Passus:

„Member States may allow the information to be provided in standardized format“

Dies ist klar vorzugswürdig und es ist auch nicht ersichtlich, warum dies geändert werden sollte.

Relevante Rechtsvorschriften:

Art. 24 Abs. 5 S. 2 MiFID-E

**5. Risikowarnhinweise**

**5.1. Grundsätzliche Bedenken**

Wertpapierfirmen sollen nach Art. 24 Abs. 5c MiFID-E und Art. 69 para. 2 lit. (w) MiFID-E in allen Informationsmaterialien für potentielle Kleinanleger zu besonders risikoreichen Produkten angemessene Risikowarnungen anbringen, um Kleinanleger auf die spezifischen Risiken potenzieller finanzieller Verluste hinzuweisen. Zur Spezifizierung des Konzepts besonders riskanter Finanzprodukte soll ESMA Leitlinien erarbeiten. Zusätzlich sind technische Durchführungsstandards zum Inhalt und Format der Risikowarnungen vorgesehen. Auch die Befugnisse der Aufsicht sollen erweitert werden. So soll die zuständige Aufsicht befugt sein, die Verwendung von Risikowarnungen für besonders riskante Produkte vorzuschreiben. In Fällen, in denen die Verwendung oder Nichtverwendung dieser Risikowarnungen in der gesamten EU uneinheitlich wäre oder wesentliche Auswirkungen auf den Anlegerschutz hätte, soll ESMA befugt sein, die Verwendung solcher Warnungen durch Wertpapierfirmen in der gesamten EU vorzuschreiben.

Da in Bezug auf Informationsmaterialien zu Produkten keine Missstände bekannt sind, ist das umfangreiche und invasive Regulierungsvorhaben äußerst überraschend. Auch die Ausführungen in Erwägungsgrund 36 des Entwurfs für die Kleinanlegerstrategie erhellen nicht, welche Problematik oder welchem Missstand mit der neuen Regelung begegnet werden soll. Danach werde Kleinanlegern eine große Vielfalt an Finanzinstrumenten angeboten, wobei jedes Finanzinstrument mit einem unterschiedlich hohen Risiko potenzieller Verluste verbunden sei. Kleinanleger sollten nach Auffassung der Europäischen Kommission daher in der Lage sein, besonders riskante Anlageprodukte leicht zu erkennen. Dies wird allerdings durch die ohnehin schon bestehenden, sehr umfangreichen Informationspflichten sichergestellt, mit denen der Anleger über die bestehenden Risiken der Produkte auch im beratungsfreien Geschäft umfassend informiert wird. Insbesondere zu erwähnen sind hier die Basisinformationsblätter für Produkte, die in den Anwendungsbereich der PRIIPs-VO fallen. Dies ermöglicht eine Vergleichbarkeit und einen einfachen Überblick. Das Basisinformationsblatt ist auch im Execution Only Geschäft zur Verfügung zu stellen. Daher ist nicht ersichtlich, wie es hier zu Fehlvorstellungen der Kleinanleger kommen soll.

Des Weiteren sind Kunden aktuell bereits gemäß Art. 25 Abs. 3 UAbs. 2 MiFID dadurch geschützt, dass sie aufgrund einer verpflichtenden Angemessenheitsprüfung im beratungsfreien Geschäft einen Warnhinweis erhalten, falls sie die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen, um die mit dem Finanzinstrument verbundenen Risiken zu verstehen, nicht haben.

Vollkommen unklar bleibt insbesondere, welche Produkte als besonders risikoreiche Produkte anzusehen sein sollen. Ebenso geht aus dem Vorschlag nicht klar hervor, welche spezifischen Risiken konkret gemeint sind. Da dies erst auf Stufe 2 festgelegt werden soll, bleibt der künftige Anwendungsbereich der Regelung letztlich völlig offen. Eine Beurteilung des Regelungsumfangs und ihrer Auswirkungen ist daher nur eingeschränkt möglich, der Regelungskern bleibt eine „Black Box“. Der wichtigste Baustein, nämlich die Frage, auf welche Produkte sich die neue Regelung beziehen soll, bleibt ausgeklammert und wird damit de facto der demokratisch legitimierten Willensbildung im Gesetzgebungsprozess entzogen. Zugleich könnte sich diese Unklarheit auch dahingehend kontraproduktiv auswirken, dass eventuell neue Produktarten in Anbetracht einer unklaren regulatorischen Einordnung entweder gar nicht in den Markt für Kleinanleger aufgenommen werden oder eine rechtssichere Risikoeinordnung erschwert ist.

Eine Verschärfung der Informationspflichten, insbesondere in diesem Ausmaß, wäre unverhältnismäßig und würde lediglich zu einem hohen zusätzlichen Bürokratieaufwand führen. Eine solche Überregulierung könnte wegen der damit einhergehenden Belastungen für die Wertpapierfirmen letztlich sogar dazu führen, dass es für die Anleger künftig weniger Informationen geben wird als heute, was den Zwecken der Kleinanlegerstrategie diametral entgegenstehen würde. Eine entsprechende Vorgabe existiert überdies für Kryptowährungen und Spareinlagen nicht. Dies führt vorliegend zu einem deutlichen Wettbewerbsnachteil, was dem Ziel der Europäischen Kommission, den Anteil der Wertpapierbesitzer zu steigern, zuwiderläuft.

Zudem ist hervorzuheben, dass die Europäische Kommission im Rahmen des Gesetzesentwurfes zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 bereits zu dem Entschluss gekommen ist, dass durch die Verschärfung von Informationspflichten ein zusätzlicher Nutzen für die Kunden nicht erkennbar sei. Folglich soll beim PRIIPs-BIB der Warnhinweis mangels Wirkung wieder abgeschafft werden.

Die Deutsche Kreditwirtschaft empfiehlt daher die Streichung von Art. 24 Abs. 5c und Art. 69 Abs. 2 Buchst. (w) MiFID-E. Sollte eine Streichung nicht erfolgen, können besonders riskante Produkte allenfalls solche sein, die zu einer Nachschusspflicht führen, was auf Stufe 1 festzulegen wäre.

## **5.2. Anmerkungen im Einzelnen**

### **5.2.1. Anwendungsbereich „information materials“**

Mit Art. 24 Abs. 5c UAbs. 1 MiFID-E wird der Begriff „information materials“ als Anknüpfungspunkt für einen neuen, besonderen Pflichtenkanon eingeführt, jedoch im Entwurf für die Kleinanlegerstrategie selbst nicht definiert. Damit bleibt unklar, was der Gesetzgeber als „information materials“ umfassen möchte und für welche Materialien die neuen Pflichten gelten sollen. Der Zusatz „including marketing communications“, deren Definition nach Art. 4 Abs. 1 Ziff. (66) MiFID-E bereits selbst sehr weitreichend ist,<sup>13</sup> lässt den Begriff beinahe uferlos erscheinen. Dies stellt die Angemessenheit der Regelung in besonderem Maße in Frage, da dies bedeuten würde, dass in nahezu jeder Unterlage ein Warnhinweis anzubringen wäre, ohne Abwägungsmöglichkeit, um welchen Kontext es sich konkret handelt.

---

<sup>13</sup> „... means any disclosure of information other than a disclosure required by Union or national law, or other than the financial education material referred to in Article 88b, or other than investment research that meet the conditions to be treated as such, that directly or indirectly promotes or entices investments in one or several financial instruments or categories of financial instruments or the use of investment or ancillary services provided by an investment firm that is made: ...“, siehe hierzu auch unter VI.2.2.

Keinesfalls dürfen gesetzlich erforderliche Dokumente erfasst sein, weil dies sonst zu einer Vervielfachung des immer selben Risikohinweises führen würde. Andernfalls würde dies zur Folge haben, dass z. B. auch in gesetzlichen Kosteninformationen Warnhinweise angebracht werden müssten, soweit sich diese auf die entsprechenden Produkte beziehen und diese benennen. Dort über die ohnehin schon geforderten Angaben hinaus auch noch Warnhinweise unterzubringen, wäre ohnehin sinnwidrig und würde die Information nur verwässern.

Des Weiteren kommt es auf den Inhalt des Informationsmaterials an. Insoweit sollte die Regelung aus Art. 44 Abs. 2 Buchst. (b) DeIVO (EU) 2017/565 beibehalten werden, wonach auf Risiken nur dann hinzuweisen ist, wenn die Informationen Bezugnahmen auf Vorteile enthalten. Diese bisherige Regelung ist angemessen und hat sich in der praktischen Anwendung bewährt. Es gibt keine Missstände in dieser Hinsicht. Bei Bannerwerbung, in der z. B. nur der Name und die WKN eines Produkts enthalten ist, wäre ein entsprechender Risikohinweis unnötig.

### **5.2.2. Anwendungsbereich „particularly risky financial instruments“**

Innerhalb von 18 Monaten nach Inkrafttreten der Kleinanlegerstrategie sollen gemäß Art. 24 Abs. 5c UAbs. 2 MiFID-E ESMA-Leitlinien zum Konzept der besonders riskanten Finanzinstrumente unter Berücksichtigung der Besonderheiten der verschiedenen Arten von Instrumenten entwickelt werden. Welche Produkte als besonders risikoreiche Produkte anzusehen sein sollen, ist somit derzeit vollkommen unklar. Dies hat zur Folge, dass die Auswirkungen der neuen Vorschriften für die Kunden und deren Wertpapierfirmen derzeit nicht vollständig abschätzbar sind. Zugleich wird damit eine entscheidende Frage dem Willensbildungsprozess des demokratisch legitimierten Gesetzgebers entzogen.

Die Deutsche Kreditwirtschaft möchte darauf hinweisen, dass „particularly risky financial instruments“ jedenfalls nur solche Produkte sein können, bei denen Verluste über das eingesetzte Kapital hinaus möglich sind. Sollte – entgegen dem nachdrücklichen Petition der Deutschen Kreditwirtschaft - an der Einführung dieser Bestimmung festgehalten werden, können besonders riskante Produkte allenfalls solche sein, die zu einer Nachschusspflicht führen, was auf Stufe 1 festzulegen wäre.

### **5.2.3. Format und Inhalt des Risikohinweises**

Unklar bleiben im Entwurf auch die Inhalte und das Format der Risikowarnungen, da dies ebenfalls erst auf Stufe 2 festgelegt werden soll. ESMA soll gemäß Art. 24 Abs. 5c UAbs. 3 MiFID-E für die Europäische Kommission Entwürfe für technische Regulierungsstandards zu den Einzelheiten des Formats und Inhaltes der Risikohinweise ausarbeiten.

Ob sich der Hinweis nur auf die Aussage beschränken soll, dass es sich um ein (derzeit nicht definiertes) „risky financial instrument“ handelt, oder ob sich der Hinweis auch auf inhaltliche Zusätze erstrecken soll, aus denen sich erkennen ließe, worin das Risiko bestehen würde, ist völlig unklar. Aus Sicht der Deutschen Kreditwirtschaft wären jedenfalls beide Aspekte für den Anlegerschutz kontraproduktiv.

Würde der Hinweis sich nur darauf beschränken, dass es sich um ein „risky financial instrument“ handelt, droht dies bei all jenen Finanzinstrumente, die nicht als „risky“ kategorisiert wären, zu suggerieren, dass diese nicht dem Risiko eines Wertverlustes ausgesetzt sind. Wie die Erfahrung jedoch zeigte, waren und sind auch einfache Einlageprodukte wie auch zum Nennwert auszahlbare Schuldverschreibungen dem Risiko der Solvenz ihres Schuldners ausgesetzt. Damit würden andere Risikohinweise verwässert und der Anlegerschutz im Ergebnis geschmälert werden.

Sofern materielle Ausführungen zur Form des Risikos in den „Informationsdokumenten“ vorzunehmen wären, würde die Gefahr bestehen, dass dies systematisch zu Inkonsistenzen mit anderen Pflichtdokumenten

wie PRIIPs-KIDs oder Prospekten führt, was gemäß Art. 44 DeIVO (EU) 2017/565 unzulässig ist. Zudem lässt dies erwarten, dass es zu Redundanzen kommen wird.

#### **5.2.4. Umsetzungsfrist und Konsultation**

Die ESMA-Leitlinien zum Konzept der besonders riskanten Finanzinstrumente sollen gemäß Art. 24 Abs. 5c UAbs. 2 MiFID-E innerhalb von 18 Monaten nach Inkrafttreten der Kleinanlegerstrategie entwickelt werden. Des Weiteren soll ESMA gemäß Art. 24 Abs. 5c UAbs. 3 MiFID-E für die Europäische Kommission Entwürfe für technische Regulierungsstandards zu den Einzelheiten ausarbeiten. Die genauen Vorgaben sollen somit erst nachgelagert auf Stufe 2 von der Europäischen Kommission konkretisiert werden (Art. 24 Abs. 5c UAbs. 4 MiFID-E). Die Wertpapierfirmen benötigen eine angemessene Umsetzungsfrist von mindestens 24 Monaten nach Veröffentlichung dieser Leitlinien und technischen Standards. Die Umsetzungsfrist darf erst beginnen, wenn die Leitlinien und technischen Standards bekannt gemacht worden sind. Des Weiteren sollten die Leitlinien und technischen Standards nicht ohne Konsultation der Marktteilnehmer und insbesondere der Wertpapierfirmen entwickelt werden.

#### Relevante Rechtsvorschriften:

EG 36 RIS-E

Art. 24 Abs. 5c, Art. 69 Abs. 2 Buchst. (w) MiFID-E

## VII. Kosten- und Zuwendungstransparenz

### 1. Standardisierung bei der Darstellung der Ex ante-Kosteninformationen

Mit Art. 24b Abs. 2 MiFID-E soll im Hinblick auf die heute schon bestehende und bereits umfangreich geregelte Pflicht zur Information über Kosten und Zuwendungen eine zusätzliche Standardisierung bei der Darstellung der Ex ante-Kosteninformation eingeführt werden.

#### 1.1. Unverhältnismäßige Maßnahme ohne Kundennutzen

Eine solche Standardisierung erscheint nicht zielführend. Eine ehrliche Kosten-Nutzen-Analyse ist insoweit geboten. Es ist mehr als fraglich, ob mit der Standardisierung auch ein erhöhter Nutzen für die Kunden verbunden ist. Heute schon werden Kosten und Zuwendungen sowohl in Euro als auch Prozent angegeben. Ferner gibt es sowohl im Annex II der DelVO (EU) 2017/565 als auch in den Q&A der ESMA eine Vielzahl an detaillierten Vorgaben, die aktuell bereits bestimmend für den Aufbau und Inhalt der MiFID II-Kosteninformationen sind. Insbesondere müssen demnach Zuwendungen separat ausgewiesen werden. Es ist nicht nachvollziehbar, wie eine weitere Standardisierung eine noch bessere Verständlichkeit schaffen könnte. Auch die von der Europäischen Kommission angestrebte Vergleichbarkeit wird bereits aktuell durch die Vorgaben von Art. 50 DelVO und Annex II (EU) 2017/565 sowie die von der ESMA mittels ihrer Q&A vorgenommenen Auslegung sichergestellt. Eine weitergehende Erhöhung der Vergleichbarkeit ist vor dem Hintergrund der Vielzahl von unterschiedlichen Arten von Finanzinstrumenten, die sich zum Teil grundlegend unterscheiden, und der unterschiedlichen Vertriebswege nicht möglich. Vielmehr ist zu befürchten, dass zusätzliche Anforderungen an den Inhalt und die Darstellung von Kosteninformationen deren Komplexität erhöht und die Vergleichbarkeit in Bezug auf andere Informationsmaterialien, die Aussagen zu Kosten enthalten, wie z. B. gesetzliche Verkaufsunterlagen von Finanzinstrumenten, beeinträchtigt wird.

Hervorzuheben ist in diesem Kontext, dass auf Basis der Kundenreaktionen gegenüber den Mitgliedsinstituten der Deutschen Kreditwirtschaft diese keine Anhaltspunkte dafür haben, dass die aktuell eingesetzten Kosteninformationen von den Anlegern nicht verstanden oder zusätzliche Informationen erbeten werden oder dass eine bessere Vergleichbarkeit der Informationen gewünscht ist. Unzweifelhaft würde aber eine Anpassung der Vorgaben für den Ex-ante-Ausweis dazu führen, dass Kunden nicht mehr den vertrauten, sondern einen anderen, Kostenausweis erhalten würden, was Verwirrung beim Kunden hervorrufen und sein Vertrauen in die betreffende Vertriebsstelle reduzieren kann. Dies dürfte insbesondere vor dem Hintergrund gelten, dass die bisherige Umsetzung die individuellen Vertriebswege gegenüber dem zu informierenden Endkunden im Interesse höchstmöglicher Transparenz naturgemäß kundenverständlicher berücksichtigen kann als jede europaweite Standardisierung.

Unzweifelhaft ist weiter, dass durch eine Überarbeitung der aktuell eingesetzten Kosteninformationsblätter ein enormer Umsetzungsaufwand (insbesondere sehr hohe IT-Kosten) produziert wird. Im Hinblick darauf sowie auf den kaum zu erwartenden Nutzen für die Kunden sind Formatvorgaben und insbesondere eine Standardisierung nicht verhältnismäßig.

#### 1.2. Exkurs: Anmerkung zu Art. 24b Abs. 4 UAbs. 5 MiFID-E (Terminologie bei jährlichem Reporting)

Nach Art. 24 b Abs. 4 UAbs. 5 S. 2 MiFID-E sollen Terminologie und Erklärungen aus den Standardisierungsvorgaben für die Ex-ante-Kosteninformation auch auf die Ex-post-Berichte anzuwenden sein („...shall be presented using the terminology and explanations as described under paragraph 2 of this Article“). Für Ex-ante- und Ex-post-Kosteninformationen hat sich in der Praxis jedoch gezeigt, dass in aller Regel unterschiedliche Darstellungsformen notwendig sind, weil sich die Ex-ante-Kosteninformationen regelmäßig auf die Inanspruchnahme einer einzelnen Dienstleistung/Produkt beziehen (häufigster Fall: eine einzelne Wertpapierorder), während sich die im Rückblick erstellten jährlichen Ex-post-Informationen in der Regel auf eine

Vielzahl von Dienstleistungen/Produkten beziehen (häufigster Fall: für das gesamte Depot des Kunden). Dies unterscheidet die Kosteninformation beispielsweise vom PRIIPs-BIB, das ausschließlich vor Erwerb zur Verfügung zu stellen ist, so dass sich solche Schwierigkeiten dort nicht ergeben können.

Es sollte daher in Art. 24 b Abs. 4 UAbs. 5 S. 2 MiFID-E klargestellt werden, dass die Terminologie bei den jährlichen Ex-post-Informationen ergänzt werden darf, soweit dies erforderlich ist.

## **2. Ausweitung der Kosteninformationen – Verstärkung des Information Overload**

Keinesfalls sollten die Vorschläge der Europäischen Kommission im Zusammenhang mit neuen Standardisierungsvorgaben gemäß Art. 24b Abs. 2 MiFID-E dazu führen, dass der Umfang und die Komplexität der Kosteninformationen weiter steigt, worunter im Ergebnis die Wahrnehmung durch den Kunden leiden würde. Im Gegensatz zum Ziel der Kleinanlegerstrategie würde der Information Overload noch weiter verschärft werden.

Auch eine aktuelle Studie, die vom ECON-Ausschuss des Europäischen Parlaments beauftragt wurde<sup>14</sup>, gelangt auf Seite 32 zu dem Ergebnis, dass die Kommissionsvorschläge zur Modifizierung der Informationspflichten das Ziel einer Vereinfachung der Offenlegungsregeln nicht erreicht haben:

„...measures on this front are still modest and should definitively be much more ambitious. As discussed above, a coordinated review – and significant reduction – of disclosure obligations is, in this sense, highly encouraged. The lack of coordination as well as overlaps amongst EU legislative texts must also be addressed in a consistent way, to avoid information duplication and overburdening.“

Bereits jetzt kritisieren die Kunden den erheblichen Umfang der Pflichtinformationen, der durch die vorgeschlagenen Neuregelungen nochmals gesteigert werden würde. In ihrem Final Report an die Europäische Kommission hat ESMA auf den Seiten 6 und 7 eine Studie der BaFin zitiert, wonach mehr als die Hälfte der befragten Verbraucher die seinerzeit neuen Ex-ante-Kosteninformationen nicht gelesen hätten:<sup>15</sup>

“The findings observed were that, though many investors were in favour of the new obligations, more than half of them admitted that they did not make use of the additional information.“

In die gleiche Richtung gingen die Ergebnisse einer Kundenbefragung, die im Rahmen einer wissenschaftlichen Studie der Ruhr Universität Bochum in 2019 durchgeführt wurde:<sup>16</sup> Dort gaben 77,3% der Kunden an, die umfangreicheren Informationen halfen ihnen nicht, die besprochenen Inhalte besser zu verstehen. Vielmehr fühlten sich 62,3% der befragten Kunden mit den präsentierten Informationsmengen sogar überfordert.

Dies spricht dafür, dass eine Reduzierung und Konzentrierung der Informationen, nicht aber eine zusätzliche Ausweitung sinnvoll und geboten ist.

Die Europäische Kommission will die aktuell von den Anlegern als zu umfangreich erachteten Informationspflichten hingegen noch weiter ausdehnen, wobei die Einzelheiten noch unklar sind. Unklar ist z. B. im Hinblick auf Art. 24b Abs. 2 UAbs. 1 Buchst. (b) MiFID-E, welcher Stufe-2-Standardisierungen auch in Bezug auf „related explanations“ verlangt, was hierunter zu verstehen ist. Sollte damit gemeint sein, dass Erläuterungen zur verwendeten Terminologie unmittelbar in die Kosteninformationsblätter aufgenommen werden

<sup>14</sup> Filippo Annunziata: „Retail Investment Strategy How to boost retail investors’ participation in financial markets“

<sup>15</sup> ESMA: Final Report On the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection (29 April 2022 | ESMA35-42-1227).

<sup>16</sup> Prof. Dr. Stephan Paul: Auswirkungsstudie MiFID II/MiFIR und PRIIPs-VO: Effektivität und Effizienz der Neuregelungen vor dem Hintergrund des Anleger- und Verbraucherschutzes Eine qualitativ-empirische Analyse, S. 15.



sollen, würde dies die Kosteninformation extrem aufblähen. In diesem Falle wäre insbesondere zu befürchten, dass der Blick der Kunden auf die ausgewiesenen Kosten als dem eigentlichen Informationsgegenstand verstellt wird, wenn diese durch umfassende Erläuterungen ergänzt werden bzw. die Kunden das „aufgeblähte“ Dokument erst gar nicht lesen werden (siehe zu dieser Thematik die beiden o. g. Studien).

Die Formulierung „Explanations related to those costs, associated charges and third-party payments and their impact on the expected returns“ in Art. 24b Abs. 2 UAbs. 1 Buchst. (b) MiFID-E erweckt den Eindruck, dass eine Vielzahl von verschiedenen Positionen aufgeführt und erläutert werden sollen, wobei die genauen Anforderungen unklar bleiben. Wie im Abschnitt zuvor erwähnt, muss bereits aufgrund der heutigen umfangreichen Vorgaben eine klar verständliche Darstellung der Kosten erfolgen. Eine weitergehende Aufschlüsselung der Kosten kann der Kunde aktuell auf Nachfrage verlangen. Ein entsprechendes Verlangen äußern Kunden nach Kenntnis der Deutschen Kreditwirtschaft bisher nur in sehr seltenen Einzelfällen. Dies belegt, dass die aktuellen Informationen, insbesondere deren Darstellungstiefe, aus Sicht der Kunden ausreichend sind. Daher sollte der bewährte Mechanismus, bei dem der Kunde auf Nachfrage weitere Einzelheiten zu den Kosteninformation erhalten kann, beibehalten werden. Es ist insbesondere nicht erforderlich, über den Umweg der Standardisierungsanforderungen bereits bezogen auf das obligatorische Kosteninformationsblatt eine granularere Darstellung der Kostenangaben vorzugeben (Problem des „Information Overload“). Für Kunden wäre ein solches Dokument komplexer und schwerer verständlich als bisher, das gesetzgeberische Ziel würde nicht nur verfehlt, sondern auch noch ins Gegenteil verkehrt. In einer veröffentlichten Studie der Europäischen Kommission<sup>17</sup> wurde zudem deutlich, dass sich die Kunden für die Gesamtkosten interessieren und nicht für deren Aufschlüsselung (Studie S. 93):

“As shown in the survey data and also acknowledged in stakeholder interviews, what consumers care about are the total product cost, not necessarily how this breaks down into different cost categories of costs. ...”

Auch die aktuelle Studie, die vom ECON-Ausschuss des Europäischen Parlaments beauftragt wurde<sup>18</sup>, gelangt auf S. 31 zu diesem Befund:

„Surveys demonstrate that investors are interested in the product’s total cost, not necessarily how these are broken down into different cost categories.“

Dies deckt sich auch mit den Erfahrungen der Wertpapierfirmen in der täglichen Praxis.

Zudem steht zu befürchten, dass eine solche Standardisierung zu einer „Gleichmacherei“ der Geschäftsmodelle und Anlagemöglichkeiten führt, was nicht im Interesse der Kundinnen und Kunden und des europäischen sowie nationalen Wettbewerbs sein kann. Wertpapierfirmen müssten Terminologien und ggf. Kostenmodelle anpassen, die bereits seit langem am Markt gelebt werden und den eigenen Kunden gut vertraut sind. Ein solcher Eingriff in die Vertragsfreiheit und den Wettbewerb ist nicht wünschenswert. Dass Kunden auch heute schon ihre Depots zwischen Häusern übertragen, spricht zudem auch dafür, dass Kunden selbst angesichts unterschiedlicher Gepflogenheiten und Kostenmodelle sehr wohl in der Lage sind, diese zu vergleichen und sich ein informiertes Bild zu machen. Andererseits gibt es auch eine Vielzahl von Kunden, die nur über ein Depot oder eine depotführende Stelle verfügen und die daher gar keine Übertragbarkeit und Vergleichbarkeit von Daten benötigen oder wünschen. Eine Vereinheitlichung ist bereits deshalb nicht geboten, da die verwendeten Begriffe für den Kunden hinreichend klar und verständlich sind (vgl. Ausführungen oben zum Fehlen entsprechender Beschwerden); vielmehr hat die Änderung der bewährten Terminologie das Potenzial, Verwirrung und Unverständnis beim Anleger hervorzurufen.

---

<sup>17</sup> Studie „Disclosure, inducements, and suitability rules for retail investors study - Final report“ veröffentlicht durch die Europäische Kommission am 22. Juli 2022

<sup>18</sup> Filippo Annunziata: „Retail Investment Strategy How to boost retail investors’ participation in financial markets“



Es sollte vor allem auch darauf geachtet werden, dass keine Angaben verlangt werden, die von den Verpflichteten nicht erhoben werden können oder die nicht darstellbar sind. Die bisherige Umsetzung hat diese - vor dem Hintergrund der zahlreichen unterschiedlichen Geschäftsmodelle in der Europäischen Union nicht unerhebliche - praktische Herausforderung bereits bestanden.

### **3. Darstellung der Auswirkungen von Zuwendungen bezogen auf die Nettorendite in den Ex-ante-Kosteninformationen**

Art. 24b Abs. 1 UAbs. 4 MiFID-E enthält speziell für Zuwendungen die neue Anforderung: "shall disclose the cumulative impact of such third-party payments, including any recurring third-party payments, on the net return over the holding period."

Die Deutsche Kreditwirtschaft spricht sich nachdrücklich gegen eine Anforderung aus, die Berechnungen zur Auswirkung der Zuwendungen in der Kosteninformation unter Berücksichtigung der (erwarteten) Nettorendite durchführen zu müssen.

Bereits aktuell muss gem. Art. 50 Abs. 10 DelVO (EU) 2017/565 angegeben werden, wie sich die Gesamtkosten auf die Rendite auswirken. Eine weitergehende Regulierung ist weder geboten noch sinnvoll. In diesem Zusammenhang ist zudem zu bedenken, dass es in den PRIIPs-KIDs ebenfalls keinen gesonderten Ausweis zu den Auswirkungen der Zuwendungen auf die Rendite gibt. Insofern würde mit der vorgeschlagenen Ergänzung in den Ex-ante-Kosteninformationen eine weitere Information geschaffen, die die Kunden in den KIDs, die sie parallel zur Ex-ante-Kosteninformation erhalten, nicht wiederfinden werden. Diese zusätzliche Information läuft der angestrebten Harmonisierung der Informationen nach MiFID II und PRIIP-VO somit entgegen, was ebenfalls gegen die Einführung der neuen Informationspflicht spricht.

Wie bisher sollte es zudem weiterhin zulässig sein, mit „Assumptions of zero return, stable pricing“ zu arbeiten, d. h. dass die Darstellung als Nullrendite nach Kosten erfolgen soll (unter Annahme einer 0 % Bruttorendite). Das hält die Deutsche Kreditwirtschaft für das sinnvollste Vorgehen und diese Vorgehensweise entspricht auch der bewährten Praxis im deutschen Markt. Der Ende März 2023 von der französischen Aufsicht AMF veröffentlichte Vorschlag für eine standardisierte Darstellung von Ex-ante-Kosteninformationen sieht im Übrigen ebenfalls vor, dass mit „Assumptions of zero return, stable pricing“ gearbeitet wird, was die Deutsche Kreditwirtschaft nachdrücklich unterstützt.

Die Ex-ante-Kosteninformation wird in der Regel durch die vertreibende Stelle erstellt. Eine Angabepflicht auf Basis einer Nettorendite wäre nicht praxistauglich. Anders als z. B. bei den vom Produkthersteller zu erstellenden Kostenangaben im PRIIPs-BIB (die auf dem mittleren Szenario des Produktes basieren, welches unter Verwendung historischer Daten des Basiswertes simuliert wird) lassen sich die Kosten des Vertriebs nicht konsistent addieren, ohne dass der Vertrieb bei jedem Aufruf einer Ex-ante-Kosteninformation eine komplexe Simulation durchführen müsste. Die dafür notwendige Infrastruktur müsste erst noch geschaffen werden, damit ein derart umfangreicher Datentransfer zwischen Herstellern, Daten Providern und vertreibenden Stellen reibungslos erfolgen kann. Der Vertrieb muss technisch an diese Daten angebunden werden und die Daten mit mathematisch komplexen Verfahren verarbeiten, um das Rechenergebnis dem Kunden dann zur Verfügung zu stellen. Für den Kunden hätte dies den Nachteil, dass die Erstellung einer Ex-ante-Kosteninformation länger dauern wird als bisher. Langwierige Prozesse sind jedoch nicht im Interesse des Anlegers, sondern werden als lästig empfunden und schmälern die Attraktivität von Anlagen am Kapitalmarkt.

Des Weiteren lässt sich die künftige Wertentwicklung von volatilen Finanzinstrumenten nicht prognostizieren. (vgl. EG 7 RIS-E "expected returns" – es kann sich jedoch allenfalls um eine historisch basierte Wahrscheinlichkeitsverteilung handeln, die auf Werten der Vergangenheit basiert und aus welcher sich keine verlässliche Aussage über die Zukunft ableiten lässt). Insofern würden die aktuell sehr genauen Kosteninformationen

um eine äußerst unsichere zusätzliche Angabe ergänzt, die – im Vergleich zu der Kalkulation auf einer Null-Rendite – aber auch keinen Mehrwert für den Anleger hat, sondern unter Umständen sogar zu Missverständnissen führt. Es steht zu befürchten, dass die Kunden vor allem auf die prognostizierte Rendite schauen werden und die validen Kostenangaben aus den Augen verlieren.

In diesem Zusammenhang sind auch die immensen Probleme mit den Performance-Szenarien in den PRIIPs-BIBs zu bedenken. Da die dort auf Basis der gesetzlichen Vorgaben berechneten Zahlen zum Teil irreführende Szenarien ergeben haben, mussten die Europäischen Aufsichtsbehörden eingreifen und den Herstellern die Ergänzung eines Warnhinweises in den BIBs empfehlen:<sup>19</sup>

“To add under the heading of “Performance scenarios” within the section “What are the risks and what could I get in return”, an additional warning that:

Market developments in the future cannot be accurately predicted. The scenarios shown are only an indication of some of the possible outcomes based on recent returns. Actual returns could be lower.

It is recommended to highlight this text, for example by using a bold format”.

Die immensen Probleme in den PRIIPs-BIBs, die nach wie vor nicht gelöst sind (so hatten die ESAs in ihrem Final Report zum parallelen PRIIP-Review weitere Anpassungen an den gesetzlichen Vorgaben empfohlen<sup>20</sup>), sollten keinesfalls in die MiFID-Kosteninformationen übertragen werden.

#### **4. Offenlegung der Berechnungsmethode**

Folgende Anforderung wurde in Art. 24b Abs. 1 UAbs. 5 MiFID-E neu eingefügt:

“Where the amount of any costs, associated charges or third-party payments cannot be ascertained prior to the provision of the relevant investment or ancillary service, the method of calculating the amount shall be clearly disclosed to the client in a manner that is comprehensible, accurate and understandable for an average retail client.”

Die Anforderung, dass die Methode zur Berechnung des Betrags dem Kunden offenzulegen ist, wenn die Höhe nicht vor der Erbringung der betreffenden Wertpapier- oder Nebendienstleistung festgestellt werden kann, gilt bisher nur in Bezug auf Zahlungen Dritter (Zuwendungen), siehe Art. 24 Abs. 9 UAbs. 2 MiFID. Von einer Erweiterung dieser Anforderung auf sämtliche Kostenpositionen innerhalb der Kosteninformation, wie in der Kleinanlegerstrategie vorgesehen, sollte unbedingt Abstand genommen werden, da die Kosteninformationen dadurch aufgebläht anstatt verschlankt werden würden (weitere Förderung des Information Overload anstatt Entlastung).

Für Kunden wird eine derart umfangreiche und komplexe Darstellung zudem unverständlich, so dass die Kunden die Information de facto nicht lesen.

Die Vorgabe stößt zudem auf massive Umsetzungsschwierigkeiten, weil den vertreibenden Häusern die Kalkulationsmethoden für Produktkosten nicht bekannt sind. Diese Daten müssten künftig von den Produktherstellern zusätzlich zu den zahlreichen bisher schon gelieferten Kostendaten in einer automatisiert zu verarbeitenden Form für die vertreibenden Stellen (zentral) bereitgestellt werden, was mit einem sehr kostenintensiven Organisations- und IT-Aufwand verbunden wäre.

---

<sup>19</sup> ESAs: Final Report following joint consultation paper concerning amendments to the PRIIPs KID (JC 2019 6.2)

<sup>20</sup> ESAs: Call for advice on PRIIPs: ESA advice on the review of the PRIIPs Regulation (JC 2022 20) vom 29. April 2022, S.

Die bisherige Vorgehensweise, dass bei vorab nicht feststellbaren Kosten angemessene Schätzungen zulässig sind (Art. 50 Abs. 8 DelVO (EU) 2017/565), hat sich in der Praxis bewährt. Es sind insoweit keinerlei Missstände oder Kundennachteile bekannt. Schätzungen sind für den Kunden zudem aussagekräftiger als eine Berechnungsmethode. Bei einer Ex-ante-Kosteninformation kann es sich der Natur der Sache nach ohnehin immer nur um eine Prognose für die Zukunft handeln, so dass die Angabe der Berechnungsmethode lediglich eine Scheingenauigkeit erzeugen würde ohne zusätzlichen Erkenntniswert für den Kunden. Die tatsächlichen Werte werden dem Kunden in den jährlichen Ex-post-Kosteninformationen mitgeteilt.

## **5. Berechnung bis zum Fälligkeitstermin/Haltedauer**

Mit Art. 24b Abs. 1 UAbs. 3 MiFID-E wurde folgende Anforderung neu eingefügt:

“calculated up to the maturity date of the financial instrument or for financial instruments without a maturity date, the holding period recommended by the investment firm, or in the absence thereof, holding periods of 1, 3 and 5 years.”

Es sollte weiterhin zulässig sein, dass die im Laufe der Haltedauer anfallenden Kosten in Angaben p.a. umgerechnet werden. Die Deutsche Kreditwirtschaft empfiehlt dringend eine entsprechende Klarstellung im Gesetzestext. Dabei wird heute schon eine sachgerechte Annahme hinsichtlich der Haltedauer zugrunde gelegt, die entweder der Laufzeit des Produkts oder der empfohlenen Haltedauer oder (wie z. B. bei Aktien) einer anderweitig validen Annahme entspricht. Für den Kunden hat dies den Vorteil, dass er bei unterschiedlichen Haltedauern der Produkte die p.a.-Angaben nebeneinanderlegen und sehr einfach vergleichen kann. Falls mit der neuen Formulierung gemeint sein sollte, dass nunmehr sämtliche Kosten innerhalb der Gesamtlaufzeit aufaddiert werden müssen, entfällt dieser Vorteil für den Kunden. Anstelle einer Vereinfachung werden die Kosteninformationen für den Kunden somit schwerer vergleichbar. Hinzu kommt, dass die Kosten grundsätzlich nur im Jahr der Anschaffung und der Veräußerung abweichen, und in den Jahren dazwischen die Kosten konstant sind, so dass eine Simulation von 3 verschiedenen Haltedauern kaum einen Mehrwert für den Kunden hätte.

Besonders kritisch ist zudem die Vorgabe, dass die Kosten bei Produkten ohne Fälligkeitsdatum oder empfohlene Haltedauer für drei verschiedene Zeiträume berechnet werden müssen. Dies würde z. B. Aktien betreffen. Um eine unnötige und für den Anleger verwirrende Komplexität zu vermeiden, sollte nur eine einzige Haltedauer angenommen werden. Die Kostendarstellung in Euro und Prozent wird sonst unnötig komplex und unübersichtlich. Hier sollte es bei der aktuellen Vorgabe bleiben, dass in diesen Fällen ein valider Zeitraum (z. B. fünf Jahre bei Aktien) ausreicht.

## **6. Anforderungen bei professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien**

### **6.1. Einleitung**

Sehr überraschend enthält Art. 30 Abs. 1 MiFID-E für geeignete Gegenparteien eine Rückausnahme, mit der die Kostentransparenzpflicht entgegen der gesetzgeberischen Entscheidung im MiFID Quick Fix wieder vollumfänglich eingeführt würde.

Mit Art. 24b Abs. 1 UAbs. 6 und 7 MiFID-E sollen zudem in Bezug auf professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien einige Stufe 2-Regelungen (Art. 50 Abs. 1 DelVO (EU) 2017/565) in die MiFID (Stufe 1) integriert werden, die aktuell nicht anwendbar sind. Inhalt dieser Regelungen ist die Möglichkeit, mit diesen Kunden Erleichterungen bei den Kosteninformationen zu vereinbaren.

Mit dem sog. MiFID Quick Fix hatte der Gesetzgeber die Anwendbarkeit der Kostentransparenzregelungen gegenüber professionellen Kunden jedoch bereits stark eingeschränkt (keine Kostentransparenzpflicht im beratungsfreien Geschäft, Art. 29a MiFID) und gegenüber geeigneten Gegenparteien gänzlich

ausgeschlossen (Art. 30 Abs. 1 UAbs. 1 MiFID). Die neu eingefügten Unterabsätze in Art. 24b Abs. 1 UAbs. 6 und 7 MiFID-E stünden dazu im Widerspruch. Auch die in Art. 30 Abs. 1 MiFID-E enthaltene Rückausnahme, dass Art. MiFID 24b Abs. 1 MiFID-E bei geeigneten Gegenparteien anwendbar bleiben soll, stünde dazu im Widerspruch. Dies kann politisch nicht gewollt sein, insbesondere nicht im Rahmen einer Investmentstrategie für „Kleinanleger“.

Hintergrund für die MiFID-Quick-Fix-Erleichterungen war, dass professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien die auf Kleinanleger zugeschnittenen obligatorischen Kosteninformationen grundsätzlich nicht benötigen, sondern ein solches Erfordernis im professionellen Segment regelmäßig ein bürokratisches Hindernis bei der schnellen und reibungslosen Durchführung von Anlagegeschäften am Kapitalmarkt darstellen würde. In Erwägungsgrund 5 der MiFID-Änderungs-Richtlinie (EU) 2021/338 hat der EU-Gesetzgeber dazu auszugswise Folgendes ausgeführt:

„ ... lieferten beide die Bestätigung, dass professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien keine standardisierten und obligatorischen Kosteninformationen benötigen, da sie die erforderlichen Informationen bereits während der Verhandlung mit ihrem Dienstleister erhalten. Die professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien zur Verfügung gestellten Informationen werden auf ihre Bedürfnisse zugeschnitten und sind in vielen Fällen weitaus präziser. Dienstleistungen, die für geeignete Gegenparteien und professionelle Kunden erbracht werden, sollten daher von den Pflichten zur Offenlegung von Kosten und Nebenkosten ausgenommen werden, es sei denn, es handelt sich um Dienstleistungen in den Bereichen Anlageberatung und Portfolioverwaltung, ...“

Einen nachvollziehbaren Grund für die mit dem Entwurf für die Kleinanlegerstrategie vorgeschlagenen Einfügungen in Bezug auf professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien kann die Deutsche Kreditwirtschaft nicht erkennen. Eine solche Änderung stünde vielmehr im Widerspruch zu dem Ziel, die Investitionen am Kapitalmarkt zu fördern, und würde zudem den Willen des Gesetzgebers bei der jüngst erfolgten Überarbeitung der MiFID II im Rahmen des MiFID Quick Fix konterkarieren.

## **6.2. Anmerkung zu Art. 24b Abs. 1 UAbs. 6 und 7 MiFID-E**

Um Unsicherheiten und Widersprüche innerhalb der MiFID auszuschließen, sollten aus den zuvor genannten Gründen die zu professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien neu eingefügten Unterabsätze Art. 24b Abs. 1 UAbs. 6 und 7 MiFID-E zwingend wieder gestrichen werden.

## **6.3. Anmerkung Art. 30 Abs. 1 MiFID-E**

Bei Art. 30 Abs. 1 MiFID-E ist aus den zuvor genannten Gründen unbedingt die Rückausnahme bzgl. der Unanwendbarkeit von Artikel 24b " with the exception of paragraph 1" zu streichen.

Zusätzlich ist eine Korrektur der Stufe 2-Regelung in Art. 50 Abs. 1. UAbs. 2 und UAbs. 3 DeIVO (EU) 2017/565 zu empfehlen, die im Nachgang zum MiFID Quick Fix bisher noch nicht textuell nachbearbeitet worden ist.

## **7. Jährliche Ex-post-Kosteninformationen**

### **7.1. Keine Vervielfachung von jährlichen Ex-post-Kosteninformationen**

Mit Art. 24b Abs. 4 MiFID-E werden neue Anforderungen an die jährlichen Ex-post-Kosteninformationen eingeführt. Dabei sieht der Gesetzesentwurf unterschiedliche Pflichten für die Wertpapierfirmen vor, je nachdem, welche Dienstleistung (Depotführung, Vertrieb oder beides) sie erbringen. Um die „Informationsflut“ für Kunden nicht zu vergrößern, sollte zwingend eine Klarstellung aufgenommen werden, dass es ausreichend ist, wenn der Kunde von einem der Verpflichteten (z. B. dem Depotführer) das jährliche Reporting mit

allen erforderlichen Angaben erhält. Unter keinen Umständen sollte ein zusätzliches Reporting eingeführt werden.

## **7.2. Deutliche Ausweitung der Inhalte – Gefahr des Information Overload**

Zudem soll das jährliche Reporting auch um Aspekte erweitert werden, die bislang weder im jährlichen Reporting noch von anderen Berichtspflichten erfasst wurden und somit nach dem Vorschlag der Europäischen Kommission neu eingeführt werden sollen. Dabei handelt es sich um die angefallenen Steuern und die erzielte Rendite (taxes and net annual performance) jedes Finanzinstruments gemäß Art. 24b Abs. 4 UAbs. 1 Buchst. (c) und (e). Bei allen zusätzlichen Informationen besteht wiederum das Problem, dass die bereits sehr umfangreichen Reports durch die zusätzlichen Informationen weiter aufgebläht werden und die Gefahr besteht, dass die Kunden die zu detaillierten Reports gar nicht erst lesen (siehe dazu bereits die Hinweise aus den o. g. Studien).

## **7.3. Aufgabe der redundanten Quartalsreports, Art. 63 Abs. 1 DelVO (EU) 2017/565**

Soweit entgegen dem nachdrücklichen Votum der Deutschen Kreditwirtschaft an der Ausweitung der jährlichen Reports festgehalten wird, sollte auf Stufe 1 (z. B. in einem der Erwägungsgründe) deutlich gemacht werden, dass die größtenteils redundanten Quartalsreports nach Art. 63 Abs. 1 DelVO (EU) 2017/565, die ebenfalls eine Aufstellung der gehaltenen Finanzinstrumente, den Marktwert und andere Angaben enthalten, auf Grund der parallelen Erweiterungen der jährlichen Reports entfallen können.

## **7.4. Ausnahmeregelung bei Online-Zugang zu den Reportings**

In Art. 24b Abs. 5 UAbs. 1 MiFID-E ist eine Ausnahmeregelung vorgesehen, wonach jährliche Reportings nicht zur Verfügung gestellt werden müssen, wenn die Wertpapierfirma ihren Kleinanlegern Zugang zu einem Online-System bietet, das als dauerhafter Datenträger gilt, bei dem der Kleinanleger leicht auf aktuelle Abrechnungen mit den einschlägigen Angaben pro Instrument gemäß Art. 24b Abs. 4 MiFID-E zugreifen kann, und die Firma nachweisen kann, dass der Kunde mindestens einmal jährlich auf diese Abrechnungen zugegriffen hat.

Eine solche Ausnahmeregelung gibt es heute schon bei den MiFID-Regelungen zu den Quartalsberichten (Art. 63 Abs. 2 UAbs. 3 DelVO (EU) 2017/565) und hat sich dort jedoch nachweislich als nicht praxistauglich erwiesen. Denn der Besuch der Online-Plattform und der Aufruf der Unterlagen liegt der Natur der Sache nach in der alleinigen Verantwortung des Kunden. Es handelt sich somit um eine „Schein-Lösung“, die von den Wertpapierfirmen nicht umgesetzt werden kann und aus diesem Grund nicht nochmals mit der Kleinanlegerstrategie aufgegriffen werden sollte.

## **8. Umsetzungsfristen**

Für jegliche Änderungen bei den Vorgaben der Kosten- und Zuwendungstransparenz müssen ausreichende Umsetzungsfristen vorgesehen werden. Insbesondere die vorgeschlagenen Fristen für die Standardisierung von Kosteninformationen sind so kurz, dass sie in der Praxis nicht machbar wären. Art. 24b Abs. 2 UAbs. 2 MiFID-E sieht vor, dass ESMA für die Erarbeitung eines Entwurfs für die technischen Standards 18 Monate Zeit haben soll, ohne dass zugleich eine Umsetzungsphase für die Wertpapierfirmen vorgesehen ist (Erlass durch die Europäische Kommission vorgesehen gemäß Art. 24b Abs. 2 UAbs. 3 MiFID-E). Nach der Veröffentlichung der Standards durch die Europäische Kommission benötigen die Wertpapierfirmen jedoch eine eigene Umsetzungsfrist von mindestens 24 Monaten, um die mit hohem organisatorischen und IT-Aufwand verbundenen Standardisierungsvorgaben umzusetzen. Der Fristlauf dazu darf erst nach der Veröffentlichung der Standards beginnen.

## **9. Detailanmerkungen**

### **9.1. Anmerkungen zu Art. 24b Abs. 1 UAbs. 1 MiFID-E ("in the required format")**

In Art. 24b Abs. 1 UAbs. 1 MiFID-E wurden die Worte "in the required format" neu eingefügt. Diese Worte sind überflüssig und sollten gestrichen werden, da sie zu Unsicherheiten führen würden. Es ist unklar, ob mit den Worten die elektronische Form (gemäß Art. 24 Abs. 5a MiFID) oder das im Entwurf für die Kleinanlegerstrategie neu vorgeschriebene standardisierte Darstellungsformat gemeint ist, zu dem ESMA erst noch die technischen Standards entwickeln soll. Die Worte sind zudem entbehrlich, da an anderer Stelle gebündelt und eindeutig geregelt wird, dass die elektronische Form als Standard gilt (siehe Art. 24 Abs. 5a MiFID, aktuelle Fassung) und dass eine standardisierte Darstellung der Kosten eingehalten werden soll (siehe Art. 24b Abs. 2 MiFID-E).

### **9.2. Anmerkungen zu Art. 24b Abs. 1 UAbs. 1 MiFID-E ("or transactions")**

In Art. 24b Abs. 1 UAbs. 1 MiFID-E wurden die Worte "or transactions" neu eingefügt. Bisher gibt es nur eine Unterscheidung zwischen Dienstleistungskosten und Produktkosten (vgl. Art. 24 Abs. 4 Buchst. (c) MiFID:

"information relating to both investment and ancillary services, including the cost of advice, where relevant, the cost of the financial instrument recommended or marketed to the client and how the client may pay for it, also encompassing any third-party payments...")

Diese beiden Kategorien sind auch ausreichend und in der Praxis etabliert. Damit werden sämtliche anfallenden Kosten abgedeckt. Welche Bedeutung die im Entwurf für die Kleinanlegerstrategie nunmehr neu eingefügte zusätzliche Formulierung "or transactions" haben soll und welche Kategorie neben Dienstleistungs- und Produktkosten damit neu erfasst werden soll, ist unklar. Diese Unklarheit dürfte in der Praxis zu Unsicherheiten führen. Zugleich gibt es bei Transaktionen keine Lücke, die durch die Ergänzung geschlossen werden könnte. Denn alle bei Transaktionen anfallenden Kosten sind entweder als Dienstleistungs- oder als Produktkosten zu qualifizieren. Sie sind somit bereits durch diese beiden bekannten Kategorien vollständig abgedeckt und werden somit zuverlässig offengelegt.

### **9.3. Anmerkungen zu Art. 24b Abs. 1 UAbs. 2 Buchst. (c) MiFID-E („paid“)**

In Art. 24b Abs. 1 UAbs. 2 Buchst. (c) wurden die Worte:

"any third-party payments paid or received by the firm in connection with the investment services provided to the client or potential client"

neu eingefügt. Bei dem Begriff „paid“ ist unklar, welche Fallgestaltung gemeint sein könnte, die im Rahmen einer Kosteninformation relevant werden könnte. Die Einfügung sollte daher rückgängig gemacht werden, da insoweit kein Regelungsbedarf besteht und die Einfügung lediglich zu Unsicherheiten bei der Auslegung führen würde.

### **9.4. Anmerkungen zu Art. 24b Abs. 2 UAbs. 1 Buchst. (a) MiFID-E („provision of any costs...“)**

Art. 24b Abs. 2 UAbs. 1 Buchst. (a) MiFID-E lautet: „the relevant format for the provision of any costs, associated charges and third- party payments...“. Diese Formulierung ist unglücklich verkürzt. Gemeint sein dürfte wohl die Zurverfügungstellung der Information (und nicht der Kosten): "provision of information on any costs...". Um Unklarheiten bei der Anwendung der neuen Regelungen zu vermeiden, sollte dies korrigiert werden.

Relevante Rechtsvorschriften

EG 7 RIS-E

EG 27 RIS-E

EG 28 RIS-E

Art. 24 Abs. 13 MiFID-E

Art. 24b MiFID-E



## VIII. Kundenklassifizierung

Der Entwurf sieht Erleichterungen für die Hochstufung zum professionellen Kunden vor (Anhang II, Abschnitt II. 1 MiFID-E). Die DK begrüßt den Vorstoß, da die aktuellen Vorgaben (10 Geschäfte von erheblichem Umfang pro Quartal; Vermögen über 500.000 EUR und/oder berufliche Position im Finanzsektor, wobei mindestens zwei Kriterien erfüllt sein müssen) sehr hoch angesetzt sind.

Nach dem Entwurf müssen – wie bislang – mindestens zwei Kriterien erfüllt sein, damit ein Kunde zum Professionellen Kunden hochgestuft werden kann.

### 1. Anhang II Abschnitt II.1. erster Spiegelstrich MiFID-E

Der Kunde hat an dem relevanten Markt während der vier vorhergehenden Quartale durchschnittlich pro Quartal 10 Geschäfte von erheblichem Umfang abgeschlossen (Entwurf sieht insoweit keine Änderung vor).

Die Deutsche Kreditwirtschaft regt an, die Voraussetzungen dieser Fallgruppe zu modifizieren. So könnten Kunden, die über einen Zeitraum von fünf Jahren Erfahrungen in einem relevanten Markt (z. B. Aktien, Zertifikate oder Fonds) gesammelt haben und in diesem Markt durchschnittlich mindestens 20 Geschäfte getätigt haben, zum Professionellen Kunden für diesen Markt hochgestuft werden.

Begründung: Aktuell besteht das Problem der „Volatilität“ (Schwellenwerte können sich von Jahr zu Jahr ändern und sind von der Wertpapierfirma regelmäßig zu prüfen). Es ist nicht nachvollziehbar, warum ein Kunde, der in einem Jahr aufgrund Erfüllung der Schwellenwerte als Professioneller Kunden eingestuft wurde, diesen Status im nächsten Jahr wieder verlieren sollte. Es kommt oft vor, dass sich Kunden beschweren, wenn sie den Status als Professioneller Kunden wieder verlieren.

### 2. Anhang II Abschnitt II.1. zweiter Spiegelstrich MiFID-E

Die DK begrüßt grundsätzlich die vorgeschlagene Herabsetzung der Schwellenwerte für das erforderliche Finanzvermögen von aktuell über 500.000 EUR auf nur noch 250.000 EUR (Durchschnitt der letzten drei Jahre). Die DK hält aber aus Sicht der Praxis die vorgeschlagene Zeiträumbetrachtung (Durchschnitt der letzten drei Jahre) für die Berechnung der Vermögensverhältnisse für problematisch bei Neukunden. Für Kunden, die noch nicht drei volle Jahre Kunde sind, sollte eine Stichtagsbetrachtung ausreichen.

### 3. Anhang II Abschnitt II.1. dritter und vierter Spiegelstrich MiFID-E

Die DK begrüßt die Neufassung des Merkmals der „Erfahrung im Finanzsektor“ sowie die Neueinführung des Merkmals „Ausbildungsnachweis“.

### 4. Anhang II Abschnitt II.1 neuer UAbs. 6 MiFID-E

Die DK begrüßt die im Entwurf vorgesehenen Erleichterungen für die Hochstufung von großen Unternehmen. So sollen Unternehmen, die zwei der drei folgenden Kriterien erfüllen, zum Professionellen Kunden hochgestuft werden können: Bilanzsumme von 10 Mio. EUR, Umsatzerlöse von 20 Mio. EUR und/oder Eigenmittel von 1 Mio. EUR.

Die Deutsche Kreditwirtschaft versteht die neue Bestimmung in Anhang II Abschnitt II.1 neuer UAbs. 6 MiFID-E dahingehend, dass es sich bei ihr um eine zusätzliche Möglichkeit für juristische Personen handeln soll, die bisherigen Kriterien für die Einstufung als professioneller Kunde auf Antrag nach Anhang II Abschnitt II.

UAbs. 5 MiFID aber unverändert auch bei juristischen Personen Anwendung finden können. Dies sollte im Gesetz klargestellt werden.

Um auch Projektgesellschaften (z. B. für Solar-/Windparks) die Möglichkeit zur Hochstufung zu geben, regt die Deutsche Kreditwirtschaft an, alternativ zur Bilanzsumme von 10 Mio. das Investitionsvolumen (z. B. ebenfalls 10 Mio.) als Merkmal aufzunehmen. Denn Projektgesellschaften haben immer einen wirtschaftlichen Hintergrund mit relativ hohen Investitionssummen und einer relativ langen wirtschaftlichen Nutzungsdauer. Allerdings sind diese oft frisch gegründet und können daher die Schwellenwerte nicht erfüllen (z. B. weil es noch keine Bilanzsumme gibt). Insoweit ist dieses zusätzliche Merkmal geboten, zumal die entsprechenden Geschäfte i. d. R. durch eine professionelle und erfahrene Finanzabteilung durchgeführt werden.

Ferner soll nach dem letzten Satz des neuen UAbs. 6 die juristische Person bewerten, ob ihr gesetzlicher Vertreter u. a. in der Lage ist, Investmententscheidungen in Übereinstimmung mit den Zielen, Bedürfnissen und finanziellen Möglichkeiten der juristischen Person zu treffen und die Risiken angemessen zu beurteilen. In der Praxis werden Unternehmen ohnehin nur solche Personen mit einer Vollmacht ausstatten, die diese Kriterien erfüllen. Darüber hinaus sieht die Deutsche Kreditwirtschaft aber nicht, wie die Wertpapierfirma dies „bewerten“ können soll und sprechen uns daher für eine Streichung dieses Satzes aus.

In Abweichung zur derzeitigen gesetzlichen Regelung der MiFID II regt die Deutsche Kreditwirtschaft zudem an, den Begriff „Large Undertaking / große Unternehmen“ gegen den Begriff „legal entity/juristische Person“ zu ersetzen. Dies würde es ermöglichen, bestimmte Fälle aus der Anwendungspraxis z. B. größere Vereine nach deutschem Recht, ebenfalls angemessen unter den sachgerechten Bedingungen zu klassifizieren.

Relevante Rechtsvorschriften:

Anhang II, Abschnitt II. 1 MiFID-E

## **IX. Zeitliche Vorgaben**

Die von der Europäischen Kommission vorgeschlagene Umsetzungsfrist ist für die Wertpapierfirmen deutlich zu kurz. Sie muss verlängert werden und darf erst dann beginnen, wenn die Maßnahmen auf Stufe 2 des europäischen Gesetzgebungsverfahrens veröffentlicht sind. Denn erst dann können die Wertpapierfirmen tatsächlich mit der konkreten Umsetzung der regulatorischen Vorgaben beginnen.

Der Vorschlag der Europäischen Kommission sieht zudem vor, dass sie die Wirkung von Provisionszahlungen auf Kleinanleger innerhalb von drei Jahren überprüft. Eine derart kurzfristige Überprüfungspflicht lehnt die Deutsche Kreditwirtschaft ab, zumal die Europäische Kommission hinsichtlich des Ergebnisses der Überprüfung schon festgelegt zu sein scheint. Es droht die Gefahr, dass die umfangreichen Neuerungen nur eine Zwischenlösung sind.

### Relevante Rechtsvorschriften:

Art. 6 RIS-E

Art. 24a Abs. 8 MiFID-E

\*\*\*