



Brüssel, den 25. Mai 2023  
(OR. en)

9671/23  
ADD 3

**Interinstitutionelles Dossier:**  
**2023/0167(COD)**

EF 145  
ECOFIN 459  
CODEC 931

## ÜBERMITTLUNGSVERMERK

Absender:	Frau Martine DEPREZ, Direktorin, im Auftrag der Generalsekretärin der Europäischen Kommission
Eingangsdatum:	25. Mai 2023
Empfänger:	Frau Thérèse BLANCHET, Generalsekretärin des Rates der Europäischen Union
Nr. Komm.dok.:	SWD(2023) 279 final
Betr.:	ARBEITSUNTERLAGE DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN BERICHT ÜBER DIE FOLGENABSCHÄTZUNG (ZUSAMMENFASSUNG) Begleitunterlage zum Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinien (EU) 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU, 2014/65/EU und 2016/97 betreffend die Vorschriften der Union zum Schutz von Kleinanlegern und Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 betreffend die Modernisierung des Basisinformationsblatts

Die Delegationen erhalten in der Anlage das Dokument SWD(2023) 279 final.

Anl.: SWD(2023) 279 final



EUROPÄISCHE  
KOMMISSION

Brüssel, den 24.5.2023  
SWD(2023) 279 final

**ARBEITSUNTERLAGE DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN**  
**BERICHT ÜBER DIE FOLGENABSCHÄTZUNG (ZUSAMMENFASSUNG)**

*Begleitunterlage zum*

**Vorschlag für eine**

**Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinien  
(EU) 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU, 2014/65/EU und 2016/97 betreffend die  
Vorschriften der Union zum Schutz von Kleinanlegern**

**und**

**Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der  
Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 betreffend die Modernisierung des  
Basisinformationsblatts**

{COM(2023) 279 final} - {SEC(2023) 330 final} - {SWD(2023) 278 final}

**DE**

**DE**

Ein zentrales Ziel der Kapitalmarktunion besteht darin, sicherzustellen, dass die Verbraucherinnen und Verbraucher die Investitionsmöglichkeiten an den Kapitalmärkten in vollem Umfang nutzen können. Um dies zu erreichen, müssen sie im Binnenmarkt angemessen durch einen unterstützenden Rechtsrahmen geschützt und in die Lage versetzt werden, Anlageentscheidungen entsprechend ihren Bedürfnissen und Zielen zu treffen. Auch wenn die Teilnahme von Kleinanlegern an den Kapitalmärkten aufgrund der unterschiedlichen historischen und sozioökonomischen Bedingungen von Mitgliedstaat zu Mitgliedstaat sehr unterschiedlich ist, sollten Kleinanleger in der Lage sein, bessere Investitionsergebnisse zu erzielen, als dies derzeit der Fall ist.

Im Einklang mit dem erklärten Ziel der Kommission, „eine Wirtschaft im Dienste der Menschen“ zu schaffen, und wie im Aktionsplan für die Kapitalmarktunion vom September 2020 (Maßnahme 8) und im Arbeitsprogramm 2023 angekündigt, legt die Kommission nun eine EU-Strategie für Kleinanleger vor. Mit der Strategie soll sichergestellt werden, dass Kleinanleger in vollem Umfang von den EU-Kapitalmärkten profitieren können und alle Rechtsinstrumente einheitlichen Vorschriften unterliegen.

Der Rechtsrahmen für den Schutz von Kleinanlegern ist weitgehend auf EU-Ebene festgelegt. Mit dem derzeitigen Ansatz soll sichergestellt werden, dass die rechtlichen Anforderungen auf die spezifischen Bedürfnisse des jeweiligen Sektors (z. B. Anlageverwaltung oder Versicherungswesen) abgestimmt sind. Wenngleich ein umfangreiches Regelwerk besteht, sind nach wie vor einige Probleme festzustellen: Kleinanleger haben Schwierigkeiten beim Zugang zu relevanten, vergleichbaren und leicht verständlichen Informationen über Anlageprodukte; sie können unangemessen durch Marketing beeinflusst werden; die Art und Weise, wie Produkte entwickelt und vertrieben werden, weist Mängel auf, die auf die Zahlung von Anreizen zurückzuführen sind; und die Produkte bieten Kleinanlegern nicht immer ein gutes Preis-Leistungs-Verhältnis.

In dem für Kleinanleger relevanten Rahmen sind zum Teil abweichende Vorschriften enthalten, die zu Verzerrungen des Binnenmarkts führen, da sie ungleiche Wettbewerbsbedingungen für Investitionsdienstleistungen, Ineffizienzen und unterschiedliche Verbraucherschutzniveaus in den einzelnen Sektoren und Mitgliedstaaten nach sich ziehen. Zur Lösung dieser Probleme sind weitere Anstrengungen auf EU-Ebene erforderlich, um den Rahmen zu modernisieren und zu aktualisieren und in der gesamten Union kohärente, gut abgestimmte Regulierungsanforderungen zu schaffen.

Im Rahmen dieser Folgenabschätzung werden vier Problemursachen ermittelt und behandelt: 1) die den Anlegern bereitgestellten Informationen sind für ihre Entscheidungsfindung nicht immer nützlich oder relevant; 2) Kleinanleger werden häufig durch verlockendes digitales Marketing und irreführende Marketingpraktiken beeinflusst; 3) einige Kleinanlegerprodukte sind mit ungerechtfertigt hohen Kosten verbunden und/oder bieten Kleinanlegern kein gutes Preis-Leistungs-Verhältnis; und 4) durch die Zahlung von Anreizen können Interessenkonflikte entstehen, die sich negativ auf die Nettorendite von Anlageprodukten und die Qualität der Anlageberatung auswirken.

Im Mittelpunkt dieser Folgenabschätzung stehen die Ermittlung und Behebung spezifischer Mängel in wichtigen Phasen des Vertriebs- und Investitionsprozesses bei Kleinanlegerprodukten. Es werden Probleme beleuchtet, die Kleinanleger daran hindern,

Informationen über Anlageprodukte optimal zu nutzen (im Hinblick auf die Verordnung über verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP-Verordnung), die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und die Versicherungsvertriebsrichtlinie (IDD)). In der Folgenabschätzung werden zudem die Bestimmungen zu Interessenkonflikten behandelt, die durch die Zahlung von Anreizen entweder am Verkaufsort oder in der Entwicklungsphase von Anlageprodukten und -dienstleistungen entstehen (betreffend die MiFID wie auch die IDD), sowie die Aufsichts- und Lenkungsvorschriften für Produkte (sowohl für Vertreiber, d. h. betreffend die MiFID und die IDD, als auch für Produktentwickler, d. h. insbesondere betreffend die Richtlinie über Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), die MiFID und die IDD). Damit soll sichergestellt werden, dass Kleinanleger einen guten Gegenwert für ihre Anlage erhalten (gutes Preis-Leistungs-Verhältnis).

Das Fazit dieser Folgenabschätzung ist, dass auf EU-Ebene Handlungsbedarf besteht. Die Mitgliedstaaten sind nur begrenzt in der Lage, die ermittelten Probleme durch Änderungen auf nationaler Ebene zu beheben, insbesondere aufgrund der Tatsache, dass die Finanzvorschriften für die Wertschöpfungskette bei Kleinanlegerprodukten (von der Produktentwicklung bis zum Endverkauf sowie nach der Investition) bereits auf EU-Ebene geregelt sind. Die im Folgenden dargelegten Lösungsvorschläge sind in Form von Änderungen der EU-Rechtsvorschriften vorgesehen. Sie sollen die Investitionsergebnisse von Kleinanlegern verbessern, indem sie den Wert der ihnen angebotenen Investitionsdienstleistungen und -produkte erhöhen und diese besser auf die Bedürfnisse und Investitionsziele der Kleinanleger abstimmen, und sie sollen Interessenkonflikte in der Lieferkette ausräumen. Der daraus resultierende verbesserte Rahmen für den Anlegerschutz soll dazu beitragen, den Zugang von Kleinanlegern zu den Kapitalmärkten zu verbessern, ihr Vertrauen in die Kapitalmärkte zu stärken und die Entwicklung der EU-Kapitalmärkte im Allgemeinen zu unterstützen.

## Mögliche Lösungsansätze

Für jeden der drei Hauptbereiche (1. Offenlegungen und Marketing-Mitteilungen, 2. Anreize und 3. Preis-Leistungs-Verhältnis) enthält die Folgenabschätzung zwei alternative – bzw. im Falle von Offenlegungen ergänzende – politische Optionen (als „Option 2“ bzw. „Option 3“ bezeichnet). Jede Option wird anhand des Basisszenarios unter Berücksichtigung der verfügbaren empirischen Daten und der Standpunkte der Interessenträger bewertet. Zur Faktengrundlage zählen Beiträge von Interessenträgern (die u. a. im Rahmen von Konsultationen, speziellen Workshops und bilateralen Treffen eingeholt wurden), technische Empfehlungen des Gemeinsamen Ausschusses der Europäischen Aufsichtsbehörden, der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde und der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung, eine in Auftrag gegebene Studie zu Offenlegung, Anreizen und Eignungsvorschriften für Kleinanleger sowie Forschungspapiere.

Was die Offenlegungen betrifft, werden in Option 2 gezielte Änderungen der Offenlegungsvorschriften vorgeschlagen, um deren Relevanz für Kleinanleger zu verbessern. In Option 3 sind weitere Ergänzungen in Form gezielter Änderungen vorgesehen, um die im Zusammenhang mit Marketing-Mitteilungen bestehenden Informationsdefizite zu beheben. Mit Blick auf die Anreize wird in Option 2 vorgeschlagen, das derzeitige System, in dem die

Zahlung von Anreizen möglich ist, beizubehalten und gleichzeitig die sektorspezifischen Offenlegungen in Verbindung mit solchen Anreizen zu verbessern und zu harmonisieren. In Option 3 ist ein Verbot von Anreizen in jeglicher Form (sowie als Variante ein partielles Verbot reiner Ausführungsdienstleistungen) vorgesehen. Was das Preis-Leistungs-Verhältnis anbelangt, zielt Option 2 darauf ab, die Produktüberwachungsvorschriften für Hersteller zu verschärfen, indem diese verpflichtet werden, ihre Produkte anhand einschlägiger „Benchmarks für Hersteller“ zu bewerten und etwaige Abweichungen von den Benchmarks zu erläutern, um auf diese Weise eine stärkere Fokussierung auf Kosteneffizienz und Leistung sicherzustellen. Im Rahmen von Option 3 werden zusätzlich zu Vorschriften, die (wie in Option 2) auf Hersteller Anwendung finden, auch für Vertreiber Verpflichtungen im Zusammenhang mit dem Preis-Leistungs-Verhältnis vorgesehen, wonach diese bestimmte Produkte anhand einschlägiger „Benchmarks für Vertreiber“ bewerten und etwaige Abweichungen von den Benchmarks erläutern müssen, wodurch die Vertriebsgebühren begrenzt werden sollen.

### **Vergleich der Optionen und Auswirkungen der bevorzugten Optionen**

In der Folgenabschätzung werden die Optionen im Hinblick auf drei Ziele analysiert, und zwar darauf, ob sie i) die den Anlegern zur Verfügung gestellten Informationen verbessern und ihnen dabei helfen, fundierte Anlageentscheidungen zu treffen, ii) zu einer besseren Angleichung der Interessen von Vermittlern und Anlegern führen und iii) sicherstellen, dass Kleinanlegern kosteneffiziente und leistungsfähigere Produkte angeboten werden.

Mit Blick auf die Offenlegungen und Marketing-Mitteilungen sind Option 2 und Option 3 komplementär; beide Optionen wirken auf eine Verbesserung gegenüber dem Basisszenario zu vertretbaren Kosten hin. Damit stellen sie zusammengenommen die bevorzugte Option dar. Was die Anreize betrifft, wird ein EU-weites vollständiges Verbot, wie in Option 3 vorgeschlagen, als wirksamste Möglichkeit betrachtet, um Interessenkonflikte in der gesamten EU zu beseitigen oder in signifikantem Umfang zu verringern. Mit Option 2 (erhöhte Transparenz) würde ein Teil des Problems angegangen, doch wäre dieser Ansatz weniger wirksam als ein vollständiges Verbot, wenn dies als Einzelmaßnahme umgesetzt würde. Was schließlich das Preis-Leistungs-Verhältnis angeht, so wird in Option 3 sowohl von den Herstellern als auch von den Vertreibern verlangt, im Rahmen ihrer Produktüberwachungspflichten die Kosten und die Leistung ihrer Produkte anhand einer Benchmark zu bewerten; eine solche Bewertung wird als wirksame und umfassende Maßnahme betrachtet, mit der sichergestellt wird, dass den Anlegern kosteneffiziente Produkte angeboten werden.

Werden die bevorzugten Optionen miteinander kombiniert, so würden die Kleinanleger von einer verbesserten Offenlegung profitieren, und zwar in Form benutzerfreundlicherer Informationen, die den sich wandelnden Bedürfnissen der Verbraucherinnen und Verbraucher (hinsichtlich Digitalisierung und Nachhaltigkeit) gerecht werden, sowie von besseren Informationen nach dem Kauf eines Finanzprodukts. Darüber hinaus würde der Schutz der Kleinanleger vor der zunehmenden Gefahr irreführender Geschäftspraktiken gestärkt. Zugleich sollten die Kleinanleger Zugang zu Produkten haben, die ein besseres Preis-Leistungs-Verhältnis bieten, und sie sollten (durch Vertriebsdienstleistungen mit und ohne Beratung) in die Lage versetzt werden, so zu investieren, dass sie dank strengerer Vorschriften über Interessenkonflikte im Vertriebsprozess bessere Anlageergebnisse erzielen

können. Wenngleich ein vollständiges Verbot von Anreizen ein äußerst wirksames Mittel wäre, um Interessenkonflikte zu beseitigen, hätte dies auch erhebliche Auswirkungen auf die bestehenden Vertriebssysteme. Bei der Variante eines partiellen Verbots von Anreizen für reine Ausführungsdienstleistungen wären die Auswirkungen auf die bestehenden Vertriebssysteme geringer, und den Kleinanlegern würden dennoch Vorteile geboten (auch wenn dadurch nicht die Nachteile angegangen würden, die Verbraucherinnen und Verbrauchern im Zusammenhang mit Beratungsdiensten entstehen). Ein partielles Verbot könnte den Weg in Richtung eines vollständigen Verbots ebnen und damit einen reibungslosen und schrittweisen Übergang zu einer einschlägigen neuen Regelung gewährleisten. Auf diese Weise würden Schocks, die die Branche durch plötzliche (und wesentliche) strukturelle Veränderungen beeinträchtigen könnten, sowie Anpassungskosten vermieden. Die Auswirkungen eines partiellen Verbots werden durch die in den Anhängen dargelegten flankierenden Maßnahmen ergänzt, mit denen für eine stärkere aufsichtliche Durchsetzung, eine qualifiziertere Beratung, ein effizienteres Anleger-Screening-Verfahren, mehr Finanzkompetenz und eine verbesserte Flexibilität für sachkundige Anleger beim Zugang zu einem breiteren Spektrum an Produkten und Dienstleistungen ohne unnötigen bürokratischen Aufwand gesorgt wird.

In der Folgenabschätzung wird bestätigt, dass die im Rahmen der bevorzugten Optionen ermittelten Maßnahmen die im Binnenmarkt festgestellten Verzerrungen beseitigen würden und letztlich Kleinanlegern zugute kämen, da diese in die Lage versetzt würden, fundierte Anlageentscheidungen zu treffen und bessere Anlageergebnisse zu erzielen. Zusammengenommen würden diese Maßnahmen ermöglichen, dass Kleinanleger besser geschützt werden und in günstigere und hochwertigere Anlageprodukte investieren können. Dies käme nicht nur den bestehenden Anlegern zugute, sondern würde auch noch mehr Bürgerinnen und Bürger ermutigen, zu investieren.

Die im Rahmen der bevorzugten Optionen vorgesehenen Reformen wären unweigerlich mit gewissen Kosten für die Finanzbranche verbunden (insbesondere aufgrund von Änderungen bei den Vertriebssystemen und bei der aufsichtlichen Berichterstattung). Diese Kosten sollten vor dem Hintergrund des gesellschaftlichen Nutzens bewertet werden, der entsteht, wenn die auf dem heutigen Markt festzustellenden deutlich divergierenden Interessen besser aufeinander abgestimmt würden, sowie angesichts der Aussicht darauf, dass hochwertigere und günstigere Produkte für Kleinanleger angeboten würden. Diese Vorteile dürften die Kosten bei Weitem wettmachen. Überdies könnten einige Kosteneinsparungen erzielt werden, indem die im Zusammenhang mit Anreizen bestehenden Anforderungen vereinfacht und die Anforderungen an die Kategorisierung der Anleger geändert werden.