



**Finanzgruppe**

Deutscher Sparkassen- und Giroverband

**Stellungnahme**

**zum Kommissionsentwurf für den Review der MiFID II im Rahmen der Retail Investment Strategy**

Berlin, 07.08.2023

**Inhalt****Stellungnahme**

I.	Einleitende Hinweise .....	3
II.	Zuwendungen (Art. 24a MiFID II-E).....	3
1.	Zuwendungen im beratungsfreien Geschäft (Art. 24a Abs. 2 MiFID II-E).....	4
2.	Zuwendungen im Zusammenhang mit der Portfolioverwaltung (Art. 24a Abs. 1 MiFID II- Entwurf) .....	5
3.	Stufe II-Ermächtigung für die EU-Kommission zu Zuwendungen.....	6
4.	Überprüfungsklausel.....	7
III.	Einführung eines Value for Money-Tests (Art. 16-a, Art. 24 MiFID II-E).....	7
1.	Bewertung / Kritikpunkte .....	7
2.	Alternativvorschlag .....	9
IV.	Erweiterung der Kosten- und Zuwendungstransparenz (Art. 24b MiFID II-E) .....	10
1.	Ausweitung der Kosteninformationen – Verstärkung des Information overload.....	10
2.	Standardisierung bei der Darstellung der ex ante-Kosteninformationen.....	11
3.	Berechnung bis zum Fälligkeitstermin/Haltedauer.....	12
4.	Anforderungen bei professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien .....	12
5.	Streichung der sehr weiten Level-II-Ermächtigung in Art. 24 Abs. 13 .....	13
6.	Umsetzungsfristen .....	13
V.	Erweiterung der Angemessenheitsprüfung (Art. 25 Abs. 3 MiFID II-E).....	14
VI.	Vorgaben zur Geeignetheitsprüfung (Art. 24, 25 MiFID II-E) .....	14
1.	Best interest-Test, Art. 24 Abs. 1a MiFID II-E.....	14
2.	Berücksichtigung des Portfolios bei der Einzelproduktberatung, Art. 25 Abs. 2 UA. 1 MiFID II-E .....	16
VII.	Allgemeine Informationspflichten.....	16
1.	Risikowarnhinweise (Art. 24 Abs. 5c, Art 69 Abs. 2 Buchst. w MiFID II-E) .....	16
2.	Marketingmitteilungen und Marketingpraktiken (Art. 4 Abs. 1 Ziff. (66), (67), (68); Art. 5a; Art. 9 Abs. 3 UAbs. 2 Buchst. d; Art. 16 Abs. 3a; Art. 24c sowie 69 Abs. 2 Buchst. ca, ka, v MiFID II-E).....	17
VIII.	Erleichterungen für die Hochstufung von Privatkunden zu professionellen Kunden (Anhang II, Abschnitt II. 1 MiFID II-E) .....	19
IX.	Verlängerung der Übergangsfrist (Art. 6).....	20



## I. Einleitende Hinweise

Die Sparkassen-Finanzgruppe unterstützt die Intention des Europäischen Gesetzgebers, mit der Retail Investment Strategy (RIS) die Anlageprozesse verbraucherfreundlicher zu gestalten und damit die Partizipation von Kleinanlegern an den Kapitalmärkten zu stärken. Insbesondere **begrüßen wir das (vorläufige) Absehen von einem vollständigen Provisionsverbot.**

Wir befürchten jedoch, dass die Ziele der RIS (insb. mehr Transparenz durch weniger, aber dafür verständlichere Information und einfachere Prozesse) nicht erreicht werden. Eine **Reduktion des „information overload“ können wir nicht erkennen**. Vielmehr werden die Prozesse durch zusätzliche Prüf- und Informationspflichten noch komplexer und auch kostenintensiver. Die Ausweitung der Angemessenheitsprüfung im beratungsfreien Geschäft bei gleichzeitigem Provisionsverbot erscheint widersprüchlich und birgt die Gefahr, dass das Dienstleistungsangebot für Retailkunden eingeschränkt wird. Insbesondere das Angebot von ganzheitlichen Portfolioberatungen, welche sowohl neue als auch bereits (beratungsfrei) erworbene Produkte umfassen, ist konkret in Gefahr. Insgesamt scheint sich der Gesetzesentwurf zu wenig an den Interessen der Retailkunden zu orientieren.

**Wesentliche Inhalte** zu den neuen Vorgaben sind zudem entweder **vage** (z. B. ist beim sog. „Best interest-Test“ nach Art. 24 Abs. 1a MiFID II-E nicht klar, welche Produkte miteinander verglichen werden müssen) oder werden auf **Level II** verlagert (z. B. zum „Value for money-Test nach Art. 16-a MiFID II-E), so dass eine große Rechtsunsicherheit in Bezug auf die Konkretisierung dieser Vorschriften besteht und die Gefahr droht, dass durch eine zu strenge Auslegung ein **faktisches Provisionsverbot „durch die Hintertür“** geschaffen wird.

Überdies ist die **Umsetzungsfrist von 18 Monaten viel zu kurz**. Es steht zu befürchten, dass die Level II-Vorgaben nicht rechtzeitig vorliegen, so dass die Umsetzungsfrist – wie in der Vergangenheit mehrfach passiert – kurzfristig verlängert werden muss (auch bei der PRIIP-VO und der SFDR musste die Anwendbarkeit aufgrund fehlender Level II-Vorgaben verschoben werden).

## II. Zuwendungen (Art. 24a MiFID II-E)

Der DSGV begrüßt sehr, dass die EU-Kommission davon Abstand genommen hat, ein vollständiges Provisionsverbot vorzuschlagen. Ein solches Verbot hätte – wie die Kommission zurecht in den Erläuterungen zu ihrem Entwurf schreibt – unabsehbare Folgen für Märkte und Verbraucher.

Allerdings befürchten wir auch durch den aktuellen Entwurf massive Einschränkungen für Retailkunden. Insbesondere das von der EU-Kommission vorgeschlagene Provisionsverbot für sämtliche Transaktionen, die nicht in Zusammenhang mit einer Anlageberatung stehen (1.), vernachlässigt die zahlreichen (kostenintensiven) Aufwände, die die Institute für diesen Geschäftsbereich haben und würde somit in der Praxis zu einer Erhöhung der Kosten für Retailkunden und zu einer



Reduzierung des Dienstleistungsangebots führen. Kritisch ist zudem das Verbot der Gewähr von Zahlungen in der Vermögensverwaltung (2.), die weitgehende Stufe-II Ermächtigung der EU-Kommission (3.) und die Überprüfung des Zuwendungsregimes nach nur drei Jahren (4.).

Im Einzelnen:

### **1. Zuwendungen im beratungsfreien Geschäft (Art. 24a Abs. 2 MiFID II-E)**

Wertpapierdienstleistungsunternehmen soll es nach dem vorliegenden Vorschlag (Art. 24a Abs. 2 MiFID II-E) zukünftig grundsätzlich verboten sein, Zuwendungen im Zusammenhang mit dem beratungsfreien Ordergeschäft von bestimmten Dritten anzunehmen (die wenigen Ausnahmen davon betreffen beratungsfreie Geschäfte, die auf einer Beratung beruhen; Platzierungstätigkeiten und geringfügige nichtmonetäre Zuwendungen).

Ein solch weitgehendes Zuwendungsverbot für das beratungsfreie Geschäft ist aus Sicht des DSGV unverhältnismäßig und führt insbesondere bei gleichzeitiger Ausweitung der Pflichten im beratungsfreien Geschäft (siehe dazu nachfolgende Ziff. V „Erweiterung der Angemessenheitsprüfung“) dazu, dass dieses nicht mehr kostendeckend angeboten werden kann.

#### **a) Kein Interessenkonflikt im beratungsfreien Geschäft**

Uns ist bereits das **Ziel des Kommissionsvorschlags unklar**: Der Grund für die derzeitigen Regelungen zu Zuwendungen ist die Vermeidung von Interessenkonflikten (= Berater könnten geneigt sein, immer das Produkt mit der höchsten Zuwendung zu empfehlen). Ein solcher Interessenkonflikt kann im beratungsfreien Geschäft nicht bestehen, da sich der Kunde als Selbstentscheider ohne die Empfehlung eines Beraters für ein Produkt entscheidet. Die Absicht der EU-Kommission kann daher nur sein, die Kosten der Produkte zu senken. Hierfür ist aber der Value for Money-Test bzw. die von uns alternativ vorgeschlagene Vergleichswebseite (s. dazu unter III.) ausreichend.

#### **b) Provisionen im beratungsfreien Geschäft finanzieren Mehrwertdienste für Selbstentscheider**

Darüber hinaus möchten wir mit allem Nachdruck darauf hinweisen, dass das **beratungsfreie Geschäft in seiner heutigen Form im Falle eines Provisionsverbots nicht aufrechterhalten** werden könnte:

- So ermöglichen Zuwendungen es Banken und Sparkassen, ihren Kunden eine **sehr breite Palette von Finanzinstrumenten** unterschiedlichster Emittenten und mit unterschiedlichsten Basiswerten, Auszahlungsprofilen und anderen Merkmalen anzubieten (Sparkassenkunden können im beratungsfreien Geschäft aus ca. 1,8 Mio. Produkten wählen). Im Falle eines Zuwendungsverbots müssten die Institute dieses Angebot – für das die Institute regulatorisch erforderliche Informationen (Produktkosten, Basisinformationsblätter) erwerben und den Zielmarkt bestimmen müssen – deutlich einschränken.



- Gleiches gilt für (**freiwillige Angebote wie den Multikanalansatz** (Kunden können jederzeit zwischen den Kanälen oder auch in die Beratung wechseln). Hierfür halten die Institute eine kundenfreundliche und kostenträchtige Infrastruktur bereit (z. B. Filialen, geschulte Mitarbeiter, Telefon- und Videoanlagen mit Sprachaufzeichnungsmöglichkeiten, Online-Brokerage, zahlreiche „Tools“ zur Unterstützung für Selbstentscheider). Und Kunden nutzen das. Bei einem großen Anbieter auf dem deutschen Markt werden mehr als die Hälfte der beratungsfreien Aufträge stationär über einen Berater (in der Filiale oder per Telefon) erteilt.
- Darüber hinaus halten die Sparkassen **vielfältige Serviceleistungen für Selbstentscheider** vor, die **regulatorisch nicht zwingend sind**, den Komfort für Selbstentscheider aber erheblich verbessern. Dazu gehören u. a. kostenlose Apps und Online-Rechner, Online-Produkt- und Serviceinformationen sowie Kunden-Informationsveranstaltungen. Diese (für Kunden kostenfreie) Zusatzdienste wären im Falle eines Provisionsverbots nicht mehr möglich.
- Schließlich umfasst das Beratungsangebot der Sparkassen insbesondere die **ganzheitliche Portfolioberatung**, bei der auch zuvor beratungsfrei erworbene Produkte berücksichtigt werden. Auch diese Leistung wäre im Falle eines Provisionsverbots nicht mehr in dieser Form anbietbar.

**Selbstentscheider schätzen diese zusätzlichen Mehrwertdienste und das breite Angebot an Finanzinstrumenten**, das ihnen zur Verfügung gestellt wird. Ein Provisionsverbot in diesem Kontext – bei gleichzeitiger Erweiterung der Anforderungen an die Angemessenheitsprüfung (dazu unten V.) – würde neben der aufgezeigten Einschränkung des Produktangebots dazu führen, dass **Kunden zukünftig höhere Kosten bzw. höhere Orderentgelte im beratungsfreien Geschäft** tragen müssen. Dies alles würde den von der EU-Kommission mit der Kleinanlegerstrategie verfolgten Zielen, den Zugang von Kleinanlegern zu Kapitalmärkten zu erleichtern, zuwiderlaufen.

Abschließend möchten wir darauf hinweisen, dass **das beratungsfreie Geschäft bereits heute stark reguliert ist** und die Institute – mit Ausnahme von Geeignetheitsprüfung und -erklärung – nahezu die gleichen anlegerschützenden Pflichten erfüllen wie bei der Anlageberatung. Die Erfüllung dieser anlegerschützenden Pflichten (z. B. Angemessenheitsprüfung; Informations- und Berichtspflichten) soll sogar noch ausgeweitet werden und ist kostenintensiv. Würden Provisionen im beratungsfreien Geschäft entfallen – die die o.g. Mehrwertdienste für Selbstentscheider maßgeblich mitfinanzieren –, so müssten für Kunden neue Kosten und Gebühren eingeführt werden, damit dieser **Geschäftszweig insgesamt noch kostendeckend angeboten werden kann**. Im schlimmsten Falle drohen Filialschließungen, da die Infrastruktur hierfür sowohl das Beratungs- als auch das beratungsfreie Geschäft betrifft (Bsp.: Kunde kann Filiale sowohl zur Beratung als auch zur beratungsfreien Ordererteilung nutzen).

## 2. Zuwendungen im Zusammenhang mit der Portfolioverwaltung (Art. 24a Abs. 1 MiFID II-Entwurf)



Nach den geltenden Regelungen (Art. 24 Abs. 8 MiFID) haben die Mitgliedsstaaten dafür Sorge zu tragen, dass Wertpapierfirmen **keine Zuwendungen** Dritter im Zusammenhang mit der Portfolio-management **annehmen und behalten**. Dieser Grundsatz soll laut der Gesetzesbegründung bei behalten 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 or commission...*“.

Die Gewährung von Entgelten (Fees) in der Vermögensverwaltung sollte weiterhin zulässig sein, denn für Vermögensverwalter besteht bei der Gewährung einer Zahlung an einen Dritten **kein Interessenkonflikt**. Daher ist es auch sachgerecht, dass nach geltender Rechtslage das Zuwendungsverbot für Vermögensverwalter ausschließlich im Hinblick auf die Vereinnahmung von Zuwendungen gilt. Ein weiter gefasstes Verbot, das auch die Gewährung von Zuwendungen erfasst, würde **Kooperationsmodelle unmöglich machen**, in denen Vermögensverwalter mit anderen Instituten zusammenarbeiten, die z. B. die unmittelbare Kundenbetreuung wahrnehmen. Zahlungen an diese Kooperationspartner wären dann verboten, 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 Produktanbieter Instituten, die Kunden beraten, eine Vergütung zahlen dürften, wäre dies für Vermögensverwalter, die mit Instituten kooperieren, die die unmittelbare Kundenbetreuung, insbesondere die Beratung, übernehmen, nicht gestattet. Dies erscheint insbesondere vor dem Hintergrund, dass bei einer Vermögensverwaltung durch die laufende Geeignetheitsprüfung und umfangreichere Berichtspflichten ein besonders hohes Anlegerschutzniveau gilt, unsachgemäß. Besonders problematisch ist, dass der Wortlaut der vorgeschlagenen Regelung, in dem u. a. auf Entgelte (Fees) abgestellt wird, so verstanden werden kann, dass dem Vermögensverwalter 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.

Wir sprechen uns daher dafür aus, die bisherige Regelung („*shall not accept or retain fees...*“) beizubehalten.

### 3. Stufe II-Ermächtigung für die EU-Kommission zu Zuwendungen

Ziemlich überraschend findet sich in Art. 24 Abs. 13 MiFID II-E eine sehr weite Stufe 2-Befugnis, nach der die EU-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 unserer Sicht handelt es sich bei der Bezugnahme auf die Art. 24a wohl um ein Redaktionsversehen. Wenn tatsächlich eine gesonderte Stufe II-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 II-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.

#### 4. Überprüfungsklausel

Der Vorschlag der EU-Kommission sieht vor (Art. 24a Abs. 8 MiFID II-E), dass sie die Wirkung von Zuwendungen auf Kleinanleger **innerhalb von drei Jahren nach Inkrafttreten** überprüft. Eine derart kurzfristige Überprüfungspflicht lehnen wir ab. So können innerhalb von gerade einmal drei Jahren viele der von der EU-Kommission neu vorgeschlagenen Maßnahmen gar keine Wirkung entfalten, weil aufgrund der vorgesehenen Verlagerung auf Level II und III Konkretisierungen für die Praxis nicht rechtzeitig erfolgen. Auch das – von uns kritisierte – Value for Money Konzept bzw. die von uns alternativ vorgeschlagene Vergleichswebsite (dazu mehr unter III.) könnte kaum in so kurzer Zeit Wirkung zeigen. Es sollte zudem nicht der Eindruck entstehen, dass es sich bei dem Legislativvorschlag nur um eine Zwischenlösung handelt.

### III. Einführung eines Value for Money-Tests (Art. 16-a, Art. 24 MiFID II-E)

Die EU-Kommission will die bestehenden Product Governance-Anforderungen (Art. 16-a MiFID II-E) durch einen sog. **Value for Money-Test** ergänzen: Danach sollen die europäischen Aufsichtsbehörden (konkret: ESMA und EIOPA) nachgelagert **Kosten-Benchmarks** für ähnliche Produkte erstellen, an denen die Hersteller die Kosten ihrer Produkte messen sollen. Ein Produkt, das hinter der relevanten Benchmark zurückbleibt, soll grundsätzlich **nicht aufgelegt** werden.

Parallel dazu soll es **Benchmarks für die Kosten der Vertriebsstellen** geben (sog. Distributoren-Benchmarks). So könnte ESMA z. B. eine **Benchmark für die Anlageberatung** aufstellen und damit **mittelbar den Preis der Beratung regulieren oder die Höhe der Zuwendungen deckeln**.

Nach Veröffentlichung der überarbeiteten MiFID II soll die **EU-Kommission eine Methodik für die Ermittlung der Benchmarks** durch eine sog. Level-II-Maßnahme aufstellen. Hierbei handelt es sich um einen delegierten Rechtsakt, den Rat und Parlament nur zurückweisen können; inhaltliche Änderungen des Kommissionsentwurfs sind hingegen **nicht möglich**.

#### 1. Bewertung / Kritikpunkte

##### a) Einstieg in die Preisregulierung

Die Vorschläge der EU-Kommission bergen die **Gefahr des Einstiegs in eine Preisregulierung**. Es steht zu befürchten, dass die Benchmarks in der Praxis **wie Preisobergrenzen wirken** werden. Dies kann dazu führen, dass sich innerhalb der Benchmarks ein Wettbewerb um die kostengünstigsten Produkte entwickelt, bei dem Qualitätsmerkmale, 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**.



Eine solche Preisregulierung sollte in einer Marktwirtschaft **nur ausnahmsweise** erfolgen (z. B. im Falle eines Marktversagens oder bei Monopolen). Solche Konstellationen liegen in dem sehr **heterogenen Bankenmarkt** nicht vor. Im Gegenteil: Gerade der Vertrieb von Wertpapieren wird durch neue Anbieter wie "Neo-Broker" mit sehr niedrigen Preismodellen gerade "aufgemischt". **Somit besteht keine Notwendigkeit für einen derart starken Eingriff in den Markt.**

In diesem Sinne wurde der Kommissionsvorschlag einer Preisregulierung auch in einer jüngst veröffentlichten Studie,<sup>1</sup> die **vom ECON-Ausschuss des Europäischen Parlaments** beauftragt wurde, **sehr kritisch** gesehen. Auf Seite 21 der Studie heißt es wie folgt:

*"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>53</sup>.*

*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."*

### b) Wesentliche Eckpunkte sollen durch Level-II-Maßnahmen geregelt werden

Problematisch ist zudem, dass **wichtige Eckpunkte** (d. h. insbesondere die Systematik zur Erstellung der Benchmarks) **ohne nähere Vorgaben auf nachgelagerte Rechtsakte „ausgelagert“ werden**. Die konkretesten inhaltlichen Vorgaben zur Ausgestaltung der Benchmarks finden sich in Art. 16-a Abs. 9 S. 1 MiFID II-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,..."). Es steht zu befürchten, dass die Vorgaben **methodische Mängel** haben und in der Praxis massive Probleme bereiten werden

---

<sup>1</sup> Filippo Annunziata: Retail Investment Strategy How to boost retail investors' participation in financial markets



(**Vergleich von „Äpfeln mit Birnen“**). Dieser Gefahr scheint sich auch die EU-Kommission bewusst zu sein, da sie in Erwägungsgrund 17 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.”*

Methodische Mängel können zu einer **massiven Benachteiligung von bestimmten Produkten** (z. B. **aktiv gemanagten Fonds ggü. günstigeren ETFs**, die einen Index nachbilden) oder von **Vertriebsstellen wie den Sparkassen**, die eine **kostenintensive Infrastruktur** wie Filialen in der Fläche bereithalten, führen. Die wesentlichen Weichenstellungen müssen auf Level I erfolgen. Andernfalls ist zu befürchten, dass über die Benchmarks de facto **ein Provisionsdeckel durch die Hintertür eingeführt wird**.

### c) Beschränkung auf Anlageprodukte

Darüber hinaus sollte der Value for Money-Test auf Anlageprodukte beschränkt werden, so dass bilaterale Kontrakte wie OTC-Derivate zur Absicherung von Zins- oder Währungsrisiken außen vor bleiben. Auf diese Geschäfte sind die Vorgaben nicht zugeschnitten, so dass deren Anwendung in der Praxis enorme Probleme bereiten würde. Um diese zu vermeiden, sollte eine explizite Ausnahme für Produkte zur Absicherung vorgesehen werden.

## 2. Alternativvorschlag

Der Einstieg in eine Preisregulierung ist **sehr gefährlich** und sollte im Gesetzgebungsverfahren daher **abgelehnt** werden.

Sofern der EU-Gesetzgeber den **Preiswettbewerb in der EU** stärken möchte, bietet es sich an, eine Regelung zu einer **verpflichtenden Vergleichswebseite** aufzunehmen, wie sie für Girokonten in Art. 7 Zahlungskontenrichtlinie vorgesehen ist. Über die **erhöhte Transparenz** wird in einem **marktkonformen Verfahren** (d. h. ohne staatliche Preisvorgaben!) **Kostendruck auf die Hersteller und die Vertriebsstellen erzeugt**. Dieser Mechanismus wird zu **sinkenden Preisen** führen. Für diese weniger einschneidende Maßnahme spricht auch die **positive Bewertung der Vergleichswebsites** in einer **Studie**, die die EU-Kommission im Rahmen der Evaluierung der Zahlungskontenrichtlinie beauftragt hat. Darin werden Vergleichswebseiten als **effektivste Maßnahme** bezeichnet:<sup>2</sup>

*„Overall, the most effective measure for achieving the objective of transparency and comparison of fees seems to be the comparison website“*

<sup>2</sup> European Commission: Study on EU Payment Accounts Market written by Deloitte, April 2020, S. 52.



Darüber hinaus muss der demokratisch legitimierte Level-I-Gesetzgeber den **Rahmen für die Erstellung der Benchmarks / Vergleichsgruppen durch konkrete Vorgaben selbst regeln**. Eine Delegation dieser zentralen Fragen an die EU-Kommission muss verhindert werden. Vielmehr muss der Level-I-Gesetzgeber klarstellen, dass in den Benchmarks / Vergleichsgruppen nur wirklich vergleichbare Produkte enthalten sind (enge Definition der Benchmarks, um den Vergleich von Äpfeln mit Birnen zu vermeiden) und in den Benchmarks zudem auch **relevante Qualitätsmerkmale** (bei den Produkten gehören dazu z. B. ein aktives Fondsmanagement, Kapitalschutz oder Nachhaltigkeitsfaktoren; bei den Dienstleistungen zählen dazu das Angebot von persönlicher Beratung, die Anzahl an Filialen oder ein breites Multikanalangebot) berücksichtigt werden müssen, so dass **nicht** alleine auf das günstigste Angebot abgestellt werden darf (**Vermeidung des „Race to the bottom“**).

#### IV. Erweiterung der Kosten- und Zuwendungstransparenz (Art. 24b MiFID II-E)

##### 1. Ausweitung der Kosteninformationen – Verstärkung des Information overload

Bereits heute kritisieren die Kunden den **erheblichen Umfang der Pflichtinformationen**. In ihrem Final Report an die EU-Kommission hat ESMA eine **Studie der BaFin** zitiert, wonach mehr als die Hälfte der befragten Verbraucher die ex ante-Kosteninformationen nicht gelesen hätten:<sup>3</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>4</sup> Dort gaben 77,3% der Kunden an, die umfangreicheren Informationen hätten ihnen nicht, die besprochenen Inhalte besser zu verstehen. Vielmehr fühlten sich 62,3% der befragten Kunden mit den präsentierten Informationsmengen sogar überfordert.

Im Übrigen gelangt auch eine **aktuelle Studie**, die vom **ECON-Ausschuss des Europäischen Parlaments** beauftragt wurde, zu diesem Befund.<sup>5</sup> Auf Seite 32 heißt es dazu wie folgt:

*“Although the proposals certainly represent a step forward in the simplification of disclosure rules towards a more efficient regime, 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.”*

<sup>3</sup> ESMA: Final Report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection (29 April 2022 | ESMA35-42-1227), Seiten 6 und 7.

<sup>4</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.

<sup>5</sup> Filippo Annunziata: „Retail Investment Strategy How to boost retail investors' participation in financial markets“.



Vor diesem Hintergrund wäre eine **Reduzierung der Informationspflichten geboten**. Die EU-Kommission will die aktuell von den Anlegern als zu umfangreich erachteten Informationspflichten hingegen noch **weiter ausweiten**. Beispielhaft seien die folgenden Punkte genannt:

- Nach Art. 24b Abs. 2 UAbs. 1 Buchst. b MiFID II-E sollen „*related explanations*“ ergänzt werden. Erläuterungen zur verwendeten Terminologie würden die Kosteninformation **extrem aufblähen**. Es ist zu befürchten, dass der Blick der Kunden auf die ausgewiesenen Kosten als dem eigentlichen Informationsgegenstand verstellt wird.
- Art. 24b Abs. 1 UAbs. 4 enthält zudem 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.*“ Das Hauptproblem an der Vorgabe ist, dass sich die künftige Wertentwicklung von volatilen Finanzinstrumenten **nicht** prognostizieren lässt. Insofern würden die aktuell sehr genauen Kosteninformationen um **eine äußerst unsichere zusätzliche Angabe ergänzt**. In diesem Zusammenhang sind auch die **immensen Probleme mit den Performance-Szenarien in den PRIIPs-KIDs** zu bedenken, die mit dem Hinweis versehen werden, dass es sich um Prognosen handelt und die tatsächliche Wertentwicklung nicht vorhergesagt werden kann. Zudem gibt es in den **PRIIPs-KIDs** keinen Ausweis zu den Auswirkungen der Zuwendungen auf die Rendite. Insofern würde mit der vorgeschlagenen Ergänzung eine weitere Information geschaffen, die die Kunden in den KIDs, die sie parallel zur ex ante-Kosteninformation erhalten, nicht wiederfinden werden. Die **zusätzliche Information läuft der angestrebten Harmonisierung der Informationen nach MiFID II und PRIIP-VO entgegen**, was ebenfalls gegen die Einführung der neuen Information spricht.
- Mit Art. 24b Abs. 4 MiFID II-E werden **neue Anforderungen an die jährlichen Ex-post-Kosteninformationen** eingeführt. Dabei soll das jährliche Reporting auch um Aspekte **erweitert** werden, die bislang nicht enthalten sind. Dabei handelt es sich um die angefallenen **Steuern** und die **erzielte Rendite**. Auch hier besteht das Problem, dass die bereits sehr umfangreichen Reports weiter aufgeblättert werden und die Gefahr besteht, dass die Kunden die zu detaillierten Reports gar nicht erst lesen. Zudem sieht der Gesetzesentwurf **unterschiedliche Pflichten** je nach Verpflichtetem vor. Um die „Informationsflut“ nicht noch weiter zu vergrößern, sollte zwingend eine **Klarstellung** aufgenommen werden, dass es ausreichend ist, wenn der Kunde von einem der Verpflichteten das jährliche Reporting **mit allen erforderlichen Angaben** erhält und **nicht** mehrere Reports erstellt werden müssen.

## 2. Standardisierung bei der Darstellung der ex ante-Kosteninformationen

Mit Art 24 b Abs. 2 MiFID II-E soll im Hinblick auf die heute schon bestehende Pflicht zur umfassenden Information über Kosten und Zuwendungen eine **Standardisierung** bei der Darstellung der ex ante-Kosteninformation eingeführt werden. Eine solche Standardisierung erscheint uns **nicht zielführend**. Heute schon werden Kosten und Zuwendungen umfassend offengelegt und es gibt in den Q&A von ESMA eine Vielzahl an detaillierten Vorgaben zu Aufbau und Inhalt der



MiFID II-Kosteninformationen. Es ist **nicht** ersichtlich, dass eine weitere Standardisierung eine noch bessere Verständlichkeit schaffen könnte.

Auch der **Aspekt der Vergleichbarkeit überzeugt nicht**, da dieser nur für Kunden in Betracht kommt, die mehrere Depots bei verschiedenen Anbietern haben und somit deren ex ante-Kosteninformationen vergleichen können. Dieser Fall – Kunde hat mehrere Depots bei verschiedenen Anbietern und möchte die jeweiligen Empfehlungen „nebeneinanderlegen“ und vergleichen – ist aber die große Ausnahme. Im absoluten Regelfall, dass Kunden nur ein Depot haben, erhalten sie ohnehin immer die identisch aufgebaute Kosteninformation des jeweiligen Depotführers. Die Vergleichbarkeit wird für diese Kundengruppe nicht erhöht. Dafür entstehen den Anbietern sehr hohe Kosten für teure IT-Anpassungen.

### 3. Berechnung bis zum Fälligkeitstermin/Haltedauer

Mit Art. 24b Abs. 1 UAbs. 3 MiFID II-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.”*

Besonders kritisch ist die Vorgabe, dass die Kosten bei Produkten ohne Laufzeit oder empfohlener Haltedauer für **drei verschiedene Zeiträume** berechnet werden müssen. Dies würde z. B. Aktien betreffen. Die Kostendarstellung wird dadurch unnötig komplex und unübersichtlich. Hier sollte es bei der aktuellen Vorgabe bleiben, dass in diesen Fällen **ein valider Zeitraum** (z. B. 5 Jahre bei Aktien) ausreicht.

### 4. Anforderungen bei professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien

Sehr überraschend soll mit Art. 30 Abs. 1 MiFID II-E die **Kostentransparenzpflicht bei geeigneten Gegenparteien wieder vollumfänglich eingeführt** und damit sogar **schärfer geregelt** werden als bei professionellen Kunden (nach Art. 30 Abs. 1 MiFID II-E soll Art. 24b Abs. 1 MiFID II-E bei geeigneten Gegenparteien vollumfänglich anwendbar sein. Der unveränderte Art. 29a MiFID II-E schließt aber für professionellen Kunden die Kostentransparenzpflicht im beratungsfreien Geschäft aus). Mit Art. 24b Abs. 1 UAbs. 6 und 7 MiFID II-E sollen zudem in Bezug auf professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien einige der aktuellen Level-II-Regelungen (Art. 50 Abs. 1 MiFID II-DVO) in die MiFID (Level I) integriert werden, die aktuell obsolet sind.

Mit dem sog. **MiFID quick fix** hatte der Gesetzgeber die Anwendbarkeit der Kostentransparenzregelungen gegenüber professionellen Kunden jedoch erst jüngst **stark eingeschränkt** (keine Kostentransparenzpflicht im beratungsfreien Geschäft, Art. 29a MiFID) und gegenüber geeigneten Gegenparteien **gänzlich ausgeschlossen** (Art. 30 Abs. 1 UAbs. 1 MiFID). In Erwägungsgrund 5 der MiFID-Änderungs-Richtlinie (EU) 2021/338 hat der EU-Gesetzgeber dies wie folgt begründet:



„.... 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, ...“

Damit die von allen Seiten **begrüßten Erleichterungen für das institutionelle Geschäft nicht wieder rückgängig gemacht werden**, sollten die zu professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien neu eingefügten Unterabsätze Art. 24b Abs. 1 UAbs. 6 und 7 MiFID II-E wieder **gestrichen** werden. Bei Art. 30 Abs. 1 MiFID II-E ist unbedingt die Rückausnahme bzgl. der Unanwendbarkeit von Artikel 24b „*with the exception of paragraph 1*“ zu streichen.

## 5. Streichung der sehr weiten Level-II-Ermächtigung in Art. 24 Abs. 13

Ziemlich überraschend findet sich in Art. 24. Abs. 13 E eine **sehr weite Level-II-Befugnis**, nach der die EU-Kommission nicht nur die Vorgaben in Art. 24, sondern auch die Vorgaben in Art. 24a zu Zuwendungen und 24b zur Kosteninformation über Level-II-Vorgaben präzisieren kann. Aus unserer Sicht muss es sich bei der Bezugnahme auf die Art. 24a und 24b um ein **Redaktionsverssehen** handeln. Hierfür sprechen insbesondere die folgenden Gründe:

- Wenn tatsächlich gesonderte Level-II-Ermächtigungen für die Art. 24a und 24b intendiert gewesen wäre, hätten diese in den dortigen Regelungen verortet werden müssen.
- Für diese Sichtweise spricht insbesondere auch der Umstand, dass die KOM in Art. 24b Abs. 2 UA 3 ihres Entwurfs eine Ermächtigung zum Erlass eines Regulatory Technical Standard vorgesehen hat. Dieser speziellen Ermächtigung hätte es nicht bedurft, wenn die Ermächtigung in Art. 24 Abs. 13 auch Art. 24 hätte erfassen sollen.

Aus diesem Grund sollte die sehr weite Level-II-Ermächtigung in Art. 24 Abs. 13 im weiteren Gesetzgebungsverfahren **auf die Vorgaben in Art. 24 beschränkt werden**. Für eine weitere Ergänzung der Regelung zur Kostentransparenz in Art. 24b gibt es auch **keine Notwendigkeit**, da die Regelung bereits jetzt ca. 2,5 Seiten lang ist und sehr detaillierte Vorgaben enthält.

## 6. 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 einzuhalten wären. Art. 24b Abs. 2 UAbs. 2 MiFID II-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 Institute vorgesehen ist. **Nach Veröffentlichung der finalen Level-II-Maßnahme benötigen die Institute eine Umsetzungsfrist von mindestens 12 Monaten**, um die mit hohem IT-Aufwand verbundenen Standardisierungsvorgaben umzusetzen. Der Fristlauf darf erst nach **Veröffentlichung der finalen Standards beginnen**.

### V. Erweiterung der Angemessenheitsprüfung (Art. 25 Abs. 3 MiFID II-E)

Wir sprechen uns gegen eine Erweiterung der Angemessenheitsprüfung aus.

Während aktuell nur die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden geprüft werden müssen, sollen nach dem Vorschlag der EU-Kommission zukünftig auch die **Verlusttragfähigkeit und die Risikobereitschaft** des Kunden geprüft werden (Art. 25 Abs. 3 UA 1 MiFID II-E). Die Ordererteilung soll aber auch bei einer negativen Prüfung nach entsprechendem Hinweis an den Kunden und mit dessen Zustimmung weiterhin möglich sein (Art. 25 Abs. 3 UA 4 MiFID II-E).

Die erweiterten Prüfpflichten im beratungsfreien Geschäft würden eine **deutlich erweiterte Kundenexploration erfordern** und somit den **Unterschied zwischen beratungsfreiem Geschäft und der Anlageberatung einebnen**. Die Prüfung der Risikobereitschaft und der Verlusttragfähigkeit sind bisher Kernbestandteile der Geeignetheitsprüfung in der Anlageberatung. Würden diese Prüfungen auch Teil der Angemessenheitsprüfung sein, würde das beratungsfreie Geschäft **durch die Hintertür zur "Anlageberatung light"**. Künftig müssten drei der sechs Kriterien der Geeignetheitsprüfung bei der Auftragserteilung durch Selbstentscheider geprüft werden. Dies würde die Hürden für Anleger beim Erwerb von Finanzinstrumenten unnötig erhöhen. Folge wäre zudem, dass die **beratungsfreie Ordererteilung deutlich mehr Zeit in Anspruch nähme** als aktuell, was ebenfalls massiv zulasten der Selbstentscheider gehen würde, die bereits heute über den unnötigen Bürokratismus und den damit einhergehenden Zeitverlust klagen.

Das deutlich erweiterte Pflichtenprogramm im beratungsfreien Geschäft steht zudem im Widerspruch zu dem Vorschlag der EU-Kommission, die Zuwendungen im beratungsfreien Geschäft weitgehend zu verbieten (s. dazu oben unter I.).

### VI. Vorgaben zur Geeignetheitsprüfung (Art. 24, 25 MiFID II-E)

#### 1. Best interest-Test, Art. 24 Abs. 1a MiFID II-E

Eine weitere Änderung, die die EU-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.

Den Vorschlag sehen wir aus mehreren Gründen **sehr kritisch**:

### a) Einseitiger Fokus auf die Kosten

Zu dem Problem, dass sich der Kommissionsentwurf **zu stark auf die Kosten fokussiert**, hatten wir bereits unter III. ausgeführt. Die dortigen Kritikpunkte gelten auch für den Best interest-Test.

### b) Ähnliche Regelung existiert bereits

Bereits heute ist nach Art. 54 Abs. 9 DelVO (EU) 2017/565 in der Anlageberatung vor einer Empfehlung zu prüfen, ob es geeignete Finanzinstrumente gibt, die **äquivalent** sind. Dabei ist den Kunden **grundsätzlich das kostengünstigste äquivalente Finanzinstrument zu empfehlen**. Möchte eine Wertpapierfirma dem Kunden ein teureres äquivalentes Finanzinstrument empfehlen, so muss sie dies **begründen**. Diese gesetzlichen Level-II-Anforderungen werden durch die ESMA-Leitlinien zur Geeignetheit **näher konkretisiert** (siehe dort unter Rz. 91 ff.<sup>6</sup>). Die auf den ESMA-Leitlinien zur Geeignetheit beruhenden Umsetzungsmaßnahmen wurden 2020 im Rahmen einer sog. Common Supervisory Action durch die **nationalen Aufsichtsbehörden eingehend untersucht**. Zu den Vorgaben in Leitlinie 9 zum Äquivalenz-Check hat ESMA **keinen Anpassungsbedarf identifiziert**. Auch dies zeigt, dass es sich bei dem Äquivalenz-Check um eine **praxisbewährte Maßnahme** handelt.

### c) Kommissionsvorschlag erzeugt enorme Rechtsunsicherheit

Demgegenüber bleibt unklar, warum die EU-Kommission nunmehr einen abweichenden Wortlaut vorschlägt (z. B. „*similar features*“ statt „*equivalent*“) und ob damit ein abweichendes Verständnis verbunden ist. Durch das abweichende Wording wird **unnötige Rechtsunsicherheit** erzeugt. Wir sehen die Gefahr, dass zukünftig **nicht** mehr äquivalente Produkte der Maßstab für den erforderlichen Kostenvergleich sein werden, sondern dass „Äpfel mit Birnen“ verglichen werden sollen.

### d) Keine sachliche Begründung für Privilegierung der unabhängigen Anlageberatung

Dass es für die neue Vorgabe keine sachliche Rechtfertigung gibt, zeigt auch, dass sie **nicht** uningeschränkt für die unabhängige Anlageberatung gelten soll (Art. 24 Abs. 7a MiFID II-E).

### e) Alternativvorschlag

---

<sup>6</sup> ESMA-Final Report – Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirement vom 23. September 2022, 3.4 Annex IV – Guidelines.



Soweit Bedarf für eine stärkere Berücksichtigung der Kosten in der Anlageberatung gesehen wird, bietet es sich an, die **bestehende Level-II Regelung in Art. Art. 54 Abs. 9 DelVO (EU) 2017/565 unmittelbar in der MiFID II zu verorten und (sofern erforderlich) zu konkretisieren oder zu ergänzen**. Dies wäre ein **deutlich geringerer Eingriff in den bestehenden Rechtsrahmen** gegenüber der Schaffung einer völlig neuen Regelung, die zu **erheblichen Auslegungsschwierigkeiten** und damit zu einem **sehr hohen Maß an Rechtsunsicherheit** führen wird.

### **2. Berücksichtigung des Portfolios bei der Einzelproduktberatung, Art. 25 Abs. 2 UA 1 MiFID II-E**

Wir lehnen die geplante Berücksichtigung des Portfolios bei der Einzelproduktberatung ab.

Nach den Vorstellungen der EU-Kommission soll zukünftig auch geprüft werden, wie sich das empfohlene Produkt zu dem bestehenden Portfolio des Kunden verhält.

Die vorgeschlagene Regelung, die gleichermaßen für Einzelproduktberatung, Portfolioberatung und Vermögensverwaltung gilt, sehen wir kritisch, da sie den **Unterschied zwischen Einzelproduktberatung und Portfolioberatung bzw. Vermögensverwaltung verwischt**. Soweit in Teilen des europäischen Marktes Defizite bei der Portfolioberatung bestehen, sollten die Anbieter verpflichtet werden, den Kunden vor Aufnahme der Geschäftsbeziehung über die Unterschiede zwischen einer portfoliobezogenen und einer produktbezogenen Beratung zu informieren, sodass er eine bewusste Entscheidung treffen kann, welche der beiden Formen er wünscht. Weitergehende Maßnahmen sind aus unserer Sicht nicht erforderlich.

## **VII. Allgemeine Informationspflichten**

Daneben hat die EU-Kommission vorgeschlagen, die allgemeinen Informationspflichten an einigen Stellen zu modifizieren und zu ergänzen. Dazu gehören insbesondere:

### **1. Risikowarnhinweise (Art. 24 Abs. 5c, Art 69 Abs. 2 Buchst. w MiFID II-E)**

Informationsmaterialen und Marketingunterlagen für Privatkunden zu besonders risikoreichen Produkten sollen künftig einen Risikohinweis enthalten (Art. 24 Abs. 5c UA 1 MiFID II-E).

Kleinanleger werden aber schon heute über bestehende Risiken der Produkte – auch im beratungsfreien Geschäft – umfassend informiert. Insbesondere zu erwähnen sind hier die Basisinformationsblätter, die eine Vergleichbarkeit und einen einfachen Überblick ermöglichen. Abgesehen von Aktien und plain-vanilla Anleihen fallen nahezu alle gängigen Finanzinstrumente in den Anwendungsbereich der PRIIPs-VO. Das Basisinformationsblatt ist auch im execution-only Geschäft zur Verfügung zu stellen. Zudem sind Kunden durch Art. 25 Abs. 3 UAbs. 2 MiFID II-E dadurch geschützt, dass sie aufgrund einer verpflichtenden Angemessenheitsprüfung einen Warnhinweis erhalten, falls die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen, um die mit dem Finanzinstrument verbundenen Risiken zu verstehen, nicht vorliegen.



**Unklar bleibt, in welchen Materialien die geplanten Risikowarnhinweise erforderlich sind.**

Der Begriff „*information materials*“ (Art. 24 Abs. 5c UAbs. 1 MiFID II-E) wird selbst nicht definiert.

Der Zusatz „*including marketing communications*“, deren Definition nach Art. 4 Abs. 1 Ziff. (66)

MiFID II-E bereits selbst sehr weitreichend ist, lässt den Begriff beinah uferlos erscheinen.

**Offen ist auch, welche Produkte als besonders risikoreiche Produkte anzusehen sein sollen und welche spezifischen Risiken konkret gemeint sind, da dies erst auf Level II festgelegt werden soll.**

Schließlich ist hervorzuheben, dass die KOM im Rahmen des Gesetzesentwurfes zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 beim PRIIPs BIB beschlossen hat, den Warnhinweis mangels Kundennutzen wieder abzuschaffen.

Wir bitten um Streichung von Art. 24 Abs. 5c und Art. 69 Abs. 2 Buchst. w MiFID II-E. Sollte eine Streichung nicht erfolgen, können aus hiesiger Sicht besonders riskante Produkte allenfalls solche sein, die zu einer Nachschusspflicht führen.

### 2. Marketingmitteilungen und Marketingpraktiken (Art. 4 Abs. 1 Ziff. (66), (67), (68); Art. 5a; Art. 9 Abs. 3 UAbs. 2 Buchst. d; Art. 16 Abs. 3a; Art. 24c sowie 69 Abs. 2 Buchst. ca, ka, v MiFID II-E)

Mit einem umfangreichen Maßnahmenpaket sollen die Vorgaben in Bezug auf Marketingmitteilungen und Marketingpraktiken präzisiert werden. Hervorzuheben sind:

#### a) Neue Definitionen

Die vorgeschlagene **Definition von "Marketingmitteilung" (*marketing communication*)** in Art. 4 Abs. 1 Ziff. 66 MiFID II-E ist **zu weit gefasst**. Der Wortlaut sollte dringend überarbeitet werden, insbesondere neutrale Informationen sollten nicht erfasst sein. Eine gute Orientierung bietet die Auslegungspraxis der deutschen Aufsicht, die sich in der Vergangenheit bewährt hat. Danach handelt es sich bei einer Marketingmitteilung „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.“

Gleiches gilt für die geplante **Definition „Marketingpraxis“ (*marketing practice*)** in Art. 4 Abs. 1 Ziff. 67 MiFID II-E. Sie ist zu weit gefasst, da de facto jegliches Verhalten sanktioniert werden kann.

#### b) Neue Anforderungen an Marketingmitteilungen und Marketingpraktiken



Der Entwurf enthält zudem neue Anforderungen an Marketingmitteilungen und Marketingpraktiken (Artikel 24c MiFID II-E neu). Da der Anwendungsbereich durch die neuen Definitionen **nahezu uferlos gefasst** ist, sind die einzelnen Anforderungen in der Praxis kaum stringent umsetzbar.

### c) Angabe zu Merkmalen und Hauptrisiken

Nach Art. 24c Abs. 2 UAbs. 2 und 3 MiFID II-E sollen in allen Marketingmitteilungen die wesentlichen Merkmale der Finanzinstrumente oder Wertpapierdienstleistungen und der damit verbundenen Nebendienstleistungen, auf die sie sich beziehen, deutlich und prägnant dargestellt werden. Folge wäre, dass in jeder erfassten Mitteilung **alle** Elemente benannt werden müssen, was dem bezweckten Abbau des bestehenden „information overload“ zuwiderliefe. Für professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien, die jedenfalls in Art. 24c Abs. 2 UAbs. 2 mitumfasst sind, ist die Vorgabe vollkommen überzogen. Gleiches gilt für Kleinanleger, da in jeder produktspezifischen Werbung für ein PRIIP gemäß Art. 9 PRIIP-VO ein Hinweis auf das Basisinformationsblatt erfolgen muss und Art. 13 - 15 DVO PVO (EU 2019/979) weitere Hinweispflichten für Werbung in Bezug auf prospektspflichtige Wertpapiermissionen enthalten.

Jedenfalls nach der geplanten weiten Definition für Marketingmitteilungen wären z. B. auch Plakate oder andere Kurzdokumente oder Social Media Posts stets mit den umfassenden Angaben zu versehen. Banner im Internet, Teaser u. ä. Werbeformate wären - mangels Platz für umfassende Produktfeatures - nahezu unmöglich.

Der Schutz von Privatanlegern ist dadurch gewährleistet, dass im Rahmen der Anlageberatung dem Kunden regelmäßig vor Geschäftsabschluss ein kurzes und leicht verständliches Basisinformationsblatt über jedes Finanzinstrument zur Verfügung zu stellen ist, auf das sich die Beratung bezieht. Zudem besteht derzeit grundsätzlich die Pflicht für Marketingmitteilungen zur ausgewogenen Darstellung von Chancen und Risiken.

Wir bitten daher um Streichung von Art. 24c MiFID II-E, jedenfalls aber um Konkretisierung sämtliche Anforderungen unmittelbar auf Level I.

### d) Jährliche Berichte

Ferner soll nach Art. 24c Abs. 5 MIFID II-E sichergestellt werden, dass Wertpapierfirmen ihrem Leitungsorgan gesonderte jährliche Berichte zum Themenkomplex Marketingmitteilungen und -praktiken vorlegen. Diese Regelung ist überflüssig, da Auffälligkeiten aus diesem Bereich jedenfalls im Rahmen des Compliance-Berichts dem Leitungsorgan zur Kenntnis gebracht werden.

### e) Pflicht zu governance arrangements und internen Leitlinien (Policy)

In Art. 9 Abs. 3 UAbs. 1 und UAbs. 2 Buchst. d MiFID II-E ist eine neue Pflicht zu governance arrangements und internen Leitlinien (policy) zu Marketingkommunikation und Marketingpraktiken



vorgesehen. Unseres Erachtens bringt die für die Institute kostenintensive Erstellung und Pflege **keinen Mehrwert für den Kunden.**

### VIII. Erleichterungen für die Hochstufung von Privatkunden zu professionellen Kunden (Anhang II, Abschnitt II. 1 MiFID II-E)

Wir begrüßen sehr, dass der Entwurf **Erleichterungen für die Hochstufung von Retailkunden zu professionellen Kunden** vorsieht und möchten insoweit lediglich einige zusätzliche Punkte anregen wie folgt:

- **Anhang II Abschnitt II.1. erster Spiegelstrich:** Nach dem Vorschlag soll diese Fallgruppe unverändert bestehen bleiben (Kunde hat an dem relevanten Markt während der vier vorhergehenden Quartale durchschnittlich pro Quartal 10 Geschäfte von erheblichem Umfang abgeschlossen).

**DSGV-Vorschlag:** Kunden, die innerhalb von fünf Jahren Erfahrungen in einer bestimmten Anlageklasse (z. B. Aktien, Zertifikate oder Fonds) gesammelt haben und in dieser Anlageklasse mindestens 20 individuelle Geschäfte getätigt haben, können zum professionellen Kunden für diese Anlageklasse hochgestuft werden.

**Begründung:** Es ist nicht nachvollziehbar, warum ein Kunde, der in einem Jahr als Profi eingestuft wurde, diesen Status im nächsten Jahr wieder verlieren sollte: Kenntnisse und Erfahrungen gehen nicht verloren. Kunden beschweren sich, wenn sie den Status als Profi wieder verlieren.

- **Anhang II Abschnitt II.1. zweiter Spiegelstrich:** Herabsetzung der Schwellenwerte für das erforderliche Finanzvermögen von aktuell über 500.000 EUR auf nur noch 250.000 EUR (Durchschnitt der letzten drei Jahre).

**DSGV-Vorschlag:** Wir regen eine weitere Absenkung auf 100.000 EUR an. Hauptargument für die Eigenschaft als professioneller Kunde müssen u.E. Kenntnisse und Erfahrungen sein, nicht das Vermögen.

- **Anhang II Abschnitt II.1 neuer UAbs.6 MiFID II-E:** Wir begrüßen die im Entwurf vorgesehenen Erleichterungen für die Hochstufung von „großen“ Unternehmen (Bilanzsumme von 10 Mio. EUR, Umsatzerlöse von 20 Mio. EUR und/oder Eigenmittel von 1 Mio. EUR). Wir sprechen uns dafür aus, dass auch bei juristischen Personen weiterhin die in Anhang II Abschnitt II. 1. erster bis dritter Spiegelstrich genannten Kriterien für eine Heraufstufung herangezogen werden können.

Um auch Projektgesellschaften die Möglichkeit zur Hochstufung zu geben, regen wir an, **alternativ zur Bilanzsumme von 10 Mio. das Investitionsvolumen (z. B. ebenfalls 10 Mio.) als Merkmal aufzunehmen.** Begründung: 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 in der Regel 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 sehen wir aber nicht, wie das Institut dies „bewerten“ können soll und sprechen uns daher für eine Streichung dieses Satzes aus.

## IX. Verlängerung der Übergangsfrist (Art. 6)

Nach dem Vorschlag der EU-Kommission sollen die Mitgliedstaaten die europäischen Vorgaben 12 Monate nach deren Veröffentlichung im EU-Amtsblatt in nationales Recht umsetzen. Für die Institute sollen die Vorgaben 18 Monate nach der Veröffentlichung der geänderten MiFID II anwendbar sein (Art. 6 Abs. 1 und 2 des Entwurfs der EU-Kommission). Insofern verbleiben den Instituten nach der Veröffentlichung der neuen Vorgaben im EU-Amtsblatt **nur 18 Monate**, ehe sie diese anwenden müssen.

Diese Frist ist viel zu kurz – dies gilt insbesondere angesichts des enorm hohen Implementierungsaufwands. Besonders problematisch ist zudem, dass parallel zur nationalen Umsetzung der Level-I-Vorgaben die Level-II-Vorgaben erlassen werden sollen, die erhebliche Auswirkungen auf die konkrete Umsetzung haben werden. Verzögerungen bei der Verabschiedung der Level-II-Vorgaben haben bereits bei der Umsetzung der MiFID II dazu geführt, dass die Anwendbarkeit der MiFID II kurzfristig um ein Jahr verschoben werden musste (zu kurzfristigen Verschiebungen der Anwendbarkeit wegen Verzögerungen im Level-II-Verfahren kam es auch bei anderen Rechtsakten wie der PRIIP-VO und der SFDR). Diese Gefahr besteht auch bei dem aktuellen Vorschlag der EU-Kommission.

**Die Umsetzungsfrist für die Institute sollte daher erst dann zu laufen beginnen, wenn die finanziellen Level-II-Vorgaben im EU-Amtsblatt veröffentlicht wurden.**