

DE

DE

DE



KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN

Brüssel, den 30.4.2009
SEK(2009) 557

ARBEITSDOKUMENT DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN

Begleitdokument zur

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

ANLAGEPRODUKTE FÜR KLEINANLEGER

ZUSAMMENFASSUNG DER FOLGENABSCHÄTZUNG

{KOM(2009) 204 endgültig}
{SEK(2009) 556}

ARBEITSDOKUMENT DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN

Begleitdokument zur

MITTEILUNG DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT UND AN DEN RAT

ANLAGEPRODUKTE FÜR KLEINANLEGER

ZUSAMMENFASSUNG DER FOLGENABSCHÄTZUNG

{KOM(2009) 204 endgültig}

{SEK(2009) 556}

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

Privatanlegern werden EU-weit diverse Anlageprodukte angeboten, die einen Mix aus verschiedenen Finanzmarktanlagen bieten und auf dieser Basis mittel- bis langfristige Renditen in Aussicht stellen. Angeboten werden unter anderem:

- Investmentfonds
- strukturierte Wertpapiere
- fondsgebundene Lebensversicherungen und
- strukturierte Termineinlagen.

Der Gesamtmarkt für solche Anlageprodukte ist sehr signifikant und erreichte Schätzungen zufolge Ende 2007 wertmäßig knapp 10 Bio. EUR, auch wenn die Finanzkrise zu einem Rückgang des Anlagevolumens geführt hat.

Die betreffenden Produkte sind rechtlich unterschiedlich strukturiert, erfüllen für den Privatanleger jedoch weitgehend ähnliche wirtschaftliche Zwecke. Auf einem funktionierenden Markt kann der Wettbewerb zwischen verschiedenen Arten von Anlageprodukten eine effiziente Ressourcenallokation fördern, indem er den Anreiz zur Entwicklung und zum Vertrieb von Produkten schafft, die dem Profil der potenziellen Anleger möglichst gut entsprechen.

Die Märkte für solche Produkte sind jedoch nicht nur durch ausgeprägte Informationsasymmetrien zwischen den Originatoren und Anbietern auf der einen und den Privatanlegern auf der anderen Seite gekennzeichnet, sondern auch durch Prinzipal-Agent-Konflikte bei jenen, die die Produkte an Privatanleger verkaufen. Auf Mikroebene schadet

dieses Marktversagen dem Anleger, da es zu Fehlkäufen und -verkäufen führt. Auf Makroebene besteht die Gefahr, dass sich die Anleger von entsprechenden Anlagen abwenden, was nicht nur für die betroffenen Märkte, sondern auch für die Möglichkeiten des Einzelnen zur privaten finanziellen Vorsorge schwerwiegende Konsequenzen haben könnte.

Durch Regulierung auf europäischer und nationaler Ebene ist versucht worden, dieses Marktversagen auszugleichen. Die Maßnahmen zielten stets in zwei Richtungen, nämlich ausreichende vorvertragliche Informationen für die Anleger und lautere Vertriebsverfahren sicherzustellen. Auf europäischer Ebene wurden entsprechende Vorschriften vorwiegend auf Branchenebene erlassen. Dabei gelten je nach Aufbau des Produkts und Rechtsform seines Verkäufers unterschiedliche Regelungen. Für manche Sparten und Produkte gibt es auf EU-Ebene bislang noch keine Regelung.

Die Vorschriften, die die verschiedenen Anlageprodukte für Kleinanleger und ihre Vertriebswege heute auf europäischer Ebene regeln, bleiben also Stückwerk.

In weiten Kreisen hat dies schon Sorgen um die Kohärenz des Gemeinschaftsrechts hervorgerufen. So variieren der Anlegerschutz in den verschiedenen Sparten und die Wettbewerbsbedingungen für jene, die die Produkte auflegen und vertreiben, erheblich. In einigen Mitgliedstaaten haben die Aufsichtsbehörden dort, wo die EU-Vorgaben aus ihrer Sicht nicht ausreichen, im Rahmen des EU-rechtlich Zulässigen den Anlegerschutz erhöht und die Wettbewerbsbedingungen angeglichen.

Diese Vorstöße waren jedoch zwangsläufig auf ein Land beschränkt und nicht aufeinander abgestimmt, so dass sich die Regulierungsunterschiede noch verschärft haben und zumindest grundsätzlich eine weitere Hürde für die Entwicklung eines Binnenmarkts für diese Produkte entstanden ist.

In der vorliegenden Folgenabschätzung werden zwei Fragen untersucht: Gehen von der uneinheitlichen Regulierung echte Risiken im Sinne von Anlegernachteilen und Marktverzerrungen aus? Wenn ja, muss auf EU-Ebene reagiert werden und ggf. in welcher Form?

Verfahrensfragen

Die Arbeiten der Kommission zum Thema Anlageprodukte für Kleinanleger gehen auf eine Forderung des Rates „Wirtschaft und Finanzen“ vom Mai 2007 zurück, wonach die Kommission die Kohärenz der für die verschiedenen Privatanlegerprodukte geltenden Informations- und Vertriebsvorschriften des EU-Rechts überprüfen sollte.

Daraufhin fanden umfassende Konsultationen mit Interessengruppen statt, unter anderem mit einer schriftlichen Sondierung im Oktober 2007, gefolgt von einer Stellungnahme zu den eingegangenen Antworten im März 2008, einem Workshop mit Branchenvertretern im Mai 2008 und einer öffentlichen Anhörung im Juli 2008, an der über 300 hochrangige Vertreter der Branche, der Verbraucherverbände, der nationalen Regulierungsbehörden und der EU-Organen teilnahmen, um sich über die Marktentwicklung und die potenziellen Risiken für Privatanleger auszutauschen.

Sollte Handlungsbedarf auf EU-Ebene festgestellt werden, müssten weitere Folgenabschätzungen durchgeführt werden, um die notwendigen Einzelmaßnahmen sowie deren Kosten und Nutzen zu ermitteln.

Auswirkungen des Kohärenzmangels im Allgemeinen und Argumente für Maßnahmen auf EU-Ebene

Wie macht sich das oben beschriebene Problem in der Praxis bemerkbar? Welche Kosten verursacht es für Volkswirtschaft und Gesellschaft der EU und wer muss diese Kosten tragen?

Dass ein kohärenter Ansatz für die Informationspflichten und die Regulierung von Intermediären auf EU-Ebene fehlt, führt zu dreierlei Problemen:

- Erstens ist der mit den EU-Vorschriften gewährleistete Anlegerschutz nicht bei allen betroffenen Produkten hoch genug.
- Zweitens wird der Wettbewerb durch die unterschiedlichen EU-Vorschriften zugunsten „weniger regulierter“ Produkte verzerrt. Durch unterschiedliche EU-Vorschriften können Anreize zur „Aufsichtsarbitrage“ entstehen, was die vorgenannten Risiken für den Anleger erhöht.
- Drittens verstärken unterschiedliche nationale Informations- und Vertriebsvorschriften, mit denen die Mitgliedstaaten Lücken und Unstimmigkeiten im Gemeinschaftsrecht im Alleingang zu beseitigen suchen, die Hemmnisse für den grenzübergreifenden Handel und die Entwicklung eines Binnenmarkts für Standardanlageprodukte.

Der Schaden für den Anleger kann auf Mikro- wie auf Makroebene entstehen. Auf der Mikroebene können Anleger Geld verlieren oder mit falschen Renditeerwartungen anlegen; auf der Makroebene kann das Vertrauen in die Privatanlegermärkte verloren gehen. Aufsichtsarbitrage zwischen verschiedenen Produktarten kann diese Wirkungen verstärken und gleichzeitig die Wettbewerbsfähigkeit der Märkte schmälern; zusammen mit dem Fortbestand von Hemmnissen für den grenzübergreifenden Handel ergibt sich als Gesamtkonsequenz eine weniger effiziente Ressourcenallokation.

Sachverständigengutachten und Berichte von Interessengruppen bestätigen, dass diese Probleme in der Praxis zu Nachteilen für den Anleger sowie in geringerem Maße zu Marktverzerrungen und weniger grenzübergreifendem Handel führen. Dass es über Ländergrenzen hinweg immer wieder zu Fehlkäufen und -verkäufen kommt, deutet auf konkrete Risiken für den Anleger hin.

Dass einige Mitgliedstaaten versucht haben, diesen Risiken durch örtlich begrenzte Regulierung im Alleingang zu begegnen, führt Schwere und Bedeutung der Probleme deutlich vor Augen. Manche Mitgliedstaaten haben auch Maßnahmen ergriffen, um die Arbitragemöglichkeiten zwischen verschiedenen Vertriebswegen und Produktarten zu verringern. Da solche Einzelinitiativen der Mitgliedstaaten jedoch zwangsläufig geografisch eingeschränkt sind, dürften sie die Aussichten für den grenzübergreifenden Handel oder die allgemeinen Standards für den Anlegerschutz kaum beeinflussen. Von den Konsultationsteilnehmern wurde auch darauf hingewiesen, dass die mangelnde Koordinierung Marktteilnehmern, die Produkte in mehreren Mitgliedstaaten vertreiben, Mehrkosten verursacht. Da der grenzübergreifende Handel mit bestimmten Produkten jedoch auch durch andere Faktoren eingeschränkt werden kann, dürften Maßnahmen in dieser Richtung auf kurze Sicht allerdings weniger wichtig sein.

Doch auch wenn man den Blick ausschließlich auf lokale Märkte richtet, dürften die uneinheitlichen Regelungen auf europäischer Ebene und die daraus resultierenden

unterschiedlichen Gegebenheiten auf nationaler Ebene doch immer noch zu Anlegernachteilen und Aufsichtsarbitrage beitragen, weil der Handlungsspielraum der Mitgliedstaaten durch das Gemeinschaftsrecht mehr oder weniger eingeschränkt wird. Die im Gemeinschaftsrecht anzutreffenden unterschiedlichen Ansätze führen auch auf den nationalen Märkten unweigerlich zu einem komplizierten Geflecht aus unterschiedlichen Regeln für die verschiedenen Produkte. Daher sind Lücken im Anlegerschutz und ungleiche Wettbewerbsbedingungen mindestens ebenso ein europäisches wie ein Problem der lokalen Märkte.

Voraussichtliche Auswirkungen eines Maßnahmenverzichts

Wird auf europäischer Ebene nichts gegen die genannten Probleme unternommen, werden diese fortbestehen. Das heißt jedoch nicht zwangsläufig, dass das Regulierungsumfeld unverändert bleibt. Vor allem angesichts der Finanzkrise ist davon auszugehen, dass einige Mitgliedstaaten weitere Maßnahmen ergreifen werden. Dies könnte sich in den betreffenden Mitgliedstaaten auf die beiden erstgenannten Probleme positiv auswirken, auch wenn sich der Gesamteffekt durch die gemeinschaftsrechtlich bedingten Einschränkungen in Grenzen halten dürfte.

Solche Maßnahmen würden auch dazu führen, dass die Regulierungsansätze der Mitgliedstaaten noch weiter auseinanderdriften, was das grenzübergreifende Geschäft behindern und die Rechtslandschaft noch weiter komplizieren könnte. Außerdem ist unwahrscheinlich, dass alle Mitgliedstaaten tätig werden, so dass einige Märkte ohne angemessene Regulierung bleiben könnten.

Selbstregulierungsvorstöße dürften auch in Zukunft ohne weitere Impulse von Seiten der EU unternommen werden. In einigen Sparten werden die Probleme auch durch parallel laufende Arbeiten auf EU-Ebene gelindert. (Dazu gehören die Überprüfung der Prospektrichtlinie und möglicherweise weiterer branchenspezifischer Richtlinien, die Arbeiten an grundlegenden Anlegerinformationen bei OGAW, die in Zusammenarbeit mit den Mitgliedstaaten eingeleiteten Initiativen zur Verbesserung des Finanzwissens und die Überprüfung der Richtlinien über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen bzw. über Versicherungsvermittlung. Hinzuzurechnen wären etwaige weiterreichende Arbeiten zur Verbesserung der Finanzdienstleistungsaufsicht als Reaktion auf die Finanzkrise).

Werden diese Vorstöße jedoch nicht koordiniert, so könnten die Ungereimtheiten auf europäischer Ebene noch zunehmen und Regulierungslücken fortbestehen. Die oben geschilderten Probleme würden nicht in allen Mitgliedstaaten und Marktsegmenten wirksam gelindert. Kurzum, hinter den Antworten auf die in der Folgenabschätzung genannten Herausforderungen muss ein fundierter und kohärenter Gesamtansatz stehen.

Ziele

Ausgehend von dieser Problemanalyse werden die Politikoptionen danach bewertet, inwiefern sie folgende Ziele verwirklichen können:

- konsequent hoher Anlegerschutz bei allen Produkten und Vertriebswegen, auch wenn sie nicht unter die Informations- und Vertriebsvorschriften der EU fallen; der Anleger sollte auf Anlageberatung, die er erhält, vertrauen, verschiedene Angebote miteinander vergleichen und fundierte Anlageentscheidungen treffen können;

- gleiche Wettbewerbsbedingungen für alle Arten von Anlageprodukten für Privatanleger, einschließlich deren Vertrieb und
- gestärkter Binnenmarkt für standardmäßige Privatanlegerprodukte.

Analyse der verschiedenen Optionen

Für Maßnahmen auf EU-Ebene werden verschiedene Optionen vorgestellt und dem Verzicht auf weitere Maßnahmen gegenübergestellt. Die Analyse konzentriert sich zwangsläufig auf die höhere Ebene und vorwiegend qualitative Aspekte. Sollten im Anschluss Legislativmaßnahmen beschlossen werden, müssen hierzu weitere detaillierte Folgenabschätzungen durchgeführt werden. Dabei müssen auch weitere Datenbelege zusammengetragen werden.

Die Optionen werden für die beiden wichtigsten Regulierungsbereiche (Informationspflichten und Vertriebsvorschriften) getrennt geprüft. Allerdings gibt es zwischen diesen beiden Bereichen Synergien - daher wäre ein Maßnahmenbündel, das sich sowohl auf die vorvertraglichen Informationen als auch die Vertriebspraktiken erstreckt, vermutlich von größerem Nutzen als die geprüften Optionen für sich.

In beiden Bereichen wurden folgende Optionen geprüft:

- Verzicht auf Maßnahmen,
- von der Kommission geförderte Selbstregulierung,
- Empfehlung der Kommission mit gemeinsamen Grundsätzen und Vorgehensweisen,
- Auftrag an die Lamfalussy-Ausschüsse, die Konvergenz der Aufsichtspraktiken zu fördern, und
- Rechtsmaßnahmen auf EU-Ebene.

Die Analyse macht deutlich, dass Optionen, die nicht zumindest Grundzüge von Rechtsänderungen auf EU-Ebene beinhalten, die Unregelmäßigkeiten auf europäischer Ebene nicht in vollem Umfang beseitigen könnten und daher nur begrenzt von Nutzen wären.

Die Gegenüberstellung der Optionen zeigt, dass von Selbstregulierungsvorstößen nur eine marginale Wirkung zu erwarten ist, während sich Arbeiten über die Lamfalussy-Ausschüsse oder eine Empfehlung der Kommission positiver auswirken könnten. Die stärkste positive Wirkung ist von Rechtsmaßnahmen zu erwarten, auch weil sie verbindlich und eher imstande sein könnten, einen kohärenteren und effizienteren Gesamtansatz zu gewährleisten. Wegen der Widersprüchlichkeiten auf EU-Ebene und der mangelnden Abstimmung der Akteure innerhalb der Branche und auf nationaler Ebene würden ohne Rechtsmaßnahmen darüber hinaus vermutlich weiterhin Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten und den verschiedenen Segmenten bestehen. Auch wenn sich die genannten Ziele der Analyse zufolge durch Maßnahmen mit Rechtssetzungskomponente am besten verwirklichen ließen, schließen sich die verfügbaren Optionen gegenseitig doch auch nicht aus.

Über den absolut zu erwartenden Nutzen lässt sich zum jetzigen Zeitpunkt nur schwer eine Aussage treffen. In der Folgenabschätzung wird dargelegt, über welche

Wirkungsmechanismen Nutzeneffekte eintreten können, und deren relatives Gewicht in qualitativer Hinsicht bewertet. Der Grenznutzen dürfte stark davon abhängen, wie die weiteren Maßnahmen konkret ausgestaltet sind; weitere Folgenabschätzungen sind daher unerlässlich.

Was die Kosten angeht, so könnten Änderungen an den Informations- bzw. Vertriebspraktiken für die Firmen erhebliche Folge- und Verwaltungskosten nach sich ziehen; für andere Seiten, wie die nationalen Aufsichtsbehörden, die Aufsichtsausschüsse und die Kommission selbst, dürften die verschiedenen Optionen unterschiedliche Kosten verursachen. Zu einem späteren Zeitpunkt soll eine gesonderte Folgenabschätzung zu den Folgemaßnahmen durchgeführt werden, wobei der Verwaltungsaufwand nach dem Standardkostenmodell genau ermittelt wird.

In jedem Falle dürfte der Nutzen von Maßnahmen größer sein, wenn sie abgestimmt werden mit anderen Arbeiten, etwa zum Finanzwissen für Anleger, mit der Branche, um eine effektive Festlegung auf die Maßnahmen sicherzustellen, und mit den nationalen Regulierungsbehörden, um eine wirksame und koordinierte Aufsicht zu gewährleisten.

Schlussfolgerungen

Infolge der Finanzkrise besteht eine zentrale Herausforderung darin, das Vertrauen der Verbraucher in die Finanzmärkte wiederherzustellen. Hohe Produkttransparenz und Professionalität im Finanzsektor sind hierzu unerlässlich. Gebot ist, dass der europäische Rechtsrahmen für Privatanlegerprodukte die Realität moderner Finanzmärkte widerspiegeln muss und aus überholter Regulierung erwachsende Kohärenzmängel der EU-weiten Verwirklichung von hohem Anlegerschutz und gleichen Wettbewerbsbedingungen für Anlageprodukte nicht im Wege stehen dürfen.

In der vorliegenden Folgenabschätzung wurde die Regulierungslandschaft für Privatanlegerprodukte auf EU-Ebene unter die Lupe genommen und wurden eindeutige Unterschiede bei den Vorschriften für vorvertragliche Informationen sowie die Vertriebspraktiken zwischen Produkten und Sparten festgestellt. Die aktuelle Datenlage lässt keine genaue Aussage über die Größenordnung der Probleme zu, die aus dieser fragmentierten Regulierung erwachsen. Jedoch gibt es aufschlussreiche Beispiele dafür, wie dem Anleger hierdurch Schaden entsteht, und qualitative Aussagen verschiedener Interessengruppen über die Auswirkungen von Lücken und Ungereimtheiten im Gemeinschaftsrecht.

Zwar haben einige Mitgliedstaaten versucht, diese Probleme innerhalb ihres Landes in den Griff zu bekommen, doch gab es kein systematisches oder koordiniertes Vorgehen, so dass sich die Unterschiede in den regulatorischen Rahmenbedingungen noch verstärkt haben, was sich auf grenzübergreifend tätige Dienstleister und somit auch den Binnenmarkt auswirken könnte. Außerdem können Widersprüchlichkeiten im EU-Recht allein durch Maßnahmen auf Mitgliedstaatenebene nicht ausgeräumt werden.

Ohne Rechtsmaßnahmen auf EU-Ebene werden Nachteile für den Verbraucher, arbitragebedingte Wettbewerbsverzerrungen zwischen Produktgattungen und in geringerem Maße Hemmnisse für die Entwicklung des Binnenmarkts auch in Zukunft ein erhebliches Problem darstellen. Eine Analyse der Optionen auf hoher Ebene deutet darauf hin, dass solche Rechtsmaßnahmen zwar nicht unerhebliche Kosten verursachen, doch auch in jeder Hinsicht maßgeblichen Nutzen bringen würden.

Auf dieser Grundlage werden sowohl bei den vorvertraglichen Informationspflichten als auch den Vertriebspraktiken Rechtsmaßnahmen empfohlen.

In der vorliegenden Folgenabschätzung wurde geprüft, inwieweit Rechtsmaßnahmen erforderlich sind, um die erkannten Schwachstellen zu beseitigen. Form und Inhalt etwaiger Maßnahmen werden darin nicht behandelt. Eine gründliche Kosten-Nutzen-Analyse kann erst durchgeführt werden, wenn feststeht, welche Art von Maßnahme ergriffen werden soll, was wiederum von den Arbeiten im Anschluss an die aktuelle Mitteilung abhängen wird. Um sicherzustellen, dass eine Rechtsmaßnahme zielführend ist und ein optimales Kosten-Nutzen-Verhältnis bietet, müssten in beträchtlichem Umfang weitere Arbeiten durchgeführt werden.