

**Die Verbesserung des  
Verbraucherschutzes im Finanzmarkt:  
Neuere Entwicklungen und Ausblick**

Diskussionspapier

September 2013

## Inhalt

1.	Ausgangslage.....	4
1.1	Komplexität .....	5
1.1.1	Wirtschaftliche Komplexität.....	6
1.1.2	Rechtliche Komplexität.....	8
1.2	Informationsverteilung.....	9
1.2.1	Informationsangebot.....	10
1.2.2	Informationsnachfrage.....	11
1.2.3	Informationsasymmetrie.....	11
2.	Defekte des Marktes.....	12
3.	Handlungsbedarf.....	14
3.1	Ziele .....	14
3.2	Gestaltungsrahmen .....	15
4.	Ordnungspolitische Maßnahmen 2007 - 2011 .....	16
4.1	Phase 1 (bis 2007) .....	17
4.2	Phase 2 (2008-2009).....	18
4.2.1	Gesetz zur Umsetzung der Verbraucherkreditrichtlinie, des zivilrechtlichen Teils der Zahlungsdiensterichtlinie sowie zur Neuordnung der Vorschriften über das Widerrufs- und Rückgaberecht.....	20
4.2.2	Gesetz zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung.....	21
4.3	Phase 3 (2009-2013).....	21
4.3.1	Erstes Gesetzgebungsvorhaben (Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts - kurz Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz).....	25
4.3.2	Zweites Gesetzgebungsvorhaben (Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts und OGAW-IV-Umsetzungsgesetz) .....	26
4.3.3	Drittes Gesetzgebungsvorhaben (Einführung eines Kapitalanlagegesetzbuchs im Zuge der Umsetzung der AIFM-Richtlinie und Honoraranlageberatungsgesetz) .....	28
5.	Darlegung der neuen Rechtslage .....	36
5.1	Unterschiede im Leistungsverständnis .....	38
5.1.1	Beratung.....	40
5.1.2	Vermittlung .....	45
5.1.3	Ausführung finanzieller Transaktionen .....	48
5.2	Unterschiede bei leistungsabhängigen Pflichten.....	50
5.2.1	Erlaubnis.....	50
5.2.2	Verhaltenspflicht.....	51
5.2.3	Organisationspflicht .....	51
5.2.4	Informationspflicht.....	51
5.2.5	Weitere Pflichten .....	54
6.	Bewertung der neuen Rechtslage.....	55
6.1	Dienstleistungsangebot.....	56
6.1.1	Unterscheidung der Dienstleistungen.....	58
6.1.2	Verknüpfung von Dienstleistungen.....	61
6.1.3	Fazit .....	62
6.2	Interessenkonflikte.....	64
6.2.1	Produktspektrum .....	66
6.2.2	Steuerungsregeln .....	70
6.2.3	Fazit .....	79

6.3	Geschäftsmodelle.....	79
6.3.1	Wertpapier- und Gewerberecht.....	82
6.3.2	Wertpapier-, Schuld- und Versicherungsrecht.....	83
6.3.3	Steuerrecht.....	90
6.3.4	Fazit.....	92
7.	Ausblick.....	93
7.1	Handlungsmotivation.....	94
7.2	Konzeptionelle Grundlagen.....	96
7.2.1	Handlungsmodell.....	96
7.2.2	Handlungsbedingungen.....	100
7.2.3	Handlungsziele.....	102
7.3	Handlungsprogramm.....	104
7.3.1	Beherrschung des Informationsproblems.....	105
7.3.2	Beherrschung des Bewertungsproblems.....	106
7.3.3	Beherrschung des Anreizproblems.....	108
7.4	Handlungsprozess.....	117
7.5	EU-Ebene: Restriktionen des Handlungsraums.....	120
7.5.1	Wohnimmobilienkredit-Richtlinie.....	121
7.5.2	PRIPS-Verordnung.....	121
7.5.3	IMD II.....	122
7.5.4	MIFID II.....	122
7.5.5	Zusammenfassung.....	123
8.	Abkürzungsverzeichnis.....	126
9.	Übersicht der Regelungen zum Bereich Kapitalanlage.....	127
10.	Vergleich der Regelungen: Kapitalanlage und Versicherung.....	132

**Verbraucher müssen geschützt werden, damit sie sich zu schützen wissen und nicht einer Bevormundung unterliegen.**

Der Finanzmarkt-Verbraucherschutz umfasst Regelungen zur Sicherung des finanziellen Eigentums der Verbraucher. Dieses Eigentum steht unter Risiken. Es kann wertvoller werden, weil es im Zeitablauf mehr geschätzt wird; aber auch sind Verluste zu kalkulieren, wenn der Aufwand zur Beschaffung des Eigentums größer ist, als der Wert, den es nach einer Zeitperiode hat. Und dies gilt auch, wenn man die Nutzung des Eigentums berücksichtigt. Es hängt von der Verwendung des Eigentums ab, ob Gewinne oder Verluste realisiert werden. Um dies zu bewerten, müssen die Risiken einer Verwendung sichtbar sein, die Gewinne hervorbringen, oder aber Verluste. Dazu bedarf es der Einschätzung von Einflussfaktoren, die auf die Wertentwicklung einwirken. Das Eigentum steht daher grundsätzlich unter Unsicherheit. Sicherheit wird dadurch erreicht, dass Risiken erkannt, bewertet und in einem begrenzten Umfang eingegangen werden, mit der Folge, dass auch erwartete Gewinne und Verluste Restriktionen unterliegen; nur teilweise kann finanzielles Eigentum durch einen Garantietransfer gesichert werden und in einem solchen Fall hängt die Sicherung dann an der Sicherheit der Garantiegeber, die einem Ausfallrisiko ausgesetzt sind.

Nicht nur Risiken bedrohen das finanzielle Eigentum, sondern auch ein unzureichend funktionierender Markt, in dem Anbieter von Finanzprodukten Vorteile haben (Information) und daraus Gelegenheiten entstehen (Anreiz), diese Produkte an Verbraucher zu verkaufen, auch wenn diese nicht ihrem Bedarf und ihren Präferenzen entsprechen. Es bedarf daher Vorgaben an Unternehmen, die solche Dienstleistungen anbieten, und zwar zu den Voraussetzungen einer Tätigkeit wie auch zur Durchführung der Prozesse, so dass eine Mindestqualität an Information den Verbrauchern zur Verfügung steht und die aus unterschiedlichen Anreizen aufkommende Interessenkonflikte begrenzt bleiben. Auf dem Gebiet des Verbraucherschutzes wurde viel unternommen, gerade im Zuge der aktuellen Krise. Das Papier befasst sich mit einer Analyse und soll die Diskussion über die Richtung weiterer Maßnahmen anregen.

## **1. Ausgangslage**

Es bestehen Zweifel an der Leistungsfähigkeit der Finanzmärkte. Die ‚New Economy‘-Krise am Anfang des aktuellen Jahrtausends wie auch die nur wenige Jahre später auftretende ‚US-Immobilien‘-Krise, die sich zu einer globalen Staatschuldenkrise ausweitete, haben gezeigt, dass die Erwartungen und die sich einstellenden Realitäten nur schwer in Übereinstimmung zu bringen sind. Die Effizienz der Märkte steht generell auf dem Prüfstand und damit auch das politische Modell des Kapitalismus. . In Analogie an die große Krise in den 20er Jahren des letzten Jahrhunderts, die inzwischen als ‚great depression‘ bezeichnet wird, hat auch die aktuelle und andauernde globale Krise mit „great recession“ inzwischen eine eindeutige Kennzeichnung erhalten.

Wenn Märkte nicht effizient sind, so sind die Ursachen zu suchen. Dabei stößt man auf die Aspekte der Komplexität und Informationsverteilung. Grundsätzlich besteht die Hypothese, dass auf Märkten mit vielen Teilnehmern ein gerechter Interessenausgleich zwischen Anbietern und Nachfragern erfolgt. Je weniger komplex die gehandelten Produkte sind und je besser die Marktteilnehmer informiert sind, desto mehr Tauschvorgänge finden statt, bei denen jeder Akteur sich als Gewinner versteht. Dabei ergibt sich die ‚Win-Win‘-Situation dadurch, dass jeder Akteur, auf der Anbieter- wie auf der Nachfragerseite, sich einen Vorteil aus der Transaktion verspricht. Dieser Vorteil ist nicht gesi-

chert, denn jede Transaktion steht unter Unsicherheit. Insoweit spekuliert jeder Akteur auf seinen Vorteil.

Jedes gehandelte Produkt hat seine ihm eigene Komplexität, so dass es stets ein Informationsgefälle zwischen dem Anbieter und dem Nachfrager gibt. Der Anbieter kennt sein Produkt besser als der Nachfrager, so dass dieser sich in einem gewissen Umfang auch auf die Produkterklärung des Anbieters verlassen muss.<sup>1</sup> Jede Transaktion ist also zu einem großen Teil auch vom Vertrauen der Nachfrager in die Anbieter bestimmt. In der Absicht, Stammkunden zu gewinnen, wird ein Anbieter darauf achten, seine Produkterklärung wahrheitsgemäß vorzunehmen.<sup>2</sup> Bestätigt sich die Erwartung des Nachfragers, so wird dieser tatsächlich zum Stammkunden und der Anbieter kann daraus einen Vorteil erzielen. Aber die Täuschung ist nicht ausgeschlossen, gerade wenn es dem Anbieter nicht darauf ankommt, einen Wiederholungskäufer zu gewinnen, sondern mit einem einmaligen Geschäft bereits zufrieden ist, wie auch immer dieses zustande kommt.

Nun benötigt jeder Markt eine rechtliche Ordnung, um die Rechte und Pflichten der Akteure zu bestimmen und ein missbräuchliches Handeln, das zu Konflikten führt, weitgehend zu verhindern. Die Marktwirtschaft ist ein Wirtschaftssystem, im dem der Tausch von Gütern durch Freiheit, Vielfalt und Toleranz ermöglicht ist. Dazu bedarf es einer stetig an neue Verhältnisse der Produktion anpassenden Ordnung des Staats, bei der soziale (Beziehungen zwischen den Individuen) und ökologische (Beziehungen zwischen Individuen und den natürlichen Ressourcen) Gesichtspunkte entscheidend sind. Da im Zuge der ‚great recession‘ es zu großen „Kapitalvernichtungen“ kam, also erheblichen Schwankungen in der Bewertung von Kapital, trat der Gedanke in den Vordergrund, vor allem Verbraucher besser zu schützen, wenn sie sich am Kapitalmarkt bewegen.

## 1.1 Komplexität

Für Verbraucher sind bei Finanzprodukten vor allem Versicherungen, Kapitalanlagen und Kredite von Bedeutung. Unter den Kapitalanlagen treten Beteiligungen an Unternehmen und Kredite (Anleihen) hervor. Es werden aber auch Kredite aufgenommen, sofern das verfügbare (Eigen-)Kapital nicht ausreicht, um eine gewünschte Kapitalanlage zu erwerben.<sup>3</sup> Diese Situation liegt bei Verbrauchern insb. dann vor, wenn eine Immobilie, auch zur privaten Nutzung, erworben wird.

---

<sup>1</sup> Auf die Unterschiede von Transaktionen am Primärmarkt (Emission) und am Sekundärmarkt (Folgetransaktion) soll hier nicht eingegangen werden. Zu beachten ist, dass aber mit jeder Transaktion Informationen gewonnen und zusammengefügt werden, über die der Anbieter verfügen kann und ihm einen Informationsvorteil gewähren.

<sup>2</sup> Wenn in dieser Ausarbeitung über Kunden gesprochen wird, so soll hier stets angenommen werden, es handle sich um Privatkunden, die als Verbraucher am Markt auftreten. Die Begriffe Kunde und Verbraucher werden hier synonym verwandt.

<sup>3</sup> Der Begriff Kapitalanlage wird hier weit ausgelegt. Er umfasst den Rechtsbegriff des Finanzinstruments, der sich aus dem europäischen Recht ableitet und nach aktueller Rechtsauffassung Wertpapiere und auch Beteiligungen (sog. Vermögensanlagen) einschließt. Nicht zu den Finanzinstrumenten zählen andere Kapitalanlagen; dazu zählen vor allem Einlagen bei Kreditinstituten, für den nach bisheriger Auffassung ausreichender Verbraucherschutz durch die Einlagensicherung besteht. Ein Bedarf zur Verbesserung des Verbraucherschutzes wird vor allem bei Finanzinstrumenten gesehen. Dies hat zur Folge, dass auch der Katalog von Kapitalanlagen, die als Finanzinstrumente bezeichnet werden, erweitert wurde.

Komponenten der Komplexität sind wirtschaftliche und rechtliche Aspekte. Es werden über lange Zeiträume wirtschaftliche Vereinbarungen getroffen, so dass die Wertentwicklungen schwer vorhersehbar sind. Die Werte von Kapitalanlagen, seien es Beteiligungen oder Anleihen, aber auch Immobilien, stehen unter großer Unsicherheit; dies gilt folglich auch für Leistungen der Versicherungsunternehmen, deren Geschäft von den Kapitalanlageergebnissen abhängt. Fehleitend waren wohl die auf die Arbeit von Louis Bachelier zurückgehenden Versuche zur Entwicklung einer ‚Theorie de la Spéculation‘ im Jahr 1900, die Entwicklungen der Werte von Kapitalanlagen vorherzusagen. Diese Gedanken wurden durch die Arbeit H. Markowitz im Jahr 1959 über ‚Portfolio Selection‘ stark unterstützt und ausgebaut. Warnungen von Ökonomen, seien es Hyman Minsky oder Benoit Mandelbrot, die bereits kurz darauf einsetzten und dem Modellglauben durchdachte Argumente entgegensetzten, fanden zu wenig Anklang, so dass sich Konstrukte der ‚Portfolio Versicherung‘ im Markt breit machten und Anhänger fanden, bis die ‚great recession‘ das moderne Denkgebäude nachhaltig erschütterte. Bei der Erfassung der wirtschaftlichen Komplexität von Kapitalanlagen, also der Beurteilung von Risiken und angemessener Renditen, stehen wir heute insoweit besser da, als wir nun wissen, dass die Erfahrungen der letzten Jahrzehnte keinen vernünftigen Weg gewiesen haben.

Diese wirtschaftliche Komplexität ist kaum von der rechtlichen Komplexität zu trennen, die sich aus der Konstruktion eines Rahmens ergibt, der auf Verträge über finanzielle Gegenstände angewandt wird. Da die Kreativität von Individuen zur wirtschaftlichen Konstruktion kaum begrenzt ist, entstand auch ein sich zunehmend ausbreitendes Rechtsumfeld, dessen Vielfalt und Wirkung von Regeln immer weniger überschaubar wurde.

### **1.1.1 Wirtschaftliche Komplexität**

Es bestehen große Unterschiede zwischen den Märkten der Konsumgüter und der finanzieller Güter, auf denen insb. „Vorsorgegüter“ gehandelt werden. Verbraucher sind darauf ausgerichtet, aus ihrer produktiven - d.h. beruflichen - Tätigkeit Ersparnisse zu bilden und diese aufzubewahren, um daraus dann ihren Ruhestand zu finanzieren. Durch die Häufigkeit der Transaktionen auf Konsumgütermärkten lernen Verbraucher schnell, welche Angebote vorteilhaft sind und welche nicht. Schlechte Produktqualität ist häufig unmittelbar erkennbar und bei vielen technischen Produkten lohnt sich das Ausprobieren; zudem werden Produkte getestet, verglichen und die Ergebnisse werden veröffentlicht, so dass die Erfahrungen mit diesen Produkten als Anhaltspunkte für individuelle Entscheidungen nutzbar sind und Fehlentscheidungen reduzieren. Auch hat kaum ein Konsumgut einen derart hohen Preis, dass durch eine Fehlentscheidung eine Störung des individuellen Finanzhaushalts ausgelöst werden kann. Dies ist bei Finanzprodukten ganz anders. Transaktionen finden selten statt und ein Ausprobieren ist unmöglich. Das Verstehen der Produkte verlangt nicht nur das Begreifen umfangreicher (juristisch formulierter) Texte, die Vertragsbedingungen, sondern primär die Bewertung des wirtschaftlichen Nutzens, der in der Regel Annahmen über die unsichere Zukunft verlangt. Ohne den Erwerb derartiger Produkte ist keine individuelle Vorsorge möglich, aber die Befähigung zum Erwerb ist für den größten Teil der Verbraucher eingeschränkt. Bspw. sei hier der Fall des Erwerbs einer Immobilie und der Bildung von Rücklagen zur Altersvorsorge in Wertpapieren und Versicherungen betrachtet.

Etwa 30% aller Verbraucher besitzen eine Immobilie oder streben den Besitz an. Es handelt sich dabei um Verbraucher, die über genügend Eigenkapital verfügen und außerdem eine Immobilie als wünschenswert erachten, bspw. weil diese als krisensichere Anlage gilt. Liegt ein größeres Budget vor, so

wird alternativ auch der Bau eines Hauses erwogen. Der Verbraucher tritt Baufirmen gegenüber und beauftragt einen Architekten, der die Durchführung des Vorhabens überwacht. Der Architekt übernimmt die Rolle eines Beraters, dem ein Honorar (ca. 10% der Baukosten) zukommt. Im Fall eines kleineren Budgets wird der Verbraucher eine Wohnung erwerben und er tritt einem Bauträger gegenüber, von dem er die fertige Einheit kauft. In diesem Fall wird der Verbraucher nicht beraten, sondern er erreicht sein Ziel, indem er mit dem Anbieter verhandelt, dessen Vertriebskosten im Kaufpreis enthalten sind, ggf. auch unter Einschaltung eines Vermittlers (Immobilienmakler), der durch eine Provision kompensiert wird. Die Rolle des Ratgebers, eines vom Verbraucher beauftragten Beraters, entfällt häufig, es sei denn, der Verbraucher beschäftigt einen Architekten oder einen Rechtsanwalt zur Interessenvertretung. Eine Begrenzung von Fehlentscheidungen ohne Interessenvertreter ist kaum möglich. Wichtigster Ratgeber ist das Kreditinstitut, das bei der Inanspruchnahme einer Kreditfinanzierung eine neutrale Risikobeurteilung vornimmt, ohne aber die Qualität der Immobilie ausreichend bewerten zu können. Für viele Verbraucher ist die Entscheidung, eine Immobilie zu erwerben, von unübersehbarer Komplexität. In der Regel wird der Erwerb mit einem kleinen Teil an Eigenkapital und ergänzt um Fremdkapital realisiert. Insoweit ist eine Immobilie eine hybride Vermögensklasse, deren Wertentwicklung sowohl vom Wert ihres produktiven Nutzens, dem Angebot einer Behausung, aber auch vom Wert der Entwicklung von Schulden, also dem Geldwert, abhängt.

Die geringe Transparenz (und Liquidität) auf den Immobilienmärkten in Verbindung mit einer enorm langfristigen Verschuldung erlaubt nur eine auf hoher Unsicherheit basierende Gesamtbewertung. Im Grunde ist der Immobilienerwerb für die meisten Verbraucher eine Spekulation, indem fremde Geldmittel aufgenommen und zum Erwerb eines realen Gutes eingesetzt werden. Es ist schwierig über einen sehr langen Zeitraum abzusehen, ob ein solches Arbitragegeschäft wirtschaftlich lohnend ist. Die jüngeren Erfahrungen mit dem Immobilienerwerb in Ost-Deutschland nach der Wiedervereinigung sowie die aktuellen Erfahrungen aus dem US-Immobilienmarkt zeigen eine starke Abhängigkeit der Bewertung von Entwicklungen lokaler Wirtschaftsräume, technischer Fortschritte, Zeitgeist, usw., die auf lange Sicht kaum prognostiziert werden können. Beratung, die nicht auf ein Verkaufs- oder Vermittlungsinteresse abzielt, sondern auch die Risiken in den Mittelpunkt stellt, scheint notwendig.

Gleiches gilt aber auch für andere Vermögensklassen, wenn Verbraucher Ersparnisse langfristig zur Altersvorsorge in Wertpapieren und Versicherungen anlegen. Der Fall der Altersvorsorge betrifft alle Verbraucher, da die Privatisierung des Vorsorgesystems durch den Staat eingeleitet wurde. Verbraucher treten damit Kreditinstituten und Versicherungsunternehmen gegenüber. Bei größeren Summen wird in der Regel ein Vermögensverwaltungsvertrag geschlossen, der den Dispositionsrahmen des Vermögensverwalters regelt und diesem Anlageentscheidungen ermöglicht. Insoweit handelt der Vermögensverwalter im Interesse des Verbrauchers auf der Grundlage einer transparenten Vergütungsvereinbarung. Bei kleineren Summen werden dagegen stets Finanzprodukte angeboten, die nur einen geringen individuellen Zuschnitt haben. Ein Verbraucher muss also prüfen, ob ein angebotenes Produkt zu seinen Vorstellungen passt. In der Regel sind die Vertriebskosten eines solchen Produkts im Preis enthalten. Wird ein Vermittler eingeschaltet, und dies ist häufig der Fall, so erfolgt die Zahlung einer Provision aus den kalkulierten Vertriebskosten. Eine interessewahrende Beratung, z.B. durch einen Rechtsanwalt oder Steuerberater zur Vertragsgestaltung, erfolgt in der Regel nicht. Es dominieren daher andere Interessen, so auch die von Kreditnehmern, vor allem Staaten, so dass die

Gewinnung von Kapital durch diese Finanzinstitutionen, auch die Staaten, stets mit (zweifelhaften) Garantien und einem Sicherheitsversprechen ausgestattet sind, dem die ökonomische Fundierung fehlte. Nur so konnte eine dramatische Fehlallokation von Kapital stattfinden, die in der ‚great recession‘ mündete.

Beide Beispiele zeigen, dass im Standardgeschäft mit Verbrauchern, bei dem es um kleinere Anlage-summen geht, der Markt keine Lösungen geschaffen hat, bei denen im Zuge der Durchführung dieser Geschäfts eine interessewahrende Beratung der Verbraucher systematisch erfolgt. Da zudem die Komplexität der Geschäfte häufig von Verbrauchern nicht erkannt wird, beauftragen diese im Regelfall auch keine Berater, sondern handeln im Vertrauen auf die Zusagen der Anbieter. Die unterschiedlichen Interessenlagen öffnen das Feld für „Missverständnisse“, die Verbraucher als Fehlleitung verstehen.

### **1.1.2 Rechtliche Komplexität**

Verbraucher investieren ihr Kapital und übertragen in diesem Zusammenhang Rechte an Finanzinstitutionen. Diese Übertragungen, insb. solche an Kreditinstitute, Investmentgesellschaften und Versicherungsunternehmen, erfolgen in standardisierter Form, so dass man von Finanzprodukten spricht, die von diesen Finanzinstitutionen angeboten werden. Neben den Anbietern kommen aber auch Institutionen ins Spiel, die Verbraucher in Kontext des Erwerbs von Finanzprodukten beraten und auch diese Produkte vermitteln.

Finanzprodukte sind Verträge, ob standardisiert oder nicht, die im Regelfall äußerst umfangreich sind, mit Fachbegriffen durchsetzt und in juristischer Sprache für Verbraucher kaum verständlich formuliert sind. Diese Situation beeinträchtigt die Entscheidungen der Verbraucher, nur solche Verträge abzuschließen, die ihren Interessen und Absichten entsprechen und die Kontrolle über die Investition zuzulassen. Der Kontrollverlust, ob nun rechtlich klar vereinbart oder faktisch durch Einräumung von Handlungsräumen gegenüber dem Vertragspartner bestehend, eröffnet den Finanzinstitutionen Handlungsoptionen, die von diesen im eigenen Interesse genutzt werden. Damit einhergehende Risiken bleiben den Verbrauchern häufig verborgen.

Bei dem Versuch, die komplexer werdende Produktwelt zu strukturieren, ist das für Verbraucher relevante Finanzmarktrecht immer umfassender geworden. Kapitalanlagen werden durch das WpHG und das InvG (neuerdings durch das KAGB und das Vermögensanlagengesetz) geregelt, Versicherungen durch das VVG. Die Tätigkeit der Kreditinstitute bestimmt sich durch das KWG, das der Versicherungsunternehmen durch das VAG. Dazu kommen weitere Spezialgesetze (bspw. für Bausparkassen). Die Systematik dieser Gesetze ist höchst unterschiedlich, so dass sich die Bestimmungen zu Produkt-erläuterungen je nach der Art des Finanzprodukts stark unterscheiden. Aber auch die Bestimmungen über den Vertrieb, wie also Beratung, Vermittlung und Verkauf zu erbringen sind, sind äußerst unterschiedlich. Dies ist für Verbraucher beschwerlich, denn Entscheidungen zur Altersvorsorge umfassen die Betrachtung von Kapitalanlageprodukten, wie auch die von (Lebens- und Renten-)Versicherungen. Auch sind die Produkte nicht immer klar trennbar: So ist eine (kapitalbildende) Lebensversicherung ein Versicherungsprodukt, das mit einem Sparprozess verknüpft ist, mit dem die anfängliche Versicherungsleistung planmäßig reduziert wird; und ein Bausparvertrag ist als Verknüpfung von einem Spar- mit einem Kreditvertrag zu begreifen. Die Folge: Zunehmende Konflikte zwischen unterschiedlichen Regelungsbereichen durch Überschneidungen und Lücken. Neben den Finanzinstitutionen, die solche Finanzprodukte herstellen und verkaufen, und die bspw. durch das



KWG und das VAG gesetzlich bestimmt sind, gibt es andere finanzielle Institutionen, deren Leistung in der Beratung oder Vermittlung besteht oder auch der Verwaltung von Portfolien (Beteiligungs- und Kreditportfolien, aber auch Portfolien an Versicherungsrisiken) umfasst und die außerhalb dieses Rechtsrahmens stehen, so dass ergänzende Regelungen in der GewO zu finden sind. Dazu kommt, dass auch das Steuerrecht nach Produktarten unterscheidet. Im Bereich der Altersvorsorge bedeutet das, dass geförderte Altersvorsorgeprodukte der Versicherungsunternehmen anders steuerlich behandelt werden als solche der Kreditinstitute und Investmentgesellschaften.

## 1.2 Informationsverteilung

In dem Bemühen, den Märkten eine freiheitliche Ordnung zu geben, die anbietenden Unternehmen zur Innovation und zum Fortschritt anzuregen, auch um durch mehr Transparenz die Märkte effizienter zu gestalten, spielt daher der Verbraucherschutz eine immer wichtigere Rolle. Nur dann, wenn die Verbraucher ihre Rolle als kundige Marktteilnehmer spielen können, sind die Märkte effizient.<sup>4</sup> Transparenz verlangt aber Informationen über an Märkten gehandelte Produkte, und diese sind in der Regel ungleich verteilt. Anbieter kennen ihre Produkte genau, Verbraucher nur unvollständig. Je besser aber ein Verbraucher informiert ist, desto eher ist er in der Lage, herauszufinden, welche Finanzprodukte seinen Vorstellungen entsprechen.

Mit Hinblick auf den Verbraucherschutz bedeutet dies, dass die Marktteilnehmer frei ihre Tauschentscheidungen treffen und insoweit auch ein Verbraucher die Verantwortung für seine Entscheidungen trägt. Kommt es zum Missbrauch, so dämmt der Staat diesen ein. Er sorgt daher für entsprechende (Vor-)Bildung der Verbraucher. Diese muss derart gestaltet werden, dass der Verbraucher die Verpflichtung erkennt, sich die ggf. erforderliche Information zu beschaffen. Würde er aus dieser Verpflichtung entlassen, bestünde ein Anreiz der Verbraucher, nach Abschluss einer Tauschvereinbarung den geschlossenen Vertrag nachträglich zu seinen Gunsten zu korrigieren (Moral Hazard). Ein geordnetes Tauschsystem könnte dann aber nicht existieren. Verbraucherschutz wird somit als Verpflichtung zum Selbstschutz verstanden, auch aus Verantwortung gegenüber anderen Individuen der Gesellschaft, mit denen Interaktionen am Markt stattfinden.

In archaischen Gesellschaften war eine solche Vorstellung von Marktkoordination sicherlich praktikabel. Schwierig wird dieses Konzept in modernen Gesellschaften, die durch Arbeitsteiligkeit der Produktion und daraus folgender Transparenzmängel gekennzeichnet sind. Bis der Apfel am Markt angeboten wird, hat er bereits einen Produktionsprozess durchlaufen, der natürlicher Produktion in einer archaischen Gesellschaft nur bedingt entspricht. Er fällt noch immer vom Baum, aber bis dahin hat er bereits vielfältige und auch weniger natürliche Einflüsse erfahren, die dem Endergebnis aber nicht anzusehen sind. Der Verbraucher muss aber kaufen und bezahlen, bis er beim Verzehr die Ungenießbarkeit erkennt oder zeitverzögert eine Darmerkrankung feststellt, die er nicht einmal auf den Apfel zurückführen kann. Auch bei ernster Wahrnehmung der Verpflichtung zur Informationsbeschaffung ist das Problem des Verbrauchers wohl in modernen Gesellschaften nicht lösbar, ohne dass

---

<sup>4</sup> Über ein besonders anschauliches Beispiel durch Informationsasymmetrie hervorgerufener mangelnder Markttransparenz berichtet die FAZ am 11.7.2013. Ein Teppich sollte verkauft werden und wurde von einem Auktionator auf €900 geschätzt und wurde dann für €19000 versteigert. Wenige Monate später erfolgte ein Weiterverkauf, wieder bei einem (anderen) Auktionator und erbrachte €7,2 Mio. – bei einem Schätzwert von €320.000.

der Staat einen ordnungspolitischen Eingriff vornimmt. Dabei ist vollkommen klar, dass niemals Verbraucher so zu bilden sind, dass diese über das gesamte Produktangebot ausreichend informiert sind.

### 1.2.1 Informationsangebot

Das in modernen Gesellschaften aufkommende Informationsproblem wird dadurch verstärkt, dass auch andere „Bildungsangebote“, ebenso kostenlos wie die des Staats, durch die anbietenden Produzenten mittels Werbung und interessegesteuerter Medienbetreiber angeboten werden. Freiheit, Vielfalt und Toleranz erzeugen also auch marktwirtschaftlich ein Bildungsangebot, das das staatliche Angebot anreichert. Dadurch wird das Informationsproblem größer und ein Verbraucher hat nun zusätzlich zu entscheiden, welche Informationen er nutzen will, welche wertvoll sind und welche nicht.

Das Informationsangebot ist also groß und vielfältig. Man könnte von einem Überangebot sprechen, zumindest wird die Reizüberflutung durch mediale Beeinflussung vielfach diskutiert und problematisiert, da Fehlleitungen der Verbraucher nicht auszuschließen sind. Die makroökonomische Theorie, die bisher stets den rationalen Akteur am Markt unterstellt, befasst sich immer mehr mit der Frage irrationalen Verhaltens, als Folge eines großen Informationsangebots, das durch monopolistische Tendenzen in der Medienindustrie eine weitere Problemkomponente enthält. Die Beeinflussung der Massen, also der Verbraucher, ist ein besonders kritischer Sachverhalt der Marktwirtschaft und der staatlichen Ordnungspolitik. Schwer zu entscheiden ist, in welchem Ausmaß Verbraucher rational oder irrational entscheiden, wenn das Informationsangebot einen stark steigenden Preis von Tulpenzwiebeln vermittelt. Ist es dann nicht rational, dass ein Verbraucher noch schnell zu günstigen Preis kauft, weil die Zwiebeln morgen teurer sind, oder ist es irrational, weil der Markt ja übermorgen sicherlich zusammenbricht, weil die Preisübertreibung angenommen werden kann? Nach der ‚greater fool theory‘ ist doch alles rational:<sup>5</sup> Die Ausweitung der Produktion, weil mehr Zwiebeln bei steigenden Preisen doch mehr Gewinn versprechen; auch der Kauf, weil ja bei steigenden Preisen die Zwiebel morgen mit Gewinn weiterverkauft werden kann. Alles ziemlich rational. Es braucht in einer Marktwirtschaft nur immer einen weiteren Narren, der als Käufer auftritt. Da die Gesellschaft endlich ist, bricht das Spiel irgendwann zusammen. Oder auch nicht, denn es gibt ja noch weitere Gesellschaften („Ausländer“), die am Narrenspiel teilhaben können. Ein Ende ist sicherlich unabwendbar, wie haben es jetzt gerade in der Krise erlebt. Aber als Mitspieler dabei zu sein, das haben selbst Staaten unter der Annahme von Rationalität als wichtig erachtet.

Daraus lässt sich folgern, dass auch Staaten nur vollkommen unzureichend verstehen, mit dem Informationsproblem umzugehen. Das limitiert die Möglichkeiten einer nachhaltigen Politik der Marktordnung. Marktordnungspolitik ist daher auch nur ‚trial and error‘ und steht unter dem Gesetz der Unsicherheit, das die Entscheidungen bei der Wahl eines Wohlstandspfades determinieren muss. Besser ist es also, als Gesellschaft vielfältige Wege zu beschreiten, denn nicht alle werden in die falsche Richtung führen. Fundamentalismus, die Überzeugung des einen richtigen Weges, ist nicht angebracht, weil „der schwarze Schwan“ auf diesem Weg, wider aller Erwartungen (und „Berechnungen“), doch auftauchen könnte.<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> Ch. Kindleberger, „Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises“, Hoboken, 1978.

<sup>6</sup> N. Taleb, „Der schwarze Schwan - Die Macht höchst unwahrscheinlicher Ereignisse“, München, 2008.

### **1.2.2 Informationsnachfrage**

Es gibt keinen Mangel an Information. Die Frage aber ist, ob Verbraucher sich ihrer Verpflichtung zur Informationsbeschaffung hinreichend klar sind und ob sie motiviert sind, die verfügbaren Informationsangebote auch zu nutzen. Denn nur dann, wenn die Angebote akzeptiert werden und eine Motivation zur Informationsbeschaffung besteht, kann auch davon ausgegangen werden, dass der Verbraucher sich zielgerichtet engagiert und seine Urteilskraft verbessert wird. In allen anderen Fällen ist zwar mehr Information verfügbar, bleibt aber wirkungslos.

Es reicht aber nicht aus, auf die Verpflichtung zur Informationsbeschaffung hinzuweisen. Die Motivation, Information nachzufragen, hängt auch davon ab, wie komplex eine durch Information zu begründende Entscheidung dem Verbraucher ersichtlich ist und ob er in der Lage ist, diese Komplexität zu durchdringen.

Moderne Gesellschaften sind dadurch gekennzeichnet, dass die Komplexität der an Märkten gehandelten Güter ständig zunimmt. Die Innovation der Produzenten schreitet dem Kenntnisstand der Verbraucher voran. Dies dürfte ein Grund dafür sein, dass Informationsnachfrage und –angebot eine zunehmende Diskrepanz aufweisen. Gerade auf Märkten, auf denen besonders komplexe Produkte gehandelt werden, zeigt sich dies durch ein stark wachsendes Konfliktpotential, das in der Beanspruchung der Gerichte messbar wird. Gerade der Finanzmarkt, auf dem immaterielle Produkte, d.h. Zusagen gegen Geld in vielseitigen Verträgen verpackt, gehandelt werden, beweist das Argument.

### **1.2.3 Informationsasymmetrie**

Das Informationsproblem hat unterschiedliche Bedeutung für Produzenten und Verbraucher. Der Produzent kennt sein Produkt. Der Verbraucher kennt das Produkt nicht, er verfügt nur über Geld und das Interesse, das Produkt zu verwenden. Daraus ergibt sich eine Informationsasymmetrie, die dem Produzenten einen (Informations-)Vorteil gibt, den er zu Lasten der Verbraucher nutzen kann. Diese Informationsasymmetrie beeinträchtigt die Freiheit der Verbraucher, dem Bedarf angemessene Entscheidungen treffen zu können. Ein bei Abschluss des Tauschs erwarteter Kooperationsgewinn stellt sich nachträglich für den Verbraucher oft als nicht realisierbar heraus. Dies hat zur Folge, dass Märkte nur unzureichend funktionieren.

Ob nun Informationsasymmetrie ein Problem ist, bedarf weiterer Betrachtungen. Schließlich ist Asymmetrie der Normalzustand des alltäglichen Daseins der Individuen. Asymmetrie bedeutet nichts anders als Ungleichheit bezüglich verfügbarer Informationen und der Beurteilung derselben. Symmetrie ist nicht der Normalzustand, sondern der Ausnahmefall. Daher kann es nur das Ziel einer Gesellschaft sein, Ungleichgewichte abzubauen, vor allem dann, wenn für einzelne Akteure große Nachteile eintreten. Mit einem solchen Ansatz verbindet sich der Gedanke der Solidarität, nämlich in Not geratenen Individuen zu helfen. Dies kann aber nur der Ausnahmefall sein, ansonsten würde die gesellschaftliche Leistungsbereitschaft durch Nutznießer („Trittbrettfahrer“) aufgezehrt. Voraussetzung von Solidarität ist also die Befähigung eines Teils der Gesellschaft, anderen auch helfen zu können.

Für den Verbraucherschutz heißt dies übersetzt, dass Verbraucherschutz nur in dem Ausmaß realisierbar ist, wie Produzenten zum Abbau der Informationsasymmetrie beitragen können, ohne ihr Geschäftsmodell aufgeben zu müssen, es sei denn es hätte sich nicht als gesellschaftstauglich (und somit konfliktbelastet) erwiesen.

## 2. Defekte des Marktes

Das Erfordernis staatlicher Eingriffe in den Finanzmarkt zum Schutz der Verbraucher wird seit Jahren mit einer Fehlfunktion des Marktes begründet. Die Beweisführung ist schwierig, vermutlich unmöglich, wie die anhaltende Diskussion zeigt, die immer wieder auf die gleichen Ideologie-überlagerten Argumente zurückgreift. Es geht um die Beweisführung, ob nun Aktien oder Bonds und auch Private Equity die überlegenen Produkte zur Altersvorsorge sind, ob Bank- oder Versicherungsprodukte vorteilhafter sind, ob eine Vermittlungsvergütung laufend oder einmalig gezahlt werden soll. Je nach Interessenlage der Diskussionsteilnehmer wird auf Fehlinvestitionen verwiesen, zu denen Verbraucher durch eine unvollkommene Marktregulierung animiert werden.

Die rechtlichen Rahmenbedingungen, die für den Schutz der Verbraucher bisher maßgeblich sind, wurden vor allem durch die Interessen der Kreditinstitute und Versicherungsunternehmen geprägt. Diesen Interessen werden auch die spezifischen Vorschriften, die auf Intermediäre, also die Interaktionspartner der Verbraucher anwendbar sind, untergeordnet. Dementsprechend ist das Leitbild des „Produktagenten“, der ein bestimmtes Angebot von Kreditinstituten oder Versicherungsunternehmen vertritt, gut im KWG (und auch WpHG) bzw. VVG abgebildet. Eine deutlich unklarere Abbildung findet sich bereits im InvG, wohl auch weil als wichtigste Gruppe der Intermediäre Kreditinstitute auftreten. Da aber von Kreditinstituten und Versicherungsunternehmen unabhängige Intermediäre immer größere Marktanteile erwerben und diese vielfach in einem wenig geklärten und nicht systematisierten Rechtsumfeld tätig sind, wird die Fehlfunktionen des Marktes begünstigt. Eine ausufernde Rechtsprechung zur Anlageberatung kann dafür als Indiz gewertet werden.

In der Debatte wird der Analyse wenig Beachtung geschenkt. Fehlinvestitionen unterliegen sowohl einer objektiven Bewertung wie auch einer subjektiven Erkenntnis. Ein Verbraucher, der eine Problemsituation nicht erkennt, hat auch kein Problem, selbst wenn ein solches durch einen Experten diagnostiziert werden könnte. Aus den Handlungen der Verbraucher aber, etwa Kündigungen eines Vertrags, Rückschlüsse auf Fehlinvestitionen zu ziehen, scheint unmöglich. Wenn man jedoch die Annahme verfolgt, diese wären möglich, so steht man vor der Frage zu entscheiden, ob eine vermeintliche Fehlinvestition auf die Initiative des Verbrauchers selbst oder auf einen durch andere Interessen geleiteten Anbieter zurückgeführt werden kann. Es ist allzu vordergründig, allein aufgrund etablierter Anreizsysteme anzunehmen, dass stets der Anbieter zur Fehlinvestitionen angeraten hätte. Bessere Erkenntnisse zu diesem Komplex wären sicherlich aus der Tätigkeit der Ombudsleute zu gewinnen.

Schließlich ist festzuhalten, dass aufgrund veränderter Lebensumstände und wirtschaftlicher Rahmenbedingungen stets eine Abweichung zwischen Erwartungen der Verbraucher zum Entscheidungszeitpunkt und zu einem späteren Beurteilungszeitpunkt vorliegen muss. Insoweit liegt zu fast jedem Zeitpunkt eine falsche Disposition, also eine Fehlentscheidung, vor. Daher ist es wichtig, dass im Zeitablauf fortwährend Anpassungen dieser Dispositionen erfolgen. Eine solche kann bereits zum Gegenstand eines Produktes gehören, das von einem Verbraucher erworben wurde. Eine derartige laufende Anpassung kann aber lediglich eine hoch standardisierte Vorgehensweise beinhalten, so dass vielfach individuelle Situationen nur zufällig berücksichtigt werden können.

Es ist nicht abzustreiten, dass die Anbieter sich dieser Problematik bewusst sind und zur Problemlösung beitragen. Die Maßnahmen zum Kundenbindungsmanagement sind als solche zu verstehen. Dass sie aber nicht die erwünschte Wirkung entfalten, ist daran zu erkennen, dass alle Anbieter eine

unzureichende Kundenbindung diagnostizieren. Insoweit besteht auf der Ebene der Verbraucher, wie auch auf der Ebene der Anbieter, hohe Unzufriedenheit.

Dies vorausgesetzt darf die Aussage akzeptiert werden, dass Defekte bestehen und ein weiterer grundsätzlicher Bedarf einer Regulierung erforderlich ist. Der Markt allein hat sich nicht als effizient erweisen, Geschäftsmodelle hervorzubringen, die zu einer besseren Koordination von Nachfrage und Angebot beigetragen haben.

Konflikte ergeben sich vor allem aus einer mangelhaften Abstimmung unterschiedlicher Rechtsvorschriften, die eine geübte und als sinnvoll erachtete Praxis nicht präzise abbildet. Die auf der Seite der Verbraucher bestehende Erkenntnisproblematik führt zwangsläufig zu Abweichungen tatsächlicher Erfahrungen zu Erwartungen, die an ein erworbenes Produkt gestellt wurden. Nicht immer werden dadurch Fehlinvestitionen ausgelöst, aber die Beziehungen der Akteure im Markt werden gestört. Als Folge werden Verträge gekündigt, zum wirtschaftlichen Nachteil aller Akteure. Anzustreben ist, dass der Kooperationsnutzen generell größer ist, wenn der Markt einer besseren Ordnung unterliegt. Eine ineffiziente Ordnung des Marktes bewirkt für Verbraucher einen Aufwand, also ein Verlustrisiko, das in Fehlentscheidungen begründet ist, die zu großer Komplexität und unzureichender Information geschuldet ist. Diesen gilt es zu vermeiden, auch wenn zur Vermeidung solcher Kosten ein höherer Preis zu zahlen ist, da dann eine höhere Stabilität der eingegangenen Verträge zu erwarten ist, die in einer größeren Zufriedenheit der Vertragspartner ihren Ursprung hat.

Ein höherer Schutz der Verbraucher, dessen Intention im Ausgleich von Informationsnachteilen (gegenüber den Produkthanbietern) besteht und zum Abbau von Komplexität beiträgt, bedeutet höhere Kosten der Unternehmen, die diese Produkte anbieten, woraus sich höhere Preise ergeben. Den besseren Verbraucherschutz haben also die Verbraucher zu bezahlen. Der Verzicht auf solche Bestimmungen hätte zwar günstiger Preise zur Folge, erhöhte aber die Risiken des Missbrauchs durch Nutzung von Vorteilen, die sich aus der Beherrschung der Komplexität und der Verfügung über Informationen beim Anbieter einstellen. Mit einem verbesserten Verbraucherschutz soll erreicht werden, dass die Verbraucher in die Lage versetzt werden, bessere Entscheidungen treffen und die Vertragspartner hinsichtlich ihrer Handlungen kontrollieren zu können. Der höhere Aufwand, der von Verbrauchern zu leisten ist, zahlt sich in stabileren Vertragsverhältnissen und einer geringeren Störung anfälligkeit aus. So intendiert der Verbraucherschutz die Konfliktreduktion durch Mindestbedingungen bei der Ausführung finanzieller Transaktionen, deren Vorteil in der Vermeidung von Entscheidungsfehlern bei Verbrauchern liegt. So wie der Zugang zum Autofahren an Bedingungen gekoppelt sein muss, wie der Erwerb eines Führerscheins und Sicherheitsbestimmungen für das Auto, so erfordert auch eine finanzielle Transaktion geeignete Voraussetzungen.

Das Hauptproblem des Verbraucherschutzes ist die bestehende rechtliche Ordnung der Produkten (Versicherungen, Krediten und Kapitalanlagen), die der Bedarfslage der Verbraucher kaum entspricht. Dieser hat eine gänzlich andere Problemsituation: Er sucht einer Altersvorsorgelösung, die Aspekte einer Versicherung und einer Kapitalanlage, sogar auch eines Kredites im Fall einer Immobilie, umfasst. Mehr als 95% aller Verbraucher sehen sich außerstande, die Komplexität in eigener Verantwortung zu beherrschen und Entscheidungen zu treffen. Daher kommt auf die Intermediäre eine entscheidende Aufgabe zu, die unterschiedlichen Sichtweisen (und darauf basierenden Handlungsbedingungen) der Verbraucher mit denen des Gesetzgebers zu verknüpfen. Die Entscheidungslage

wird zusätzlich durch ein ausdifferenziertes Steuersystem überlagert, das dazu anleitet, die beste steuerliche Lösung zu suchen und nicht die mit dem besten Leistungsprofil.

Die Praxis der Intermediäre, die mit diesem Problem umgehen, zeigt aufgrund des bestehenden Ordnungsrahmens eine große Zahl „schwarzer Löcher“, die für diese Unternehmen eine erhebliche Rechtsunsicherheit bedeuten. Sie werden bei einer Altersvorsorgelösung von unterschiedlichen, nicht harmonisierten Rechtsvorschriften geleitet, wenn sie im Fall der Altersvorsorge sowohl Versicherungen wie Kapitalanlagen und ggf. auch Kredite vermitteln.

Die Problemstellung der Intermediäre ist dann einfacher, wenn diese im Auftrag eines Produktanbieters agieren. Das Leitbild einer derartigen Tätigkeit wird im bestehenden Ordnungsrahmen gut repräsentiert, zumal auch die Verbände der Versicherungs- und Kreditwirtschaft an den Gesetzgebungsverfahren entscheidend mitgewirkt haben. Dies gilt aber weniger für die Unternehmen, die nicht als Produktagenten arbeiten, sondern im Interesse der Verbraucher tätig werden.

Bedeutsam für den Ansatz einer Regulierung ist die Komplementarität von Leistungen eines Intermediärs und der angebotenen Produkte. Die Anforderungen der Verbraucher sind stets komplex, unabhängig vom nachgefragten Leistungsvolumen, das die Wertschöpfung bestimmt, aus der die Leistung eines Intermediärs finanziert werden soll und unabhängig von der Bereitschaft, diesen Aufwand zu honorieren. Die Anbieter haben daher einen Spagat zu bewältigen, der sich durch Anforderungen im Massengeschäft mit geringer Wertschöpfung und Anforderungen im Individualgeschäft mit hoher Wertschöpfung bestimmt. In der Regel wird im Massengeschäft ein Intermediär daher den Kundenanspruch in ein komplexes (gebündeltes) Produkt mittels einfacher Erklärungsansätze übersetzen. Dagegen wird im Individualgeschäft der Kundenanspruch in einfache und modulare Produktkomponenten mittels komplexer Erklärungsansätze übertragen. Im ersten Fall ist daher Produkttransparenz wichtiger als im zweiten Fall, bei der die Transparenz der Erklärung relevant wird. Im ersten Fall dominieren die Produktvertreter und im zweiten Fall die Kundenanwälte den Markt.

### **3. Handlungsbedarf**

Die Märkte können nur dann funktionieren, wenn beim Tausch angenommene Kooperationsgewinne sich als realisierbar erweisen. Bilden sich zunehmend Informationsasymmetrien in Märkten heraus, kann die Ordnung gestört werden, bis zum Zusammenbruch eines Marktes. Am Beispiel der aktuellen Krise und sogenannter „toxischer Papiere“ ist dies mustergültig ersichtlich, auch wenn das ursprüngliche Problem hier nicht auf Verbraucher und deren Informationsasymmetrien zurückgeht, sondern diese sogar unter professionellen Akteuren aufgekommen waren.

Verbraucherschutz soll daher als ordnungspolitische Maßnahme verstanden werden, um Informationsasymmetrien zu begrenzen und Komplexitäten zu reduzieren, damit Verbraucher freiheitlich an Märkten agieren können.

Damit verbundene höhere Kosten für Verbraucher, Aufwand für Beratung oder höhere Preise für Finanzprodukte, sind gerechtfertigt, wenn dadurch Verlustrisiken eingedämmt werden. Verbraucherschutz schafft in dieser Hinsicht in Märkten, die prinzipiell großer Unsicherheit unterliegen, ein höheres Maß an Sicherheit, das als Voraussetzung für eine effiziente Marktkoordination unabdingbar ist.

#### **3.1 Ziele**

Verbraucherschutz hat unter diesen Bedingungen vier Dimensionen:

- Der Produzent muss dafür sorgen, dass seine Leistung für Verbraucher transparent wird. Er muss umfassende Informationen bereitstellen, so dass das Informationsgefälle reduziert wird. Dazu sind Regeln zu definieren.
- Erkennt ein Verbraucher, dass er über nicht genügend Informationen verfügt, um ein Produkt zu verstehen und eine Entscheidung treffen zu können, muss er zur Informationsbeschaffung angereizt werden. Dazu sind Regeln zu definieren.
- Will ein Verbraucher einen erkannten Informationsmangel tilgen, so muss er auf den Markt zugreifen können, die ihm die fehlenden Informationen zur Verfügung stellen, gegen entsprechende Bezahlung. Dazu sind Regeln zu definieren.
- Muss ein Verbraucher einen festgestellten Informationsmangel tilgen, so soll er erfahren können, wer geeignete Informationen anbietet; der Zugang zu dieser Grundinformation soll ermöglicht werden, ohne große Kosten aufzuwenden, damit die Schwelle für Verbraucher zur Informationsbeschaffung reduziert wird. Dazu sind Regeln zu definieren.

### 3.2 Gestaltungsrahmen

Es wird das Ziel verfolgt, durch ordnungspolitische Eingriffe die Angebotsleistung zu ändern, so dass Verbraucher bessere Entscheidungen treffen können. Der Eingriff kann das Angebot entscheidend verändern und insb. den Umfang, den Preis und die Qualität beeinflussen. Soll die Marktkoordination verbessert in eine höhere Qualität erreicht werden, so sind die Veränderungen an der Prozess- und an der Produktqualität zu betrachten. Die Prozess- wie auch die Produktqualität bestimmen das Marktergebnis. Der Prozess beinhaltet die Verfahrensweise bei Produktion und Verteilung des Produkts und berücksichtigt die dabei eingesetzten Komponenten, während das Produkt als Endergebnis dieser Verfahrensweise sich präsentiert. Die Marktordnung definiert einen Rahmen für Prozesse und Produkte, der von den Akteuren zu beachten ist. Auf diese Weise werden damit Mindeststandards gesetzt, die als Bedingungen für die Durchführung von Transaktionen am Markt von allen Marktteilnehmern anzunehmen sind. Dieser Rahmen hat auch Einflüsse auf die Kosten der anbietenden Unternehmen und die von Kunden zu zahlenden Preise.

Neben der Freiheit der Verbraucher kommen nun auch die Freiheit der Produzenten und die Vielfalt des Angebots ins Spiel. Ein zu weit gehender ordnungspolitischer Eingriff kann das Angebot derart beschränken, dass es für Verbraucher zu Engpässen kommt und der Preis für das Angebot steigt. Ein zu schwacher Eingriff belässt den Markt u.U. in einer Verfassung, bei der ein diagnostiziertes Problem nicht gelöst wird. Nicht zu handeln ist verfehlt, denn in vielen Märkten, insb. im Finanzmarkt, ist das Komplexitäts- und Informationsproblem derart gravierend, dass Verbraucher sich auf einem „Zitronenmarkt“ wiederfinden, so dass hochwertige Angebote von geringwertigen verdrängt werden.<sup>7</sup>

Bei der Gestaltung neuer Regelungen stellt sich daher die Frage, wie eine insgesamt bessere Marktkoordination erreicht werden kann, auch wenn der Handlungsraum für Produzenten verändert wird. Dabei ist stets nach einer Balance zwischen der Freiheit der Verbraucher und der Freiheit der Produzenten zu suchen. Es ist eine besonders schwierige Frage, wie einerseits im Fall eines staatlichen Ein-

---

<sup>7</sup> G.A.Akerlof, "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, Nr. 3, 8-1970.

griffs ein wettbewerbsfähiger Markt erhalten werden kann und zugleich die Position schwacher Marktteilnehmer, hier der Verbraucher, gefestigt wird. Es geht also um die Machtverteilung, ein Problem, das stets im Wettbewerbsrecht zur Diskussion steht. Jeder Akteur im Markt beansprucht ein großes Maß an Freiheit, das er aber auch missbräuchlich nutzen könnte. Es ist also Aufgabe der Politik zu entscheiden, welches Maß an Freiheit den Akteuren zugestanden werden kann. Zu dieser Frage kann es nur eine Antwort geben, die im Prinzip der Freiheit verankert ist: Das Entstehen von Macht in Märkten ist generell zu verhindern, denn durch Macht werden Märkte ihrer wirtschaftlichen Funktion beraubt. Und da Information der Schlüssel zur Macht ist, muss hier angesetzt werden, um Informationsmacht zu begrenzen.

Um das mit Informationsasymmetrien verbundene Verdrängungsproblem zu lösen und einem Verbraucher die Produkte zugänglich zu machen, die er auf Grundlage seines Bedarfs erkennen kann, und das mögen reale, finanzielle und informationsvermittelnde Produkte sein, sollte der Verbraucherschutz so ausgerichtet werden, dass auf der Seite der Produzenten die Marktbedingungen für hochwertige Produkte verbessert und komplementäre Informationsprodukte („Beratung“) verfügbar werden. Dazu ist es u.a. erforderlich, Verbrauchern erkenntlich zu machen, welche Anbieter am Markt sind und welche Angebotsqualität sie garantieren. Darüber hinaus ist es bedeutsam, die Angebotsqualität zu normieren, damit eine Differenzierung des Angebots durch Verbraucher möglich wird. In Ergänzung dazu sollten, um das über alle Anbieter hinweg bestehende und sich systemisch ausweitende Informationsproblem zu reduzieren, schrittweise die Anforderungen für alle Produzenten erhöht werden, ohne eine massive Einschränkung des Angebots, mit negativen Preiseffekten, auszulösen. Letztlich aber muss auch ein Verbraucher mittels Preiserhöhungen daran gewöhnt werden, dass eine bessere Marktkoordination unter marktwirtschaftlichen Bedingungen auch seinen Beitrag fordert. Die Verantwortung zur Informationsbeschaffung manifestiert sich entweder in der Bezahlung eines Informationsanbieters oder in der Aufwendung von Zeit durch öffentlich zugängliche Information (Bibliotheken, Verbraucherzentralen) oder anderweitig entgeltlich beschaffter Lektüre.

Da veränderte Marktregeln unter Umständen auch für die Produzenten negative Kostenwirkungen haben, insb. weil die Marktkontrolle aufwendiger wird, sind auch parallel Eingriffe zur Reduktion des Aufwandes auf Produzentenseite vorzusehen. Dies kann geschehen, indem der Gesetzgeber die Bestimmungen zu einzelnen Produktionsprozessen vereinfacht. Vereinfachung und Transparenz, kurz Bürokratieabbau, dienen letztlich auch den Verbrauchern, indem unnötige Kosten vermieden werden.

Im Ergebnis wird durch einen solchen ordnungspolitischen Ansatz dann das Angebot sich nicht wie bisher durch undifferenzierte hoch- und geringwertige Angebote unter Informationsmängeln schwer unterscheiden lassen, sondern Produzenten werden mit qualitativ klar unterscheidbaren Angebotsleistungen am Markt operieren. Verbraucher werden ihren Informationsbedarf besser erkennen und auf marktwirtschaftliche Angebote passgenau zugreifen können, so dass die Wahlfreiheit garantiert wird, eine Angebotsleistung bedarfsgerecht zu erwerben.

#### **4. Ordnungspolitische Maßnahmen 2007 - 2011**

Komplexität und Informationsverteilung deuten darauf hin, dass die finanziellen Märkte, auf denen Verbraucher tätig sind, ineffizient funktionieren. Der Schutzbedarf der Verbraucher ergibt sich aus hoher Komplexität der Finanzprodukte und einer Informationsverteilung zu dessen Ungunsten. So definiert sich für den überwiegenden Teil der Verbraucher ein Bedarf, sich diese Produkte erklären



und ihre Anwendung erläutern zu lassen. Dies ist die Aufgabe der Vermittler von Finanzprodukten und auch der Berater.<sup>8</sup>

Beide Gruppen unterscheiden sich. Bei der Beratung steht der Gedanke der unvoreingenommenen Tätigkeit zur Erklärung von Produkten im Vordergrund, während bei Vermittlung (und Verkauf) aber darauf hingewirkt wird, gewisse Produkte anzubieten, so dass ein bestimmter Vertrag mit einer Finanzinstitution zustande kommt. Aber auch bestimmten Geschäftsmodellen der Vermittler ist ein umfassendes Beratungsinteresse inhärent, so dass präzisere rechtliche Unterscheidungen zur Festlegung von Rechten und Pflichten notwendig sind. Das Verständnis von Beratung und Vermittlung ist in den einzelnen rechtlich unterschiedenen Produktarten von bestimmten Rechtsauffassungen geprägt, die inhaltlich äußerst unterschiedlich formuliert sind. Zu der wirtschaftlichen und rechtlichen Komplexität tritt also die organisatorische Komplexität hinzu, also die Art und Weise, wie erklärt und dargestellt wird und dies durch rechtliche Bestimmungen erfolgen muss. Aus der Tätigkeit von Finanzinstitutionen, die Finanzprodukte unterschiedlicher rechtlicher Natur anbieten, ergibt sich damit, dass Verbraucher auch verschiedenartige Ausformungen von Beratung oder Vermittlung erleben, je nachdem sie mit verschiedenen Produkten konfrontiert sind, auch wenn diese von einem einzigen Unternehmen angeboten werden und diese nur einem einzigen Ziel, bspw. der Altersvorsorge, dienen.

#### **4.1 Phase 1 (bis 2007)**

Die ‚New Economy‘-Krise löste einen enormen Verfall an Anlagewerten vor allem junger Unternehmen aus. Ein Aktienhype war zum Ende gekommen, der auch Großunternehmen erfasst hatte. Große Teile der Kapitalanlagen von Verbrauchern hatten sich im Nichts aufgelöst. Genauer: Es hatte eine gigantische Umverteilung von Vermögen – auf neuen Bewertungsrundlagen – stattgefunden und

---

<sup>8</sup> Unter Verkauf versteht man das interessegeleitete Handeln eines Unternehmens, Produkte abzusetzen. In diesem Sinn verkaufen Finanzinstitutionen vor allem Kapitalanlagen, Kredite und Versicherungen an Verbraucher. Die genauere Betrachtung des Marktes aber zeigt, dass die mit dem Begriff Verkauf erfasste Handlung in der Regel eine Vermittlung darstellt, indem die Finanzinstitution dem Verbraucher ein Finanzprodukt vermittelt, also darauf hinwirkt, dass dieser das Produkt von einem Dritten erwirbt bzw. mit diesem einen Vertrag eingeht, der dieses Produkt wirtschaftlich und rechtlich beschreibt. Im Bereich der Kapitalanlagen erfolgt der Verkauf in der Regel als Vermittlung, in anderen Fällen in Form eines Kommissionsgeschäfts oder des Eigenhandels (bspw. sog. Festpreisgeschäft). Die für den Verbraucherschutz relevanten Regeln werden durch das WpHG bestimmt. Andere Kapitalanlagen, die überwiegend dem Einlagengeschäft der Kreditinstitute zuzurechnen sind, werden von den nachfolgend betrachteten Regelungen zum Verbraucherschutz nicht erfasst. Bei Einlagengeschäft erschöpft sich der Verbraucherschutz in den Bestimmungen zur Einlagensicherung. Im Kreditbereich sind hinsichtlich des Verbraucherschutzes vor allem durch die Bestimmungen des BGB relevant, so dass keine Unterscheidung zwischen dem Verkauf oder der Vermittlung bestehen. Anders aber ist der Fall im Versicherungsbereich; der größte Teil von Versicherungen wird vermittelt und ein kleiner Teil wird durch sog. Direktversicherer verkauft. Für den Verbraucherschutz sind daher im Wesentlichen die Bestimmungen der GewO maßgeblich, ergänzend die Regeln des VVG, sofern ein Direktverkauf stattfindet. Auf diesen letzten Sachverhalt wird in dieser Ausarbeitung nicht eingegangen, so dass hier keine Unterscheidung der Tätigkeiten von Verkauf und Vermittlung getroffen wird, zumal für die hier betrachteten Sachverhalte auch das WpHG keine wesentlichen und unterschiedlichen Anforderungen für die beiden Tätigkeiten stellt. Eine besondere Form des direkten Verkaufs findet man bei den sog. Direktbanken und Direktversicherern, die vorwiegend mittels technischer Medien tätig sind. Für diese besteht die Option, ihre Pflichten dem Geschäftsmodell entsprechend einzuschränken, zumal eine persönliche Beratung durch die Art der Interaktion, telefonisch oder per Internet, nicht besteht. Diese Unternehmen stellen daher Informationen zur Verfügung, Verbraucher verzichten auf weitere Leistungen und der Anbieter handelt sodann ausführend, wenn er deren Vorgaben folgt.

zugleich wurde Kapital nutzlos verwendet, also verbraucht, weil sich die finanzierten Aktivitäten als unnützlich erwiesen. Von Anlagerendite also keine Spur. Um das Vertrauen der Verbraucher, die letztlich das Kapital mit ihren Ersparnissen schaffen, nicht zu untergraben, befassten sich Wirtschaft und Politik mit der Frage des Verbraucherschutzes.

Im Jahr 2004 trat die Commerzbank mit einer Initiative zur Verbesserung der Informationslage der Verbraucher hervor und legte einen „Kanon der finanziellen Allgemeinbildung“ vor. Trotz großer medialer Begleitung gelang es der Bank nicht, die Öffentlichkeit bzw. den Gesetzgeber für die Unterstützung der Initiative zu gewinnen.

Ein anderer Ansatz wurde erforderlich, um dem Problem beizukommen. Die Initiative ging dabei von der EU aus, die im Jahr 2002 eine Richtlinie zur Versicherungsvermittlung (IMD) verabschiedete, die schließlich im Jahr 2007 in Deutschland in ein Gesetz gefasst wurde.<sup>9</sup> Im Jahr 2004 folgte eine weitere Richtlinie über Märkte von Finanzinstrumenten (MIFID), die ebenfalls im Jahr 2007 in deutsches Recht übertragen wurde.<sup>10</sup> Die Neuordnung der Versicherungsberatung und -vermittlung zeigt weiterhin deutliche Lücken.<sup>11</sup> Entsprechendes gilt auch für das Geschäft mit Kapitalanlagen und Krediten.

Auch die öffentliche Diskussion um eine Verbesserung des Verbraucherschutzes hat Bewegung in den Markt gebracht, ohne dass der Marktstandard bereits starker Veränderung unterliegt. So wurde es dem Finanzvertrieb AWD, der sich im Markt stets als Unternehmen darstellte, das auf der Seite der Verbraucher stünde, im Jahr 2009 verboten, sich weiterhin als unabhängig zu bezeichnen und sich damit als Interessenwahrer von Verbrauchern anzubieten.<sup>12</sup> Zugleich ist auch feststellbar, dass die Zahl der Unternehmen zunimmt, die eine umfassende Verbraucheraufklärung zur Erbringung und Vergütung ihrer Leistung über die gesetzlichen Bestimmungen hinaus anbieten. Mit einem solchen Angebot haben die Unternehmen das Ziel, ihre Akzeptanz bei Verbrauchern zu steigern und neue Geschäftsmodelle im Markt zu errichten. Die Wirkungen auf den Markt sind bisher allerdings geringfügig.

#### **4.2 Phase 2 (2008-2009)**

Die ‚great recession‘, von der die Weltwirtschaft im Jahr 2007 erfasst wurde, hat die Frage einer weitergehenden Regulierung des Finanzmarkts zum Schutz der Verbraucher erneut aufgeworfen.

---

<sup>9</sup> RICHTLINIE 2002/92/EG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTES UND DES RATES vom 9. Dezember 2002 über Versicherungsvermittlung, Amtsblatt der EU, L9, 15.1.2003 (kurz: IMD Insurance Mediation Directive).

<sup>10</sup> Siehe RICHTLINIE 2004/39/EG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTES UND DES RATES vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, Amtsblatt der EU, L145, 30.4.2004 (kurz: MIFID Markets in Financial Instruments Directive). Unter einem Finanzinstrument wird eine konkrete Kapitalanlage verstanden, die durch rechtlich bestimmte Dokumente eindeutig beschrieben ist, während das allgemeinere Verständnis von Kapitalanlage auch die Zusammenfügung einzelner Finanzinstrumente und auch anderer Vermögenswerte zu einem Portfolio umfasst, das nach einem vom Anleger bestimmten Bedarf und dessen Präferenzen konstruiert und im Zeitablauf regelmäßig angepasst wird.

<sup>11</sup> W. P. Warth, „Wie wird der Kunde beraten? Überlegungen zur Kundenorientierung im Licht des neuen Vermittlerrechts“, in: Versicherungswirtschaft, Heft 9, 2007, S. 655-658.

<sup>12</sup> Das Unternehmen AWD tritt seit kurzem unter neuer Firma als Swiss Life Select auf. Damit kommt auch zum Ausdruck, dass das Unternehmen einen Teil des Marktangebots vertritt, der nach bestimmten generellen Ge-

Das für den Verbraucherschutz zuständige Bundesministerium (BMELV) hat im Jahr 2008 neue Impulse des Marktes aufgegriffen. Ausgangspunkt war einerseits die Einschätzung, dass die Risiken, die Verbraucher nun bei vielen Finanzprodukten erkannt haben, bei verbesserter Risikoaufklärung sicherlich geringer ausgefallen wären, weil diese höheren Risiken nicht eingegangen worden wären. Andererseits wurde auf vielfältige Urteile verwiesen, die sich mit der mangelhaften Beratung von Kunden zu Versicherungen, Krediten und Kapitalanlagen und mit der Vermittlung solcher Finanzprodukte befassen; auch wurde behauptet, dass durch unzureichende Anforderungen erhebliche Fehlentscheidungen der Verbraucher bewirkt wurden.

Um die Problemlage zu erfassen, wurde vom BMELV eine Studie in Auftrag gegeben, die im Januar 2009 der Öffentlichkeit vorgestellt wurde. Der Bedarf der unabhängigen Verbraucher-Beratung und der umfassenden Regulierung auch solcher Kapitalanlagen, die bisher nicht unter den Begriff eines Finanzinstruments gefasst sind, trat hervor.

Noch im März 2009 wurde vom BMELV (in Zusammenarbeit mit der Verbraucherzentrale des Landes NRW) eine „Checkliste und Beratungsprotokoll für Verbraucher“ herausgegeben, die für Kapitalanlagen konzipiert war. Ergänzt wurde dieses Dokument im gleichen Monat durch das „Checkheft Altersvorsorge“, das vom Bundesministerium für Arbeit und Soziales vorgelegt wurde und Verhaltensempfehlungen für Verbraucher beinhaltet, die Lösungen zur Altersvorsorge – seien es Kapitalanlagen oder kapitalverwaltende Versicherungen – nachfragen.

Das weitere Vorhaben der Bundesregierung konnte durch folgende Fragestellungen beschrieben werden:

- i. Wie können die bestehenden Anreizsysteme verändert werden, ohne dass bewährte Geschäftsmodelle durch eine veränderte Regulierung des Marktes gravierende Nachteile erfahren?
- ii. Wie kann das Informationsgefälle zwischen Anbietern und Verbrauchern reduziert werden, ohne dass eine überbordende Bürokratie geschaffen wird?
- iii. Was soll unternommen werden, damit ein markttypisches Handlungsrisiko, das Abweichungen von Entwicklungen zu ursprünglichen Erwartungen bei Finanzprodukten beinhaltet, einerseits einen ausreichenden Schutz der Verbraucher garantiert, die letztlich immer unter einem Informationsdefizit handeln, und andererseits nicht nachträglich zu unbegründeten Ersatzansprüchen der Verbraucher gegenüber Anbietern genutzt werden können?

Mit diesen Fragen musste sich auch die neue Bundesregierung auseinandersetzen, die im Oktober 2009 gebildet wurde. Die alte Bundesregierung wurde insb. verdächtigt, das überwiegend auf Provisionszahlungen bestehende Vertriebssystem von Finanzinstitutionen auszuhöhlen (Frage i). Dagegen haben sich vor allem die Branchenverbände der Kredit- und Versicherungswirtschaft (ZKA, BVI, VGF, GDV) ausgesprochen. Der Vertrieb sollte daher auch künftig durch Provisionen finanzierbar bleiben, so verlangen es die Verbände. Sie stellen sich damit gegen die Empfehlung der BMELV-Studie, die ein

---

sichtspunkten ausgewählt wurde und dies als gebundener Vermittler und nicht als Makler erfolgt, der auf individueller Grundlage das Marktangebot zu sondieren hat.

besseres Anreizsystem auf der Grundlage von Honoraren, die von Verbrauchern zu zahlen wären, vorgibt.

Im Zuge einer Neuregelung waren außerdem zwei EU-Richtlinien in nationales Recht zu übersetzen, beide mit Bezug auf das Anlagegeschäft, insb. das Kreditgeschäft. Im Kontext der Reformierung des Schuldverschreibungsrechts wurden im September 2009 das Wertpapierhandelsgesetz (und die Wertpapier-Verhaltens- und Organisationsverordnung) im Zusammenhang mit einem neuen Schuldverschreibungsrecht hinsichtlich der Durchführung der Anlageberatung erneut geändert und die Pflicht zur Protokollierung von Beratungen gesetzlich vorgeschrieben. Erweiterte Informationspflichten bei der Kreditvergabe folgten aus den Bestimmungen eines neuen Verbraucherkreditrechts.

#### **4.2.1 Gesetz zur Umsetzung der Verbraucherkreditrichtlinie, des zivilrechtlichen Teils der Zahlungsdiensterichtlinie sowie zur Neuordnung der Vorschriften über das Widerrufs- und Rückgaberecht<sup>13</sup>**

Die aus dem Gesetz sich ergebenden strengeren Vorschriften gelten nicht nur Verbraucherkredite, sondern auch für andere Geschäftsbereiche mit Darlehensbezug (bspw. Leasinggeschäft). Dazu gehört beispielsweise, vor Vertragsabschluss alle relevanten Informationen in einem europaweit einheitlichen Formular bereitzustellen; so ist im Fall einer Kreditvermittlung künftig ein standardisiertes Produktinformationsblatt zu Produktempfehlungen auszuhändigen (EinfG BGB Artikel 247, §3 Abs. 2). Auch sind bestehende Kreditverträge an die neuen Bedingungen anzupassen (bspw. veränderte Kündigungsauflagen). Das Gesetz verpflichtet die Kreditgeber zu einer verantwortungsvollen Kreditvergabe. Dazu müssen diese vor Abschluss des Kreditvertrags die Kreditwürdigkeit des Verbrauchers genau prüfen. Hierzu müssen sie den Verbraucher befragen und nötigenfalls Informationen bei einer Kreditauskunftei einholen. Das Gesetz sorgt zudem für mehr Klarheit über die Kosten eines Kredits: Nach dem neuen Recht müssen die Kosten einer Restschuldversicherung grundsätzlich in die Gesamtkosten des Kredits eingerechnet werden und fließen so auch in den effektiven Jahreszins. Die Kosten für die Restschuldversicherung können nur dann ausgeklammert werden, wenn der Abschluss der Restschuldversicherung für den Verbraucher freiwillig war, der Verbraucher den Kredit zu denselben Konditionen, also auch ohne Restschuldversicherung, erhalten hätte. Außerdem muss der Kreditgeber dem Verbraucher vor einem Vertragsschluss ein Dokument mit den Kredit erläuternden Informationen aushändigen. Weitere Bestimmungen beziehen sich auf das (private) Insolvenzrecht. In die Pflichten sind auch Kreditvermittler einbezogen (EinfG BGB Artikel 247 § 13).

---

<sup>13</sup> Gesetz Vom 29. Juli 2009 (Bundesgesetzblatt Jahrgang 2009 Teil I Nr. 49, 3. August 2009).

#### **4.2.2 Gesetz zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung<sup>14</sup>**

Mit dem Gesetz sollen die Gläubiger, insb. auch die Verbraucher, gestärkt werden, indem ihre Befugnisse, mit Mehrheit über Anleihebedingungen zu entscheiden, inhaltlich erweitert werden. Zur Verbesserung der Verständlichkeit von Anleihebedingungen wird eine zusätzliche Regelung zur Transparenz eingeführt. Die Verjährungsfrist von Schadenersatzansprüchen wegen Falschberatung wird an die regelmäßige Verjährungsfrist des BGB angepasst. Dem Anleger wird es künftig erleichtert, solche Schadenersatzansprüche durchzusetzen, indem die Anforderungen an die Dokumentation der Beratung erhöht werden und dem Anleger ein einklagbarer Anspruch auf Aushändigung der Dokumentation eingeräumt wird. Mit dem Gesetz wurde auch eine Änderung des WpHG verbunden, dass die Pflicht zur Protokollierung einer Anlageberatung beinhaltet.

#### **4.3 Phase 3 (2009-2013)**

Die neue im Herbst 2009 gebildete Bundesregierung, in teilweiser personeller Konstanz zur alten Bundesregierung, verfolgte die bisher entwickelten Grundgedanken zum Verbraucherschutz weiter. Dabei ging es primär um drei Aspekte, wie mit dem Informationsgefälle zwischen Anbietern und Nachfragern von Finanzprodukten umgegangen werden soll, mittels welcher Anreizsysteme eine höhere Passgenauigkeit der Nutzenverteilung entsprechend der Erwartungen der Akteure erzielt werden und wie die Funktionsweise des Marktes durch veränderte Kontrollmechanismen verbessert werden kann.

Es sei darauf verwiesen, dass mit der Umsetzung der EU-Wertpapierdienstleistungsrichtlinie das zweiteilige System der Regulierung auch hinsichtlich des Verbraucherschutzes eine zunehmende Spreizung erfuhr. Unternehmen hatten unter dem Regime des WpHG weitgehende Verpflichtungen gegenüber Verbrauchern zu erfüllen, die dann entfielen, wenn der Verbraucher mit einem Unternehmen in Kontakt stand, das nicht als Wertpapierfirma qualifiziert war. Dieser Zustand wurde als besonders problematisch angesehen, zumal auch Wertpapierfirmen, die mit nicht qualifizierten Firmen kooperierten, sich Wettbewerbsvorteile verschaffen konnten.

Im Koalitionsvertrag der Bundesregierung, der im Oktober 2009 vorgelegt wurde, fanden sich zu den Absichten der neuen Bundesregierung auf dem Gebiet des Verbraucherschutzes im Finanzmarkt folgende generellen Ausführungen:

„Unsere Verbraucherpolitik setzt auf die Stärkung des Verbrauchers im Markt. Unser Leitbild ist der gut informierte und zu selbstbestimmtem Handeln befähigte und mündige Verbraucher. Dazu gehört umfassende Verbraucherbildung, sowie Aufklärung und Zugang zu Informationen. Verbraucher sollen sich leicht informieren können, sie sollen gut beraten und ihre Interessen gut vertreten werden.“

---

<sup>14</sup> Gesetz vom 31. Juli 2009 (Bundesgesetzblatt Jahrgang 2009 Teil I Nr. 50, 4. August 2009). Das Gesetz diene der Umsetzung folgender EU-Richtlinien: a) Richtlinie 2007/64/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. November 2007 über Zahlungsdienste im Binnenmarkt, zur Änderung der Richtlinien 97/7/EG, 2002/65/EG, 2005/60/EG und 2006/48/EG sowie zur Aufhebung der Richtlinie 97/5/EG (Zahlungsdiensterichtlinie – ABl. EU Nr. L 319 S. 1) und b) Richtlinie 2008/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. April 2008 über Verbraucherkreditverträge und zur Aufhebung der Richtlinie 87/102/EWG des Rates (Verbraucherkreditrichtlinie – ABl. EU Nr. L 133 S. 66).

Für die Finanzierung der Beratungs- und Informationsaktivitäten von Verbraucherzentralen und unabhängiger Verbraucherschutzorganisationen wie der Stiftung Warentest werden langfristige Konzepte der Finanzierung entwickelt, die dem auch durch die aktuelle Krise ausgelösten Mehrbedarf an unabhängiger Beratung des Verbrauchers Rechnung tragen.“

Vor diesem Hintergrund ist das neue, auf den Finanzmarkt sich beziehende Verbraucherschutz-Recht, wie es im Herbst 2013 besteht, zu bewerten. Da sich die Bundesregierung bisher lediglich mit dem Kapitalanlagebereich befasst hat, stehen bei der Bewertung insb. die folgenden Aussagen zum Anlegerschutz im Koalitionsvertrag im Vordergrund:

„Wir wollen ein konsistentes Finanzdienstleistungsrecht schaffen,...

- Ein angemessener Anlegerschutz .... wird prinzipiell unabhängig davon gewährleistet, welches Produkt oder welcher Vertriebsweg vorliegt.
- Die Haftung für Produkte und Vertrieb soll verschärft werden.
- Wir wollen deshalb die Anforderungen an Berater und Vermittler insbesondere in Bezug auf Qualifikation, Registrierung, und Berufshaftpflicht in Anlehnung an das Versicherungsvermittlergesetz vereinheitlichen.
- Kein Anbieter von Finanzprodukten soll sich der staatlichen Finanzaufsicht entziehen können.
- Die Kunden müssen die wesentlichen Bestandteile einer Kapitalanlage, sämtliche Kosten und Provisionen einschließlich Rückvergütungen schnell erkennen können.
- Wir prüfen die Einrichtung einer unabhängigen Stiftung für Finanzprodukte nach dem Muster der Stiftung Warentest.
- Das Investmentrecht werden wir überarbeiten und krisenverschärfende Regelungen in einem Ausgleich der Interessen von Anlegern und Anbietern überarbeiten.“

Die im Koalitionsvertrag geäußerten Absichten eines konsistenten Finanzdienstleistungsrechts und eines angemessenen Anlegerschutzes unabhängig davon, welches Produkt oder welcher Vertriebsweg vorliegt, wurden zunächst von der CDU so ausgelegt, dass ein einheitliches neues Recht im Anlagebereich durch eine Neuregelung des WpHG entstehen soll. Dem widersprach die FDP, so dass letztlich ein zweigeteiltes Regelwerk entstand, das in drei Gesetzgebungsvorhaben aufgeteilt wurde.

- Zunächst wurden im ersten Schritt den dem WpHG unterliegenden Finanzinstitutionen weitere Pflichten auferlegt.
- Sodann wurde im zweiten Schritt der Anwendungsbereich des WpHG auf andere Vermögensanlagen, die bisher nicht unter den Wertpapier-Begriff fielen, ausgeweitet. Dazu entstand ein neues Vermögensanlagengesetz (VermAnlG), das in Ergänzung (und Analogie) zum Investmentgesetz nicht in Wertpapieren verbriefte Kapitalanlagen (insb. sog. alternative Investmentfonds, in Anlehnung an die zur Umsetzung in deutsches Recht anstehende -Richtlinie der EU<sup>15</sup>) umfasst und diese in das WpHG integriert. Zugleich wurden weitgehende Ausnah-

---

<sup>15</sup> RICHTLINIE 2011/61/EU DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds, Amtsblatt der EU, L174, 1.7.2011.

meregelungen für spezielle Unternehmen geschaffen, die sich bei Ihrer Tätigkeit auf Kapitalanlagen nach dem InvG oder dem VermAnlG beschränken. Zur Unterscheidung der beiden Bestimmungsbereiche wird von einer aufsichtsrechtlichen und einer gewerberechtlichen Regelung gesprochen, je nachdem ein Unternehmen von der BAFIN oder den regionalen Gewerbebehörden überwacht wird.

- Und schließlich wurden im dritten Schritt die Bestimmungen der AIFM-Richtlinie in dieses Rahmenwerk übertragen und zugleich die Anlageberatung gegen Honorar spezifiziert.

Bei der Frage, ob es ein einheitliches Regelwerk unter dem WpHG oder ein geteiltes mit Regeln im WpHG und anderen in der GewO geben soll, wurden Argumente hervorgebracht, die aus einer erwünschten Marktstruktur abgeleitet wurden. Die Befürworter einer einheitlichen Regelung verwiesen darauf, dass Wettbewerbsverzerrungen vermieden werden müssen und im Interesse der Verbraucher ein einheitliches Verfahren bestehen müsse, das bspw. geringe Komplexität sichere und hohe Transparenz erlaube. Dem gegenüber sahen die Gegner die Vielfalt der Marktstruktur in Gefahr und befürchteten, dass vor allem kleinere Unternehmen vom Markt verdrängt werden könnten, da erweiterte Anforderungen deren Kosten zu sehr steigern dürften und in der Konsequenz Wettbewerbsvorteile für große Finanzinstitution eintreten würden. Im Kern ging es also um die Frage, wie die Wettbewerbsvielfalt erhalten und gefördert werden können.

Es gab es bis dahin eine große Zahl an (Kapital-)Anlageberatern und –vermittlern, die ohne hohe Anforderungen an Erlaubnis und Beaufsichtigung ihre Tätigkeit gem. §34c GewO ausübten und Investmentfonds (ohne besondere Risiken nach §112 InvG) und andere Kapitalanlagen, insb. sog. „geschlossene Fonds“ anboten. Die Qualität der Tätigkeit wurde immer wieder beanstandet. Viele Rechtsstreitigkeiten mit dem Gegenstand der Beratung und Vermittlung von Anlagen beschäftigten die Gerichte. Daraus wurde der Bedarf einer Veränderung der Marktordnung begründet. Auch anders als im Versicherungsbereich, wo sich das Berufsbild des im Kundeninteresse tätigen Versicherungsmaklers etabliert hat, das Kern einer Regulierung im Rahmen der Gewerbeordnung ermöglichte, fehlte im Anlagebereich das analoge Berufsbild des Anlagemaklers. Zudem zeigte es als schwierig, ein im Versicherungsbereich sich bewährendes Regulierungskonzept, wegen des Provisionsabgabeverbots, auf den Anlagebereich auszudehnen.

Die ‚great recession‘ hatte aber gezeigt, dass mit Kapitalanlagen erhebliche Risiken verbunden sind. Der Marktzugang zu derartigen Produkten musste so gestaltet werden, dass die große Zahl unzureichend informierter Verbraucher auf Berater und Vermittler trifft, die sich durch besondere Qualifikation und Zuverlässigkeit auszeichnen, denn dieser Markt ist durch besonders große Informationsasymmetrien gekennzeichnet. Daher waren alle regulativen Maßnahmen so zu gestalten, dass geeignete Berater und Vermittler ihre Qualifikation (Sachkunde) und Zuverlässigkeit nachzuweisen haben und ungeeignete Berater und Vermittler ihre Tätigkeit einstellen müssen (Erlaubnispflicht). Zugleich war dafür zu sorgen, dass die zugelassenen Berater und Vermittler einen Pflichtenkatalog erfüllen, der so gestaltet ist, dass ihre Tätigkeit an den Normen, die im WpHG zur Anlageberatung und –vermittlung formuliert wurden, ausgerichtet wird (bspw. Organisations- und Wohlverhaltenspflichten). Nachrangig war die Frage, wie die laufende Überwachung sichergestellt werden kann. Letztlich entschied sich der Gesetzgeber aber für eine zweigeteilte Regulierung aus Gründen der Überwachung. So wurde geschätzt, dass es sich um 30.000 bis 80.000 Einzelpersonen handelt, die in kleineren Unternehmen ohne Bindung an eine Wertpapierfirma tätig sind. Zwar erbringt der überwiegende Anteil seine Tätigkeit in Zusammenarbeit mit einem sog. „Vermittlerpool“ oder einer Wertpapierfir-

ma, und davon sind ca. 20 Firmen relevant für den Markt, so dass man diese stärker in den Regulierungsprozess unter dem WpHG hätte einbeziehen können, aber dieser Weg wurde nicht verfolgt. Zudem bestand auch innerhalb der Regierung die Überzeugung, man würde den Verbraucherschutz vor allem dann entscheidend verbessern, wenn man die Tätigkeit der auf Honorarbasis tätigen Berater fördern würde, so dass der Honoraranlageberater die Rolle ausfüllen sollte, die das bewährte Modell des Maklers – oder ergänzend des Versicherungsberaters, ein mit großen Erwartungen verbundenes neues Geschäftsmodell – im Versicherungsbereich einnahm.

#### Kritik an der Gestaltung der Marktordnung

Jede Erweiterung einer Marktordnung erzeugt Kosten für die am Markt beteiligten Akteure. Der hier zur Betrachtung anstehende Markt ist dadurch gekennzeichnet, dass eine problematische Nutzenverteilung vorliegt. Eine große Zahl an Unternehmen erzielt Einkommen aus Geschäften, deren Nutzen für viele Anleger strittig ist.

Wenn mit einer Erhöhung der Barrieren eine höhere Qualität des Geschäfts erreicht werden kann und Verbraucher von Fehlinvestitionen besser geschützt werden können, so spricht nichts dagegen, wenn diese Barrieren auch mit höheren Kosten für die Unternehmen verbunden sind. Eine geringere Zahl an Marktteilnehmern auf der Angebotsseite muss zudem nicht nachteilig für Verbraucher sein, denn je mehr Wettbewerber am Markt agieren, desto höher sind ihre Marketingaufwendungen. Ein besser funktionierender Markt kann mit weniger Anbietern, höheren Zugangskosten und geringeren Marketingkosten verknüpft sein. Nichts deutet darauf hin, dass der Markt mit weniger Anbietern nicht besser funktionieren könnte.

Es ist zu bedauern, dass es bei der Begründung der Zweiteiligkeit nicht zur Anwendung eines besser begründeten Teilungsprinzips, als jenes, das aus der Überwachung von vielen Kleinunternehmen abgeleitet wurde, kam. So wäre es bspw. möglich gewesen, die bestehende Teilung, die an der Bindung einer Privilegierung an Investmentfonds ohne zusätzliche Risiken festgemacht wurde, konsequent anzuwenden und nur solche Unternehmen zu privilegieren, d.h. im Rahmen der GewO zu regeln, die generell Anlageprodukte mit geringer (Risiko-)Komplexität anbieten und daher auch geringeren und kostengünstigeren Erlaubnis- und Überwachungsverfahren zu unterliegen müssten. So wurde zwar über Kosten der Unternehmen und deren Angebotsleistung diskutiert, aber eine wenig überzeugende Bestimmung der Privilegierung angewandt. Eine Korrekturmöglichkeit bestand schließlich auch im Zusammenhang mit der Umsetzung der AIFM-Richtlinie, die zu einer Veränderung der Reichweite des WpHG führte, zumal in der Folge der Begriff Finanzinstrument auch auf alternative Fonds ausgedehnt wurde und damit die Angrenzung von Investmentfonds und anderen Vermögensanlagen verändert wurde, so dass auch die Grenzziehung zwischen der Reichweite des WpHG und der GewO implizit einer Anpassung unterlag. Aber auch diese Option, die Privilegierung auf Geschäftsmodelle anzuwenden, die sich nur mit Anlageprodukten geringer Risiken befassen, wurde nicht genutzt, so dass die Zweiteilung nach wie vor durch die Marktstruktur und eine daran angepasste Überwachungspraxis begründet bleibt.



#### **4.3.1 Erstes Gesetzgebungsvorhaben (Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts - kurz Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz)<sup>16</sup>**

Mit dem Gesetzentwurf wurden weitere Verbesserungen des Verbraucherschutzes vor allem bei der Anlageberatung realisiert. Insb. die Organisationspflichten wurden bei der Anlageberatung verschärft. So ist vor einem Vertragsabschluss ein Produktinformationsmerkblatt auszuhändigen (§31, Absatz 3a WpHG) und auch die Pflicht bei der Eignungsprüfung im Fall der Anlageberatung (oder auch Portfolioverwaltung) wurde verschärft (§31, Abs. 4a). Ferner erfolgte eine generelle Verschärfung der Regelungen bei Zuwendungen Dritter (§31d durch Wegfall Abs. 4). Auch muss nun sichergestellt werden, dass die Vertriebssteuerung keine Interessenkonflikte im Zuge einer Anlageberatung hervorruft (WpHG §33 Satz 1 Nummer 3a).

Nachdem durch das Gesetz die Funktionen von Anlageberatung, Vertrieb und Compliance näher bestimmt sind, werden an den Einsatz der Mitarbeiter, die diese Funktionen ausüben, zusätzliche Anforderungen gestellt. So müssen diese Mitarbeiter sachkundig und zuverlässig sein, auch sind sie der Aufsichtsbehörde gegenüber anzuzeigen (WpHG §34 d).

Hier geht der Gesetzgeber davon aus, dass die Beratung nicht als eigenständige und (ausschließlich) gegen Honorar zu erbringende (Haupt-)Leistung verstanden wird, sondern eher als Nebenleistung, die zu einer Produktempfehlung führt und in einer Produktvermittlung mündet. Nur so kann die Beratung, in eine „Vertriebspolitik“ eingebunden, verstanden werden, die einer Vertriebssteuerung und Überwachung unterliegt. Diese Auffassung setzte sich auch in einer mit dem WpHG verbundenen Verordnung (WpDVerOV) fort. So wurden die Aufklärungspflichten bei der Anlageberatung verschärft, indem mitzuteilen ist, in welcher Hinsicht eine Beschränkung des Produktangebots – im Zuge der Auswahl zu einer Empfehlung – vorliegt (§5 Abs. 2, Satz 1, Nr. 2). Die Informationen müssen enthalten:

- ob Einschränkungen hinsichtlich der Finanzinstrumente, der Emittenten oder der Wertpapierdienstleistungen, die berücksichtigt werden können, bestehen und
- ob bestimmte Finanzinstrumente, Emittenten oder Wertpapierdienstleistungen bevorzugt berücksichtigt werden.

Erst durch diese Bestimmungen wird einem Verbraucher ersichtlich, wie sehr ein Unternehmen sich auf bestimmte Produkte bestimmter Anbieter beschränkt oder dieser hinsichtlich seiner Empfehlungen unabhängig am Markt agiert.

Die Verordnung beinhaltet auch Bestimmungen zur Struktur des Produktinformationsblatts (§5a), zu weiteren Organisationspflichten (§12) bei der Steuerung und Überwachung der Geschäfte und zu damit verbundenen Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten (§ 14).

Das Gesetzgebungsvorhaben hat insb. die nachstehenden Konsequenzen: In den (seltenen) Fällen einer Beratung

---

<sup>16</sup> Gesetz vom 5. April 2011 (Bundesgesetzblatt Jahrgang 2011 Teil I Nr. 14, 7. April 2011).

- werden Interessenkonflikte (Vertriebssteuerung, Einschränkung Produktprogramm) reduziert (WpHG §33, Abs.1, 3a und §34d und WpDVerOV).
- wird die gängige Praxis durch die Verpflichtung zur Beschäftigung zuverlässiger und sachkundiger Mitarbeiter im Gesetz verankert (WpHG §34d).
- ist künftig ein standardisiertes Produktinformationsblatt zu Produktempfehlungen auszuhandigen (WpHG §31, Abs. 3a i.V. mit InvG §42 und §137 und WpDVerOV §5a).

#### **4.3.2 Zweites Gesetzgebungsvorhaben (Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts<sup>17</sup> und OGAW-IV-Umsetzungsgesetz<sup>18</sup>)**

Entgegen erster Absichten wurde vom ersten Gesetzgebungsvorhaben der Wertpapierbegriff in diesem Gesetz nicht auf weitere Kapitalanlagen ausgedehnt, so dass alternative Kapitalanlagen, wie bspw. geschlossene Fonds, nicht von diesem Gesetz erfasst wurden. Dieser Zustand wurde als unhaltbar abgesehen und aus diesem Grunde wurde ein zweites Gesetzgebungsverfahren eingeleitet. Der Handlungsbedarf wurde auch durch die parallel anstehende Umsetzung einer weiteren das Investmentgeschäft betreffenden EU-Richtlinie ausgelöst.

##### **4.3.2.1 Umsetzung OGAW IV-Richtlinie**

Es erfolgte die Umsetzung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren durch das OGAW-IV-Umsetzungsgesetz – OGAW-IV-UmsG. Das Gesetz zielt darauf, die Effizienz des Investmentfondsgeschäfts zu erhöhen und den Anbietern von Fondsprodukten bessere Rahmenbedingungen zu bieten und für Anleger einen höheren Schutzstandard zu schaffen. Aufgrund einer vergleichbaren Interessenlage sollen die Vorschriften auch für nicht durch die OGAW IV-Richtlinie harmonisierte Fonds (sog. „Nicht-OGAW-Fonds“, z.B. Offene Immobilienfonds) Anwendung finden. Geregelt wurden insbesondere folgende für den Verbraucherschutz relevanten Bereiche:

- i. die Pflicht, Anleger durch eine kurze Anlegerinformationen verständlich über die Hauptmerkmale der Investmentfonds zu informieren,
- ii. die Vereinheitlichung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen an inländische und grenzüberschreitende Fondsverschmelzungen. Insbesondere werden dabei die Informationspflichten gegenüber dem Anleger verbessert,
- iii. und die Einführung eines Schlichtungswesens für Verbraucher (Ombudsmann).

---

<sup>17</sup> Gesetz vom 6. Dezember 2011 (Bundesgesetzblatt Jahrgang 2011 Teil I Nr. 63, 12. Dezember 2011).

<sup>18</sup> Gesetz vom 22. Juni 2011 (Bundesgesetzblatt Jahrgang 2011 Teil I Nr. 30, 25. Juni 2011). Das Gesetz dient der Umsetzung

- der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (ABl. L 302 vom 17.11.2009, S. 32),

- der Richtlinie 2010/43/EU der Kommission vom 1. Juli 2010 zur Durchführung der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf organisatorische Anforderungen, Interessenkonflikte, Wohlverhalten, Risikomanagement und den Inhalt der Vereinbarung zwischen Verwahrstelle und Verwaltungsgesellschaft (ABl. L 176 vom 10.7.2010, S. 42) und

#### **4.3.2.2 Vermögensanlagerecht**

Bestimmte sog. alternative Vermögensanlagen, die in der Regel nicht als Wertpapiere verbrieft sind und nicht unter den Begriff eines Finanzinstruments fallen, waren bisher durch eine ‚Verkaufsprospektverordnung‘ geregelt. Für diese Vermögensanlagen wurden nun durch die Erweiterung der Finanzinstrumente-Begriffs und dessen Einfügung in das KWG eine erweiterte Rechtsgrundlage geschaffen. Insb. wurden strengere Anforderungen an Inhalt und Prüfung von Verkaufsprospekten eingeführt und Anbieter verpflichtet werden, Produktinformationsblätter zu erstellen, um in kurzer und verständlicher Form über die von ihnen angebotenen Vermögensanlagen zu informieren. Für Emittenten wurden zudem strengere Rechnungslegungspflichten eingeführt. Alle Bestimmungen wurden in einem Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) zusammengefasst. Die Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung wurde dementsprechend angepasst.

#### **4.3.2.3 Finanzanlagenvermittlerrecht**

Der Begriff Finanzinstrument im KWG wurde erweitert, so dass Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Absatz 2 des neuen Vermögensanlagengesetzes (mit Ausnahme von Anteilen an einer Genossenschaft im Sinne des § 1 des Genossenschaftsgesetzes) unter den Begriff fallen. Das im Fall einer Anlageberatung auszuhändigende Produktinformationsblatt ist bei Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Absatz 2 des Vermögensanlagengesetzes das Vermögensanlagen-Informationsblatt nach § 13 des Vermögensanlagengesetzes, soweit der Anbieter zur Erstellung eines solchen Informationsblatts verpflichtet ist.

Die Ausnahmeregelung im Fall der Anlageberatung und –vermittlung, diese auf der Grundlage einer gewerberechtigten Erlaubnis anstelle der nach KWG / WpHG bestehenden Regelungen erbringen zu können, wurde auf Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Absatz 2 des Vermögensanlagengesetzes erweitert. Dies erfordert, dass die Anlageberatung und die Anlagevermittlung ausschließlich zwischen Kunden und Anbietern oder Emittenten von Kapitalanlagen erfolgt, sofern sich diese auf Anteile an Investmentvermögen, die von einer inländischen Kapitalanlagegesellschaft oder Kapitalanlagegesellschaften, Investmentaktiengesellschaften oder ausländischen Investmentgesellschaften im Sinne der §§ 96 bis 111a des Investmentgesetzes ausgegeben werden, oder auf ausländische Investmentanteile, die nach dem Investmentgesetz öffentlich vertrieben werden dürfen, oder auf Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Absatz 2 des Vermögensanlagengesetzes beschränken und die Unternehmen nicht befugt sind, sich bei der Erbringung dieser Finanzdienstleistungen Eigentum oder Besitz an Geldern oder Anteilen von Kunden zu verschaffen. Anteile an Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken nach § 112 des Investmentgesetzes gelten dabei nicht als Anteile an Investmentvermögen.

Diese so privilegierten Unternehmen wurden im Zuge einer Neufassung der Gewerbeordnung neuen Bestimmungen unterworfen. So wurde der §34f in die GewO eingefügt, der die Bestimmungen für die Beratung und Vermittlung festlegt und dabei – von dem Erlaubnisumfang und den diesbezüglichen produktbezogenen Sachkundanforderungen abgesehen – keine weiteren Unterscheidungen

---

- der Richtlinie 2010/44/EU der Kommission vom 1. Juli 2010 zur Durchführung der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf Bestimmungen über Fondsverschmelzungen, Master-Feeder-Strukturen und das Anzeigeverfahren (ABl. L 176 vom 10.7.2010, S. 28, L 179 vom 14.7.2010, S. 16).

einer Tätigkeit von Beratung und Vermittlung im Gegensatz zum WpHG vornimmt. Eine weitere Detaillierung erfolgte durch die Finanzanlagenvermittlervverordnung (FinVermV).<sup>19</sup> Ob diese weitgefassete Privilegierung mit der MIFID vereinbar ist, wurde in diesem Zusammenhang nicht geprüft, auch wenn die getroffene Regelung rechtlich bedenklich erschien. Aber die Zweifel wurden nicht weiter betrachtet, zumal mit den anstehenden Beratungen zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie ohnehin zeitnah Korrekturen anstanden.<sup>20</sup>

Mit dem neuen Recht ändern sich die bestehenden Erlaubnisbedingungen für die Tätigkeit im Rahmen der GewO und diese werden restriktiv. Ohne den Nachweis der Zuverlässigkeit, geordneter Vermögensverhältnisse, dem Nachweis einer Haftpflichtversicherung und ausreichender Sachkunde kann die Tätigkeit nicht aufgenommen werden. Die Erlaubnis kann sich auf die Anlageberatung oder –vermittlung bei privilegierter Tätigkeit unter der GewO erstrecken, ohne dass hierzu gesonderte Vorgaben bestehen. Die erteilte Erlaubnis bezieht sich allein auf den Umfang des gewählten Produktspektrums, dessen Kenntnis und im Rahmen der Sachkundeprüfung nachzuweisen ist.

Der Gesetzgeber geht wie im WpHG davon aus, dass die Beratung nicht als eigenständige (Haupt-)Leistung angeboten wird, sondern eher als Neben- oder Vorleistung zu einer Produktempfehlung, und daher in einer Produktvermittlung mündet.

#### **4.3.3 Drittes Gesetzgebungsvorhaben (Einführung eines Kapitalanlagegesetzbuchs im Zuge der Umsetzung der AIFM-Richtlinie<sup>21</sup> und Honoraranlageberatungsgesetz<sup>22</sup>)**

Es wurde bereits oben angemerkt, dass mit dem ab dem 1.1.2013 geltenden Finanzanlagenvermittlerrecht – im Zusammenhang mit dem Vermögensanlagegesetz – eine Regelung getroffen worden war, die nicht zwingend mit der MIFID in Übereinstimmung zu bringen war. Anpassungen sollten im Zusammenhang mit der Umsetzung einer weiteren Richtlinie erfolgen, die den Begriff der kollektiven Kapitalanlagen, sog. Organismen für gemeinsame Anlagen (kurz OGA), einer erweiterten Regelung auf EU-Ebene anstrebte. Solche Regeln bestanden bisher bereits für solche OGA, die auf Wertpapierbasis konstruiert (sog. OGAW) und die in Deutschland durch das InvG geregelt waren. Darüber hinaus wurden am Markt gänzlich andersartige Kapitalanlagen gehandelt, die ggf. teilweise sich auf Wertpapieren gründeten, aber auch andere Beteiligungsformen umfassten und zudem Kredite beinhalteten, die sich im Zuge der ‚great recession‘ als risikoreich erwiesen hatten, so dass weitergehende Regelungen erwünscht waren.

Dem wachsenden Markt von OGAs Rechnung tragend, die sich nicht ausschließlich auf Wertpapieren gründen und als sog. alternative Investmentfonds bezeichnet werden, hielt es die EU für erforderlich, ein dem Regelwerk für OGAWs entsprechendes Regelwerk zu schaffen. Dies geschah mit der AIFM-Richtlinie, die bis Juli 2013 in deutsches Recht zu transformieren war.

---

<sup>19</sup> Verordnung vom 2.5.2012 (Bundesgesetzblatt Jahrgang 2012 Teil I Nr. 19, 9. Mai 2012).

<sup>20</sup> Mit der Regelung, dass Kapitalanlagen nach dem VermAnlG als Finanzinstrumente zu betrachten sind, wurden auch diese der MIFID unterstellt, so dass für den Fall einer Privilegierung nach Artikel 3 die dort gültigen Bestimmungen zu betrachten sind. Dieser Artikel 3 eröffnet die Option, eine Privilegierung unter Voraussetzungen vorzusehen. Da aber alle Kapitalanlagen nach dem VermAnlG der Privilegierung im nationalen Recht unterlagen, entstand hier ein Widerspruch zu den EU-Bestimmungen.

<sup>21</sup> Gesetz vom 4.7.2013 (Bundesgesetzblatt Jahrgang 2013 Teil I Nr. 35, 10. Juli 2013).

<sup>22</sup> Gesetz vom 15.7.2013 (Bundesgesetzblatt Jahrgang 2013 Teil I Nr. 38, 18. Juli 2013).

Im Zuge einer kollektiven Kapitalanlage wird im Fall eines OGA Eigenkapital bereitgestellt und ein gemeinsames Anlageobjekt erworben, an dessen Ergebnis die Anleger beteiligt sind. Das Anlageobjekt kann eine Institution sein (interne Verwaltung) oder eine Institution wird durch die Anleger beauftragt (externe Verwaltung), das erworbene Objekt zu verwalten. Gegenstand der Vereinbarungen kann auch sein, dass der Verwalter gegen die Sicherheit des Objektes Kredite aufnehmen kann, die ggf. auch eine Schuldverpflichtung der Anleger begründen. Das Anlagerisiko kann daher über die Bereitstellung von Eigenkapital hinausgehen. Es bestimmt sich durch das Objekt selbst, das entweder aus vielen, unterschiedlichen Anlagekomponenten (unterschiedliche Anlageklassen und Anlageverwalter / Emittenten) zusammengefügt sein kann, für die ein mehr oder weniger liquider Markt besteht, so dass eine zeitnahe Liquidation der Anlage zu Marktbedingungen erfolgen kann, oder es besteht aus einem Objekt oder wenigen Objekten, die nicht weiter in Komponenten zerlegbar sind und für die auf eine bestimmte Frist kein liquider Markt besteht.

Da eine genaue Abgrenzung schwierig ist, entschloss sich der Gesetzgeber, ein einheitliches Kapitalanlagegesetzbuch KAGB zu schaffen, das alle kollektiven Kapitalanlagen umfasst und in das auch das InvG integriert wurde. Noch bei der Umsetzung der MIFID in deutsches Recht wurde der Begriff OGA eng ausgelegt und bezog sich allein auf OGAW.<sup>23</sup> Diese enge Auslegung hatte auch Folgen für die Ausnahmeregelung der MIFID nach Artikel 3, in der die Bedingungen für eine Privilegierung von Beratern und Vermittlern auf nationaler Ebene bestimmt wurde, die sich auf OGA beschränken. Vermögensanlagen nach dem VermAnlG waren nach dieser Auffassung weder Finanzinstrumente noch OGA und insoweit nicht von der MIFID betroffen. Dies änderte sich, als diese Vermögensanlagen als Finanzinstrumente aufgefasst und damit auch der MIFID unterworfen wurden. Die erforderliche Korrektur am VermAnlG erfolgte damit im Zusammenhang mit der Umsetzung des AIFM-UmsG.<sup>24</sup>

Nachdem die Beratung zu Kapitalanlagen im Zuge der MIFID als erlaubnispflichtiges Geschäft bestimmt wurde, ergab sich die Notwendigkeit, die Pflichten einer solchen Tätigkeit zu präzisieren. So

---

<sup>23</sup> Siehe dazu die Stellungnahme des Verbandes geschlossener Fonds zum Vorschlag für eine Richtlinie des europäischen Parlaments und des Rates über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinie 2004/39/EG und 2009/.../EG (KOM [2009] 207) vom 23.11.2009, Seiten 4-5: „Es ist unklar, ob deutsche geschlossene Fonds bzw. deren Manager in den Anwendungsbereich der AIFM-Richtlinie fallen. Damit geschlossene Fonds in den Anwendungsbereich der AIFM-Richtlinie fallen, müssten sie AIF sein. Nach Art. 3 a) ist ein AIF jeder Organismus für gemeinsame Anlagen einschließlich seiner Anlagezweige, dessen Zweck in gemeinsamen Anlagen besteht und der nicht nach Art. 5 der OGAW-Richtlinie zugelassen werden muss. Unklar ist dabei, was unter einem Organismus für gemeinsame Anlagen (OGA) zu verstehen ist. Eine europäische Definition des OGA-Begriffs ist bisher nicht ersichtlich. Der deutsche Gesetzgeber versteht unter Anteilen an OGA ausschließlich Anteile an Investment-Sondervermögen im Sinne des Investmentgesetzes. Dies ergibt sich aus dem geltenden § 2 Abs. 1 Satz 2 WpHG, durch den der OGA-Begriff der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (93/22/EWG, dort Anhang, Abschnitt B, 1.b)) in nationales Recht umgesetzt wurde. Vermögensanlagen im Sinne des § 8f Abs. 1 VerkProspG, also geschlossene Fonds, werden ausdrücklich nicht als OGA aufgefasst (vgl. S. 7 der Begründung des Gesetzesentwurfs der Bundesregierung v. 15.11.2006, BT-Drucks. 16/4028 v. 12.01.2007). Aus dieser Sicht muss bezweifelt werden, ob deutsche geschlossene Fonds unter Art. 3 a) fallen und damit im Anwendungsbereich der AIFM-Richtlinie wären. Ob das deutsche Verständnis dem des europäischen Richtliniengebers entspricht, ist bisher nicht geklärt.“

<sup>24</sup> Die Anpassungen der Gesetze, bspw. KWG, WpHG, InvG, VermAnlG, GewO, wurden mit dem AIFM-UmsG vollzogen. Die Veränderungen der darauf Bezugnehmenden Verordnungen, wie die WpDVerOV oder die FinVermV, stehen noch aus. Zu den Vorstellungen des Gesetzgebers ist b.a.w. der Gesetzesentwurf aus dem Dezember 2012, insb. Artikel 27 Abs. 5 und Abs. 11 heranzuziehen.

sollte eine Beratung, die gegen ein vom Kunden aufzuwendendes Honorar erbracht wird, von einer Beratung, die sich aus Vermittlungen und daraus folgenden Zuwendungen finanziert, unterschieden werden. Der Honorar-Berater sollte gänzlich auf der Seite der Kunden stehen und daher sollte er keinem Anreiz aus einer mit der Beratung verbundenen Vermittlungstätigkeit ausgesetzt sein. Vergleichbare Überlegungen bestanden auch mit Hinblick auf den Kredit- und Versicherungssektor. Zur Verbesserung des Verbraucherschutzes verfolgte die Regierung das Ziel, die Honorarberatung zu Finanzprodukten generell zu stärken und dazu einen rechtlich klar definierten Raum zu schaffen. Dazu hatte das BMELV am 13.7.2011 ein Eckpunktepapier vorgelegt.<sup>25</sup> Von der großen Absicht wurde bisher jedoch nur ein kleiner Teil realisiert, der sich auf die Anlageberatung bezieht und ein Geschäftsmodell definiert, das die Anlageberatung ausschließlich im Kundeninteresse und gegen ein vom Kunden aufzuwendendes Honorar bestimmt. So ist es dem Honorar-Berater verboten, Zuwendungen anzunehmen, und, lässt sich dies aus Marktgegebenheiten nicht verhindern, so sind diese an den Kunden auszukehren. Auch ist der Honorar-Berater verpflichtet, sofern er Empfehlungen zu Finanzprodukten ausspricht, diese aus dem Marktangebot (hinreichende Auswahl) abzuleiten.

#### **4.3.3.1 AIFM-UmsG**

Ziel der Richtlinie war es, gemeinsame Anforderungen für die Zulassung von und die Aufsicht über Verwalter alternativer Investmentfonds (AIF) festzulegen, um für den Umgang mit damit zusammenhängenden Risiken für Anleger und Märkte in der Union ein kohärentes Vorgehen zu gewährleisten.

Darüber hinaus wurde auf europäischer Ebene der Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates vom 7. Dezember 2011 über Europäische Risikokapitalfonds (Institutionelles Dossier: 2011/0417 (COD)) und der Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates vom 7. Dezember 2011 über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum (Institutionelles Dossier: 2011/0418 (COD)) verhandelt. Ziel dieser EU-Verordnungen ist es, durch einen EU-einheitlichen Rahmen den Kapitalfluss an kleinere und mittlere Unternehmen bzw. Sozialunternehmen zu verbessern. Da die EU-Verordnungen ebenfalls am 22. Juli 2013 in Kraft treten sollen, wurden im nationalen Recht die für die Anwendung dieser Verordnungen notwendigen Regelungen geschaffen.

Durch das AIFM-UmsG wurde ein Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) geschaffen, in welches sämtliche der oben genannten europäischen Regulierungsmaßnahmen aufgenommen mit den Regelungen zu OGAW zusammengefügt wurden. Im Kapitalanlagegesetzbuch wird die somit AIFM-Richtlinie umgesetzt und es werden damit auch die Regelungen aufgenommen, die für die Anwendung der Europäischen Verordnung über Risikokapitalfonds und der Europäischen Verordnung über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum erforderlich sind. Auf diese Weise entsteht in Deutschland ein konsistentes Recht für kollektive Kapitalanlagen, das deshalb besonders wichtig ist, weil AIF auch zu einem großen Teil privaten Anlegern angeboten werden und dies auch ein Spezifikum des deutschen Marktes innerhalb der EU darstellt. Die AIFM-Richtlinie regelt zunächst die Verwalter von AIF für professionelle Anleger.<sup>26</sup> Daneben steht es den Mitgliedstaaten frei, diesen Verwaltern auch das An-

---

<sup>25</sup> „Eckpunkte für eine gesetzliche Regelung des Berufsbildes der Honorarberatung“, Veröffentlichung des BMELV, 13.7.2011.

<sup>26</sup> Professioneller Anleger ist jeder Anleger, der im Sinne der MIFID als ein professioneller Kunde angesehen wird oder auf Antrag als ein professioneller Kunde behandelt werden kann.

gebot von speziellen AIF, sog. Publikums-Investmentvermögen, auch als Anlagemöglichkeit für Privatanleger zuzulassen. Soweit die Mitgliedstaaten von dieser Möglichkeit Gebrauch machen, gelten die Vorschriften der AIFM-Richtlinie als Mindeststandards. Die AIFM-Richtlinie stellt es den Mitgliedstaaten frei, sowohl für die Manager von Publikums-AIF als auch für die Publikums-AIF selbst strengere Regelungen aufzustellen.

Die Kapitalanlagen nach dem KAGB sind dem Begriff der Finanzinstrumente untergeordnet und werden daher von der MIFID erfasst. Durch das AIFM-UmsG wurden die Grenze zwischen kollektiven Kapitalanlagen nach dem InvG und anderen Kapitalanlagen nach dem VermAnlG neu gezogen. Die kollektiven Kapitalanlagen nach dem VermAnlG wurden nun dem KAGB zugeordnet und sind nicht mehr durch das VermAnlG geregelt.

Das KAGB ist hinsichtlich seiner Struktur dem InvG nachgebildet und integriert die EU-Regelungen, die zu OGA, die nicht als OGAW qualifiziert sind und die als AIF bezeichnet werden. Die Regelungen setzen an den Organen auf, die solche Investmentvermögen verwalten und bestimmen Anforderungen an die Transparenz dieser Kapitalanlagen wie auch deren Verwaltung. Diese Organe unterstehen nun der Aufsicht.<sup>27</sup> Als übergreifender Begriff für kollektive Kapitalanlagen wird der Begriff Investmentvermögen verwandt. Dieser wird als ein Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren, verstanden.<sup>28</sup> Somit dient dieses Merkmal zum einen der Abgrenzung gegenüber individueller Portfolioverwaltung und Treuhandsachverhalten, bei welchen keine gemeinsamen Vermögensmassen gebildet werden, sondern ein Anleger eine individuelle Ermächtigung erteilt, und zum anderen der Abgrenzung gegenüber eigenwirtschaftlichen Sachverhalten.

Ein OGA verfolgt damit eine festgelegte Anlagestrategie und diese kann mit unterschiedlich großen Risiken verbunden sein. Im Fall von Kapitalanlagen nach dem InvG wird der Grundsatz der Risikomischung verfolgt.<sup>29</sup> Risikomischung bedeutet, dass zwar das Anlagerisiko durch Aufteilung auf unterschiedliche Emittenten reduziert wird (Risikostreuung), nicht aber, dass gleichartige Risiken (bspw. Branchenrisiken bei Aktienfonds) durch Diversifikation zu begrenzen sind. Vergleichbare Verpflichtungen bestehen für AIF jedoch nicht. Ein AIF ist somit ein spezielles Investmentvermögen, das kein OGAW ist. Im Sinn des KAGB wird ein geschlossenes Investmentvermögen von offenen Investment-

---

<sup>27</sup> Sonderregeln gelten für AIF-Manager mit geringen Anlagevolumen (€ 500 Mio. ohne Kreditaufnahme oder €100 Mio. im Fall der Kreditaufnahme). Es bleibt abzuwarten, ob sich hier ein Spielplatz für bedenkliche Finanzprodukte eröffnet.

<sup>28</sup> Investmentvermögen ist jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren und der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist (§1 Abs. KAGB).

<sup>29</sup> BAFIN-Rundschreiben 14/2008 zum Begriff Risikomischung: Die Ausgestaltung des Vermögens muss nach seinem objektiven Geschäftszweck auf die Risikomischung gerichtet sein. Eine Risikomischung liegt regelmäßig vor, wenn das Vermögen zum Zwecke der Risikostreuung in mehr als drei Vermögensgegenständen mit unterschiedlichen Anlagerisiken angelegt ist. Das Halten der Vermögensgegenstände muss Anlagezwecken und nicht etwa der Unterhaltung von Liquidität dienen. Demgemäß genügt die zufällige Herbeiführung einer Risikomischung nicht, wenn für die Bildung und Zusammensetzung des Vermögens auch andere Überlegungen als die Herbeiführung einer Risikomischung maßgebend sind. Der Grundsatz der Risikomischung gilt nach § 2 Abs. 8 Satz 2 InvG auch dann als gewahrt, wenn das Vermögen in nicht nur unerheblichem Umfang Anteile an einem oder mehreren anderen Vermögen enthält und diese anderen Vermögen unmittelbar oder mittelbar nach dem Grundsatz der Risikomischung angelegt sind.“

vermögen abgegrenzt. Offene Investmentvermögen sind OGAW und AIF, deren Anteile mindestens einmal jährlich liquidiert werden können.

Das KAGB unterscheidet zwischen Publikums-Investmentvermögen, die als Sondervermögen („offener Investmentfonds“), in Form der Investment-AG (offen mit variablem Kapital oder geschlossen mit fixem Kapital) oder der (offenen oder geschlossenen) Investment-KG im Inland aufgelegt werden können, und Spezial-AIF, die in offener oder geschlossener Form im Inland errichtet werden dürfen. Spezial-AIF dürfen nur professionellen und semiprofessionellen Anlegern angeboten werden.<sup>30</sup> Die Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken (nach § 112 InvG) wurden den Spezial-AIF (§ 283 KAGB) zugeordnet.

Von besonderem Interesse sind die deutschen Regelungen, die das Anbieten von Investmentvermögen, insb. AIF, an private Anleger als sog. Publikums-Investmentvermögen erlauben, zumal die AIFM-Richtlinie strengere Regeln für diesen Fall als zulässig erklärt.<sup>31</sup> Anzumerken ist, dass sich keine großen Änderungen für OGAW im Zuge der Integration des InvG in das KAGB ergeben, sieht man von Regelung für offene Immobilienfonds einmal ab. Entscheidend sind die Bestimmungen, die sich für die Verwaltung inländischer AIF ergeben, die privaten Anlegern angeboten werden (Kapitel 2 KAGB

---

<sup>30</sup> Die von der MIFID vorgegebene Unterteilung professioneller Anleger und privater Anleger erwies sich in Deutschland als zu grob, so dass eine weitere Anlegerkategorie von besonders qualifizierten privaten Anlegern geschaffen wurde, die als semi-professionelle Anleger bezeichnet werden gelten. Ein semi-professioneller Anleger ist ein Anleger,

- i. der sich verpflichtet, mindestens 200 000 Euro zu investieren,
- ii. der schriftlich in einem vom Vertrag über die Investitionsverpflichtung getrennten Dokument angibt, dass er sich der Risiken im Zusammenhang mit der beabsichtigten Verpflichtung oder Investition bewusst ist,
- iii. dessen Sachverstand, Erfahrungen und Kenntnisse die AIF-Verwaltungsgesellschaft bewertet, ohne von der Annahme auszugehen, dass der Anleger über die Marktkenntnisse und -erfahrungen der in Anhang II Abschnitt I der Richtlinie 2004/39/EG (d.h. MIFID) genannten Anleger verfügt,
- iv. bei dem die AIF-Verwaltungsgesellschaft unter Berücksichtigung der Art der beabsichtigten Verpflichtung oder Investition hinreichend davon überzeugt ist, dass er in der Lage ist, seine Anlageentscheidungen selbst zu treffen, und die damit einhergehenden Risiken versteht und dass eine solche Verpflichtung für den betreffenden Anleger angemessen ist, und
- v. dem die AIF-Verwaltungsgesellschaft schriftlich bestätigt, dass sie die unter iii genannte Bewertung vorgenommen hat und die unter iv genannten Voraussetzungen gegeben sind.

<sup>31</sup> Aus der AIFM-Richtlinie: „Die Mitgliedstaaten sollten den Vertrieb aller oder bestimmter Arten der von AIFM verwalteten AIF an Kleinanleger in ihrem Hoheitsgebiet gestatten können. Gestattet ein Mitgliedstaat den Vertrieb bestimmter Arten von AIF, so sollte der Mitgliedstaat eine Einzelfallbewertung vornehmen, um festzustellen, ob ein bestimmter AIF als ein AIF betrachtet werden sollte, der an Kleinanleger in seinem Hoheitsgebiet vertrieben werden darf. .... sollten die Mitgliedstaaten ... als Voraussetzung .... die AIF und AIFM strengeren Anforderungen unterwerfen können als AIF, die an professionelle Anleger in ihrem Hoheitsgebiet vertrieben werden, wobei es keine Rolle spielt, ob der Vertrieb solcher AIF auf nationaler Ebene oder grenzüberschreitend erfolgt. Gestattet ein Mitgliedstaat den Vertrieb von AIF an Kleinanleger in seinem Hoheitsgebiet, sollte diese Möglichkeit den AIFM, die die AIF verwalten, unabhängig davon offenstehen, in welchem Mitgliedstaat sie ihren Sitz haben; ferner sollten die Mitgliedstaaten grenzüberschreitend vertriebene EU-AIF mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat keinen strengeren oder zusätzlichen Anforderungen unterwerfen als im Inland vertriebene AIF. Zudem sollten die AIFM .... bei der Beurteilung der Frage, ob ein bestimmter AIF für einen einzelnen Kleinanleger geeignet oder angemessen ist oder ob es sich um ein komplexes oder ein nicht komplexes Finanzinstrument handelt, jeglichen zusätzlichen Anforderungen Rechnung tragen.“



zu Publikums-Investmentvermögen) und die Bestimmungen für den Vertrieb von AIF an private Anleger, sofern diese in Inland oder Ausland aufgelegt sind (Kapitel 4, insb. Abschnitt 1, KAGB).

Das KAGB schafft hinsichtlich des Risikos kollektiver Kapitalanlagen eine neue Grundlage.<sup>32</sup> Im Sinn des InvG war ein nach dem Grundsatz der Risikomischung gestaltet. Diese konstituierende Bestimmung fehlt im KAGB. Das KAGB unterteilt die Investmentvermögen in solche, die als (offene oder geschlossene) Publikums-Investmentvermögen, und andere, die als (offene oder geschlossene) Spezial-AIF (unter Einschluss von OGAW) konzipiert sind. Generell werden Spezial-AIF als risikoreicher angesehen und dürfen daher nur professionellen und semi-professionellen Anlegern angeboten werden.

Um die Risiken von Publikums-Investmentvermögen zu begrenzen, sind diese nach dem Grundsatz der Risikomischung zu gestalten (offene AIF gem. § 214 KAGB und geschlossene AIF gem. § 262 KAGB). Dieser Grundsatz, der noch der OGAW-Richtlinie zugrunde lag, findet sich im KAGB ansonsten nicht wieder.<sup>33</sup> Dies wird neuerdings wie folgt kommentiert: „Dieser Bedeutungswandel trägt letztlich dem Umstand Rechnung, dass sich die OGAW-Richtlinie ... und das Investmentgesetz immer stärker vom Leitbild des risikoscheuen Kleinanlegers getrennt und sich dem institutionellen oder semi-institutionellen Anleger geöffnet haben.“<sup>34</sup>

Im Prinzip werden privaten Anlegern damit nach dem KAGB inländische Kapitalanlagen angeboten, die risikogemischt sind, weil dies im Fall von Sondervermögen gängige Praxis auf der Grundlage des alten InvG ist, oder weil dies im Fall von AIF so im KAGB verpflichtend geregelt wurde. Wird im Fall von AIF (nach § 262 Abs. 2 KAGB) davon abgewichen, so sind zusätzliche Prüfungen der Angemessenheit, wie im Fall eines semi-professionellen Anlegers notwendig, der ein einen Spezial-AIF erwirbt. So hat der Anleger schriftlich zu erklären, dass er sich der Risiken im Zusammenhang mit der beabsichtigten Verpflichtung oder Investition bewusst ist. Die AIF-Verwaltungsgesellschaft hat Sachverstand, Erfahrungen und Kenntnisse des Anlegers zu bewerten und sich davon zu überzeugen, dass der Anleger in der Lage ist, seine Anlageentscheidungen selbst zu treffen, und die damit einhergehenden Risiken versteht und dass eine solche Verpflichtung für den betreffenden Anleger angemessen ist. Zudem hat sie schriftlich zu bestätigen, dass sie diese Bewertung vorgenommen hat und die genannten Voraussetzungen gegeben sind. Um diese erweiterte Angemessenheitsprüfung durchzuführen, wird sich die AIF-Verwaltungsgesellschaft der Mitwirkung des Vertriebs bedienen und ent-

---

<sup>32</sup> Das Risiko offener und geschlossener Investmentvermögen liegt nicht nur in der Wahl der Klassen von Vermögensgegenständen mit unterschiedlichem Risikoprofil und in der Übernahme von Emittentenrisiken, sondern auch im Liquiditätsrisiko. So sind offene Investmentvermögen, insb. OGAW, meist kurzfristig über geregelte Märkte zu liquidieren, während dies bei geschlossenen Investmentvermögen nicht der Fall ist. Letztere werden überwiegend am Primärmarkt – im Zuge der Emission – erworben, ohne dass ein professioneller Anleger die Emission begleitet und die Preise bewertet, so dass auch ein besonderes Risiko der Preisbewertung vorliegt.

<sup>33</sup> RICHTLINIE DES RATES vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (85/611/EWG): „Vorbehaltlich des Artikels 2 sind im Sinne dieser Richtlinie als OGAW diejenigen Organismen anzusehen, — deren ausschließlicher Zweck es ist, beim Publikum beschaffte Gelder für gemeinsame Rechnung nach dem Grundsatz der Risikostreuung in Wertpapieren und/oder anderen in Artikel 19 Absatz 1 genannten liquiden Finanzanlagen zu investieren,....“

<sup>34</sup> F. Dornseifer u.a., Kommentar zur AIFM-Richtlinie (2013).

sprechende Aufgaben delegieren. Als weitere Hürde wird eine Mindestanlagesumme von €20.000 bei solchen Investmentvermögen verlangt.

Wenn nun ausländische Investmentvermögen privaten Anlegern angeboten werden, so gelten die Bestimmungen nach Kapitel 4 Abschnitt 1 §§293ff KAGB, die keine Einschränkungen hinsichtlich der Risikomischung beinhalten.<sup>35</sup> Sofern es sich um OGAW handelt, die den EU-Richtlinien unterliegen, so ist die Risikomischung ebenso Folge der gängigen Praxis und EU-Bestimmungen.

Wenn aber künftig kollektive Kapitalanlagen immer risikoreicher gestalten werden dürfen, so kommt dem Vertrieb zunehmende Bedeutung zu, privaten Anlegern diese Produkte zu erläutern und bei der Empfehlung auf die Geeignetheit oder Angemessenheit hinzuweisen.

Es wäre auch denkbar gewesen, die Pflichten stärker am Risikogehalt der Investmentvermögen festzumachen und daran die Voraussetzungen für den Vertrieb zu knüpfen, wie dies bspw. bei der MIFID-Umsetzung erfolgte. Seinerzeit wurde bestimmt, dass offene Investmentvermögen (Sondervermögen) mit zusätzlichen Risiken nicht vom gewerblichen Vertrieb angeboten werden dürfen, weil dafür die erforderlichen Voraussetzungen nicht angenommen werden konnten. Dieses Prinzip aufgreifend wäre es sinnvoll gewesen, alle Investmentvermögen mit zusätzlichen Risiken von der Privilegierung auszuschließen und ggf. generell erhöhte Anforderungen an den Vertrieb zu stellen, bspw. eine „erweiterte Angemessenheitsprüfung“. Dies hätte aber verlangt, im KAGB das Konzept der Risikobegrenzung (Mischung, Streuung) auszugestalten und für risikoreichere Investmentvermögen zusätzliche Anforderungen zu definieren. Diesen Überlegungen wurde nicht gefolgt, auch weil das Prinzip der Risikomischung nicht als konstituierendes Merkmal von Investmentvermögen in Betracht gezogen wurde.

Stattdessen kam es aber bei inländischen Publikums-Investmentvermögen zu folgender Regelung:

Offene Investmentvermögen dürfen Anlegern unter dem WpHG wie der GewO angeboten werden, nicht aber solche mit erhöhten Risiken (Hedgefonds gem. §283 KAGB), die eine WpHG-Erlaubnis des Anbieters voraussetzen.

Dies gilt entsprechend für geschlossene Investmentvermögen. Unter diesen finden sich auch solche, die höhere Risiken haben, etwa weil sie nicht nach dem Prinzip der Risikomischung konstruiert sind (§262 Abs.2 KAGB). Solche aber wurden nicht vom gewerblichen Vertrieb ausgeschlossen, sondern es besteht die Regelung, dass diese allen Anlegern angeboten werden dürfen, sofern bei diesen den semi-professionellen Anlegern vergleichbare Voraussetzungen (erweiterte Angemessenheit) bestehen und diese mindestens € 20.000 in dem Investmentvermögen anlegen. Die gleiche Einschränkung gilt auch für spezielle Investmentvermögen, die als Risikokapitalfonds (§ 337 KAGB) oder Fonds für soziales Unternehmertum (§ 338 KAGB) bezeichnet werden, bei denen jedoch die Anlagesumme mindestens € 100.000 anzulegen sind.

Die Abgrenzung zwischen dem KAGB und dem VermAnlG berührt die Frage, was kollektive Kapitalanlagen nach dem KAGB sind und was andere Kapitalanlagen sind, die weder als Wertpapiere gelten

---

<sup>35</sup> Diese Bestimmung gilt bisher – überraschend – nur für inländische Investmentvermögen und erklärt sich nur, weil ausländische geschlossene Investmentvermögen bisher kaum in Deutschland angeboten werden. Zudem scheint dieser Markt im Ausland sich auf professionelle Anleger zu beschränken.

und auch nicht als kollektive Kapitalanlagen zu qualifizieren sind. Wenn aber kollektive Kapitalanlagen durch das KAGB umfassend geregelt sind, so können Kapitalanlagen nach dem VermAnlG weder als kollektive Kapitalanlagen gelten noch als Wertpapiere betrachtet werden. So sind Kapitalanlagen nach dem VermAnlG nicht in Wertpapieren im Sinne des Wertpapierprospektgesetzes verbriefte und nicht als Anteile an Investmentvermögen im Sinne des § 1 Absatz 1 KAGB ausgestaltete

- Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren,
- Anteile an einem Vermögen, das der Emittent oder ein Dritter in eigenem Namen für fremde Rechnung hält oder verwaltet (Treuhandvermögen),
- Genussrechte und
- Namensschuldverschreibungen.

Für eine gewerberechtliche Privilegierung im Zuge der Ausnahmeregelung der MIFID kommen solche Kapitalanlagen aber nur dann in Frage, wenn Aufträge an Unternehmen übermittelt werden, die - entweder nach dem KWG oder WpHG - über eine Erlaubnis verfügen und diese Aufträge sich entweder auf (übertragbare) Wertpapiere oder OGAs beziehen. Demzufolge ist eine Privilegierung für Kapitalanlagen nach dem VermAnlG nach EU-Recht unzulässig. So steht auch weiterhin eine Einschränkung der Privilegierung des Anbietens von Kapitalanlagen nach dem VermAnlG im Fall einer gewerberechtlichen Erlaubnis nach §34f Abs. 1c im WpHG noch aus, um die Konformität mit der MIFID sicherzustellen.

#### **4.3.3.2 Honoraranlagenberatungsgesetz**

Mit dem Honorarberatergesetz wurden nun zwei Formen der Anlageberatung konstituiert, die zum 1.8.2014 wirksam werden. Die Anlageberatung ist erlaubnispflichtig und durch die MIFID wurden die Vorgaben zur Vergütung des Anlageberaters lediglich in der Form bestimmt, dass dieser Zuwendungen nur unter eingeschränkten Voraussetzungen annehmen kann. Der Anlageberater kann unter diesen Voraussetzungen also von Dritten im Zuge von Vermittlungen finanziert werden, die Vereinbarung eines Honorars ist ihm aber nicht verwehrt. Neben dieser Form der Anlageberatung, die eine Option auf eine Honorarvereinbarung eröffnet, wurde nun eine zweite Form kreiert, die eine Pflicht zur Honorarvereinbarung zur Folge hat. Für diese zweite Form wurden die Bezeichnungen Honoraranlagenberater und Honorar-Finanzanlagenberater geschaffen. Die erste Bezeichnung kennzeichnet den Anlageberater, der ausschließlich gegen ein von Kunden aufzuwendendes Honorar und mit einer WpHG-Erlaubnis tätig ist. Die zweite Bezeichnung gilt für den entsprechenden Anlageberater, der auf der Grundlage des Gewerberechts arbeitet. Neben dieser Bestimmung hat die erste Form der Anlageberater das Recht, empfangene Zuwendungen an Kunden auszukehren, während die zweite Form diesbezüglich verpflichtet ist.

Die im Zuge der Tätigkeit zu beachtenden Vorschriften unterscheiden sich insoweit, als der Anlageberater mit Honoraroption bei Produktempfehlungen der Pflicht zur Aufklärung über Einschränkungen und Auswahlkriterien bezüglich Finanzinstrumenten und Anbietern unterliegt, wenn er mit einer WpHG-Erlaubnis arbeitet, und die Pflicht zur Aufklärung über die Anbieter von Finanzinstrumenten zu erfüllen hat, wenn er mit einer Erlaubnis nach GewO tätig ist. Der Honorar-Anlagenberater oder Honorar-Finanzanlagenberater muss dagegen seine Empfehlung auf der Grundlage einer hinreichenden Anzahl von auf dem Markt angebotenen Finanzinstrumenten und nicht auf verbundene Unternehmen beschränkt abgeben. Einzelfragen zum Honorar-Finanzanlagenberater sind noch zu klären. Dazu ist die Verordnung bzw. Änderung der FinAnlV gem. GewO §34g abzuwarten. Sofern es also im Zusammenhang mit der Tätigkeit eines Honorar-Finanzanlagenberaters zum Angebot von Finanzpro-

dukten kommt, ist die MIFID bezüglich der Privilegierung gem. Artikel 3 heranzuziehen. Im Zuge der Überarbeitung der Verordnung ist also zu prüfen, ob die MIFID-Konformität besteht; denkbar wäre es, dass dann auch die Zweifel an der Konformität für den Fall der Berater und Vermittler gem. §34f ausgeräumt werden.

Die Zuteilung der Honorarberatung als optionale Form oder als pflichtgemäße Ausführung wurde durch den Gesetzgeber im Gesetzentwurf wie folgt begründet. „Anlageberatung wird in Deutschland derzeit hauptsächlich in Form der provisionsgestützten Anlageberatung erbracht und nachgefragt. In dieser Form wird die Dienstleistung Anlageberatung regelmäßig durch Zuwendungen vergütet, die der Anlageberater von Anbietern oder Emittenten der Finanzprodukte erhält. Dieser Zusammenhang ist den Kunden trotz der bestehenden gesetzlichen Pflicht zur Offenlegung von Zuwendungen häufig nicht bewusst. Durch eine gesetzliche Ausgestaltung der honorargestützten Anlageberatung soll mehr Transparenz über die Form der Vergütung der Anlageberatung geschaffen werden, so dass sich ein Kunde künftig bewusst für die provisionsgestützte Anlageberatung oder für die nichtprovisionsgestützte Honorar-Anlageberatung entscheiden kann.“ Es bestehen jedoch große Zweifel, dass mit der neuen Regelung dieses Ziel erreicht wird. So wünschenswert es auch ist, dass mit der Honorarberatung ein neues Geschäftsmodell sich im Markt durchsetzt, das zur Einebnung der Informationsasymmetrien beiträgt, so bestehen doch Barrieren durch zunehmende Intransparenz und mangelnde Unterscheidbarkeit beider Honorarformen. Wie auch der Versicherungsberater sich im Markt nicht durchsetzt, weil der Makler als vorteilhafteres Geschäftsmodell sich überlegen zeigt, so dürften bei den Beratern im Anlagebereich entsprechenden Folgen eintreten.

Die MIFID steht zur Überarbeitung an. Seit dem Oktober 2011 liegt der Entwurf der EU-Kommission zur Neufassung der Richtlinie vor. Das EU-Parlament befasste sich zuletzt im Oktober 2012 mit dem Vorschlag und unterbreitete Änderungsanträge. Unter anderem soll das Beratungsverständnis erweitert werden und auch Vorgänge umfassen, die im Zusammenhang mit neu emittierten Kapitalanlagen (Primärmarkt) durch den Emittenten stehen. Außerdem ist geplant, die Bestimmungen zur Vergütung von Finanzdienstleistungen zu präzisieren und zu verhindern, dass daraus Interessenkonflikte begünstigt werden. Insoweit wurde das Honoraranlagenberatungsgesetz auch so verstanden, die Überlegungen zur Vergütung, wie sie im Entwurf der MIFID-Neufassung vorliegen, vorwegzunehmen. Allerdings sei hier angemerkt, dass sich die Gesetzgebung stark an den Bestimmungen zur Versicherungsvermittlung und der diesbezüglichen EU-Richtlinie IMD orientierte, deren Umsetzung in Deutschland wegen des seinerzeit bestehenden uneingeschränkten Provisionsabgabeverbots eine problematische Separierung der Geschäftsmodelle von Beratern, Maklern und gebundenen Vermittlern (Vertreter) zur Folge hatte.

## **5. Darlegung der neuen Rechtslage**

Die Analyse der neuen Rechtslage soll vor dem Hintergrund der Marktsituation, beobachteter Defizite und gewohnter Prozesse der Interaktion von Verbrauchern mit Finanzinstitutionen vorgenommen werden. Verbraucher fragen Finanzprodukte nach und Kreditinstitute (hier als Gesamtheit unter Einschluss von Wertpapierfirmen und Vermögensverwaltern verstanden) sowie Versicherungsunternehmen bieten diese Produkte an. Für Verbraucher relevante Finanzprodukte sind Kapitalanlagen, Kredite und Versicherungen, die im Folgenden betrachtet werden.

Die neue Lage ergibt sich im Bereich der Kapitalanlagen durch

- i. erstens ein einheitliches Recht, das für kollektive Kapitalanlagen, sog. Investmentvermögen (OGA), gilt, seien diese als Wertpapiere verbrieft oder in anderer Weise konstruiert. Besonderheiten ergeben sich aus den Optionen zur Liquidierung der Kapitalanlage, so dass offene und geschlossene Investmentvermögen zu unterscheiden sind. Für diese Kapitalanlagen, wie auch andere in Form von Wertpapieren oder nach den Bedingungen des VermAnlG, gelten künftig die EU-Bestimmungen der MIFID, die in das WpHG übertragen wurden;<sup>36</sup>
- ii. und zweitens durch umfassende Pflichten zur Transparenz von Finanzprodukten, so dass die zwischen Anbietern und Nachfragern bestehenden Informationsasymmetrien reduziert werden.
- iii. und drittens durch eine Präzisierung der Rechte und Pflichten von Finanzdienstleistungsunternehmen, die Finanzprodukte vertreiben, also verkaufen oder vermitteln, oder dazu beraten. Dies hat zur Folge, dass die Geschäftsmodelle im Vertrieb von Finanzdienstleistungen wesentlich klarer konturiert sind;

Auch für Versicherungen (ii und iii) und Kredite (ii) wurden sich entsprechende Regelungen getroffen.

Die Komplexität der Produkte ist hoch, so dass Verbraucher beim Kauf derselben Beratung wünschen und die Finanzinstitutionen diese auch anbieten. Um den Verbraucherschutz zu verbessern, zeigte sich die Notwendigkeit, den Sachverhalt der Beratung gesetzlich näher zu bestimmen und Mindeststandards vorzugeben, um Verbrauchern hinreichende Transparenz zur Abgrenzung von eigenständiger Beratung und im landläufigen Sinn verstandener Beratung im Zusammenhang mit einer Vermittlung zu verschaffen. Dies ist mit der Umsetzung der EU-Richtlinien IMD und MIFID im Bereich von Kapitalanlagen und Versicherungen, nicht aber bei Krediten, bisher erfolgt.

Finanzinstitutionen verkaufen entweder selbst ihre Produkte im Markt oder bedienen sich anderer Unternehmen, die sich als Vermittler einbringen. Auch die Beratung kann von diesen Unternehmen selbst oder durch Dritte erbracht werden. Die Regelungen finden sich in Spezialgesetzen für Kreditinstitute (KWG, WpHG, KAGB - in dem das InvG aufgegangen ist - und VermAnlG sowie zugehörigen Verordnungen) und Versicherungsunternehmen (VAG, VVG sowie zugehörigen Verordnungen). Im Markt haben sich aber auch kleinere Unternehmen etabliert, die Teilfunktionen, insb. im Verkauf von Finanzprodukten, erbringen und die unter weniger rigiden Bedingungen tätig sind. Über viele Jahre bestand die Ansicht, dass die dafür geltenden gewerberechtlichen Regelungen vollkommen ausreichen und hinreichenden Verbraucherschutz bieten.

Diese Sichtweise war nach der Verabschiedung der EU-Richtlinien IMD und MIFID nicht mehr zu halten und hat zunächst zu großen Veränderungen im Versicherungsbereich geführt, die auch auf den Anlagebereich ausgedehnt wurden. In der Folge war zu beurteilen, durch welche dieser Unternehmen - unter privilegierten Bedingungen - eine Beratung und der Vermittlung erbracht werden darf. Generell gilt nun, dass die Auslagerung von mit einem Geschäftsabschluss verbundenen Aufgaben an

---

<sup>36</sup> Während bis 2011 ein großer Teil der Kapitalanlagen nicht als Finanzinstrument klassifiziert war und somit diese Produkte weitgehend freier Gestaltung unterlagen, so wurden die bis dahin als Finanzinstrumente geltenden Produkte nach den InvG zusammen mit anderen kollektiven Kapitalanlagen in einem neuen Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) zusammengefasst und andere nicht kollektive Kapitalanlagen ohne Wertpapiercharakter durch das VermAnlG reguliert.

einen Berater oder Vermittler dann möglich ist, wenn dieser über eine geeignete Erlaubnis verfügt und damit erweiterten gewerberechtlichen Bestimmungen unterliegt. Damit ergab sich eine Zweiteilung der rechtlichen Regeln, je nachdem die Tätigkeit (Beratung und/oder Vermittlung) von einer Finanzinstitution mit WpHG-Erlaubnis oder einem Berater oder Vermittler mit gewerberechtlicher Erlaubnis erbracht wird. Die gewerberechtlichen Bestimmungen bestehen nun sowohl im Versicherungsbereich wie im Anlagebereich, wobei im Versicherungsbereich Beratung und Vermittlung ausschließlich gewerberechtlich geregelt sind, während im Anlagebereich Regelungen des WpHG und der GewO zusammen wirksam sind. Entsprechend umfassende Regelungen im Kreditbereich stehen aber noch aus. Die Tätigkeit der Kreditvermittler ist einerseits durch die Erlaubnisbedingungen (KWG bzw. GewO §34 c) und durch Tätigkeitspflichten (KWG bzw. EinfG BGB Artikel 247 § 13) rudimentär bestimmt. Zu weitergehenden Plänen liegt ein Eckpunktepapier des BMELV vor.<sup>37</sup>

Die Regelungen sind entsprechend finanzieller Sektoren gegliedert, so dass für Versicherungen, Kapitalanlagen und Kredite unterschiedliche Bestimmungen wirksam sind. Für Finanzinstitutionen, die in der Regel ihren Kunden gegenüber die Beratung oder Vermittlung auf allen Sektoren anbieten, ergibt sich ein hoch komplexes Rechtsumfeld, das die Gestaltung einheitlicher Prozesse schwierig macht und so die verschiedenen Pflichten zur Intransparenz auf der Seite der Kunden beitragen. Das Ziel, durch höhere Transparenz den Verbraucherschutz zu verbessern, wird damit auf vielfältige Weise konterkariert.

Es seien daher zunächst die dafür maßgeblichen Unterschiede im Verständnis der Leistungen, insb. von Beratung und Vermittlung betrachtet, auf denen die einzelnen Pflichten der Anbieter begründet sind, die daran anschließend verglichen werden.

## **5.1 Unterschiede im Leistungsverständnis**

Die Komplexität der Finanzprodukte ist groß, so dass die überwiegende Zahl der Verbraucher ohne persönliche Erläuterung der Sachverhalte durch Finanzexperten in der Regel nicht auskommt, sieht man einmal von dem geringen Anteil (ca. 5%) von Verbrauchern ab, die sich alle Informationen selbst beschaffen und darauf vertrauen, diese auch korrekt auslegen zu können. Gut informierte Verbraucher bedienen sich bei direkt bei Finanzinstitutionen, die deren Aufträge ausführen. Weniger gut informierte Verbraucher, also ungefähr 95%, wenden sich an Unternehmen, vor allem Banken und Versicherungsunternehmen, aber auch andere Finanzinstitutionen, die ihnen Beratung – zumindest

---

<sup>37</sup> Das BMELV legte zur Honorarberatung am 13.7.2011 ein Papier mit dem Titel „Eckpunkte für eine gesetzliche Regelung des Berufsbildes der Honorarberatung vor. Mit der darauf basierenden Initiative soll eine einheitliche Regelung geschaffen werden, die sich auf die Beratung zu Kapitalanlagen (auch außerhalb des WpHG), zu Krediten und zu Versicherungen erstrecken soll. Sie soll sich weitgehend an den Bestimmungen zum Versicherungsberater orientieren. Entscheidend ist dabei die Festlegung, dass die Beratung (mit wirtschaftlichem Schwerpunkt als Hauptleistung) grundsätzlich nur gegen Honorar erbracht werden darf, also nicht mit einer Vermittlungs- oder Verkaufsentention verbunden werden kann, und rechtliche Sachverhalte als Nebenleistung angeboten werden dürfen. Die Bestimmungen sollen daher nicht in das RDG, sondern in die GewO eingefügt werden. Ungeklärt im bisher vorliegenden Konzept ist die Frage, wie ein Geschäftsmodell organisiert werden kann, dass (wirtschaftliche) Beratung und Vermittlung oder Verkauf bündelt und bei dem die Beratung gegen ein Honorar erbracht werden kann, obwohl aus der Folgetätigkeit ein wirtschaftlicher Nutzen entsteht. Dieses Geschäftsmodell ist unter dem WpHG möglich, verlangt aber volle Transparenz über den wirtschaftlichen Nutzen des Anbieters unter Einschluss der Möglichkeit, den Nutzen aus Vermittlung oder Verkauf auf ein verlangtes Honorar anzurechnen, wenn es nach der Beratung zu diesen Folgetätigkeiten kommt.

im landläufigen Sinn hier zu verstehen – anbieten. Beratung ist also für den großen Teil der Verbraucher wichtig. Ein besserer Verbraucherschutz kann also nur dann erreicht werden, wenn die Qualität dieser Beratung verbessert wird und die Interessenlage der Beratungsanbieter von Verbrauchern erkannt werden kann. Eine weitergehende Produktregulierung, d.h. die Verbesserung der Transparenz der Produkte durch Verkaufsunterlagen, kann allenfalls ergänzend hilfreich sein, denen deren Verständnis verlangt ein Grundlagenwissen, das häufig bei Verbrauchern nicht vorliegt.

Nun hat sich der Gesetzgeber darauf fokussiert, die Regulierung der Produkte anzugehen. So wurden unterschiedliche Vorschriften zur Information der Verbraucher, angefangen bei den Anforderungen an Prospekte, in denen die Vertragsbedingungen niedergelegt werden, aber auch zu den kurz gefassten Verbraucherinformationen (Produktinformationsblatt), die wesentliche Vertragsbestandteile zusammenfassen, inzwischen gesetzlich neu gefasst. Dass der eigenständig handelnde Verbraucher davon einen Vorteil haben wird, ist nicht zu bestreiten. Die Verbraucher aber, die ohnehin die Erläuterung aller Unterlagen im Zuge einer Beratung präferieren, werden davon nur dann profitieren, wenn ihre zu Rate gezogenen Berater durch die Vorschriften zu umfangreicheren und verständlicheren Erklärungen angeregt werden. Zumindest nimmt der Anreiz, dies auch zu tun, durch erweiterende Vorschriften der Haftung zu.

Zu wenig hat sich der Gesetzgeber mit der Regulierung der Prozesse befasst und durch die Zweiteilung im Anlagebereich, in Verbindung mit unterschiedlichen Regelungen in den drei für Verbraucher relevanten Sektoren Kapitalanlage, Kredit und Versicherung, eine verwirrende Lage geschaffen. Die Komplexität des Geschäfts hat deshalb zugenommen und wie diese sich in eine Verbesserung der Lage des Verbrauchers verkehren soll, ist nicht erkennbar.

Was den Anlagebereich angeht, so beginnt dies bereits damit, dass ein Prinzip bei der Zweiteilung und Privilegierung bestimmter Anbieter, das einen Kundennutzen versprechen würde, nicht erkennbar ist. Durch die neuen Bestimmungen erfolgt eine Grenzziehung zwischen WpHG-Unternehmen, die Anlageberatung und auch die Anlagevermittlung erbringen und anderen Firmen, die - gewerbe-rechtlich überwacht - die diese Leistungen anbieten. Durch das zweigeteilte Recht gehen die Bestimmungen über die Pflichten der Berater und Vermittler in beiden Gruppen weit auseinander. Der Gesetzgeber stellt – auf der Grundlage der MIFID - an die Wertpapierfirmen hohe Anforderungen, die aber nicht gänzlich und sinnentsprechend auf unter der GewO arbeitende „privilegierte“ Unternehmen übertragen wurden.

Es ist dabei zu unterscheiden, wie Beratung und Vermittlung rechtlich geregelt sind und unter welchen Bedingungen spezielle Vermittlungsgeschäfte, sog. Ausführungsgeschäfte, bei denen von einem Finanzdienstleistungsunternehmen keine Produktempfehlungen abgegeben werden, zulässig sind. Es geht zunächst um die Frage, wie eine Abgrenzung eigenständiger Beratung und im landläufigen Sinn verstandener Beratung im Zusammenhang mit einer Vermittlung rechtlich gefasst ist. Zu unterscheiden sind dabei insb. die Interessenlagen von Finanzdienstleistungsunternehmen, die Beratung anbieten, aber letztlich ggf. daran interessiert sind, Produkte anzubieten, und anderen Unternehmen, die Beratung als eigenständige Leistung erbringen und eben nicht eine Vermittlung zum Ziel haben.

Finanzdienstleistungsunternehmen haben häufig ein Interesse, Finanzprodukte bestimmter Provenienz zu verkaufen oder den Verkauf von Finanzprodukten Dritter zum Gegenstand einer Dienstleistung zu machen. Dieses Interesse bestimmt das Handeln, das auf die Gewinnung von Kunden gerichtet ist, die Finanzprodukte zu kaufen beabsichtigen. Eine ausschließlich an den Interessen dieser

Kunden ausgerichtete Dienstleistung darf so nicht erwartet werden. Will man die bestehende Informationsasymmetrie eingrenzen, um Kunden zu ermöglichen, bessere Entscheidungen treffen zu können, so bedarf es klarer Regeln, welche Informationen von einem Anbieter – im Sinn eines Mindestumfangs - zu überbringen sind, und wie Empfehlungen, die auch Bewertungen der Anbieter beinhalten, begründet werden. Je nach Art des Geschäfts sind die Anbieter verpflichtet, Informationen über das Unternehmen, die Vorgehensweise und die in Rede stehenden Finanzprodukte abzugeben. Diese sind schriftlich oder mündlich abzugeben. In den Erläuterungen, die dazu abgegeben werden, sind Bewertungen beinhaltet, die den spezifischen Charakter der angebotenen Dienstleistung ausmachen.

Die Intention von MIFID und IMD waren die Regulierung von Geschäften, die eine Vermittlung zum Gegenstand haben und berücksichtigt werden dabei auch Beratungen, die damit im Zusammenhang damit stehen.<sup>38</sup> Eine Beratung im Sinn dieser Richtlinien ist damit implizit auf eine Vermittlung gerichtet. Die mit einer Beratung oder Vermittlung abgegebenen Empfehlungen sind daher mit Pflichten der Anbieter beauftragt, die Kunden in die Lage versetzen, die Interessenlage besser einzuschätzen und dazu führen, dass eine hohe Passgenauigkeit von Nachfrage und Angebot erreicht wird. So dürfen Empfehlungen eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens nur dann in einer Ausführung des Geschäfts münden, wenn diese entweder auf Geeignetheit oder auf Angemessenheit geprüft wurden, je nachdem, ob der Anbieter eine Beratungs- oder eine Vermittlungsleistung dem Kunden angeboten hat. Im Fall der Beratung oder Vermittlung von Versicherungen gelten andere Pflichten, die sich vor allem auf die Auswahl von Empfehlungen unter Alternativen richten. Ein übergreifendes einheitliches Verständnis, was Beratung sein soll und was Vermittlung, fehlt dem Rechtsrahmen bisher. Der Kreditbereich nimmt insoweit einen gesonderten Raum ein, als bisher keinerlei Regelungen zur Beratung bestehen.

Ausführungen von Transaktionen, die auf Kundeninitiative durchgeführt werden, sind von Vermittlungen abgegrenzt und eigenständig geregelt. Bei diesen werden die Anbieter von Pflichten entlastet, die dann bestehen, wenn sie die Initiative zum Erwerb von Finanzprodukten ergreifen. Solche Regelungen bestehen bisher nur für den Anlagebereich, zumal sich bei der Vielfalt der Angebote auf dem Markt und dem Bedarf, Finanzprodukte ständig zu handeln, sich eine Praxis mit professionellen Abwicklungsunternehmen etabliert hat.

### **5.1.1 Beratung**

Was die Inhalte einer Beratung angeht, so umfasst diese in der Regel rechtliche wie auch wirtschaftliche Sachverhalte. Beide Sachverhalte sind zwingend gesamtheitlich zu betrachten, denn die rechtlichen Bestimmungen haben Folgen für die wirtschaftliche Bewertung und erwünschte wirtschaftliche Erwartungen bedingen bestimmte rechtliche Ausgestaltungen. Dies wird insb. am Steuerrecht sichtbar, das unmittelbar auf die wirtschaftliche Beurteilung eines Finanzprodukts Einfluss nimmt.

---

<sup>38</sup> Die Richtlinien befassen sich ggf. nur am Rand mit dem Verkauf von Finanzprodukten und der damit im Zusammenhang stehenden Beratung. Dies trifft den direkten Geschäftsverkehr von Kunden mit Versicherungsunternehmen, Kreditinstituten oder Wertpapierfirmen und bezieht sich auf deren Eigen-Emissionen, bspw. den Abschluss eines Versicherungsvertrags, eines Kreditvertrags oder den Erwerb einer Schuldverschreibung durch Kunden.



Wer nun die Beratung sachgerecht erbringen will, muss daher über eine entsprechende rechtliche (bspw. steuer-, arbeits- und sozialversicherungsrechtliche Aspekte bei der Altersvorsorge) und wirtschaftliche Qualifikation verfügen. Bei der Beurteilung von Beratungsgegenständen ist also abzuwägen, in welchem Umfang Finanzinstitutionen üblicherweise über die entsprechende Kompetenz verfügen können (und sollen) oder ob dazu Leistungen durch die rechtsberatenden Berufe notwendigerweise erbracht werden müssen. Dabei ist auch zu unterscheiden, ob die Beratung als (entgeltliche) Hauptleistung oder als (unentgeltliche) Nebenleistung zu einer andersgearteten Hauptleistung erbracht werden soll.

Bei vielen Finanzinstitutionen kann unterstellt werden, dass eine implizite Neigung dazu besteht, eine Beratung dazu zu nutzen, bestimmte Finanzprodukte zu empfehlen und einen Vertragsabschluss anzustreben. Diese Sichtweise prägt auch die relevanten EU-Richtlinien MIFID und IMD, die Beratung stets in einem Zusammenhang mit einer akzessorischen Vermittlung betrachten. Insoweit begründet die Beratung ein Konfliktfeld, bei dem verschiedene Interessen der nachfragenden Verbraucher und anbietendem Finanzinstitution zusammenstoßen. Der Kunde sucht einen neutralen Rat, den ein Berater auch erteilen könnte. Da er aber Anreizen unterliegt, eine Vermittlung anzustreben, gerät er in einen Interessenkonflikt mit diesem Kunden, der auf geeignete Weise aufgelöst wird, denn ansonsten würde der Geschäftskontakt abgebrochen. Das Problem kann aber darin bestehen, dass Interessenkonflikte nur an der Oberfläche bereinigt werden, wobei Informationsasymmetrien begünstigend wirken, so dass diese dann später erkannt werden und einen Konflikt hervorbringen.

Der Prozess der Beratung dient der Ausleuchtung der Interessenlagen und der Schaffung einer kongruenten Beurteilung, aufgrund der ein Verbraucher über seine finanziellen Dispositionen entscheiden und die Finanzinstitution ggf. angemessene oder geeignete Finanzprodukte empfehlen kann. Nicht zwingend aber mündet die Beratung also in einem Geschäftsabschluss, so dass sich auch die Frage stellt, wie durch die Beratung eine eigenständige Leistung erzeugt wird, die einen Vergütungsanspruch der Finanzinstitution rechtfertigen kann.

Was diese rechtlichen Sachverhalte angeht, so sind dafür die Bestimmungen des Rechtsdienstleistungsgesetzes (RDG) gültig; unter §5 Rechtsdienstleistungen im Zusammenhang mit einer anderen Tätigkeit ist unter Abs. 1 bestimmt: „Erlaubt sind Rechtsdienstleistungen im Zusammenhang mit einer anderen Tätigkeit, wenn sie als Nebenleistung zum Berufs- oder Tätigkeitsbild gehören. Ob eine Nebenleistung vorliegt, ist nach ihrem Inhalt, Umfang und sachlichen Zusammenhang mit der Haupttätigkeit unter Berücksichtigung der Rechtskenntnisse zu beurteilen, die für die Haupttätigkeit erforderlich sind.“ Mit dieser Einschränkung können also Finanzinstitutionen auch zu rechtlichen Sachverhalten beraten. Klar ist auch, dass eine als Hauptleistung von einer Finanzinstitution erbrachte Beratung sich auf wirtschaftliche Sachverhalte beschränken muss und allenfalls die rechtlichen Sachverhalte als Nebenleistung einschließen darf. Konflikte ergeben sich vor allem dann, wenn die Beratung weit über einzelne Finanzprodukte hinausgeht und die Problemsituation von Kunden ganzheitlich angeht. Dies ist der Fall, wenn von den Zielsetzungen bei der Gestaltung eines Anlageportfolios, eines Versicherungsportfolios oder eines Kreditportfolios ausgehend konkrete Handlungen, z.B. die systematische Strukturierung des Portfolios, und in diesem Kontext auch Entscheidungen über Finanzpro-

dukte und deren Anbieter intendiert sind. Dass dabei auch rechtliche Sachverhalte, die wirtschaftliche Konsequenzen haben, auch einzubeziehen sind, ist zwingend.<sup>39</sup>

Generell ist bei einer auf wirtschaftliche Sachverhalte konzentrierten Beratung also auch zu unterscheiden, in welchem Umfang diese sich auf die Portfoliobetrachtung des Kunden bezieht oder auf eine konkrete Produktempfehlung ausgerichtet ist. Im ersten Fall ist gewöhnlich von einer eigenständigen Hauptleistung auszugehen, die bei einem schwerpunktmäßig wirtschaftlichen Sachverhalt nicht mit dem RDG kollidiert. Die Leistung besteht üblicherweise in einer Anpassung eines bestehenden Portfolios an neue Rahmenbedingungen, so dass ein Teil bestehender Verträge, sofern diese handelbar sind, veräußert werden oder andernfalls gekündigt und neue abgeschlossen werden können. Je konkreter die Beratung auf diese Handlungsempfehlungen eingeht, desto mehr kann sie zu einem Anschlussgeschäft (Vermittlung) genutzt werden. Im zweiten Fall wird die Leistung als Nebenleistung zu einer Vermittlung aufgefasst werden und daher ist eine Kollision mit dem RDG ausgeschlossen.

Durch geeignete gesetzliche Bestimmungen soll verhindert werden, dass durch Berater Handlungen der Kunden ausgelöst werden, die primär in Interesse des Beraters liegen, eine Vermittlung bewirken und dabei Interessenkonflikte überdecken. Insoweit ist bei einer Beratung zu unterscheiden, ob diese Beratung auf eine Vermittlung ausgerichtet ist und so eine bestimmte Interessenlage des Beraters anzunehmen ist („vermittlungstendierender Berater“), oder ob die Beratung auch dazu dient, bestimmte Produkte aus dem Empfehlungskreis und auch mögliche Vermittlungen auszuschließen („problemorientierter Berater“), so dass kein Anreiz für ein akzessorisches Vermittlungsgeschäft besteht. Für die Unterscheidung beider Beratertypen ist die Betrachtung der Vergütung der Berater dienlich. Ein Berater, der überwiegend durch ein direktes Honorar seiner Kunden vergütet wird, kann sich der Problemlage dieses Kunden zuwenden, während ein Berater, der nicht von Kunden direkt honoriert wird, sich eine Vergütung allein durch akzessorische Vermittlungen verdienen kann. Ein Berater wird umso eher vermittlungstendiert arbeiten, wie er sich Vorteile aus einer Vergütung durch Vermittlungen verspricht. Fallen solche Provisionen nicht ins Gewicht, so wird er eher eine Problemorientierung verfolgen, sofern eine solche Leistung durch Honorare der Kunden wirtschaftlich ist. Weder MIFID noch IMD legen dazu bisher Regeln fest. Entsprechende Anpassungen dazu sind aber bei den anstehenden Neufassungen beider Richtlinien vorgesehen. Das Erfordernis der Regelung der Beratungstätigkeit im Kreditbereich wurde bisher auf rechtlicher Ebene noch nicht erkannt. Es wird noch immer davon ausgegangen, dass einerseits im Zuge der Kreditprüfung eine Abwägung auch im Kundeninteresse erfolgt, ob der Kunde das Kreditrisiko tragen kann und andererseits die

---

<sup>39</sup> Die Grenzziehung ist durchaus konfliktreich, wie der Streit zwischen dem Bundesverband der Rechtsberater für betriebliche Altersversorgung und Zeitwertkonten e.V. (BRBZ) und Anbietern der Finanzbranche zeigt, der sich aber außerhalb der Verbraucherschutzes bewegt, da hier Beratungen gegenüber Unternehmen erbracht werden. Nach Auffassung des BRBZ folgt seit kurzem der überwiegende Teil des Marktes der BRBZ-Meinung und empfiehlt die Einschaltung von Steuerberatern, Rechtsanwälten bzw. Rechtsberatern oder Wirtschaftsprüfern im Zusammenhang mit der komplexen Beratung in Fragen der betrieblichen Altersversorgung (bAV). Dabei ist zu beachten, dass im Rahmen der Beratung ein zweistufiger Prozess entsteht. Im ersten Schritt hat die Beratung zu den rechtlichen Rahmenbedingungen und Auswirkungen zu erfolgen. Erst im zweiten Schritt, wenn es um konkrete Finanzprodukten geht, kann von einer Beratung mit wirtschaftlichem Schwerpunkt im für Finanzinstitutionen spezialgesetzlichen Rahmen gesprochen werden. Siehe Pressemitteilung des BRBZ vom 7.3.2012 (veröffentlicht auf [www.brbz.de](http://www.brbz.de)).

Produkttransparenz so groß ist, dass der Kunde Entscheidungen über Kreditverträge ohne Beratung treffen kann.

Im Zuge der Umsetzung der IMD wurde erkannt, dass die bisherige nationale Regelung für Versicherungsberater verändert werden mussten.<sup>40</sup> Im Kontext des damals unbestrittenen Abgabeverbots von Provisionen zu Versicherungsverträgen wurde in das VVG der Typ des Versicherungsberaters eingefügt, der eine Vergütung nur von Kunden annehmen darf und insoweit dem Leitbild des problemorientierten Beraters entspricht. Mit dem Honoraranlagenberatungsgesetz wurde ein solcher Berater auch im Anlagenbereich geschaffen und den bestehenden Regeln im Versicherungsbereich nachgestaltet. Auch für diese Berater gelten zugleich die generellen Bestimmungen von MIFID und IMD.

Bereits vor der Umsetzung der MIFID wurde durch die Rechtsprechung die sog. „anleger- und anlageobjektgerechte Beratung“ konturiert. „Die Anlageberatung hat anleger- und anlageobjektgerecht zu erfolgen....Anlegergerechte Beratung bedeutet, dass die Beratung auf die Ziele, Kenntnisse und Erfahrungen und die Verhältnisse des Kunden abgestimmt sein muss. Anlageobjektgerechte Beratung setzt zuerst anlageobjektgerechte Information voraus. Der Kunde ist zutreffend, aktuell, vollständig, klar und verständlich über das Anlageobjekt zu informieren, und zwar bzgl. aller angesprochenen und angebotenen Anlageprodukte. Darauf folgt die Bewertung durch das Wertpapierdienstleistungsunternehmen, indem dieses einen Anlagevorschlag unterbreitet.“<sup>41</sup> „Die Neuregelung der MIFID stellt an die Anlageberatung neben der Einhaltung der allgemeinen Wohlverhaltensregeln die Anforderung, dass eine *geeignete* Anlage empfohlen wird....Im Ergebnis ist also festzuhalten, dass der besondere Pflichteninhalt bei der Anlageberatung durch die Neuregelung keine inhaltliche Änderung erfährt.“<sup>42</sup>

Das Verständnis von Beratung im Anlage- und im Versicherungsbereich ist unterschiedlich konturiert. Ein Vergleich kann aus zwei Perspektiven vorgenommen werden? Erstens, was ist Beratung definitiv und zweitens, wie wird Beratung ausgeführt und aufgrund des Verhaltens der Berater, die durch Pflichten bestimmt sind, wahrgenommen.

---

<sup>40</sup> Rechtsberatungsgesetz (RBerG) vom 13. Dezember 1935 (RGBl. I S. 1478), zuletzt geändert durch Art. 1 des Gesetzes zur Änderung des Einführungsgesetzes zur Insolvenzordnung und anderer Gesetze vom 19. Dezember 1998 (BGBl. I S. 3836)

Artikel 1, § 1

(1) Die Besorgung fremder Rechtsangelegenheiten, einschließlich der Rechtsberatung und der Einziehung fremder oder zu Einziehungszwecken abgetretener Forderungen, darf geschäftsmäßig - ohne Unterschied zwischen haupt- und nebenberuflicher oder entgeltlicher und unentgeltlicher Tätigkeit - nur von Personen betrieben werden, denen dazu von der zuständigen Behörde die Erlaubnis erteilt ist. Die Erlaubnis wird jeweils für einen Sachbereich erteilt:

1. ....,

2. Versicherungsberatern für die Beratung und außergerichtliche Vertretung gegenüber Versicherern a) bei der Vereinbarung, Änderung oder Prüfung von Versicherungsverträgen, b) bei der Wahrnehmung von Ansprüchen aus dem Versicherungsvertrag im Versicherungsfall,

3.-6. ...

Sie darf nur unter der der Erlaubnis entsprechenden Berufsbezeichnung ausgeübt werden.

....

<sup>41</sup> L. Ilg, Die Neuregelung der Wohlverhaltensregeln durch die Richtlinie 2004/39/EG (2006), S. 216

<sup>42</sup> L. Ilg, Die Neuregelung der Wohlverhaltensregeln durch die Richtlinie 2004/39/EG (2006), S. 219-220.

Der Berater gibt einen Rat ab, der sich auf einer individuellen Ausgangslage begründet und dieser beinhaltet Empfehlungen zu Finanzprodukten (im Zuge eines Erwerbs u.U. auch zur Veräußerung). Dieser Rat verlangt

- im Fall von Kapitalanlagen eine Prüfung, ob den die Empfehlungen geeignet sind;
- im Fall von Versicherungen, dass die Empfehlungen zu begründen sind.

Dies bedeutet, dass im Fall von Kapitalanlagen der Kunde erwarten kann, dass die Empfehlungen kompatibel mit den Darlegungen seiner individuellen Lage übereinstimmen, während er im Fall von Versicherungen selbst zu aufgrund der Begründung beurteilen hat, ob dies der Fall ist. Insoweit ist das Verständnis von Beratung im Kapitalanlagebereich präziser gefasst als im Versicherungsbereich, wo das Beratungsverständnis im Grunde aus dem mit einer Vermittlung verbundenen Rat abgeleitet ist, der so auch im Fall einer eigenständigen Beratung – als Versicherungsberater – zu erbringen ist. Auf diesem grundlegenden Unterschied bauen sich alle weiteren Regelungen auf.

	Anlagebereich	Versicherungsbereich
Definition von Beratung	§ 2 Abs. 3 Nr. 9 WpHG	
	Abgabe von persönlichen Empfehlungen ..., die sich auf Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten beziehen, sofern die Empfehlung auf eine Prüfung der persönlichen Umstände des Anlegers gestützt oder als für ihn geeignet dargestellt wird ....	
Durchführung der Beratung	§ 31 Abs. 4 WpHG	§ 61 Abs. 1 VVG i.V. mit § 68
a) Klärung der Ausgangslage	Klärung der individuellen Kenntnisse und Erfahrungen in Bezug bestimmte Finanzinstrumente, der Anlageziele, der finanziellen Verhältnisse	Klärung der individuellen Situation und der Schwierigkeit, ein Angebot zu beurteilen
b) Pflicht zur Vorgehensweise	Empfehlung von Produkten nach Prüfung (Geeignetheit): - das empfohlene Finanzinstrument muss den Anlagezielen entsprechen, - die Anlagerisiken müssen den Anlagezielen entsprechend finanziell tragbar sein, - die Anlagerisiken müssen mit den individuellen Kenntnissen und Erfahrungen zu verstehen sein	Empfehlungen von Produkten - unter Berücksichtigung eines angemessenen Verhältnisses von (Zeit-)Aufwand (der Beraters) und (Zahlungsaufwand der Kunden) – und Begründung der Empfehlung

Je nach erbrachter Dienstleistung, Beratung oder Vermittlung, ergeben sich Einschränkungen des Handlungsraums eines Anbieters, so dass er seine Interessen den vorgetragenen Interessen des Kunden unterzuordnen hat. Dies betrifft vor allem die Art des empfohlenen Finanzinstruments, nicht

aber die Auswahl des Emittenten. Bei diesen Interessen kann es auch darum gehen, bestimmte Produkte bestimmter Emittenten zu präferieren. Unabhängig von der Frage, ob eine Beratung oder eine Vermittlung erfolgt, bestehen daher auch gesetzliche Bestimmungen zur Herstellung von Transparenz hinsichtlich der Emittentenpräferenz des Beraters. So kann die Empfehlung aus dem Marktangebot abgeleitet werden, einem Teil des Marktes, der nach Gesichtspunkten des Anbieters ausgewählt ist oder auf bestimmte Emittenten beschränkt sein. In der Regel ist darüber zu berichten, in welcher Form dazu ein Berater oder Vermittler Beschränkungen unterliegt. Bei Beratern, die auf Honorarbasis ihre Tätigkeit – im ausschließlichen Interesse des beauftragenden Kunden - erbringen, wird gefordert, dass keine Beschränkung der Emittenten vorgenommen werden darf und die Empfehlung aus dem Marktangebot abzuleiten ist. Die gilt im Versicherungsbereich einschränkend auf Produkte, die nicht mit Provisionen als Kosten belastet sind (sog. „Nettotarife“); damit wird der größte Teil des Marktangebots von einer akzessorischen Vermittlung ausgeschlossen. In anderen Fällen der Beratung mit freier Honorargestaltung können Beschränkungen vorliegen, über die dann aber zu informieren ist. Eine solche Option besteht allerdings nur im Bereich der Kapitalanlagen.

### 5.1.2 Vermittlung

Wer eine Beratung anbietet oder nachfragt, befasst sich mit der Ausgangslage des Anlegers, den Kenntnissen und Erfahrungen mit Finanzinstrumenten, auch der finanziellen Situation und den Anlagezielen, worauf Empfehlungen zu Finanzinstrumenten eines Anbieters begründet werden können oder solche von Kunden erwartet werden. Ein Finanzinstrument ist dann geeignet, wenn es den Anlagezielen entspricht, die Risikotragfähigkeit für den Anleger besteht und von diesem verstanden werden kann. Jeder Berater darf einem Kunden nur geeignete Finanzinstrumente empfehlen (und akzessorisch vermitteln). Unternimmt er dies, so muss er umfänglich auch über diese Finanzinstrumente den Anleger unterrichten.

Es gibt sowohl Anbieter, die diese Beratung nicht anbieten und Kunden, die eine solche nicht nachfragen. Für sie besteht die Alternative, sich auf eine Vermittlung zu beschränken. Wer die anbietet, muss sich über die Kenntnisse und Erfahrungen der Anleger hinsichtlich der Finanzinstrumente informieren. Dabei steht im Vordergrund, ob der Anleger die Risiken in Zusammenhang mit der Art der Finanzinstrumente, angemessen beurteilen kann. Nur angemessene Finanzinstrumente dürfen empfohlen werden und über diese ist der Anleger umfänglich zu informieren. Die Beratung stellt damit Empfehlungen in den Gesamtzusammenhang einer Ausgangslage und angestrebten Anlagezielen, während die Vermittlung sich von derart umfassenden Fragestellungen löst und auf isolierte Anlageentscheidungen Bezug nimmt.

	Anlagebereich	Versicherungsbereich
Definition von Vermittlung	§ 2 Abs. 3 Nr. 3 und Nr. 4 WpHG	
	3. Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten in fremdem Namen für fremde Rechnung (Abschlussvermittlung), 4. die Vermittlung von Geschäften über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten (Anlagevermittlung)	

Durchführung der Vermittlung	§ 31 Abs. 5 WpHG	§ 61 Abs. 1 VVG i.V. mit § 68
a) Klärung der Ausgangslage	Klärung der individuellen Kenntnisse und Erfahrungen in Bezug bestimmte Finanzinstrumente	Klärung der individuellen Situation und der Schwierigkeit, ein Angebot zu beurteilen
b) Pflicht zur Vorgehensweise	Empfehlung von Produkten nach Prüfung (Angemessenheit): Anlagerisiken müssen mit den individuellen Kenntnissen und Erfahrungen zu verstehen sein	Empfehlungen von Produkten - unter Berücksichtigung eines angemessenen Verhältnisses von (Zeit-)Aufwand (der Beraters) und (Zahlungsaufwand der Kunden) – und Begründung der Empfehlung

Auch das Verständnis von Vermittlung geht im Anlagebereich über jenes im Versicherungsbereich hinaus und ist präziser gefasst, zumal sich letzteres nicht von dem der Beratung unterscheidet. Es kommt bei der Vermittlung von Kapitalanlagen darauf an, dass der Kunde die mit einem Finanzprodukt verbundenen Risiken verstehen und beurteilen kann, während er im Fall von Versicherungen selbst zu aufgrund der Begründung beurteilen hat, ob dies der Fall ist. Im Anlagebereich besteht daher auch im Fall der Vermittlung eine umfassendere Pflicht des Anbieters, eine Empfehlung auf die Anforderungen hin auf Passgenauigkeit abzu prüfen.

Der Nutzen eines Finanzprodukts kann nur unter Einschätzung der damit verbundenen Risiken bewertet werden. Es spielt also die Zeit eine Rolle, und je länger der mit einem Finanzprodukt verbundene Zeitraum ist, desto mehr nimmt die damit verbundene Unsicherheit Einfluss. Es handelt sich aber hier um eine andere Unsicherheit, als die, die beim Kauf eines jeden Gutes besteht und in mangelnder Qualität zum Ausdruck kommt. Ein erworbener Apfel kann geschmacklos oder angefault sein oder ein neues Auto ein sog. „Montagsauto“. Solche Qualitätsmängel wird der Verkäufer beheben, um seinen Ruf nicht zu schädigen. Bei einem Finanzprodukt geht es nicht um solche Mängel, sondern um Folgen, die mit dem Produkt eintreten und die zum Zeitpunkt des Erwerbs nicht absehbar waren, wohl aber mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit eintreten können und dadurch auf die mit dem Produkt verbundenen Zahlungen Einfluss nehmen. So kann eine Kapitalanlage, abhängig von Umweltfaktoren, besser oder schlechter rentieren und eine Versicherung einen Schaden gänzlich, teilweise oder nicht decken. In jedem Fall hatte der Erwerber des Produkts aber Vorstellungen, welche Folgen das Produkt in dieser Situation auslösen würde und diese mögen von der tatsächlichen Entwicklung abweichen. Die damit verbundenen Unwägbarkeiten soll ein Kunde erfassen und bewerten, damit er auch sich über den Aufwand und Nutzen des Produkts im Klaren ist. Dieser Mindestanspruch ist an Anbieter von Finanzprodukten im Fall der der Vermittlung gestellt.

Die Beratung kann einer Vermittlung vorausgehen und ein weitergefasstes Informationsdefizit des Anlegers schließen, während durch die Vermittlung geringere Informationsdefizite ausgeglichen werden. Dem Kunden obliegt die Entscheidung, seinen Informationsbedarf zu bewerten und das adäquate Angebot einzuholen. Das Recht bestimmt einen Mindestinformationsbedarf an Information, die im Zuge einer Beratung oder Vermittlung ausgetauscht und bewertet werden muss, um eine bestehende und generell anzunehmende Informationsasymmetrie zu reduzieren. Wie weit diese Reduktion dann im individuellen Fall erfolgt, ist auch von der Anforderung von Informationen durch den Anleger und seiner Bereitschaft, diese zu durchdringen, abhängig.

Der Anleger, der auf die Beratung (bewusst) verzichtet und eine Vermittlung in Anspruch nimmt, muss beim Anbieter der Leistung ein auf Produkte bezogenes Interesse unterstellen und daher auch

mit gebotener Vorsicht die Produktempfehlungen prüfen. Häufig ist einem Verbraucher aber nicht bewusst, ob er nun mit einem Unternehmen, das einer Vorauswahl unterliegende Produkte empfehlen will, in Kontakt steht und ob eine angebotene Beratung nun als Hauptleistung oder als Nebenleistung zu einer Vermittlung erfolgt. Eine Verpflichtung darüber aufzuklären, ob ein Anbieter die Beratung oder die Vermittlung oder auch beides anbietet, besteht im Anlagebereich nach § 31 Abs. 3 WpHG, nicht aber im Fall privilegierter Unternehmen, die unter der GewO – ohne Differenzierung – die Beratung und Vermittlung erbringen; im Versicherungsbereich ergibt sich die Pflicht aus § 11 Abs. 1 VersVermV.

Im Fall der Vermittlung ergibt sich stets ein Dreiecksverhältnis zwischen dem Verbraucher, dem Vermittler und dem Anbieter eines Finanzprodukts. Ein Vermittler kann somit seinen Vermittlungsauftrag im Interesse des Verbrauchers erfüllen, oder aber im Auftrag eines Produkthanbieters, insb. wenn er in dessen Vertretung handelt. Die Interessenlage ist nur dann klar, wenn dem Verbraucher bewusst ist, dass er direkt mit dem Anbieter oder einem Vermittler als dessen Vertreter verhandelt. Dies hat zur Folge, dass gebundene Vermittler, also Vermittler, die für ein WpHG-Unternehmen oder ein Versicherungsunternehmen tätig sind, anderen Bestimmungen unterliegen als solche, die ohne Bindung für unterschiedliche Unternehmen ihre Vermittlungstätigkeit leisten. Bei nicht gebundenen Vermittlern ist daher für Verbraucher besonders wichtig zu erfahren, wie der bestehende Handlungsraum, der die Sphäre der Verhaltenspflicht zur Interessewahrung absteckt, tatsächlich genutzt wird, indem der Vermittler bei Empfehlungen sein Produktspektrum auf weite Teile des Marktangebots an Anbietern und Produktalternativen auslegt oder eher eng begrenzt.

Im Versicherungsbereich hat sich im Markt das Geschäftsmodell des Versicherungsmaklers durchgesetzt, das den ungebundenen Vermittler charakterisiert. Der Makler erbringt seine Vermittlung interessenswährend für den Verbraucher und ist daher verpflichtet, sein Produktspektrum auf das Marktangebot anzulegen. Im Anlagebereich fehlt dagegen im Fall der Vermittlung eine vergleichbare Regelung; der Vermittler ist lediglich verpflichtet, über die im Fall einer Empfehlung vorliegenden Einschränkungen des Produktportfolios Auskunft zu erteilen. Damit wird für einen Verbraucher jedoch nicht transparent, nach welchen Gesichtspunkten der Anbieter diese Eingrenzung vorgenommen hat und welchen Beschränkungen eine empfangene Produktempfehlung unterliegt.

Weitere Unterschiede des Anlage- und des Versicherungsbereichs ergeben sich dadurch, dass die Tätigkeit der gebundenen Anlagevermittler durch das WpHG geregelt ist, die der gebundenen Versicherungsvermittler durch die GewO. Die GewO deckt somit im Anlagebereich die Vermittlungstätigkeit nur der ungebundenen Vermittler ab, während sie im Versicherungsbereich für alle Vermittler bestimmend ist. Damit unterliegen die Anlageberatung und –vermittlung unterschiedlichen Aufsichtsbehörden, nicht aber im Versicherungsbereich. Ergänzend ist die Zusammenarbeit von Versicherungsunternehmen mit Vermittler im VAG (§ 80) geregelt.

Gebundene Vermittler im Anlagebereich sind dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen (§ 33b WpHG), gebundene Vermittler (Vertreter) im Versicherungsbereich bzw. dem Versicherungsunternehmen zuzurechnen (§ 83 VAG), so dass sie auch zumindest indirekt der zentralen Aufsichtsbehörde (BAFIN) unterstehen.

Weitere wesentliche Unterschiede bestehen zwischen Vermittlern im Anlage- und Versicherungsbereich als Folge der etablierten geschäftlichen Praxis. Versicherungsunternehmen arbeiten überwiegend mit Vermittlern und es hat sich daher eine Praxis der Auslagerung von Aufgaben auf diese Ver-

mittler als sachgerecht erweisen, während im Anlagebereich der überwiegende Teil des Geschäfts mit Kunden durch angestellte Mitarbeiter einer Finanzinstitution erbracht werden und daher andere Formen der Arbeitsteilung entstanden sind. Ein wesentlicher Unterschied ergibt sich aus der Art der Finanzprodukte. So ist der Erfolg eines Versicherungsunternehmens entscheidend von der Risikoselektion abhängig, so dass es naheliegend ist, einerseits Vermittler interessewährend für das Versicherungsunternehmen einzusetzen und andererseits mit ständig damit zu betrauen, die abgeschlossenen Versicherungsverträge nicht nur zu erhalten, sondern auch sich verändernden Risiken anzupassen.<sup>43</sup> Diese Pflichten charakterisieren den Vertreter im Versicherungsbereich, nicht aber einen solchen im Anlagebereich. Aus dieser Situation haben sich verschiedene Vermittlertypen im Versicherungsbereich herausgebildet, die eben nicht nur sich der Akquisition widmen, sondern den vielfältigen Anforderungen zur Deckung von Versicherungsrisiken der Kunden entsprechen müssen. Neben dem ausschließlich für ein Versicherungsunternehmen tätigen (Ausschließlichkeits-)Vertreter gibt es Mehrfachvertreter und Makler, die unterschiedlichen Pflichten auch gegenüber Versicherungsunternehmen unterliegen.

So wie ein Anlagevermittler aber auch unterschiedliche Produkte unterschiedlicher Emittenten vertreten kann, die in Konkurrenz zu einander stehen, so kann diese auch ein Versicherungsvermittler, allerdings unter restriktiven Bedingungen, als Mehrfachvertreter oder Makler. Die Vermittler sind dazu verpflichtet, über das von ihnen vertretene Produktspektrum aufzuklären. Der Makler ist darauf festgelegt, das gesamte Produktspektrum des Marktes bei Empfehlungen zur berücksichtigen, während der Mehrfachvertreter in einer besonderen Verpflichtung gegenüber den beauftragenden Versicherungsunternehmen steht, aus deren Produktspektrum er Empfehlungen ableitet. Aus der Interessewahrungspflicht ergibt sich, dass er sein Geschäft nur dann ausüben kann, wenn jedes Versicherungsunternehmen der Konkurrenzvertretung zugestimmt hat.<sup>44</sup> Derartig einschränkende Bestimmungen gelten für den Anlagevermittler nicht.

### **5.1.3 Ausführung finanzieller Transaktionen**

Ein gut informierter Kunden kann sich dafür entscheiden auf jede Art der Beratung oder Vermittlung, die mit Empfehlungen verbunden sind, zu verzichten und seine finanziellen Dispositionen zur Durchführung aufgeben. Direktbanken und Direkt-Versicherungsunternehmen bieten solche Dienstleistungen an. Sie stellen die erforderlichen Informationen zu Finanzprodukten zur Verfügung und enthalten sich jeder Empfehlung. Sie unterscheiden sich insoweit, als eine Direktbank auch Wertpapierdepots führt und finanzielle Transaktionen durchführt, die von den Anlegern aufgegeben werden, nicht aber Direkt-Versicherungsunternehmen. Das Geschäft der Direktbanken fällt daher unter die MIFID, nicht aber das Geschäft der Direkt-Versicherungsunternehmen unter die IMD, weil Direkt-Versicherungsunternehmen Versicherungsverträge anbieten und keine Transaktionen mit Dritten durchführen. Der Grund besteht darin, dass im Versicherungsbereich stark individualisierte Verträge geschlossen wer-

---

<sup>43</sup> S.Deckers, Die Abgrenzung des Versicherungsververtreters vom Versicherungsmakler (2003), S.126.

<sup>44</sup> I. Mattern, Das Informationsmodell im VVG unter Berücksichtigung der Auswirkungen auf die AGB Kontrolle (2011), S.165.



den, die eine Handelbarkeit einschränken. So bestand auch kein Bedarf, dazu Regelungen auf EU-Ebene zu vereinbaren.<sup>45</sup>

Hier wird ersichtlich, dass im Anlage-, Kredit- und Versicherungsbereich unterschiedliche Praktiken zu erkennen sind. Im Anlagebereich kann auf eine Beratung eine Vermittlung folgen, aber es kann auch ein Eigenhandelsgeschäft mit der Wertpapierfirma ausgelöst werden oder ein Kommissionsgeschäft an einem geregelten Markt, insb. an Wertpapierbörsen. Daher bestehen gesonderte Bestimmungen, wie solche Geschäfte im Auftrag von Kunden auszuführen sind. Ähnlich verlaufen die Geschäfte im Kreditbereich, wo häufig einerseits Kredite an Spezialbanken vermittelt werden, bspw. Hypothekenbanken oder Bausparkassen, und andererseits das Kreditinstitut, das berät (und vermittelt), auch Kredite aus eigenen Mitteln vergibt. Kreditinstitute und Wertpapierfirmen bieten so die Beratung und auch die Vermittlung an, abweichend von Versicherungsunternehmen, die nicht das Vermittlungsgeschäft anbieten, sondern dazu sich gewerblicher Vermittler bedienen. Anders ist dies bei Direkt-Versicherungsunternehmen, die beraten und darauf aufbauen Versicherungsverträge abschließen. Die ansonsten für Vermittler eines Versicherungsunternehmens bestehenden Pflichten zur Beratung im Kontext einer Vermittlung gehen daher auch auf die Versicherungsunternehmen direkt über (§ 6 VVG) und gelten daher insb. für Direkt-Versicherungsunternehmen.

Eine Direktbank erbringt Wertpapierdienstleistungen und diese können auch unter Verzicht auf Beratung oder Vermittlung durchgeführt werden, wenn der Ableger sich als informiert versteht, auf die Beurteilung der Geeignetheit oder Angemessenheit von Finanzprodukten verzichtet und die reine Ausführung von Transaktionen durch die Direktbank erwünscht. Dieses Angebot von Ausführungsgeschäften ist allen Wertpapierfirmen unter den Voraussetzungen erlaubt, dass die Transaktionen sich auf übertragbare Wertpapiere und ggf. andere nicht komplexe Finanzinstrumente beziehen, die Initiative zur Transaktion von Kunden ausgeht und dieser darüber informiert ist, dass die Wertpapierfirma keine Angemessenheitsprüfung durchführt. Der Ausführer betreibt gem. § 31 Abs. 7 WpHG das Finanzkommissionsgeschäft (mit Selbsteintritt), den Eigenhandel oder ist ein spezieller Vermittler, der von gewissen Pflichten (bspw. Angemessenheitsprüfung) befreit ist, weil er auf Veranlassung des Kunden handelt. Somit gelten die Bestimmungen für das Ausführungsgeschäft übergreifend und erfassen auch die Vermittlung, sofern diese von einer WpHG-Firma erbracht wird. Die Ausführung von Transaktionen mit Finanzinstrumenten erfolgt entweder an einer Börse, wo die beauftragte Finanzinstitution als Kommissionär auftritt und den Auftrag für den Kunden abwickelt, ohne dessen Identität offenzulegen, oder sie kauft oder verkauft die Finanzinstrumente aus dem Eigenbestand als Festpreisgeschäft (Eigenhandel), sofern nicht ein Finanzprodukt eines Dritten vermittelt wird. Anders ist dies aber im Gewerbebereich, wo sich das Ausführungsgeschäft auf die Vermittlung (§ 34f GewO) beschränkt ist und unter den Bedingungen von § 16 Abs. 5 FinVermV durchzuführen ist. Diese Ausführungsgeschäfte sind – privilegiert nach Artikel 3 MIFID – zulässig, wenn sich die Transaktionen auf übertragbare Wertpapiere und Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen, beziehen und die Transaktionen von Kreditinstituten, Wertpapierfirmen oder Investmentgesellschaften durchgeführt werden. Grundsätzlich kann damit nach EU-Recht der Vertrieb von durch das KAGB geregelten Produkten privilegiert werden, sofern diese Produkte nicht komplexe Finanzinstrumente sind. Die Entscheidung, welche dieser OGA nicht komplex sind, steht noch aus. Allerdings wurde unabhängig da-

---

<sup>45</sup> Es besteht ein gering verbreiteter Handel mit Lebensversicherungsverträgen.

von einschränkend geregelt (§16, Abs. 5 FinAnlVermV), dass Ausführungsgeschäfte privilegiert nur dann durchgeführt werden dürfen, wenn diese sich auf OGAW beziehen. Die Regelungen sind im gewerblichen Bereich insoweit von großer Bedeutung, als sie auf Unternehmen anzuwenden sind, die als sog. Plattformen oder Pools Vermittlungsgeschäfte anderer Unternehmen zusammenführen und die Abwicklung gegenüber Emittenten übernehmen oder Aktivitäten bündeln, die dann über organisierte Märkte zur Abwicklung kommen. Dieses Geschäftsmodell wurde nun entscheidend eingeschränkt, weil es künftig nur im Geschäft mit OGAW offenen Investmentvermögen in Wertpapieren (OGAW) anwendbar ist; Hedgefonds sind im Publikumsgeschäft ausgeschlossen.

## **5.2 Unterschiede bei leistungsabhängigen Pflichten**

Das neue Recht zeigt aus den oben angeführten Gründen viele Inkonsistenzen. Es werden hier einige besonders wichtige Aspekte detaillierter betrachtet.<sup>46</sup>

### **5.2.1 Erlaubnis**

Für WpHG-Unternehmen ist die BAFIN, für privilegierte Unternehmen eine lokale Gewerbebehörde, als Aufsichtsbehörde zuständig. Damit ist sichergestellt, dass bei WpHG-Unternehmen eine große Einheitlichkeit besteht, während die Praxis bei privilegierten Unternehmen sehr stark von lokalen Bedingungen abhängig sein wird. Sofern die Erlaubnis durch objektive Kriterien bestimmt ist, wird daraus kein Nachteil erwachsen; anders ist dies bei den Sachkundevoraussetzungen, die von den Industrie- und Handelskammern abgenommen werden. Daher wird es notwendig sein, einheitliche Standards dafür zu schaffen. So wird bspw. in §3 Abs. 4 FinVermV verlangt, dass nachzuweisen ist, ob bei Kundenberatungsgesprächen (gemeint ist wohl bei Gesprächen im Rahmen einer Anlageberatung oder –vermittlung) die Fähigkeit besteht, kundengerechte Lösungen zu entwickeln. Diese Fähigkeiten sind aber danach zu unterscheiden, ob eine Beratung oder eine Vermittlung erbracht werden soll, zumindest wird dies im Rahmen der Beurteilung der Geeignetheit oder Angemessenheit einer Produktempfehlung vom Unternehmen verlangt und sollte daher auch Gegenstand der Sachkundeprüfung sein.

Die Regelungen zur Registrierung werden dem Ziel eines einheitlich hohen Anlegerschutzes nicht gerecht. So besteht für WpHG-Unternehmen die Pflicht zur Registrierung von Anlageberatern, Vertriebs- und Compliance-Beauftragten. Im Fall privilegierter Tätigkeit besteht lediglich für Finanzanlagenvermittler eine solche Pflicht, nicht aber für weitere Personen, die auf die Gestaltung des Vertriebs, also den Prozess von Beratung oder Vermittlung, Einfluss nehmen. Auch sind die Registerinformationen unvollständig.

Im Versicherungsbereich gilt eine Erlaubnis entweder für die Tätigkeit als (gebundener) Vermittler, als Makler oder als Berater und ist gesamtheitlich im der GewO geregelt. Alle Vermittler werden durch lokale Behörden beaufsichtigt. Im Anlagebereich wird dagegen eine Erlaubnis für mehrere Tätigkeiten erteilt und je nach Produktspektrum ist entweder die zentrale Behörde oder eine lokale Behörde mit der Aufsicht befasst; zudem sind die Tätigkeitspflichten unterschiedlich durch geregelt.

---

<sup>46</sup> Siehe dazu die Übersicht in Kapitel 9.

## **5.2.2 Verhaltenspflicht**

Die Tätigkeit im Anlagebereich ist prinzipiell mit Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit interessewährend für den Verbraucher durchzuführen. Dies bedeutet auch, dass im Fall einer Gesamtleistung von Beratung und Vermittlung die im Beratungsprozess gewonnenen Anforderungen, die ein Kunde gegenüber der Finanzinstitution erklärt, zu beachten sind. WpHG-Unternehmen sind darüber hinaus verpflichtet, „sich um die Vermeidung von Interessenkonflikten zu bemühen und vor Durchführung von Geschäften für Kunden diesen die allgemeine Art und Herkunft der Interessenkonflikte eindeutig darzulegen, soweit die organisatorischen Vorkehrungen nach § 33 Abs. 1 Satz 2 Nr. 3 nicht ausreichen, um nach vernünftigem Ermessen das Risiko der Beeinträchtigung von Kundeninteressen zu vermeiden“. Eine generelle Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten besteht dagegen bei privilegierten Unternehmen nicht; so auch nicht die besondere Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten im Rahmen von Vertriebsvorgaben.

Die Verhaltenspflichten im Versicherungsbereich gehen auf der Art der Erlaubnis zurück. Berater haben die Interessen ihrer Kunden zu wahren, die gebundenen Vertreter die ihrer Auftraggeber. Der Makler nimmt eine diffizile Stellung zwischen Kunden und Versicherungsunternehmen ein, weil er berechnete Interessen beider Parteien zu beachten hat.

## **5.2.3 Organisationspflicht**

Es fehlt, wegen der Einschränkungen gem. 5.2.2. bei privilegierten Vermittlern, im Anlagebereich die Konkretisierung der Verhaltenspflicht und darüber hinaus ein wesentlicher Teil organisatorischer Pflichten, bspw. zur Errichtung einer Compliance-Organisation. Diese Pflichten sind so bedeutsam, dass auf ihnen wiederum weitere bedeutsame Bestimmungen bei WpHG-Unternehmen begründet sind, die für die privilegierten Vermittler aber – trotz gleicher Interessenlage der Verbraucher - nicht rechtlich relevant sind.

Im Versicherungsbereich sind Organisationspflichten, weit weniger ausgreifend, im VAG geregelt. Pflichten zur Vertriebssteuerung oder Compliance bestehen nur rudimentär.

## **5.2.4 Informationspflicht**

Verbraucher müssen von den Finanzinstitutionen, mit denen sie im Kontakt stehen, informiert werden, damit sie sachgerechte Entscheidungen ihren Anforderungen entsprechend treffen können. Dazu sind Mindestvoraussetzungen bestimmt. In der Regel muss zumindest über die Finanzinstitution und die davon erbrachte Dienstleistung informiert werden und zum empfohlenen Finanzprodukt ist ein standardisiertes Produktinformationsblatt auszuhändigen, das wesentliche Aspekte des abzuschließenden Vertrags beinhaltet.

### **5.2.4.1 Produktdarstellung**

Kommt es zu einer Vermittlung, so sind generell Hinweise zum angebotenen Produkt über Risiken, Kosten und zur Besteuerung zu erteilen und ein sog. Produktinformationsblatt vor einem Geschäftsabschluss auszuhändigen, wenn die Leistung einer Beratung vorliegt. Letzteres entfällt, wenn sich ein Unternehmen lediglich als Vermittler im Anlagebereich betätigt und keine Beratungsleistung erbringt. Im Versicherungs- und Kreditbereich ist das Produktinformationsblatt grundsätzlich auszuhändigen.

Die Frage, welche Informationen in diesem Blatt abzubilden sind und als wesentlich erkannt werden, bleibt offen und dürfte immer strittig bleiben, wenn die für einen Vertrag jedes Vertragsmerkmal relevant ist.

#### **5.2.4.2 Vergütung**

Es besteht im Anlagebereich das Verbot der Annahme von Zuwendungen, es sei denn diese verbessern die Qualität der Tätigkeit, stehen dem Verbraucherinteresse nicht entgegen und werden offen gelegt. Von einer Begründung der Qualitätsverbesserung sind privilegierte Unternehmen entlastet. Solche Zuwendungen sind im Fall von Vermittlungen dagegen üblich, die zumeist als Provisionszahlungen an Vermittler erfolgen. Eine Bedingtheit der Annahme ist nicht erforderlich.

Die Verbindung von Beratung und Vermittlung (in Verbindung mit der Einnahme von Zuwendungen) ist unabhängig davon auch im Anlagebereich üblich. Im Markt hat sich bei WpHG-Unternehmen die Verrechnung von Zuwendungen (auch Teilen davon) mit gesondert geforderten Honoraren für die Beratung inzwischen durchgesetzt; die Vereinnahmung wird begründet und das Vergütungsmodell wird von Kunden akzeptiert. Ob sich bei privilegierten Unternehmen ein solches Verhalten durchsetzen wird, entscheidet der Markt. Durch die Zweiteilung des Beratungsgeschäfts kann ein Berater ausschließlich gegen Honorar beraten und oder ein Vergütungsmodell aus Honoraren und Provisionen bevorzugen. Der Anlageberater gem. §31 Abs. 4 WpHG kann ein Honorar verlangen und Provisionen einnehmen, während der Anlageberater gem. §31 Abs. 4b ausschließlich durch Honorare vergütet wird. Letzterer muss seine Empfehlungen aus dem Marktangebot ableiten, während ersterer dieses auf einen Teilausschnitt begrenzen darf. Beide Berater haben lediglich die Pflicht, umfassend darüber zu informieren. So ist das Geschäftsmodell des Anlageberaters gem. § 31 Abs. 4 äußerst flexibel und umfasst auch das spezielle Geschäftsmodell des Anlageberaters gem. § 31 Abs. 4b, das restriktiv, aber durch die Bezeichnung Honorar-Anlageberater „geschützt“ ist. Es bleibt abzuwarten, ob nun dieser „Markenschutz“ dazu beitragen wird, der Honorarberatung einen höheren Marktanteil zu verschaffen. Entsprechende Regelungen wurden auch für Berater geschaffen, die auf der Grundlage der GewO tätig sind.

Diese Bestimmungen zur Vergütung sind von der Überlegung geleitet, dass eine Beratung stets ganz im Interesse eines Kunden erfolgen sollte und unabhängig von Vermittlungsgeschäften auszuführen ist. Dann aber ist diese Leistung gegen ein Honorar des Kunden zu erbringen. Erfolgt aber die Beratung im Zusammenhang mit einer Vermittlung, so dass eine Finanzinstitution daraus einen wirtschaftlichen Vorteil erzielen kann, so taucht das Problem der „Überbelastung“ des Kunden auf, der vor „Doppelzahlungen“ geschützt werden soll. Das Verständnis der Doppelzahlung verlangt eine Präzisierung und Abgrenzung der Leistungskomponenten Beratung und Vermittlung. Schließlich kann eine Beratung als (entgeltliche) Hauptleistung verstanden werden und als (unentgeltliche) Nebenleistung, die ergänzend (und ggf. verpflichtet) zu einer Vermittlung erbracht wird. Die Sichtweise des Gesetzes ist bei WpHG-Unternehmen, dass diese stets beraten und daher keine Zuwendungen aus Anschlussgeschäften einnehmen dürfen, es sei denn, diese werden offengelegt und begründet. Demgegenüber wird bei privilegierten Unternehmen das Anschlussgeschäft als Hauptleistung angesehen

und die Zuwendung erlaubt, wenn sie offengelegt wird. So wird auch der Verzicht der Unterscheidung von Beratern und Vermittlern, die unter der GewO tätig sind, begründet.<sup>47</sup>

Im Versicherungsbereich sind Zuwendungen an Vermittler der Regelfall, sieht man von den Versicherungsberatern ab, die über keine Marktbedeutung verfügen und denen die Vermittlung gegen Provisionen verboten ist. Da es nur ein marginales Angebot an provisionsunabhängigen Versicherungen gibt, bedeutet die Tätigkeit des Versicherungsberaters, sich in der Praxis von Vermittlungen fern zu halten. Zwar darf der Berater grundsätzlich Produkte vermitteln, die nicht mit Provisionen - als Kostenfaktor - belastet sind (sog. „Nettotarife“). Diese Einschränkung ist jedoch gravierend, schließt sie doch 99% des Marktangebots von einer akzessorischen Vermittlung aus. Wendet sich der Kunde – im Anschluss an eine Beratung - an einen Vermittler, um einen erkannten Versicherungsbedarf zu decken, so ist er mit den expliziten Beratungskosten des Versicherungsberaters und den impliziten Kosten des Vermittlers belastet.

### **5.2.4.3 Produktspektrum**

Im Fall einer Beratung im Anlagebereich, die auf eine Vermittlung ausgerichtet ist und insoweit Produktempfehlungen zum Gegenstand hat, besteht für ein WpHG-Unternehmen die Pflicht zur Aufklärung über Einschränkungen und Auswahlkriterien bezüglich Finanzinstrumenten und Anbietern. Diese Pflicht zur Transparenz entfällt, wenn das Unternehmen sich unter dem WpHG lediglich als Vermittler betätigt oder ist erheblich eingeschränkt, wenn als privilegiertes Unternehmen im Rahmen der GewO tätig ist.

Das Konzept des unabhängigen, also nicht gebundenen Vermittlers, der im Interesse des Kunden als Makler aus dem Angebot des Marktes ein für den Kunden besonders geeignetes Produkt auswählt und empfiehlt und das sich im Versicherungsbereich bewährt hat, wird im Anlagebereich nicht aufgegriffen. Analogien bestehen lediglich beim Anlageberater auf Honorarbasis, der Bestimmungen unterliegt, die dem des Versicherungsberaters vergleichbar sind.

Da der Gesetzgeber gerade mit der Zweiteilung des Anlagemarktes für die Vielfalt der Anbieterstrukturen im Markt eintrat und insb. für „unabhängige“ Vermittler ein geeignetes Rechtsumfeld schaffen wollte, hat hier keine Beachtung dem Umstand geschenkt, dass bei privilegierten Vermittlern die Transparenz über die Bindung (und Interessenlage) dieser Vermittler an bestimmte Anbieter, ob durch bestehende Vereinbarungen oder andere Auswahlkriterien, die gegen die Interessen ihrer Kunden gerichtet sind, stark eingeschränkt wird. Bei WpHG-Unternehmen kann dies ggf. hingenommen werden, wenn man unterstellt, dass die Mehrzahl dieser Unternehmen als Vermittler bestimmte Anbieter präferieren, vor allem weil diese im rechtlichen Sinn als verbundene Unternehmen anzusehen sind.

Im Versicherungsbereich wird dagegen klar zwischen gebundenen Vermittlern und Makler unterschieden. Die erste Gruppe verfügt über ein eingegrenztes Produktspektrum, das auf die Interessen

---

<sup>47</sup> Aus der Begründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts vom 6.6.201: „Der gewerbliche Finanzanlagenvermittler hat regelmäßig auch Beratungspflichten, er berät und vermittelt zugleich und übt somit regelmäßig beide nach dem Wertpapierhandelsgesetz selbständige Finanzdienstleistungen aus.“

des beauftragenden Versicherungsunternehmens ausgerichtet ist. Die zweite Gruppe der Makler ist auf das gesamte Marktangebot verpflichtet.

### **5.2.5 Weitere Pflichten**

Weitere Pflichten dienen primär der Überwachung der Geschäftstätigkeit der Berater und Vermittler durch die Aufsichtsbehörde. Allerdings ist durch die bestehenden Rechtsunterschiede, gefördert durch unterschiedliche Überwachungspraxis, auch eine divergente Geschäftspraxis zu erwarten.

#### **5.2.5.1 Dokumentationspflicht**

Selbst wenn häufiger argumentiert wird, die Dokumentation wäre ein Instrument zur besseren Information der Verbraucher; so müsste die Dokumentation in jedem Fall erfolgen, um den Verlauf, der zu einer Produktempfehlung führt, nachvollziehen zu können.

In dieser Hinsicht bleibt es unverständlich, dass im Anlagebereich WpHG-Unternehmen im Fall der Vermittlung von der Dokumentationspflicht entlastet sind. Daher wird hier diese Pflicht in erster Linie als Instrument der Aufsichtspraxis verstanden. Für WpHG-Unternehmen ist im Fall der Beratung die Erstellung eines Beratungsprotokolls durch die tätig werdende bzw. mitwirkende Person erforderlich; entsprechendes gilt auch für den Finanzanlagenvermittler, da dieser zur Beratung verpflichtet ist. Unklar aber ist, ob die Erstellung eines Protokolls auch durch Finanzanlagenvermittler (wie durch WpHG-Unternehmen) anzufertigen ist, wenn als Ergebnis der Beratung keine Vermittlung erfolgt. Von der Pflicht entlastet sind aber WpHG-Unternehmen im Fall einer Vermittlung, die ohne Beratung erbracht wird. Damit ist letztlich das Vorliegen eines Protokolls entscheidendes Indiz für eine erbrachte Beratungsleistung und Verbraucher, die sich gut beraten fühlen, denen aber lediglich ein Finanzprodukt vermittelt wurde, bleiben im Unklaren.

Dagegen sind alle Vermittler im Versicherungsbereich grundsätzlich zur Dokumentation verpflichtet.

#### **5.2.5.2 Aufzeichnungspflicht**

Es besteht im Anlagebereich, wie im Versicherungsbereich, eine umfassende Aufzeichnungspflicht zu den einzelnen Geschäftsvorfällen, die über die Sicherung der Pflicht-Dokumente hinausgeht und die erbrachte Leistung nachvollziehbar macht. Bei WpHG-Unternehmen sind diese Aufzeichnungen auch auf die internen (Vertriebs-)Steuerung und Überwachung der Prozesse zu erstrecken. Betrachtet man die komplexen Geschäftsmodelle und Geschäftsprozesse im Bereich der Finanzanlagenvermittler, die häufig in Kooperation mit anderen Finanzanlagenvermittlern und auch WpHG-Unternehmen ihr Geschäft abwickeln, so bleibt abzuwarten, ob die eingeschränkt Aufzeichnungspflicht dieser Unternehmen ausreicht, ein einheitliches Niveau des Verbraucherschutzes zu etablieren.

#### **5.2.5.3 Prüfungspflicht**

Die Verpflichtung zu jährlichen Prüfungen besteht unabhängig von der Art der Erlaubnis. Jedoch wird sich im Anlagebereich ein äußerst unterschiedlicher Prüfungsstandard entwickeln, je nachdem die BAFIN zuständig ist oder regionale Aufsichtsbehörden zuständig sind. Die Aufzeichnungspflichten für privilegierte Berater und Vermittler wurden gegenüber den bisherigen Regelungen der MaBV erheblich erweitert. Abzuwarten bleibt, ob sich bei der Zersplitterung der Aufsicht, sofern diese gewerbe-rechtlich geregelt ist, ein einheitlicher Standard herausbilden kann.

#### 5.2.5.4 Kontrollpflicht

Die Unternehmen sind zur Überwachung der Prozesse verpflichtet, um die Einhaltung der Grundsätze (insb. im Vertrieb) durchgängig sicherzustellen. Zudem bedarf es der Verfolgung aller Beschwerden und jede Beschwerde muss der Aufsichtsbehörde gemeldet werden. Entsprechende Regelungen gelten im Anlagebereich jedoch nicht für privilegierte Berater und Vermittler; auch im Versicherungsbereich sind solche Pflichten weder für Berater noch Vermittler geregelt. Mit Hinblick auf die komplexen Geschäftsmodelle und Geschäftsprozesse erscheint dies nicht begründet.

### 6. Bewertung der neuen Rechtslage

Die Bundesregierung hatte die Absicht verfolgt, die im Kontext der Umsetzung und Weiterentwicklung europäischer Richtlinien (MIFID, IMD Verbraucherkredit-Richtlinie (sowie einer in Vorbereitung und - in Vorbereitung befindlicher - Wohnimmobilienkredit-Richtlinie) ein konsistentes Recht zum Schutz der Verbraucher im Finanzmarkt zu schaffen. Im Koalitionsvertrag der Bundesregierung, die im Herbst 2009 gebildet wurde, findet sich die Aussage „Verbraucher sollen sich leicht informieren können, sie sollen gut beraten und ihre Interessen gut vertreten werden.“

Der Erfolg wäre daran zu messen, ob sich die Verbraucher tatsächlich leicht informieren können. Dazu müsste eine hohe Transparenz im Markt bestehen. Zum Erfolg zählte auch eine Entwicklung des Marktes, die der Beratung eine wichtige Funktion zuweist und dazu müsste die Beratung gut verbreitet und akzeptiert sein. Und schließlich müssten, trotz unterschiedlicher Interessenlage von Dienstleistungsanbietern und nachfragenden Verbrauchern, Regelungen bestehen, die bei üblichen Marktprozessen systematisch zur Aufdeckung von Interessenkonflikten führen und zur Gestaltung gemeinsamer Interessenlagen anregen. Zudem wäre auf eine Vereinheitlichung der Regelungskreise zu Kapitalanlagen, Krediten und Versicherungen Wert zu legen, zumal die davon betroffenen Finanzprodukte häufig in einem Zusammenhang angeboten wie auch nachgefragt werden.

Die Darstellung der aktuellen Rechtslage im vorangegangenen Kapitel lässt bereits annehmen, dass dieses Ziel nicht erreicht wurde. Wenn die Politik von großen Fortschritten spricht, so ist doch wohl nur ein Pyrrhus-Sieg errungen, indem mehr Aufwand getrieben wird, ohne dass daraus ein deutlicher Nutzenzuwachs auf der Seite der Verbraucher ersichtlich wird. So haben sicher auch die recht, die von einer zunehmenden Bürokratisierung im Finanzvertrieb sprechen und damit eine zunehmende und nicht nutzenstiftenden Mehrbelastung der Anbieter meinen. Im Kern besteht sowohl auf Anbieter- wie auf Nachfrageseite das gemeinsame Ziel, dass der Markt sich in folgender Hinsicht verändert:

- Durch eine differenzierteres Dienstleistungsangebot, insb. durch das Angebot qualifizierter Beratung, sollen die konstatierten Informationsdefizite der Verbraucher bei Finanzprodukten reduziert werden.
- Gleich welche Dienstleistung von einem Verbraucher in Anspruch genommen wird, so muss klargestellt sein, welche Interessenlage der Anbieter verfolgt, damit die natürlichen Interessenkonflikte und darüber bestehende Informationsdefizite auf Verbraucherseite auf ein Mindestmaß reduziert werden.
- Durch eine veränderte Marktordnung sind die Voraussetzungen zu schaffen, dass bedarfsgerechte Angebotsstrukturen, also Geschäftsmodelle, entstehen und nicht durch Rechtsakte gegenteilige Fehlanreize gesetzt werden.

Zusammengefasst bedarf es einer Veränderung des Marktes von einer wenig regulierten Ausgangslage, mit großen Informationsvorteilen für Anbieter und einem Wildwuchs an Geschäftsmodellen, zu einer neuen Struktur des Marktes, in dem wenige, klar abgegrenzte Dienstleistungen von Anbieter erbracht werden, die sich um den Informationsausgleich bemühen und zu bedarfsgerechten Entscheidungen der Verbraucher zu Finanzprodukten beitragen.

Im Licht der nachfolgenden Erörterung wird ein Änderungsbedarf sowohl im Versicherungs- wie auch im Anlagebereich, aber auch bei Krediten, offensichtlich. Es sollen hier die drei Problembereiche näher betrachtet werden, die sich aus dem rechtlichen Rahmen herausbilden:

- Wie wird das Dienstleistungsangebot von Beratung und Vermittlung konturiert?
- Wie werden Interessenkonflikte reduziert?
- Wie wird der Markt durch die Entstehung von Geschäftsmodellen strukturiert?

## **6.1 Dienstleistungsangebot**

Im Fall einfacher Produkte werden Transaktionen durchgeführt, indem Anbieter, in der Regel Produzenten, und Nachfrager, auch Verbraucher, diese Güter gegen Geld tauschen direkt tauschen. Unter Umständen werden Anbieter und Nachfrager auch auf einem Markt zusammentreffen, wo beide sich über die Angebots- und Nachfragelage informieren können und dementsprechend die Güterpreise festgestellt werden. Berater und Vermittler sind Aspekte der Transaktion komplexer Güter, bei denen der Nachfrager ein Angebot nur unzureichend beurteilen kann. Der Berater strukturiert das Angebot im Sinn des Nachfragers und filtert geeignete Produkte heraus. Der Vermittler bringt den Nachfrager mit einem Anbieter zusammen und wirkt darauf hin, dass ein geeignetes Produkt zwischen beiden gehandelt wird. Dieser Tausch wird ggf. durch den Vermittler in der Form realisiert, dass ein Ausführer beauftragt wird, diese Transaktion – unter Bedingungen (Preis, Erwerbszeitpunkt, etc.) - am Markt durchzuführen. Dies ist der Fall bei finanziellen Dienstleistungen, deren Merkmale in der Regel eine hohe Komplexität ist.

Ein Anbieter dieser finanziellen Dienstleistungen hat ein Interesse, alle Aktivitäten eines Kunden, der ein Finanzprodukt erwerben will, abzudecken und die gesamte damit verbundenen Wertschöpfung zu realisieren, weil auch der Nachfrager ein Interesse hat, aus verschiedenen Gründen wie Bequemlichkeit, Vertrauen, etc., aus einer Hand diese Dienstleistungen zu beziehen. Im Zuge einer arbeitsteiligen Struktur moderner Märkte bieten jedoch auch Spezialisten Dienstleistungen an, die einzelne Aktivitätenstufen umfassen oder auch nur wesentliche Teile davon. So ist der Vermittlungsprozess häufig durch eine Teilung der Aufgaben eines ersten Vermittlers, der nachfragerbezogene Aufgaben durchführt, während der zweite Vermittler sich auf anbieterbezogene Aufgaben beschränkt und ggf. auch die Zusammenarbeit mit Ausführern koordiniert. Große Finanzinstitutionen erbringen meist alle Aktivitäten aus einer Hand, während kleinere Finanzinstitutionen ihr Geschäftsmodell so konstruieren, dass verschiedene Spezialisten dabei zusammenwirken. In jeden Fall bestehen auf der Anbieterseite Interessen, den Prozess so zu steuern, dass eine maximale Wertschöpfung erreicht wird. Dementsprechend werden die einzelnen Geschäftseinheiten einer großen Finanzinstitution durch eine einheitliche Leitung zusammengeführt oder die einzelnen Spezialisten in einem Geschäftsmodell verknüpft, so dass der Betreiber des Geschäftsmodells die Hoheit über den Kunden behält.

Der Berater hat ein Interesse, ein erkanntes Geschäft auch zu realisieren und insoweit führt er den Kunden einer Vermittlung zu. Der Vermittler wird im Zuge der Realisierung das Geschäft abwickeln



oder aber dies einen Ausführer zuführen. Jede Interessenlage wird durch Restriktionen begleitet, die Gegenstand des Geschäftsmodell-Betreibers sind. Solche Restriktionen beziehen sich bspw. auf die Art der Beratung (problemorientiert oder vermittlungsorientiert), das Produktspektrum, das im Prozess berücksichtigt wird, auf die Priorisierung von Produktkategorien (bspw. Präferenz von Zertifikaten gegenüber Investmentvermögen oder kapitalbildende Lebensversicherungen gegenüber einer Wertpapieranlage) oder die Durchführung der Vermittlung (Direktgeschäft mit Emittenten, im Eigenhandel oder an einem geregelten Markt). Die Anreize zu bestimmten Handlungen werden durch die Vergütung und andere Zuwendungen durch die Regeln des Geschäftsmodells („Vertriebssteuerung“) gesetzt, die auf die unmittelbar mit Kunden durchzuführenden Entscheidungen und damit einhergehenden Beeinflussungen wirken.

Welche Dienstleistungen angeboten werden, wie diese sich von anderen Dienstleistungen unterscheiden und wie diese im Zusammenhang erbracht werden können bestimmt die Marktordnung, das rechtliche Regelwerk. Es kommt also auf die Unterscheidbarkeit der Dienstleistungen und die Regeln ihrer Verknüpfung an, will man den gesamten Prozess transparent gestalten und bestehende Informationsnachteile (Wer macht was zu welchen Kosten und was leistet er dafür?) der Verbraucher reduzieren.

Im Zuge der Umsetzung von IMD und MIFID wurde die interessengesteuerte Vermittlung („Vertrieb“ von Finanzprodukten) in ein rechtliches Rahmenwerk auf EU-Ebene eingebettet, das zur Reduktion der Informationsasymmetrien beitragen soll. Darüber hinaus wurde das Dienstleistungsangebot der Finanzinstitutionen differenziert, indem die Beratung als eigenständige Dienstleistung neben der Vermittlung abgegrenzt und rechtlich beschrieben wurde. Das Ziel bestand darin, die Marktordnung so zu verändern, dass die Beratung einen größeren Stellenwert im Wettbewerb erlangen kann.

Wer die Verbraucher schützen will, indem er deren Informationsnachteile abbauen will, muss sie besser aufklären. Dazu dient die Tätigkeit der Beratung. Sie muss daher gegenüber bisherigen Bestimmungen „aufgewertet“ werden. Dann ist auch ein Honorar für eine solche Tätigkeit zu rechtfertigen. Findet diese Aufwertung nicht statt, wird auch kein Kunde ein Honorar bezahlen. Dann aber wird es keine Berater geben und das Ziel besseren Verbraucherschutzes kann nicht erreicht werden.

Die Bundesregierung hat sich bisher am Leitbild der Beratung, wie es im Versicherungsbereich geregelt war und deutsche Besonderheiten aufweist, orientiert. Dabei wurde kaum beachtet, dass diese Regelung die Verbreitung der Beratung nicht gefördert hat. Der Versicherungsberater ist im Markt nicht wahrnehmbar. Dies liegt im Kern daran, dass die Versicherungsberatung von der Versicherungsvermittlung sich im Wesentlichen nur durch die Vergütung unterscheidet. Solange aber ein Kunde erwartet, dass er eine Beratungsleistung auch kostenlos im Zuge einer Vermittlung erhalten kann, wird er letztere bevorzugen und der Markt stellt sich darauf ein. Das Honorar, das für eine Beratung aufgewendet werden muss, ist nur dann zu rechtfertigen, wenn eine deutlich erkennbar und qualitativ höhere Dienstleistung erbracht wird, als eine solche, die landläufig als Beratung im Zuge einer Vermittlung verstanden wird. Überträgt man nun dieses Konzept auf den Anlagebereich und – wie beabsichtigt – auch auf den Kreditbereich, so ist zu erwarten, dass das Ziel eines breiteren Beratungsangebots nicht realisiert wird. Es fehlen bisher die Anreize, damit mehr Berater im Markt tätig werden. So besteht nun weder im Versicherungs- noch im Anlagebereich eine Lösung, die aus Sicht des bestehenden Marktes große Veränderungen zugunsten der Kunden erwarten lässt.

### **6.1.1 Unterscheidung der Dienstleistungen**

Die Unterscheidbarkeit der beiden Dienstleistungen leidet darunter, dass es an einem Leitbild der zu regelnden Dienstleistungen fehlt, das übergreifend für alle finanziellen Sektoren gültig ist und die bestehende Praxis sinngerecht nachbildet. So wird die Beratung bisher als eine Dienstleistung verstanden, die nicht klar von einer Vermittlung separiert ist sondern im Grunde die Vermittlung einschließt. Auch bei den Dienstleistungen Vermittlung und Ausführung fehlt es an einer genauen Abgrenzung.

Deutlich wird dies im Versicherungsbereich, wo der Berater sich nicht vom Vermittler abgrenzt, sieht man von einer Festlegung auf ein bestimmtes Produktspektrum ab, das ihn zur Forderung eines Honorars verpflichtet. So ist ein Berater darauf festgelegt, Produkte zu vermitteln, die nicht mit Provisionen für Vermittler belastet sind. Diese Produkte machen nur einen kleinen Teil des Marktes aus, so dass im Fall einer Vermittlung der Berater auf ein viel zu enges Produktspektrum festgelegt ist und damit zweifelhaft bleibt, ob er seinen Pflichten gegenüber Kunden nachkommen kann. Faktisch ist der Berater von der Vermittlung ausgeschlossen. Aus diesem Grunde ist der Marktanteil der Versicherungsberater äußerst gering. Aber dieses Beratungsverständnis wird jedoch nicht im Anlagebereich aufgegriffen, so dass es dort zwei unterschiedliche Beratertypen gibt, wovon einer als vermittlungsentendierter Berater sich – so die Praxis – aus Provisionen vergüten lässt.

Auch die Abgrenzung von Vermittlern und Ausführeern bleibt diffus. So finden sich abgrenzende Bestimmungen, insb. gesonderte Pflichten, zwar im WpHG, nicht aber in der GewO. Für den Ausführeer nach WpHG gelten Organisationspflichten nach § 33 und § 33a WpHG, „um das bestmögliche Ergebnis für ... Kunden zu erreichen“, während für gewerbliche Ausführeer nur sehr allgemeine Vorgaben bestehen (siehe § 13 Abs. 5 FinVermV). Dieser Mangel wird nur dadurch teilweise behoben, weil viele gewerbliche Ausführeer mit WpHG-Ausführeern kooperieren, die dann den umfassenden Bestimmungen unterliegen. Dies schließt aber nicht aus, dass es bei gewerblichen Ausführeern zu für Kunden nachteiligen Regelungen kommt, die allenfalls der Kontrolle durch den Wettbewerb unterliegen und auf diese Weise beschränkt werden.

#### **6.1.1.1 Unterscheidungsmerkmal: Tätigkeitgegenstand**

Der Tätigkeitsgegenstand einer Finanzinstitution, also die erfüllte Aufgabe, bestimmt im Anlagebereich die Einordnung: Je nachdem die Geeignetheit oder Angemessenheit von Produktempfehlungen geprüft wurde, desto klarer kann die Beratung von einer Vermittlung unterschieden werden. Ein Protokoll dazu kann hilfreich sein. Erstens ist in solches pflichtgemäß im Fall der Beratung zu erstellen und den Kunden auszuhändigen, nicht aber bei einer Vermittlung, so dass das Vorliegen eines Protokolls als Indiz für eine Beratung gilt. Es ist aber nicht ausgeschlossen, dass Protokolle auch bei Vermittlungen verfasst werden. Wenn man allerdings feststellt, dass diese Protokolle mehr dazu dienen, den Anbieter zu sichern und nicht, den Kunden zusätzliche Erläuterungen an die Hand zu geben, so werden die Protokolle ihrem gedachten Zweck nicht gerecht und unterstützen die Anbieter lediglich, den Nachweis zu führen, pflichtgemäß gehandelt zu haben, so dass im Streitfall für Kunden daraus keine Vorteile erzielt werden.

So aber bleibt die Rekonstruktion des Geschehens schwierig und häufig wird sich herausstellen, dass zwar der Kunde sich beraten wähnte, der Anbieter aber lediglich interessegeleitet vermittelt hat. Die BAFIN führt im Jahr 2010 eine umfassende Untersuchung der Protokollierungen durch und erkannte

erheblichen Handlungsbedarf. Dieser wurde in der Zwischenzeit zu einem großen Teil auch umgesetzt.<sup>48</sup> Aber die Maßnahmen scheinen wenig wirksam zu sein.<sup>49</sup>

Eine Unterscheidung nach dem Produktspektrum einer akzessorischen Vermittlung ist, wie im Versicherungsbereich, im Fall einer Anlageberatung nicht gegeben. Im Versicherungsbereich unterscheiden sich Beratung und Vermittlung eben dadurch, dass im Fall der Beratung eine akzessorische Vermittlung ein gänzlich anderes Produktspektrum umfasst als im Fall der Vermittlung. Der Berater darf nur nicht mit Provisionen belastete Produkte vermitteln, der Vermittler lebt dagegen von der Vermittlung provisionsbelasteter Produkte. Der Makler als spezieller Vermittler kommt in eine prekäre Lage, da er für Empfehlungen „eine hinreichende Zahl von auf dem Markt angebotenen Versicherungsverträgen und von Versicherern zu Grunde zu legen“ hat und damit, wäre das Angebot an nicht mit Provisionen belasteten Produkten groß, auch solche zu beachten und bei Vermittlungen zu berücksichtigen hätte. Dies ist aber nicht der Fall, weil Makler eine wichtige Vertriebsfunktion repräsentieren, so dass Beratern in der Folge die Vermittlung praktisch verwehrt ist. Eine inhaltliche Unterscheidung der Beratung von der Vermittlung ist, abweichend vom Anlagebereich, hier nicht gegeben.

#### **6.1.1.2 Unterscheidungsmerkmal: Vergütung**

Über ein vom Kunden zu zahlendes Honorar als explizite Vergütung lässt sich nicht entscheiden, ob eine Beratung oder eine Vermittlung erfolgt ist. Im Versicherungsbereich ist im Fall der Beratung das Honorar zwingend, weil eine akzessorische Vermittlung nicht zu Zuwendungen führt, die als Honorarersatz die Beratung vergüten könnte. Es besteht aber kein Verbot, für mit einer Vermittlung verbundene Aufgaben ein Honorar zu verlangen, auch wenn ein Honorar nicht marktüblich ist und sich im Wettbewerb nur selten durchsetzen lässt.

Dies gilt entsprechend im Anlagebereich, wobei aber hier auch die Beratung meist nicht durch ein Honorar, sondern eine erlaubte Zuwendung vergütet wird, weil die Beratung mit einer akzessorischen Vermittlung verknüpft ist. Verlangt ein Berater vom Kunden aber ein Honorar und erläutert er ihm, dass er als „Honorar-Berater“ tätig ist, dann muss er empfangene implizite Honorare, also Provisionen, dem Kunden weiterreichen. So verschärft die Regelung einer Zweiteilung von Beratungsleistungen (Berater gem. WpHG § 31 Abs. 4 (4a) oder gem. WpHG § 31, Abs. 4 (4b-4d) sowie privilegierte Berater gem. GewO § 34f oder gem. GewO § 34h) entsprechend dem Vergütungskonzept die Intransparenz, die sich aus einer zu großen Zahl an Geschäftsmodellen im Finanzvertrieb ergibt, die alle unter verschiedenen Bestimmungen ihre Tätigkeit erbringen. Es existieren allein acht unterschiedliche Geschäftsmodelle im Anlagebereich (Anlageberater nach WpHG, Honorar-Anlageberater nach WpHG, Anlageberater nach GewO, Honorar-Finanzanlagenberater nach GewO, Anlagevermittler nach WpHG, Anlagevermittler nach GewO, Ausführungsdienstleister nach WpHG, Ausführungsdienstleister nach GewO). So ist für Kunden schwer zu erkennen, in welcher konkreten Form seinen Vorstellungen an Beratung entsprochen wird oder ob er doch lediglich im landläufigen Sinn „beraten“ wird und im Rechtssinn lediglich eine Vermittlung erfolgt.

---

<sup>48</sup> [www.BAFIN.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Pressemitteilung/2010/pm\\_100504\\_beratungsprotokoll\\_ergebnisse.html?nn=2819248](http://www.BAFIN.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Pressemitteilung/2010/pm_100504_beratungsprotokoll_ergebnisse.html?nn=2819248) und Rundschreiben 4/2010 (WA) Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und die weiteren Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten nach §§ 31 ff. WpHG für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (MaComp).

<sup>49</sup> Siehe dazu: „Beratungsprotokolle bei Wertpapieren Die Kapitulation eines Bankberaters“, FAZ 20.08.2013.

Um die beiden Arten der Beratung, die des Beraters und die des beratenden Vermittlers, gut unterscheiden zu können, bedürfte es einer Dokumentation, die Rechte und Pflichten im Zusammenhang mit einem zu konkretisierenden Beratungsgegenstand zusammenfasst. Im Fall einer Beratung sollte ein schriftlicher Vertrag über den zu beratenden Gegenstand, die vom Berater zu erbringenden Leistungen sowie die Vergütung der Beratungsleistung geschlossen werden. Nur in diesem Fall kann eine ausreichende Transparenz für Kunden und eine deutliche Unterscheidung von einer Vermittlung erreicht werden. Dies ist aber derzeit nicht gefordert.

Dies ist umso wichtiger, wie die beiden Beratertypen auf unterschiedliche Auswahlprozesse gesetzlich festgelegt sind. Bei beiden Honorarberater-Typen liegt der Beratungsgegenstand auf der Generierung von Empfehlungen aus einem unterschiedlich breit gefassten Angebotsspektrum. Der Provisionsberater muss erläutern, welchen Einschränkungen sein Angebotsspektrum unterliegt, während der Honorarberater Empfehlungen aus dem gesamten Marktspektrum generieren muss. Es besteht keine Verpflichtung, den Prozess der Generierung einer Empfehlung transparent zu machen. Wird im Zuge oder (im Anschluss) an eine Beratung auch eine Vermittlung durchgeführt, so sollten die Ergebnisse der Beratung bei der Vermittlung beachtet werden und dem Kunden gegenüber zu begründen sein. Eine ausführliche Dokumentation sollte pflichtgemäß erfolgen.

Die Honorarberatung kann auch ohne die gesetzlichen Einschränkungen des Honoraranlageberatungsgesetzes erbracht werden. Der Berater kann (ohne einer gesonderten Erlaubnispflicht zu unterliegen) für seine Empfehlungen ein Honorar fordern und – in Kooperation mit einem Vermittler – sicherstellen, dass die Empfehlungen realisiert werden. Er kann auch selbst als Vermittler unter den gestehenden gesetzlichen Bestimmungen tätig sein. Es stellt sich also die Frage, was denn nun mit einer Regulierung des speziellen Geschäftsmodells der auf Honorarbasis arbeitenden Berater erreicht werden kann und soll. Es wird behauptet, dass es dem Schutz der Verbraucher diene. Wenn dem so ist, so sollte der Gesetzgeber auch zur Verbreitung des Geschäftsmodells beitragen. Dazu gibt es aber keine Anreize und ein aufzuwendendes direktes Honorar wird sogar gegenüber einem indirekten Honorar (Provision) steuerlich diskriminiert.

Der Gesetzgeber geht implizit vom Gedanken aus, dass die Beratung auch eine Vermittlung einschließt. Im Zuge einer solchen Betrachtungsweise sind aber die Unterschiede von Beratung und Vermittlung nur schwach und ggf. implizit konturiert. Da nun unterschiedliche Beratertypen mit – zumindest im Bereich der Kapitalanlagen - bestehen, bedürfte es umso mehr einer präzisen begrifflichen Fassung von Beratung und Vermittlung, um provisionsintendierte Beratung, die ja Vermittlung zwingend einschließt, und honorargebundene Beratung, die nicht zwingend auf eine Vermittlung ausgelegt ist, hinsichtlich der zu erbringenden Leistungen unterscheiden zu können. Solange im Bereich der Kapitalanlagen zwei Beratertypen bestehen, dem vermittelnden Anlageberater, der sich aus Provisionen finanziert und dem beratenden Anlageberater, der ein Honorar direkt vom Kunden verlangt, müssen deren Tätigkeiten differenziert und Unterschiede im Beratungsumfang verlangt werden.

Eine Unterscheidung von zwei Beratertypen wäre verzichtbar, wenn Berater grundsätzlich über Einschränkungen des Produktspektrums aufzuklären hätten und die Honorierung in der Form erfolgt, dass in dem Fall, bei dem ein Honorar vom Berater verlangt wird, eine ggf. anfallende Provisionen auszukehren ist. Wenn ein Anbieter primär Produkte empfehlen und sich auf ein (stark) eingeschränktes Angebotsspektrum stützen will, so kann es unter bereits bestehenden rechtlichen Be-

stimmungen als Vermittler tätig sein, zumal sein „Beratungsangebot“ doch nur als „Vermittlungsintendiert“ interpretiert werden kann, insb. wenn kein Honorar verlangt wird. Mit seiner solchen Regelung würde eine höhere Markttransparenz angeregt.

Um die Qualität der Beratung zu erhöhen, so sollten erweiterte fachliche Anforderungen an Berater (gegenüber Vermittlern) gestellt werden. Damit kann auch das Verlangen eines Honorars (umfassende Tätigkeit und qualifizierte Erbringung) begründet werden. Es sollte für einen Kunden klar ersichtlich sein, welche Leistungen er im Fall einer Honorar-Beratung, einer provisionsintendierten Beratung und einer provisionsintendierten Vermittlung zu erwarten hat. Der Gesetzgeber hat dazu klare Vorschriften zu erstellen. Ein Kunde wird nur dann bereit sein, ein Honorar zu bezahlen, das ggf. über eine Provision (als indirektes Honorar) hinausgeht, wenn er sich davon einem Zusatznutzen verspricht. Der Gesetzgeber präzisiert in diesem Zusammenhang lediglich Vorgaben zum Angebotspektrum. Dies ist vollkommen unzureichend.

### **6.1.2 Verknüpfung von Dienstleistungen**

Von Vorteil wäre es, wenn die unterschiedlichen Dienstleistungen verschiedene Stufen des Kommunikationsprozesses der Dienstleistungsanbieter mit Verbrauchern beschreiben würden, die sequentiell angeordnet sind. Dann würde auch klarer fassbar, welche Voraussetzungen die einzelnen Stufen im Übergang zur nächsten Stufe beinhalten und die Interessenlagen beim Übergang würden deutlicher konturiert. So aber bleibt im Anlagebereich unklar, welche Rolle ein Beratungsergebnis für eine akzessorische Vermittlung hat, sofern diese nicht in einem unmittelbaren zeitlichen Kontext steht. Dies bedeutet, dass ein sachlich fundiertes Beratungsergebnis für einen Berater insoweit nicht bindend ist, wenn er eine zeitlich versetzte Tätigkeit als Vermittler durchführt, ohne auf das zuvor ermittelte Beratungsergebnis festgelegt zu sein. Der Kunde bleibt dabei ggf. im Unklaren und dürfte unterstellen, dass der die Vermittlung durchführende Berater entsprechend der Prüfung der Geeignetheit handelt, während dieser sich davon entbunden sieht und nur eine Angemessenheitsprüfung durchführt. Im Zuge einer Beratung werden Kunden bestimmte Produkte empfohlen und damit auch von anderen abgeraten. Sofern eine Empfehlung vorliegt, kommt es häufig auch zur Vermittlung. Die Herleitung dieser Empfehlung ist also für die Vermittlung entscheidend und sollte deshalb für einen Kunden transparent und nachvollziehbar sein, insb. dann, wenn die Dienstleistungen aus einer Hand erbracht werden. Entsprechend transparent sind die Übergänge einer Vermittlung zur Ausführung zu gestalten, das im Anlagebereich relevant ist. Bestehen Alternativen bei der Wahl des Ausführers, so sind diese zu erläutern und über die für Kunden bestehenden Vor- und Nachteile sollte der Vermittler aufzuklären haben.

Im Versicherungsbereich besteht insoweit kein Konflikt, als das Ausführungsgeschäft keine Rolle spielt und die Produkte direkt – in der Regel im Rahmen einer Vermittlung - von den Produzenten erworben werden. Der Kunden hat sich lediglich zu entscheiden, ob er einen Makler oder einen Vertreter beauftragen will. Die Beauftragung eines Beraters bringt im hinsichtlich einer Erweiterung der Dienstleistung keinen weiteren Vorteil, es sei denn er wertet es als Vorteil, ein Produkt zu beziehen, das ohne Provisionen kalkuliert ist und er dafür ein Honorar aufzuwenden hat. Ein Vorteil könnte sich erst dann ergeben, wenn die honorarpflichtige Beratung zu einer Vermittlung führt und dabei auf das gesamte Produktspektrum zugegriffen werden könnte und verfügbare Vermittlungsprovisionen dem Kunden auszuhändigen wären. Dieser Weg, der die sinnvolle Verknüpfung von Beratung und Vermittlung eröffnen würde, ist bisher durch die Interpretation des Provisionsabgabeverbots verwehrt.

### 6.1.3 Fazit

Die Dienstleistungen der Beratung und Vermittlung sind rechtlich wenig klar und über die finanziellen Sektoren hinweg unterschieden und werden zudem in unterschiedlicher Form verbunden. Dies beeinträchtigt die Transparenz der Anbieter und der Angebotsleistungen, so dass Verbraucher nur unzureichend von Fehlentscheidungen abgehalten werden. Es ist zweifelhaft, ob die bestehenden Informationspflichten der Anbieter ausreichen, Fehlinterpretationen zu vermeiden. Transparenz bedeutet, das Entscheidende zu erkennen und zu verstehen. Daher lebt Transparenz von der Unterscheidung, vom Vergleich und von der Kenntnis von Alternativen. Solange aber Alternativen im Markt nur unzureichend verbreitet sind, fehlt es an der gewünschten Transparenz. Auf der bestehenden rechtlichen Grundlage wird weiterhin die interessengeleitete Vermittlung dominieren und die Beratung als Mauerblümchen den Markt garnieren. Im Zuge mangelnder Klarheit über eine Auftragslage wird ein großer Teil der Verbraucher weiter davon ausgehen, er sei gut beraten, während der Anbieter sich absichert und seine Tätigkeit als Vermittler erbringt.

#### 6.1.3.1 Unklare Auftragslage

Je nach Art der von einer Finanzinstitution angebotenen Leistung kommt ein Beratungsvertrag im Fall der Beratung oder ein Auskunftsvertrag im Fall der Vermittlung zustande, mit dem der Anbieter der Leistung dem diese Leistung in Anspruch nehmenden Kunden gegenüber Pflichten zu erfüllen hat. Alle diese Leistungen werden im landläufigen Sinn von Kunden als Beratung bestanden, so dass es häufig zu Missverständnissen kommt, was denn eigentlich geschuldet war. Im Fall der Beratung kann es auch zu unterschiedlich gefassten Pflichten kommen, je nachdem der Berater seine Beratung gegen Honorar erbringt und keine Zuwendungen aus mit der Beratung verbundenen Vermittlungen annahmen darf oder ob eine vermittlungsorientierte Beratung vorliegt, die auch mit einem (zusätzlichen) Honorar verbunden sein kann. Dies gilt auch für die Vermittlung, je nach der rechtlichen Grundlage des Vermittlungsverhältnisses. Es besteht ein Mangel insoweit, als es an der Pflicht zur Vereinbarung eines schriftlichen Vertrags fehlt und insoweit aus der Dokumentation der erbrachten Leistung das Auftragsverhältnis im Streitfall rekonstruiert werden muss. Die bestehenden Informationspflichten reichen nicht aus, wie die vielen Streitfälle zeigen, Missverständnisse auszuräumen.

Grob sind Beratung und Vermittlung dahingehend zu unterscheiden, dass eine Beratung einen Beratungsvertrag zu Folge hat, bei dem es primär um die Klärung der Sachlage und der Ziele eines Kunden geht, die mit Finanzprodukten erfüllbar sind. Im Fall einer Vermittlung kommt ein Auskunftsvertrag zustande, bei dem davon auszugehen ist, dass der Anbieter der Leistung ein Finanzprodukt anpreist und dafür wirbt. Bei diesem Anpreisen kann besonderer Wert auf das Interesse der Kunden (kundenorientierte Vermittlung, bspw. als Versicherungsmakler) gelegt werden, oder aber auf das Interesse von Produktemittenten (angebotsorientierte Vermittlung, bspw. als Vertreter einer WpHG-Firma oder eines Versicherungsunternehmens). Diese Abgrenzungen sind jedoch recht unterschiedlich und nicht systematisch begründet, so dass auch nicht konsistente Regelungen hinsichtlich der zu erfüllenden Pflichten vorliegen.

Ein Anlageberater (nach §31 Abs. 4 und Abs. 4a WpHG bzw. §34f GewO), der ein Honorar verlangt und darauf empfangene Provisionen anrechnet (weil die Zuwendung darauf ausgelegt ist, die Qualität der für den Kunden erbrachten Dienstleistung zu verbessern und der ordnungsgemäßen Erbringung der Dienstleistung im Interesse des Kunden im Sinne des § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG bzw. weil die Zuwendung der ordnungsgemäßen Beratung im Interesse des Anlegers gem. §17 FinVermV nicht

entgegen steht), wie dies in der Praxis häufig der Fall ist, darf nach den Bestimmungen sich nicht als Honorar-Anlageberater (WpHG) oder Finanzanlagenberater (GewO) bezeichnen, obwohl er ein Honorar verlangt und dieses Verlangen weder nach WpHG bzw. der EU-Richtlinie MIFID noch nach §34f GewO verboten ist. Er wird erst dadurch zum Honorar-Anlageberater oder Finanzanlagenberater, wenn er sich dazu explizit erklärt und die Auszahlung sämtlicher Zuwendungen, sofern solche bei ihm anfallen sollten, an seine Kunden zusichert. Damit werden in der Praxis diese beiden Beratertypen, die beide Honorare vereinnahmen, kaum zu unterscheiden sein, obwohl entscheidende Pflichtenunterschiede bei der Abgabe einer Produkt-Empfehlung bestehen. Der Honorar-Berater muss diese auf einer hinreichenden Zahl von Angeboten des Marktes stützen, während der (honorarfordernde) Berater dieser Verpflichtung nicht unterliegt, sondern nur über den Umfang seines Produktspektrums informieren muss.

Wenn es dem Gesetzgeber tatsächlich darum ging, die Beratung gegen Honorar zu fördern, so wird dieser Transparenzmangel dem Ziel entgegen stehen. Die Regelung ist schlecht gefasst, ähnlich wie im Versicherungsbereich, wo es zwar nur einen Beratertyp gibt, der aber – abweichend vom Anlagebereich – nicht auf das Produktspektrum zugreifen kann, weil der größte Teil davon mit Provisionen kalkuliert ist.

Gerade Finanzinstitutionen nur mittels eines Beratungsangebots ihr Vermittlungsinteresse erfolgreich durchsetzen können, wird es notwendig, Klarheit über das Beratungsverständnis zu schaffen. Entspricht die Beratung dem Verbraucherauftrag oder ist sie ein Mittel, die Ziele der Finanzinstitution zu erreichen? Ohne die eindeutige Abgrenzung von Beratung von Vermittlung (oder anderen Vertriebsaufgaben) werden Interessenkonflikte überdeckt.

#### **6.1.3.2 Mauerblümchen ‚Beratung‘**

Im Anlagebereich trägt der Berater gegenüber dem Vermittler ein höheres Risiko, ohne dass an ihn höhere Qualifikationsanforderungen (bspw. Sachkundeprüfung) gestellt werden und er damit auch ein Honorar rechtfertigen könnte. Die Unterscheidung der Berater, die ausschließlich gegen ein Honorar tätig sind und anderen Beratern verschafft letzteren eine höhere Flexibilität in der Gestaltung ihres Geschäfts, ohne damit Nachteile für Kunden zur Folge zu haben. Diese Alternative bei der Beratung erzeugt damit eine zusätzliche Komplexität in der Unterscheidung der Beratung und Vermittlung, die im Zusammenhang mit dem ersten Argument eines erhöhten Risikos keine Anreize schafft, die Beratung anzubieten. Im Versicherungsbereich unterscheidet sich der Berater vom Vermittler vor allem dadurch, dass ihm die Vermittlung praktisch untersagt ist. Daraus ergeben sich auch hier kaum Anreize, die Beratung anzubieten. Die Dienstleistung der Beratung ist im Kreditbereich nicht rechtlich geregelt, so dass davon keinerlei Anreize zum Angebot der Beratung ausgehen.

Dies hat zur Folge, dass weiterhin die Vermittlung als dominante Dienstleistung am Markt angeboten wird. Solange sich die Verbraucher nicht im Klaren sind, dass sie ggf. eine andere Dienstleistung als die Vermittlung (mit landläufiger Beratung) benötigen und eine solche auch am Markt angeboten wird, gehen auch kaum Nachfrageimpulse auf den Markt aus, so dass sich Veränderungen kaum einstellen werden. Noch nicht einmal geht aus den öffentlich zugänglichen offiziellen Registern eindeu-

tig hervor, welche Dienstleistungen ein Berater oder Vermittler erbringt.<sup>50</sup> Dass in privaten Registern eine dem Rechtssinn entsprechende Terminologie Anwendung findet, ist auch nicht der Fall, so dass üblicherweise Vermittler dort als Berater ausgewiesen werden.

So aber blüht die Beratung im Verborgenen. Im Ergebnis steht ein Kunde damit vor unterschiedlichen Formen eines Angebots an Beratung, die entweder einer Vermittlung vorgeschaltet und nicht im Rechtssinn als Beratung qualifiziert sind (landläufiges Verständnis im Zusammenhang mit einer Vermittlung), und dies ist der Regelfall, oder die als eigenständige Beratung konturiert ist, die aber entweder als problemorientierte Honorarberatung oder als provisionsorientierte Beratung erbracht wird, der seltene Fall. Die Folge ist, dass durch weiterhin unzureichende Marktkoordination Fehlentscheidungen der Verbraucher begünstigt werden.

## **6.2 Interessenkonflikte**

Für einen Berater oder Vermittler ergibt sich die Interessenlage aus Bindungen und darauf aufsetzenden Anreizregeln, die eine Finanzinstitution zur Ausübung seiner Regiehoheit über die Beratung und Vermittlung einsetzt. Diese Finanzinstitution wird von einem Kunden beauftragt, der jedoch im Rahmen seines Geschäftsmodells Bindungen unterliegt, die seine Interessen bestimmen und die nur dann gänzlich mit den Kundeninteressen übereinstimmen, wenn diese ausschließlich in der Vergütung seiner Dienstleistung besteht und diese vom Kunden honoriert wird. Ein solches Geschäftsmodell wurde im Anlagebereich mit dem Anlageberater auf Honorarbasis durch das Honorarberatungsgesetz konturiert, nicht aber im Versicherungsbereich, weil dem Versicherungsberater die Abdeckung der gesamten Dienstleistungskette praktisch verwehrt ist. Auch im Kreditbereich existiert ein solches rechtlich konturiertes Geschäftsmodell nicht. Am Markt ist dieses Geschäftsmodell bisher ohnehin kaum wahrnehmbar, sondern die Anbieter haben je nach Geschäftsmodell eine ausgeprägte Interessenlage, die sich aus verschiedenen andersartigen Bindungen ergeben.

Die Bindungen der Anbieter bestehen einerseits in Festlegungen des Produktspektrums, das im Zuge von Empfehlungen berücksichtigt wird und andererseits in Steuerungsregeln, denen sich die Anbieter unterwerfen. Diese Steuerungsregeln haben insb. Einfluss auf deren Erlöse, die zum großen Teil als Folge von Produktvermittlungen von Emittenten gezahlt werden. Interessenkonflikte können dann entstehen, wenn das Produktspektrum eines Anbieters von den Vorstellungen des Kunden abweicht oder wenn die Steuerungsregeln den Anbieter zu generellen Empfehlungen anleiten, die gegen den objektiven Bedarf eines Kunden im Einzelfall gerichtet sind.

Die Interessenkonflikte sind umso größer, je weniger ein Anbieter Distanz zu einem Emittenten oder Emittentengruppen hat und je weniger die Steuerungsregeln des Geschäftsmodells vom objektiven Bedarf im Einzelfall geprägt werden. Große Unterschiede bestehen im Markt zwischen dem Versicherungsbereich einerseits und dem Anlage- und Kreditbereich andererseits. Im Versicherungsbereich werden Produkte in der Regel von Vermittlern angeboten, während dies bei Krediten und Kapitalanlagen noch immer überwiegend von Kreditinstituten unmittelbar erfolgt. Daher haben sich im Versicherungsbereich differenzierte Geschäftsmodelle mit verschiedenen Interessenlagen herausgebildet, die in unterschiedlicher Form die Vermittlung anbieten. Diese Geschäftsmodelle entspringen der

---

<sup>50</sup> Siehe dazu die Studie der FH Dortmund und den sich darauf beziehenden Artikel von M. Beenken, „Vermittlerregister - wenig Klarheit über den Vermittlerstatus“, in Zeitschrift für Versicherungswesen, Heft 6 (2012)



Überlegung, bestimmte mit Kunden verbundene Aufgaben an Vermittler auszulagern und so Wettbewerbsvorteile zu erzielen. Solche Überlegungen spielen zunehmend auch im Kredit- und Anlagebereich eine Rolle und so zeichnet sich eine entsprechende Entwicklung der Auslagerung ab. Dies hat Folgen für die Steuerungsregeln, die zwischen Beratern und Vermittlern einerseits und Emittenten andererseits bestehen. Diese Regeln sind hoch differenziert, komplex und es besteht zugleich auf der Anbieterebene ein großes Interesse, diese gegenüber Kunden zu verschleiern. Der Grund besteht darin, dass jede Restriktion eine Einschränkung der Wettbewerbsfähigkeit bedeutet.

Es lassen sich die Geschäftsmodelle der Berater und Vermittler in zwei Gruppen aufteilen. In der ersten Gruppe werden die Beratung und Vermittlung genutzt, um Produkte eines definierten Spektrums in den Markt zu bringen, während in der zweiten Gruppe die Beratung und Vermittlung als eigenständige Dienstleistungen angeboten werden, die im Fall eines Bedarfs auch im Zusammenhang mit dem Erwerb (und der Veräußerung) von Produkten – meist aus dem gesamten Angebots des Marktes – stehen. So besteht in der ersten Gruppe eine Absicht eines Produktverkaufs, in der zweiten wird eine angenommene Kaufabsicht genutzt, die Beratung oder Vermittlung als eigenständige Dienstleistung anzubieten. Berater und Vermittler der ersten Gruppe sind an Produzenten gebunden, deren Absatzinteresse sie verfolgen. Daraus ergibt sich das Vermittlungsinteresse, das entsprechend der Wertschöpfung der abzusetzenden Produkte einer Steuerung unterliegt. Eine Beratung ist dann in der Regel darauf ausgelegt, diese Vermittlung einzuleiten. In der zweiten Gruppe dominiert das Interesse, aus der Beratung und Vermittlung eine möglichst hohe Wertschöpfung zu erzielen. Dominiert das Honorar als Wertschöpfungsquelle, so besteht ein Vermittlungsinteresse nur insoweit, als für Kunden ein geeignetes Finanzprodukt beschafft werden soll. Je geringer dieses Honorar aber ist, desto gewichtiger wird das Vermittlungsinteresse und diese unterliegt insoweit einer Priorisierung von Produkten, als diese zu unterschiedlichen Provisionserlösen führen. Insoweit wird der nicht auf ein begrenztes Produktspektrum verpflichtete Vermittler durch Provisionsanreize gelenkt und von der Vertriebssteuerung der Produkthanbieter erfasst.

Die konzeptionellen Vorstellungen von der Honorar-Beratung werden mit möglichen Interessenkonflikten begründet, denen ein Berater unterliegen kann, sofern er auch Zuwendungen aus akzessorischen Vermittlungen einnimmt und so Einflussnahmen der Emittenten ausgesetzt ist. Wenn aber der Berater zur Offenlegung erhaltener Provisionen verpflichtet wird, so ist dieser Konflikt behoben und es kann daraus keine Abhängigkeit von Produktlieferanten entstehen. Ein Bedarf rechtlicher Bestimmungen zur Konturierung des Honorarberaters besteht also nur insoweit, als bei akzessorischen Produktempfehlungen diese auf dem Angebot des Marktes zu gründen. Die Interessen der Kunden sind mit der Pflicht zur Offenlegung vereinnahmter Provisionen hinreichend bestimmt. Es bedarf nicht einmal einer Bestimmung, anfallende Provisionen auf ein ggf. anfallendes Honorar anzurechnen oder grundsätzlich dem Kunden auszuführen. Die teilweise oder vollständige Anrechnung auf ein Honorar könnte auch dem Wettbewerb überlassen bleiben und würde die Komplexität der Vielfalt an Geschäftsmodellen vereinfachen. Ein solches Regelungsprinzip scheidet aber an den Bestimmungen zum Provisionsabgabeverbot, das im Versicherungsbereich besteht. Daher darf der Berater im Fall von Versicherungen keine Provision annehmen, da er sie auch nicht weitergeben darf. Und deshalb ist ihm auch die akzessorische Vermittlung von Versicherungen verboten, die mit Provisionen kalkuliert sind, da im Fall eines Verzichts auf Provisionen der Kunde auch mit impliziten Zusatzkosten belastet sein würde.

### **6.2.1 Produktspektrum**

Es besteht ein Anreiz für viele Finanzinstitutionen, Produkte aus einem eng begrenzten Spektrum zu empfehlen und mittels Beratung oder Vermittlung abzusetzen. Den Interessen eines Verbrauchers entspricht aber häufig ein sehr breit angelegtes Produktspektrum, das alle relevanten Produkte des Marktes umfasst, so dass den Anforderungen am besten entsprochen werden kann. Ist ein Vermittler an eine Finanzinstitution und deren Interessen gebunden und ist dies dem Verbraucher bekannt, so wird er wissen, worauf er sich bei der Festlegung des Produktspektrums einlässt. Entweder wird er dieser Finanzinstitution ein besonderes Vertrauen entgegen bringen und bewusst deren Produkte erwerben, oder aber er wird das empfohlene Produkt sorgfältig gegenüber Alternativen prüfen. Tritt ein Berater oder Vermittler aber als – in dieser Hinsicht - ungebunden auf, so besteht bei der Festlegung des Produktspektrums ein erheblicher Gestaltungsraum, der Interessenkonflikte auslösen kann, da er naturgemäß ein Interesse daran hat, einen Mehrwert aus der fehlenden Bindung an Produktpartner gegenüber dem Kunden herauszustellen. Insoweit muss er darüber berichten, ob und welche Einschränkungen des Produktspektrums vorliegen oder ob das Marktangebot bei Empfehlungen beachtet wird. Es bestehen jedoch recht unterschiedliche Pflichten, je nachdem es um Kapitalanlagen oder Versicherungen geht. Für den Kreditbereich fehlt bisher jede Regelung.

#### **6.2.1.1 Handlungsmotive**

Im Markt haben sich unterschiedliche Geschäftsmodelle etabliert, die in ganz verschiedener Form das Produktspektrum definieren. Der Versicherungsbereich sind diese Geschäftsmodelle rechtlich besonders gut ausgeformt, weil die Auslagerung des Vertriebs – und auch weiterer Aufgaben – an Vermittler auf langen Erfahrungen der Versicherungswirtschaft gründet. Bei den Vermittlern sind, je nach Abhängigkeit von einem Versicherungsunternehmen, Vertreter, unechte Mehrfachvertreter, echte Mehrfachvertreter und Makler zu unterscheiden. Je größer die Abhängigkeit von einem Versicherungsunternehmen, desto eher ist dieses bereit, die Haftung für die Tätigkeit des Vermittlers zu übernehmen, so dass dieser ggf. von einer Erlaubnis befreit ist.

Ein Versicherungsvertreter benötigt keine Erlaubnis, da er ausschließlich Produkte eines Versicherungsunternehmens anbietet, das die Haftung im Gegenzug übernimmt. Er unterwirft sich in diesem Zusammenhang dann auch dem Produktspektrum sowie der der Steuerung des Versicherungsunternehmens, die über die Interessewahrung hinausgeht. Nach 34d Abs. 4 GewO setzt dieser Verzicht auf eine Erlaubnis im Versicherungsbereich aber nicht voraus, dass der gebundene Vermittler ein Versicherungsunternehmen vertritt. Der Vertreter kann durchaus mit verschiedenen Versicherungsunternehmen Vertretungsbeziehungen unterhalten, sofern er die Versicherungsprodukte dieser Versicherungsunternehmen nicht in Konkurrenz stehen, und die Versicherungsunternehmen für ihn die uneingeschränkte Haftung aus seiner Vermittlertätigkeit übernehmen. Diese Situation ist typisch für den Vertreter, der im Zuge der Spartenrennung unterschiedliche Versicherungsunternehmen mit nicht substituierbaren Produkten, die unter einer einheitlichen Leitung (Versicherungsgruppe, die ggf. der Steuerung durch eine Holding oder durch ein dafür ausgezeichnetes Versicherungsunternehmen der Gruppe unterliegt) stehen, vertritt. In diesem Fall wird aber nicht von einem Mehrfachvertreter gesprochen, denn der Vertreter vertritt diese einheitlich geführten Versicherungsunternehmen. Dieser Vertreter arbeitet als ein unechter Mehrfachvertreter, wenn im Zuge einer sog. „Ventillösung“ mit Zustimmung des haftungsübernehmenden Versicherungsunternehmens der Versicherungsgruppe auch nicht konkurrierende Produkte eines anderen Versicherungsunternehmens

im Zuge der bestehenden Haftungsübernahme und mit Zustimmung seines Auftraggebers anbietet. Die Erweiterung des Produktprogramms ergibt aus Sicht des haftungsübernehmenden Versicherungsunternehmens dann einen Sinn, wenn diese ein unvollständiges Angebot komplettiert. Davon weicht das Geschäftsmodell des echten Mehrfachvertreters ab, der Versicherungsunternehmen mit konkurrierenden Produkten vertritt, von dem folgerichtig eine Erlaubnis verlangt wird, zumal er für seine Tätigkeit haftet (§ 34d Abs. 4 GewO). Strittig ist die Abgrenzung, die an den Begriff der Produktkonkurrenz gebunden ist. Dieses Konkurrenzverständnis ist derzeit insb. im Bereich der Lebensversicherung und betrieblichen Altersvorsorge, mit Lebensversicherungen als Rückdeckungsinstrument, von Bedeutung. So wird die Meinung vertreten, dass die Lebensversicherung mit garantierten Deckungsrückstellungen und die fondsgebundene Lebensversicherung keine konkurrierenden Produkte seien und darauf das Geschäftsmodell eines unechten Mehrfachvertreters mit Haftungsübernahme eines Versicherungsunternehmens (oder mehrerer Versicherungsunternehmen) zulässig sei. Der Sachverhalt ist strittig, weil unterschiedliche Vertragskonzepte angeboten werden, die sowohl als Produktkombinationen aufzufassen sind (partielle Konkurrenz) oder auch als Produkte, bei denen sich die Garantien nur unwesentlich unterscheiden und daher – zwar nicht rechtlich, aber wirtschaftlich - als substituierbar betrachtet werden müssen (vollständige Konkurrenz). Das Erfordernis einer Regelung besteht fort. Im Rahmen des vorzubereitenden Rundschreibens zur Anwendung der §§80 ff VAG und §34d GewO wurde bereits im Jahr 2007 zu einer Differenzierung der Regelungen zur Zusammenarbeit mit Maklern und Mehrfachvertretern unter dem Punkt B. III geraten. Es erscheint erforderlich, Mindestbedingungen zur Regelung einer Vermittlerbeziehung festzulegen. Dazu zählt auch die Abstimmung über eine vom Mehrfachvermittler vorzulegende Markt- und Informationsgrundlage gem. §42b VVG, um über die Interessenlage aufzuklären.<sup>51</sup> Wichtig ist in diesem Kontext, dass die Unterschiedlichkeit des echten Mehrfachagenten vom Makler deutlich wird und nicht der Eindruck hinterlassen wird, der Mehrfachagent würde einem Makler ähnlich arbeiten. Der Makler ist dagegen ein Vermittler, der nicht auf ein eingegrenztes Produktspektrum sich festlegen kann, sondern im Interesse der Kunden aus dem Marktangebot bedarfsgerechte Produkte empfiehlt. Er ist nicht an Emittenten oder Emittentengruppen und deren Produkte gebunden.

Der Anlagebereich kennt andere Strukturen. So betreiben Wertpapierfirmen das Emissionsgeschäft, den Eigenhandel und vermitteln auch Kapitalanlagen Dritter. Überwiegend bieten sie ein begrenztes Produktspektrum an, das Emittenten mit Konzernbindung oder anderer „Verbundpartner“ umfasst. So steht die Wertpapierfirma und auch die für diese tätigen Vermittler und Berater, für die auch die Haftung übernommen wird, in einer „Mehrfachbindung“, in aller Regel auch mit konkurrierenden

---

<sup>51</sup> Die Begründung dazu findet sich unter

[http://www.BAFIN.de/SharedDocs/Downloads/DE/Konsultation/2007/dl\\_kon\\_1207\\_warth\\_va.html;jsessionid=642A476603231C974797AA14E1FAD5D7.1\\_cid298?nn=2824884](http://www.BAFIN.de/SharedDocs/Downloads/DE/Konsultation/2007/dl_kon_1207_warth_va.html;jsessionid=642A476603231C974797AA14E1FAD5D7.1_cid298?nn=2824884). Sie basiert auf dem Gedanken, dass ein Versicherungsunternehmen unklare Vermittlervereinbarungen vermeiden muss, um Risiken vom Versicherungskollektiv abzuwenden. Das Rundschreiben mit der Bezeichnung 9/2007 (VA) liegt mit Datum vom 23.11.2007 vor, ohne dass auf den angesprochenen Sachverhalt Bezug genommen wurde. Der Sachverhalt hat sich insoweit entschärft, als die Sparkassen als wesentliche Anbieter von Lebensversicherungen sich entweder als Vertreter aufgestellt der öffentlich-rechtlichen Versicherungsunternehmen haben oder aber als (echter) Mehrfachvertreter, die Lebensversicherungen der öffentlich-rechtlichen Versicherungsunternehmen und der Neue Leben Lebensversicherung AG (zur Gruppe der Talanx AG gehörig) mit eigener Erlaubnis anbieten..

Produkten. Die Wettbewerbslage hat zu dieser Entwicklung geführt und den Vertreter bestimmter Produkte und Emittenten verdrängt. Aber es hat sich auch nicht das Geschäftsmodell des Anlagemaklers entwickelt, der das Marktangebot sondiert und dementsprechend Produkte zur Vermittlung empfiehlt, wie dies der Versicherungsmakler unternimmt. Anstelle der Vermittlung kommt für Wertpapierfirmen aber auch die Beratung in Verbindung mit dem Emissionsgeschäft, dem Eigenhandel (Ver- und Ankauf im Eigenbestand) und dem Ausführungsgeschäft (Kommissionsgeschäft mit Selbsteintritt) in Betracht, so dass es auf diese Weise zur Ausweitung des Produktspektrums kommt und so dem Kundenbedarf weitgehend entsprochen werden kann.

Grundsätzlich ist jedoch ein Berater, der sich ausschließlich vom Kunden honorieren lässt, auf das gesamte Produktspektrum bei seinen Empfehlungen festgelegt. Ist dies nicht der Fall, so besteht die Pflicht, über Einschränkungen zu informieren und damit Bindungen offenzulegen. Im Bereich der Kapitalanlage besteht die Pflicht zur Aufklärung über Einschränkungen und Auswahlkriterien bezüglich Finanzinstrumenten und Emittenten, sofern diese beratend – aber nicht als Berater auf Honorarbasis - tätig sind; bei Vermittlungen entfällt diese Pflicht. Beim Berater soll also erkennbar sein, wie eng er das Produktspektrum im eigenen Interesse festlegt. Beim Vermittler werden Bindungen unterstellt. Im Versicherungsbereich gilt dies nicht und so darf vom Versicherungsmakler erwartet werden, dass er den Markt im Kundeninteresse sondiert.

Erstaunlich ist, dass Angaben zum Produktspektrum bei Vermittlungen im Kapitalanlagebereich bei WpHG-Unternehmen entbehrlich erscheinen und nur Berater dazu verpflichtet sind. Dies gilt aber nicht für privilegierte Unternehmen, weil dabei nicht zwischen Beratern und Vermittlern unterschieden wird, so dass die für Berater geltende Pflicht sich auch auf alle Vermittler erstreckt. Im Versicherungsbereich erkannte man das Erfordernis, Vermittler klar zwischen Vertretern der Versicherungsunternehmen (Produktspektrum = Angebotsspektrum des Versicherungsunternehmens) und anderen, sog. Makler, zu trennen, die das Spektrum keinesfalls einschränken dürfen (Produktspektrum = Marktangebot). Eine solche Klarheit besteht im Anlagebereich nicht.

Die Informationspflichten sind auf diesem Gebiet vollkommen unzureichend und unsystematisch bestimmt, so dass der Nutzen für Verbraucher nicht erkennbar ist. So werden sich Finanzanlagevermittler als ungebundene Vermittler darstellen, die so auch die Unabhängigkeit von Produktemittenten verkünden und zugleich in der Lage sind, diese Unabhängigkeit im Einzelfall zu nutzen, um ein auf ihre Interessen zugeschnittenes Produktspektrum festzulegen. Ihr rechtliches Leitbild hätte vielmehr an dem der ungebundenen Vermittler im Versicherungsbereich, den Maklern, orientiert werden müssen. So aber ist der Finanzanlagenvermittler ein gleichfalls unerwünschter Intermediär, wie er sich im Versicherungsbereich mit dem Mehrfachvertreter etabliert hat, der auch die Unabhängigkeit reklamiert. Die Interessenlage bei der Produktvermittlung ist nicht hinreichend transparent und das Geschäftsmodell kann nicht klar gegenüber Beratern ohne Vermittlungsinteresse, Vermittlern als Sachwalter ihrer Kunden und Vertretern von Emittenten abgegrenzt werden.

Die Geschäftsmodelle der drei großen und sich in der Vergangenheit stets als „unabhängig“ darstellende Strukturvertriebe DVAG, Swiss Life Select (früher AWD) und MLP sind im Zuge der veränderten rechtlichen Umfeldes gänzlich neu konturiert und unterscheidbar:

Die MLP Finanzdienstleistungen AG ist einerseits Versicherungsmakler und damit sind auch alle MLP vertretenden Unternehmer Makler. Andererseits ist MLP ein Kreditinstitut mit gebundenen Beratern und Vermittlern.

Die Deutsche Vermögensberatung AG (DVAG) ist dagegen Versicherungsvertreter und Finanzanlagenvermittler mit eingeschränkter Erlaubnis (offene Investmentvermögen).

Die Swiss Life Select Deutschland GmbH ist dagegen Mehrfachvertreter verschiedener Versicherungsunternehmen und Finanzanlagenvermittler mit eingeschränkter Erlaubnis (offene und geschlossene Investmentvermögen).

Der Begriff der Unabhängigkeit wird also recht verschieden interpretiert. Die DVAG gibt sich als abhängig, die Swiss Life Select legt Wert auf ihre geprüfte Auswahl von Produkten und Emittenten, MLP tritt als Versicherungsmakler als produktunabhängig auf, als Anbieter von Kapitalanlagen besteht dagegen der Raum, das Produktspektrum nach Unternehmensgesichtspunkten festzulegen.

Im Jahr 1995 wurde eine Prognose zur weiteren Entwicklung dieser Finanzvertriebe gestellt: „Es ist anzunehmen, dass die Verflechtungen weiter zunehmen werden, da die Strukturvertriebe den systembedingten und marktbedingten Umstrukturierungsprozess vielfach nur zum Preis einer weitergehenden Abhängigkeit von Produktlieferanten werden realisieren können. Diese Abhängigkeit besteht heute durchweg. Die Deutsche Vermögensberatung AG berät nicht und befasst sich am Rande auch mit Vermögen, ist aber primär Versicherungsvertreter, verflochten mit der Generali-Gruppe. Die Swiss Life Select mutierte ebenso zu einem Versicherungsvertreter innerhalb der Swiss Life Gruppe. Eine bessere Prognose wurde damals für das von MLP präferierte Geschäftsmodell gestellt. Der Vertrieb ist nach wie vor unabhängig, selbst wenn sich inzwischen mehrere große Finanzinstitutionen maßgeblich an dem Unternehmen beteiligten. Aber auch MLP kam nach starkem Wachstum bis in das Jahr 2000 in erhebliche finanzielle Turbulenzen, wie sich am Aktienkurs (Höchstkurs €187 im Oktober 2000, aktueller Kurs unter €5) zeigt. Auch heute ist MLP mehr Vermittler als Berater und hat seit mehr als 10 Jahren große Schwierigkeiten, sein Geschäftsmodell überzeugend zu präsentieren, wie dies auch gleichfalls am Aktienkurs festzustellen ist.<sup>52</sup>

#### **6.2.1.2 Restriktionen**

Je größer die Einschränkung des Produktspektrums entsprechend der Zielsetzung des Dienstleistungsanbieters, desto mehr verstärken sich Interessenkonflikte. Daher hat ein Anbieter zunächst über ggf. bestehende Einschränkungen zu unterrichten. Im Versicherungsbereich verbindet sich dies mit der Statuserklärung (Erklärung über die Art der Tätigkeit als Berater oder Vermittler) und der Registereintragung und im Anlagebereich bestehen dazu gesonderte Informationspflichten, keine Regelungen bestehen im Kreditbereich. Diese Regelungen lassen jedoch die erwünschte Transparenz vermissen. Im Versicherungsbereich soll diese Klarheit aus der Statuserklärung folgen, die aber Interpretationspielräume zulässt, während im Anlagebereich der Status nicht als Kriterium verwandt wird, sondern eine unterschiedlich – nach Wertpapierfirmen und privilegierten Firmen – präzise gefasste Pflicht zur Offenlegung besteht.

Darauf bauen die Pflichten zur Information über empfohlene Produkte auf. Der Gedanke besteht darin, dass ein Verbraucher – in Kenntnis eventueller Einschränkungen des Produktspektrums – sich zunehmender Beschränkungen bewusst ist, und somit empfohlene Produkte genauer zu prüfen und insb. Alternativen zu vergleichen hat. Aus diesem Grunde sind ein übersichtliches und standardisier-

tes Produktinformationsmerkblatt – zusammen mit den das Produkt beschreibenden Vertragsunterlagen – auszuhändigen. Diese Unterlagen dienen auch dazu, hinreichende Transparenz über den wirtschaftlichen Aufwand sicherzustellen, den ein Verbraucher zu leisten hat. So wird in der Regel verlangt, über die Kosten, die mit einem Produkt verbunden sind, Auskunft zu erteilen. Dies gilt für Kapitalanlagen, Kredite und auch Versicherungen. Meist sind auch die Kosten nach Vertriebs- und Verwaltungskosten aufzugliedern. Aus diesen Informationen kann nicht über die Hintergründe einer Produktempfehlung, die Steuerungseinflüssen unterliegt, geschlossen werden, so dass weitere Informationen notwendig werden, um die Interessenlage zu erfassen. Es stellt sich aber die Frage, weshalb auch ein Anbieter, der auf Grundlage des Marktes Empfehlungen abgibt und dafür auch haftet, verpflichtet wird, dem Kunden alle diese Unterlagen auszuhändigen, die diese ohnehin in der Regel nicht verstehen wird.

Eine besondere Problematik stellt sich im Kreditgeschäft. Bisher wird die Beratung nicht als erlaubnispflichtiges Finanzgeschäft betrachtet. Dies hat zur Folge, dass ein für die Beratung aufzuwendendes Honorar – im Fall einer Vermittlung – in den „Preis“ des Kredites „eingerechnet“ wird und im Effektivzins auszuweisen ist. So aber wird der Preis des Finanzproduktes verteuert und die Vergleichbarkeit verzerrt. Diese Regelung weicht von den Bestimmungen im Wertpapier- und Versicherungsbereich klar ab, wo die Kosten einer Beratung ausgewiesen und von den Kosten eines Finanzproduktes klar abgegrenzt werden und auch nicht in die Kosten eines vermittelten Produktes einfließen. Und es gilt darüber hinaus, dass kalkulierte Produktkosten, die als Vergütungsbestandteile einer Beratung oder Vermittlung anzusehen sind und an den Leistungserbringer ausgezahlt werden, dem Kunden gegenüber offenzulegen und oder an diesen ggf. weiterzureichen sind. Ist dies aus rechtlichen Gründen nicht möglich, wie bspw. bei Versicherungen, so dürfen solche Produkte nicht vermittelt werden. Auf diese Weise werden im Kreditbereich sogar negative Anreize gesetzt, eine Beratung in Anspruch zu nehmen.<sup>53</sup>

### 6.2.2 Steuerungsregeln

Die Steuerung einer Tätigkeit, bspw. der Beratung oder Vermittlung, ist als komplementär zur Festlegung des Produktspektrums zu verstehen. Je mehr ein solches beschränkt ist, desto höhere Anreize sind zu setzen, um den dadurch sich einstellenden Wettbewerbsnachteil auszugleichen. In einem großen Produktspektrum findet sich immer für einen Kunden ein bedarfsgerechtes Produkt. Je kleiner das Angebot, desto mehr muss dafür geworben werden und ggf. auch eine Bedarfsumstellung des Kunden ausgelöst werden, damit sich ein Angebot als bedarfsgerecht erweist. Die Steuerung setzt die Anreize, etwas zu tun und anderes zu unterlassen, damit das Angebot beim Kunden „ankommt“. Welches Modell der Beratung und Vermittlung nun gewählt wird, um im Wettbewerb erfolgreich zu sein, hängt von den gegebenen Voraussetzungen ab, über die ein Betreiber eines solchen Modells verfügt. Wer viele Kunden gewonnen oder dazu einen günstigen Zugang hat, wird ein Interesse haben, deren Potential voll auszuschöpfen und dazu ein breites Produktangebot vorhalten. Die Steuerung des Geschäfts kann dann darauf ausgelegt werden, das Ergebnis je Kunde zu maximieren. Das Produktprogramm wird dann dem Kundenbedarf entsprechend verändert und erweitert. Wer

---

<sup>52</sup> W. P. Warth, „Outsourcing im Bankvertrieb: Eignen sich der Strukturvertriebe zur Erschließung von Privatkundensegmenten?“, in: Bank und Markt 11 (1995).

<sup>53</sup> Portfolio International 11.11.2010, „Die Baufinanzierung auf Honorarbasis wird auf kaltem Weg erledigt.“

dagegen ein bestimmtes Produkt verkaufen will und Vorteile davon hat, dass durch eine Volumensteigerung das Ergebnis verbessert wird, verfolgt das Ziel, es stets neu zu suchenden Interessenten anzubieten. Er benötigt dazu ein Konzept, das auf die Interessentengewinnung ausgelegt ist. Dementsprechend werden die Geschäftsmodelle der Berater und Vermittler konturiert und dementsprechend ergeben sich auch die Anforderungen. Wer primär Interessenten wirbt, wird auf die Kommunikationskompetenz großen Wert legen, wer ein breites Produktangebot anbieten will, dem kommt es auf Sachkompetenz an. Im ersten Geschäftsmodell kommt es auf die Bereitschaft zum „Klingelputzen“ an und die Person des Vermittlers steht im Vordergrund, im zweiten ist das Wissen um Produkte und damit verbundene Sachverhalte entscheidend. Beratungsmethodik sowie Informationssysteme werden erfolgskritisch.

Beides ist nicht einfach unter einen Hut zu bringen und so ergibt sich aus der Vielfalt der Voraussetzungen und darauf aufsetzender Steuerungskonzepte eine große Zahl verschiedenartiger Geschäftsmodelle.

### **6.2.2.1 Handlungsmotive**

Berater und Vermittler stehen in einem Spannungsverhältnis zwischen Anbietern und Nachfragern nach Produkten. Welche Interessen er verfolgt, hängt entscheidend davon ab, von welcher Seite seine Tätigkeit vergütet wird. Wird die Tätigkeit als knapp und wichtig von einem Kunden akzeptiert, so wird er dafür ein Honorar aufwenden und der Dienstleister ist von indirekten Vergütungen aus der Produktvermittlung unabhängig. Je weniger dies aber der Fall ist, desto mehr muss der Dienstleister sich den Interessen der Produkthanbieter zuwenden und solche indirekten Vergütungen anstreben.<sup>54</sup> Dem können Grenzen gesetzt sein, wenn etwa verlangt wird, dass ein empfohlenes Produkt sich aus einer hinreichenden Zahl am Markt angebotener Produktalternativen hervorhebt und den Anforderungsbedingungen des Kunden entsprechen muss. Mit einer solchen Bestimmung werden jedoch Urteile ausgelöst, die auf Bewertungen des Dienstleisters beruhen und die durch indirekte Vergütungsanreize beeinflussbar sind. So steht ein Makler vor der Entscheidung, ob er am Markt angebotene Produkte mit geringen Provisionen bei seiner Marktbeurteilung herziehen muss. Eine ähnlich nicht eindeutige Vorgabe besteht, wenn er bei gleichwertigen Produktalternativen diejenige empfehlen kann, die eine höhere Provision auslöst, weil er in diesem Fall davon ausgehen kann, dass längerfristig diese Lösung Nachteile für den Kunden erwarten lässt.

Was die Bezahlung angeht, so ist in der überwiegenden Zahl der Fälle, mit denen sich Finanzinstitutionen befassen, die Beratung mit einer Produktvermittlung verbunden. Der Markt ist daher so konstruiert, dass aus Produktvermittlungen regelmäßig Provisionen an die Vermittler fließen, von wenigen Produkten abgesehen, die kaum Bedeutung haben. Die Bezahlung von Beratungen und Vermittlungen findet daher meist indirekt statt, indem durch den Produkterwerb Zahlungen an den Produkt-emittenten geleistet werden, aus denen die Bezahlung der Vertriebsleistung (Beratung, Vermittlung)

---

<sup>54</sup> Bei Provisionszahlungen ist nicht nur die Höhe der Provision wichtig, die einen Anreiz zur Vermittlung setzt, sondern auch die Abhängigkeit des Provisionssatzes, der ggf. mit dem vermittelten Umsatz zunimmt und so dem Zusatznutzen aus positiven Skalenerträgen bei Emittenten entspricht. Aus solchen progressiven Provisionsystemen werden weitere Anreize ausgelöst, die Interessenkonflikte verstärken.

möglich ist.<sup>55</sup> Wegen der Komplexität der Finanzprodukte können Vermittlungen auch mit Beratungen verbunden sein, die auch sehr aufwendig sein können, so dass dafür ein gesondertes Honorar gerechtfertigt sein kann.

Da also der Markt durch Produkte bestimmt ist, die mit Provisionszahlungen belastet sind, weil im Vertrieb die Vermittlung als Geschäftsmodell dominiert, so wäre eine Auflösung der Interessensgegensätze dann am besten erzielbar, wenn ein Berater verpflichtet wäre, grundsätzlich vom Kunden ein Honorar zu fordern und alle mit dem Geschäft zusammenhängenden Provisionen an den Kunden auszukehren. Dem steht seit Jahrzehnten das sog. Provisionsabgabeverbot im Versicherungsbereich entgegen. Dies hat zur Folge, dass über Provisionen nicht offen gesprochen wird und sogar eine Offenlegungspflicht bei der Verabschiedung der für den Verbraucherschutz relevanten EU-Richtlinie IMD vermieden wurde. Dies hatte zur Folge, dass auch die Trennung von Beratung und Vermittlung in Deutschland auf ungewöhnliche Weise und anders als in anderen Staaten der Europäischen Union gelöst werden musste. Der (Versicherungs-)Berater darf im Fall einer akzessorischen Vermittlung von Versicherungen keine Provision annehmen. Dies bedeutet, dass er nur Produkte empfehlen wird, die ohne Provision kalkuliert sind, und das ist ein kleiner Teil des Marktangebots, oder aber er empfiehlt andere Produkte, bei denen der Verzicht auf eine Provisionszahlung dann weder ihm noch dem Verbraucher zukommen darf. Der Vermittler darf dagegen Provisionen annehmen, nicht aber diese – auch anteilig – an Verbraucher abgeben; er darf auch nicht über eine in engem Zusammenhang mit der Vermittlung hinausgehend beraten und dafür ein Honorar verlangen. Da diese Lösung für Verbraucher nachteilige finanzielle Folgen haben kann, kann auch hier ein unzureichender Verbraucherschutzes festgestellt werden.

Die aktuelle Beurteilung des Provisionsabgabeverbots lässt Zweifel aufkommen, ob dieses noch lange weiterbestehen kann.<sup>56</sup> Neuere Urteile verstärken den Druck.<sup>57</sup> Von großer Bedeutung ist die Entscheidung des Verwaltungsgerichts Frankfurt vom 24.10.2011 (Az. 9 K 105/11.F), nach der das Verbot nicht grundsätzlich gilt. Das Urteil ist inzwischen rechtskräftig. Damit wäre nun der Weg frei, die im Kapitalanlagebereich gewählte Lösung auch im Versicherungsbereich grundsätzlich anzuwenden.<sup>58</sup> Berücksichtigt man die Interessen der Versicherungsunternehmen, ihre Preissetzungsmacht auch über die Vermittler in Markt durchzusetzen, so wäre es denkbar, den Produkthanbietern das Recht einzuräumen, gebundenen Vermittlern die Provisionsabgabe ganz oder teilweise zu untersagen.

---

<sup>55</sup> Wird ein Produkt direkt vom Emittenten verkauft, so erspart dieser die Provision, sofern er eine solche kalkuliert hat. Ersatzweise wird er aber Kosten für den Verkauf berechnen haben, so dass mit dem Kauf auch alle Kosten einschließlich einer Beratung ausgeglichen werden.

<sup>56</sup> W. P. Warth „Zum Stand des Provisionsabgabeverbots“, Dezember 2010, Working Paper, unveröffentlicht. [Download unter [www.warth-consulting.de/neue\\_geschaeftsmodelle.html](http://www.warth-consulting.de/neue_geschaeftsmodelle.html)]

<sup>57</sup> W. P. Warth, „Das Wirrwarr der Vorschriften geht zu Lasten der Makler“, Versicherungswirtschaft Heft 23 (2010).

<sup>58</sup> Seit Mai 2012 besteht ein sog. Konsultationsverfahren, mit dem die BAFIN eine Neuregelung bzw. Präzisierung der bestehenden Regeln anstrebt. Siehe [www.BAFIN.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Konsultation/2012/kon\\_0412\\_verbot\\_sonderverguetung\\_va.html](http://www.BAFIN.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Konsultation/2012/kon_0412_verbot_sonderverguetung_va.html). Im Jahresbericht 2013 schreibt dazu die BAFIN: „... kam nach Auswertung der Stellungnahmen und der rechtlichen Prüfung zu dem Ergebnis, dass es zumindest keine zwingenden Gründe dafür gibt, die Verbotsnormen aufzuheben. Sollen sie jedoch weiter Bestand haben, müssten sie, auch unter Berücksichtigung des Urteils des VG Frankfurt, modifiziert werden. Alternativ dazu käme in Betracht, die Normen vollständig oder teilweise aufzuheben.“



Dann könnte das Provisionsabgabeverbot grundsätzlich aufgehoben werden. Die Rechtslage ist derzeit ungeklärt.<sup>59</sup>

Ist ein Berater oder Vermittler auf Empfehlungen aus dem Marktangebot rechtlich festgelegt, so besteht dennoch eine Einflussnahme auf die Empfehlung, die aus den Provisionsangeboten der Emittenten entsteht. Diese kann nur dann ausgeschlossen werden, wenn die aus Vermittlungen freiwerdenden Provisionen bedingungslos an den Kunden auszukehren sind. Eine solche Bestimmung gilt, sofern ein Berater im Anlage- oder Versicherungsbereich ausschließlich gegen ein vom Kunden aufzuwendendes Honorar tätig wird. Die Unterscheidung von Anbietern, die aus dem Marktangebot ihre Empfehlung ableiten und anderen, die ein großes Produktspektrum zugreifen, hängt an der rechtlichen Formulierung und der Entscheidung, ob das Produktspektrum des Anbieters „hinreichend“ gestreut ist. Dies bedeutet, dass der Anbieter einer Anlageberatung (WpHG § 31 Abs. 4c) „seiner Empfehlung eine hinreichende Anzahl von auf dem Markt angebotenen Finanzinstrumenten zu Grunde legen [muss], die a) hinsichtlich ihrer Art und ihres Anbieters oder Emittenten hinreichend gestreut sind und b) nicht beschränkt sind auf Anbieter oder Emittenten, die in einer engen Verbindung zum Wertpapierdienstleistungsunternehmen stehen oder zu denen in sonstiger Weise wirtschaftliche Verflechtungen bestehen; Gleiches gilt für Finanzinstrumente, deren Anbieter oder Emittent das Wertpapierdienstleistungsunternehmen selbst ist,....“. Für den Anleger einer Versicherungsberatung heißt dies (VVG § 60 i.V. mit § 68), dass er „eine hinreichende Zahl von auf dem Markt angebotenen Versicherungsverträgen und von Versicherern zu Grunde zu legen [hat].“ Eine Präzisierung des Begriffs hinreichend steht jedoch aus, so dass es auch an einer klaren Unterscheidung von Anbietern, die ausschließlich im Kundeninteresse tätig sind, und anderen Anbietern, die Produktabsatzinteressen eindeutig nicht ausschließen, fehlt.

Während Provisionen unmittelbare Anreize auslösen, können auch andere materielle und immaterielle Vorteile zur Vertriebssteuerung genutzt werden. Solche spielen dann eine Rolle, wenn Produkte bewusst mit niedrigen Vertriebskosten (einschl. der Provisionen) kalkuliert werden und ein aus dem Wachstum erzielbarer Ertrag zwischen dem Emittenten und Vertriebspartnern – ohne direkte Zurechnung zu Produktverkäufen - geteilt wird. In diesem Fall werden Skaleneffekte zwischen Produzenten und Vertrieb geteilt und die Vertriebskosten so eingestellt, dass die Produkte durch günstige Preise im Wettbewerb gut absetzbar sind. Der Ertrag, der dem Vermittler auf diese Weise zukommt und ggf. nicht einer die Beratung oder Vermittlung unmittelbar durchführenden Person zurechenbar ist, kann dazu verwandt werden, andere Anreize zu finanzieren, die auf das Verhalten bei Beratungen und Vermittlungen sich auswirkt (Auszeichnungen oder Einladungen zu besonderen Events als immaterielle Anreize sind häufig, auch materielle Vorteile, wie sog. Incentive-Reisen). Immaterielle Anreize, die innerhalb einer Organisation wirksam werden, beeinflussen die Beratung und Vermittlung, bspw. weil eine mit dieser Aufgabe betraute Person nach Anerkennung strebt. Sie sucht danach, erfolgreich auch im Sinn der institutionell geschaffenen Regeln tätig zu sein, um diese Anerkennung zu

---

<sup>59</sup> „Wir weisen darauf hin, dass zwar die BAFIN wegen des Urteils in Frankfurt vorerst nichts mehr gegen Verstöße gegen das Provisionsabgabeverbot unternehmen wird. Eine Provisionsabgabe bleibt aber vorerst weiter mit einem gewissen Risiko belastet: Es ist nicht völlig ausgeschlossen, dass Wettbewerber gegen Verstöße gegen das Provisionsabgabeverbot vorgehen und bei anderen Gerichten damit noch Erfolg haben, solange das Verbot nicht offiziell aufgehoben ist.“ Siehe dazu:

[www.wirth-rechtsanwaelte.com/taetigkeitsfelder/makler-vermittlerrecht/provisionsabgabeverbot/](http://www.wirth-rechtsanwaelte.com/taetigkeitsfelder/makler-vermittlerrecht/provisionsabgabeverbot/).

erleben. Diese Regeln, die generell als Regeln der Vertriebssteuerung verstanden werden, müssen daher mit den gesetzlichen Bestimmungen kompatibel sein und die mit der Vertriebssteuerung beauftragten Personen haben dies sicherzustellen. Solche Steuerungsmethoden kommen vor allem in größeren Konzernen und Finanz-Verbänden eine Rolle, die nur wenig Geschäfte mit ungebundenen Beratern und Vermittlern durchführen und daher von Marktbedingungen unabhängiger sind. Sie wirken aber auch innerhalb von größeren Vertriebsstrukturen, die für die sich daher der Begriff der Strukturvertriebe entwickelt hat, der zum Ausdruck bringt, dass der Erfolg im Aufstieg innerhalb der Struktur liegt, so dass davon ein starker Expansionsantrieb ausgeht.

Auch Convenience ist ein wichtiger Steuerungsfaktor, der nicht auf die Ertragsseite eines Beraters oder Vermittlers wirkt, sondern auf die auf ihn entfallenden Kosten. Ein Emittent kann –anstelle höherer Provisionen – auch Serviceangebote bereitstellen, die einen Vermittler animieren, seine Produkte in Betracht zu ziehen. Solche Services haben Kosteneinsparungen bei Berater und Vermittler zur Folge. Sie können in der Bereitstellung von Information, die für die Beratung und Vermittlung von Bedeutung ist und den rechtlichen und wirtschaftlichen Zusammenhang, in dem ein Produkt steht, umfassen, bestehen, oder auch in Informationssystemen, die Beratungs- und Vermittlungsprozesse unterstützen. Auch Angebote zur Überlassung von IT-Systemen zählen dazu. Dadurch können nicht nur Vorteile auf der Kostenseite sich ergeben, sondern der Serviceanbieter kann auch eine Beeinflussung durch die Art der Info Aufbereitung oder des in Systemen hinterlegten Prozessdesign bewirken. Beachtet werden muss, dass oft nicht die Emittenten solche Services anbieten, sondern mit diesen verbundene Unternehmen (oder solchen nahestehende), die selbst mit einer Erlaubnis als Vermittler tätig sind und den Teil des Vermittlungsprozesses abdecken, der die Produkt-Transaktionen durchführt.

Betrachtet man den Markt, in dem durch viele kleine Dienstleister tätig sind, so wird klar, dass der Spagat von Größe und Dienstleistungsumfang, will man sich nicht als Produktvertreter aufstellen, schwierig ist und der Komplexität wegen die Arbeitsteilung notwendig macht. Beratung und Vermittlung sind in der Regel einen größeren institutionellen Rahmen einer Finanzinstitution oder mehrerer Finanzinstitutionen eingebettet, so dass auch andere Funktionen auf die Erbringung dieser Leistungen aufgrund arbeitsteiliger Organisation einwirken. Vor allem die Gestaltung des Produktspektrums und die Bewertung von Produkten, die im Rahmen einer Empfehlung dann relevant ist, werden häufig zu großen Teilen aus dem unmittelbaren Prozess von Beratung und Vermittlung herausgelöst und von zuarbeitenden Funktionen erbracht, auf deren Ergebnisse dann bei der Beratung oder Vermittlung zugegriffen werden. Diese Aufteilung kann innerhalb einer Finanzinstitution erfolgen oder zwischen verschiedenen Finanzinstitutionen aufgeteilt sein. Dies führt dazu, dass spezielle Vermittler mit Serviceangeboten, die auch Produkt-Transaktionen einschließen, äußerst wichtig sind. Diese übernehmen als „Obervermittler“ die Schnittstelle zu den Produktemittenten, die Vermittlungskonditionen aushandelt und den Vermittlungsprozess konsolidiert, während die vielen die Beratung und Vermittlung gegenüber Kunden tätigen „Untervermittler“ sich als Zulieferer verstehen.

Diese „Obervermittler“ bezeichnen sich als Pools oder Plattformen und führen die Geschäfte mit Emittenten oder – im Anlagebereich – auch in Kooperation mit Ausführern ab. Da der Beratungs- und Vermittlungsprozess eine durchgängige Begrenzung von Interessenkonflikten und deren Offenlegung verlangt, bedeutet dies, dass alle Geschäftsmodelle, die in einem Prozess kooperieren, um die Beratungs- und Vermittlungsleistung zu erbringen, kompatibel sein müssen. So kann im Versicherungsreich ein Makler nur mit anderen Maklern kooperieren und ein Mehrfachvertreter mit anderen

Mehrfachvertretern. Im Anlagebereich muss ein Berater oder Vermittler darauf achten, dass ein beauftragter Ausführer dem Prozess keine impliziten Restriktionen aufgibt, die den an Kunden erteilten Informationen widersprechen würde. Um eine große Flexibilität sicherzustellen und diese Bedingung zu beachten, hat sich das Geschäftsmodell der Wertpapierbank herausgebildet, die als Ausführer für Berater und Vermittler arbeitet, einen großen Teil des Marktangebots an Finanzinstrumenten abdeckt und nicht als Direktbank zugleich – gegenüber Kunden – mit diesen Beratern und Vermittlern im Wettbewerb steht. Diese Ausführer übernehmen nicht nur die Abwicklung, sondern bieten auch die Depotverwaltung an und aggregieren damit alle einzelnen Dispositionen der Kunden. Im Versicherungsbereich übernehmen spezielle Makler und Mehrfachagenten diese Rolle und führen die Transaktionen mit Versicherungsunternehmen durch. Entsprechende Geschäftsmodelle bestehen auch im Kreditbereich.

Aus diesen komplexen Strukturen der Vermittlung ergibt sich auch ein Bedarf, nicht nur Zuwendungen offenzulegen, die auf die Erlöse eines Beraters oder Vermittlers wirken, sondern auch andere, die die Kosten reduzieren oder andere organisatorische Vorteile bieten (Convenience). Dabei kommt es nicht nur auf den materiellen Wert an, sondern auch auf dessen Prozess einer Verteilung innerhalb einer Vermittlerkette, die eine Vermittlung gemeinsam erbringt. So ist für einen Berater oder Vermittler nicht nur entscheidend, wie hoch eine empfangene Provision ist, sondern wie diese zustande kommt. Provisionen fließen ggf. vom Emittenten zu einem Obervermittler und dann zu dem (Unter-)Vermittler, der die Aufgaben gegenüber dem Kunden erbringt. Der in der letzten Stufe ankommende Provisionsanteil ist also um Anteile gekürzt, die in anderen Stufen verbraucht werden, weil diese Teilaufgaben der Vermittlung erbringen. Diese beeinflussen einen Vermittlungsakt durch die damit verbundenen organisatorischen Abläufe, weil sie dem „Endvermittler“ Vorteile bieten, aber gegen die Interessen eines Kunden gerichtet sein können. So werden bspw. von Obervermittlern kostenlos Informationssysteme angeboten, die den Beratungs- oder Vermittlungsprozess eines Endvermittlers unmittelbar beeinflussen und auch auf die Produktempfehlung wirken. Die Vorgaben zur Vermeidung von Interessenkonflikten sind insb. bei gewerblich tätigen Anlagevermittlern vollkommen unzureichend.

### **6.2.2.2 Restriktionen**

Der Einengung von Interessenkonflikten kann durch Offenlegung von Antriebskräften, die auf das Geschäftsmodell eines Anbieters wirken, entgegengewirkt werden. Dabei kann die Transparenz einerseits das Verhalten der Kunden verändern, wenn etwa über materielle Anreize zu berichten ist, so dass daraus eine indirekte Rückwirkung auf den Anbieter und sein Geschäftsmodell ausgeht, oder aber eine direkte Verhaltensänderung des Anbieters und die Anpassung des Geschäftsmodells erreicht werden, wenn die Aufsichtsbehörde an den Anreizsystemen Anstoß nimmt.

Die vielfältigen – aus der Informationsasymmetrie – erwachsenen Probleme im Finanzbereich hat das Erfordernis der Überwachung und der Ausdehnung der Reichweite der Überwachung verstärkt. Die zunächst auf der EU-Ebene eingeleitete Deregulierung hat die Informationsasymmetrie zu Lasten der Verbraucher verschärft, so dass die Notwendigkeit eines besseren Schutzes der Verbraucher sich ergab. Die Umsetzung der beiden EU-Richtlinien IMD und MIFID im Jahr 2007 lösten Veränderungen aus, die letztlich auch den Anstoß gab, das Kapitalanlagerecht neu zu ordnen und bestimmte Kapitalanlagen, die jetzt im KAGB aufgeführt sind, in die Gesamtordnung einzufügen. Wegen der großen Bedeutung bisher nur unzureichend und gewerberechtlich regulierter Vermittler wurde auch die

GewO angepasst und der Rahmen zur Erteilung einer Erlaubnis sowie zur Überwachung der Vermittler angepasst. Als Aufsichtsbehörden sind die BAFIN sowie die regionalen Gewerbeämter zuständig. Daraus wird ein Problem erwachsen, denn es bedarf sicherlich abgestimmter Vorgehensweisen zur Schaffung einer rechtlichen Gesamtlösung, die über alle Gewerbeämter und Länderhoheiten hinweg, abgestimmt mit der BAFIN, notwendig wird, zumal auch die Bestimmungen je nach Bereich, Kapitalanlage, Kredit oder Versicherung, höchst unterschiedlich sind. Ein einheitlicher Aufsichtsrahmen, der den Anlage-, Kredit- und Versicherungsbereich nach einem gesamtheitlichen Konzept erfasst, ist bisher nicht ansatzweise realisiert.

#### **6.2.2.2.1 Gestaltung des Geschäftsmodells**

Es bestehen teilweise Vorgaben, wie ein Geschäftsmodell rechtlich zulässig organisiert sein soll, so dass Interessenkonflikte nicht systemisch erzeugt werden. Über die Vorgaben hat die Aufsichtsbehörde zu wachen.

##### **6.2.2.2.1.1 Vertriebssteuerung**

Im Fall der Beratung werden WpHG-Unternehmen verpflichtet, Vertriebsvorgaben derart auszugestalten, umzusetzen und zu überwachen, dass die Interessen der Verbraucher nicht beeinträchtigt werden (§33 Abs. 1 Nr. 3a WpHG). Darüber hinaus ist bestimmt, dass mit den damit verbundenen Aufgaben nur solche Personen betraut werden dürfen, die über entsprechende Sachkunde verfügen und zuverlässig sind (§34d WpHG). Die Bestimmung schließt auch die gebundenen Vermittler dieser Unternehmen ein. Erstaunlich aber ist, dass eine entsprechende Regelung für Finanzanlagenvermittler nicht gilt, obwohl doch ihre Tätigkeit die Beratung implizit einschließt.

Im Versicherungsbereich, wie auch im Kreditbereich, finden sich vergleichbare Bestimmungen erstaunlicherweise nicht, obwohl die vielfältigen Kooperationsbeziehungen von Vermittlern, die der GewO unterliegen, zur Entstehung von Interessenkonflikten in besonderer Weise beitragen. Allein durch das Sachwalterurteil ergibt sich für Versicherungsmakler eine besondere Pflicht, konsequent die Interessenlage der Verbraucher zu berücksichtigen. Die Aufsichtsbehörde weist aber die Versicherungsunternehmen darauf hin, dass der Steuerung und Kontrolle von Risiken aus der Zusammenarbeit mit Vermittlern im Rahmen des Risikomanagements hohe Bedeutung zukommt und der besonderen Aufmerksamkeit bedarf. Insbesondere müssen sie über geeignete Kontrollinstrumente verfügen, die eine frühzeitige Erkennung von Risiken ermöglichen.<sup>60</sup>

##### **6.2.2.2.1.2 Compliance**

Es besteht im Anlagebereich die Pflicht zur Überwachung der Beratungs- und Vermittlungsprozesse, so dass eine Finanzinstitution mittels interner Regeln regelmäßig feststellen kann, ob diese entsprechend gesetzlicher und ergänzender interner Bestimmungen durchgeführt werden und welche Konfliktstellen bestehen. In der Folge können dann die Fehler behoben und die Leistungsqualität verbessert werden. Die Überwachung ist Aufgabe des Compliancebereichs, der die Bestimmungen der Vertriebssteuerung und deren praktische Ausführung überwacht und im Bedarfsfall Korrekturen veranlasst. Ein wichtiger Kontrollpunkt ist dabei die Kenntnisnahme und Beurteilung von Beschwerden und die Einführung von Regeln, wie mit Beschwerden umzugehen ist, so dass gerichtliche Streitigkeiten

---

<sup>60</sup> BAFIN- Rundschreiben mit der Bezeichnung 9/2007 (VA) vom 23.11.2007.

vermieden werden. Dazu zählen das interne Beschwerdemanagement und auch die Zusammenarbeit mit außergerichtlichen Schiedsstellen (Ombudsmann). Das vom Compliancebereich ausgelöste „Feed-Back“ reduziert systematisch fehlerhafte Prozesse und dient der Minderung von Risiken, zu dienen. Nun stellen Vertriebsrisiken, also die Gefahr, gesteckte Vertriebsziele nicht zu erreichen, eine eigene Risikoart dar, die im Allgemeinen im Sinne der MaRisk als wesentliches Risiko zu beurteilen ist. Kreditinstitute wie auch Versicherungsunternehmen haben daher Maßnahmen zu ergreifen, diese Risiken zu begrenzen.

Was nun die Beratung als kritischen Teil des Vertriebs angeht, so wurde nun für WpHG-Unternehmen auch bestimmt, dass die mit Compliance verbundenen Aufgaben an solche Personen übertragen werden dürfen, die über entsprechende Sachkunde verfügen und zuverlässig sind (§34d WpHG). Vergleichbare Regeln fehlen für Versicherungsunternehmen und Finanzinstitutionen, die der GewO unterliegen. Letztere sind nicht einmal zur Einrichtung einer Compliance-Funktion verpflichtet.

Im Fall von Beschwerden hat ein WpHG-Unternehmen Verfahren für eine angemessene und unverzügliche Bearbeitung von Beschwerden vorzuhalten und jede Beschwerde sowie die zu ihrer Abhilfe getroffenen Maßnahmen dokumentieren (§33 WpHG). Darüber hinaus sind Beschwerden zu Beratungen der Aufsichtsbehörde mitzuteilen und ebenso die von der Beschwerde betroffenen Personen des Unternehmens (§34d WpHG). Verschiedene Verbände der Kreditwirtschaft und des Kapitalanlagesektors haben außerdem Schlichtungsstellen eingerichtet, an die sich Verbraucher im Streitfall, auch bei Streitigkeiten zu Krediten, für die keine gesonderten Bestimmungen gelten, wenden können. Eine Pflicht dazu besteht aber bei Unternehmen, die unter das KAGB fallen, so dass dazu die BAFIN eine Beschwerde- und Schlichtungsstelle eingerichtet hat.

Zum WpHG analoge Restriktionen finden sich für Finanzanlagenvermittler nicht.

Versicherungsunternehmen haben Beschwerden aus der Versicherungsvermittlung nachzugehen (§80a VAG). Weitere Vorgaben zum Beschwerdemanagement bestehen jedoch nicht. Vielmehr rücken die vom Gesamtverband der deutschen Versicherungsunternehmen eingerichteten und anerkannten Schlichtungsstellen (§214 VVG) in den Vordergrund, die sich anfallenden Beschwerden annehmen können. Die Versicherungsvermittler haben über diese Schlichtungsstellen die Verbraucher in Kenntnis zu setzen. Die Aufsichtsbehörde hat sich der Beschwerden – wegen ihrer großen Zahl – angenommen und dazu Regelungen (Rundschreiben 1/2006 und 9/2007) getroffen. Von einem ausreichenden Verbraucherschutz kann erst dann gesprochen werden, wenn in jedem Fall einer Beratung oder Vermittlung, die zu Konflikten führt, das Unternehmen, das die Leistung erbracht hat, auch zu einem Verfahren des Beschwerdemanagement verpflichtet wird und die Einrichtung außergerichtlicher Schiedsstellen verpflichtend geregelt ist.

#### **6.2.2.1.3 Weitere Pflichten**

- Aufzeichnungspflicht

Im Anlagebereich besteht für WpHG-Unternehmen eine umfassende Aufzeichnungspflicht, einschließlich der Protokolle (§34 Abs. 1 WpHG i.V. mit §14 WpDVerOV), wie auch Finanzanlagenvermittler (§22 FinVermV). Zusätzlich muss ein WpHG-Unternehmen, sofern es berät, auch Aufzeichnungen zur internen (Vertriebs-)Steuerung und Überwachung der Prozesse erstellen. Die Aufzeichnungen sind aufzubewahren. Derart weitgehende Pflichten bestehen im Kredit- und Versicherungsbereich bisher jedoch nicht.

- Prüfungspflicht

Jährliche Prüfungen sind im Kapitalanlagebereich bei WpHG-Unternehmen (§37v WpHG) wie auch Finanzanlagenvermittlern durchzuführen (§24 FinVermV). Für Kreditvermittler folgt dies aus der MaBV (§16). Die Pflicht im Versicherungsbereich folgt aus dem VVG und speziell für Finanzanlagenvermittler aus §24 FinVermV. Damit ist zumindest sichergestellt, dass alle geforderten und für die Beaufsichtigung relevanten Unterlagen, auch wenn diese eine unterschiedliche Reichweite haben, einer externen qualifizierten Prüfung unterliegen.

- Kontrollpflicht

Eine gesonderte Pflicht zur Kontrolle der betrieblichen Prozesse besteht bei WpHG-Unternehmen, so dass Verbraucherinteressen nicht beeinträchtigt werden (§33 Abs. 1 Nr. 3a WpHG). Bei Finanzanlagenvermittlern entfällt eine solche Pflicht, wie auch im Kredit- und Versicherungsbereich. Eine solche der Prävention zuzurechnende Pflicht ist aber auch bei anderen Finanzinstitutionen zweckmäßig.

#### **6.2.2.2.2 Transparenz des Geschäftsmodells**

Für Kunden wie auch die Aufsicht sind weitere Pflichten zur Offenlegung hilfreich, die Anreizwirkungen und die Arbeitsweise des Anbieters zu beurteilen.

##### **6.2.2.2.1 Dokumentationspflicht**

Es wurde viel darüber diskutiert, wem nun die Pflicht zur Erstellung eines Protokolls, nützen wird. Es kann dazu dienen, im Streitfall die Auftragslage zu rekonstruieren. Dazu wäre es aber einfacher gewesen, die Akteure zum Abschluss eines Vertrags zu zwingen. Dann wäre die Ausgangslage klar und die Folgeschritte, abhängig von der Tätigkeit der Beratung oder Vermittlung, wären eindeutig gewesen. So also bleiben das Streitpotential und eine zeitlich zurückliegende Auftragslage, die aus verfügbaren Unterlagen rekonstruiert werden muss. Je nach Verfügbarkeit wird entweder das Protokoll die Argumentation den Auftragnehmer oder den Auftraggeber stützen. Da die Auftraggeber zur Aufbewahrung der Dokumente verpflichtet werden, darf angenommen werden, dass deren Dokumentationslage besser sein wird, so dass die Protokollpflicht wohl auch dazu dienen wird, den Auftraggeber zu schützen. So wird dies auch von den Anbietern verstanden und dementsprechend werden die Protokolle „gestaltet“. Dies kann kaum Maßnahme zur Verbesserung des Verbraucherschutzes dargestellt werden.

Ein Beitrag zum Verbraucherschutz ergibt sich allein dadurch, dass die Protokolle aufgezeichnet, geprüft und kontrolliert werden, sofern dazu, bspw. im Anlagebereich für Wertpapierfirmen, eine Verpflichtung besteht. Dann ist es dem Compliance-Management möglich, Qualitätskontrollen durchzuführen und die Aufsichtsbehörde kann sich vergewissern, dass die Leistungserbringung den Regeln entsprechend durchgeführt wird. Insoweit ist das Protokoll zur Beratung oder Vermittlung wie auch die anderen Dokumente, die erstellt werden müssen, als Element der Aufsichtspraxis anzusehen.

Die Pflicht zur Protokollerstellung besteht im Kapitalanlagebereich für WpHG-Unternehmen (§34 Abs. 2a WpHG) und Finanzanlagenvermittler (§§18 FinVermV), sofern diese beraten. Diese Pflicht besteht generell im Versicherungsbereich, für Berater und Vermittler (§6 VVG), aber auch bei der Vermittlung von Krediten (Artikel 247 §13 BGBEG); der Fall der Beratung zu Krediten ist rechtlich bisher nicht geregelt. Nicht schlüssig ist die Ausnahme bei einer Vermittlung von Kapitalanlagen.

#### **6.2.2.2.2 Offenlegung von Zuwendungen, insb. Provisionen**

Bei Kapitalanlagen und Krediten besteht die Pflicht, über Provisionen (und andere Zuwendungen) umfassend Auskunft zu erteilen. Provisionen dürfen nicht vom Berater oder Vermittler eingenommen werden, es sei denn, sie würden gegenüber dem Verbraucher begründet und dieser akzeptiert die Verfahrensweise. Auf diese Weise kann sich ein Verbraucher einen Überblick verschaffen, welches direkt zu zahlende Honorar und welche weiteren indirekten Honorare er aufwendet, um die Leistung einer Beratung oder Vermittlung zu vergüten. Ist dies angemessen, wird er dem Vergütungsvorschlag folgen, andernfalls wird er Korrekturen verlangen. Solche Korrekturen schließen auch die Erstattung von Provisionen ein. So kann auch eine Vergütung vereinbart werden, bei der ein im Vorhinein vereinbartes Honorar durch anfallende Provisionen reduziert wird, sofern eine Vermittlung tatsächlich erfolgt.<sup>61</sup> Der einfachste Weg wäre es, wenn auch im Versicherungsbereich eine solche Regelung möglich wäre. Dem steht aber bisher das Hindernis des umstrittenen Provisionsabgabeverbots entgegen, auf die unten eingegangen wird.

#### **6.2.2.2.3 Offenlegung anderer Einflussnahmen**

Sofern Versicherungsunternehmen Einfluss auf die Vermittler ausüben, die sich als Serviceanbieter insb. im Transaktionsbereich aufgestellt haben und diese als Makler tätig sind, so sind die Verhältnisse offenzulegen. Dies ist bisher geregelt, wenn ein Versicherungsunternehmen eine erhebliche Finanzbeteiligung hält. Im Anlagebereich besteht eine solche Informationspflicht nicht, obwohl B2B-Wertpapierbanken in der Regel Tochtergesellschaften größerer Finanzinstitutionen sind.

#### **6.2.3 Fazit**

Für Kunden ist es schwierig, die Geschäftsmodelle der Berater und Vermittler zu durchschauen. Sie werden zwar über das angebotene Produktspektrum informiert und ggf. auch über die mit einer Vermittlung verbundenen Zuwendungen, jedoch erfolgt dies in der Regel recht knapp und oberflächlich, so dass Fehlinterpretationen nicht ausgeschlossen sind oder – von der Anbieterseite – ggf. auch gewollt sind. Die Absichten eines Anbieters, bestimmte Produkte bei seiner Tätigkeit zu empfehlen, weil ein Absatzinteresse besteht, sind – unter bestehenden rechtlichen Bestimmungen - für die meisten Verbraucher nicht erkennbar. Damit verfehlt der bestehende Rechtsrahmen ein entscheidendes Ziel des Schutzes der Verbraucher.

### **6.3 Geschäftsmodelle**

Verbraucher fragen die Beratung zu Finanzprodukten nach und sind interessiert, solche Produkte zu erwerben. Was den Prozess der Beratung angeht, die Ableitung einer Produktempfehlung aufgrund vorgegebener Kriterien und einer darauf aufsetzenden Vermittlung, so sollten dazu einheitliche Bestimmungen gelten, zumal die als Produkte erworbenen Problemlösungen in einem erheblichen Maß unabhängig von einem konkreten Produkt und dessen Zurechnung zu einem bestimmten Rechtsraum sind. Zur Altersvorsorge kann ein Finanzinstrument, eine Versicherung oder eine kreditfinanzierte Immobilie dienen und die Beratung sollte dazu dem Kunden helfen, seine Entscheidungen sachgerecht treffen zu können.

---

<sup>61</sup> Auch im Bereich der Vermögensverwaltung, einem weiteren Gebiet des Kapitalanlagebereichs, das hier nicht weiter untersucht wird, findet dieses Vergütungsmodell breite Anwendung.

Die Feststellung, dass die Regeln aber je nach Rechtsraum höchst unterschiedlich sind, geht auf die Ausformung gesetzlicher Bestimmungen hervor, die sehr stark von den Interessen der Unternehmen geprägt sind, die diese Produkte herstellen und verkaufen. Diese werden entweder dem Bereich der Kreditinstitute (KWG) oder dem Bereich der Versicherungsunternehmen (VAG) zugeordnet und für beide Rechtsräume bestehen noch immer stark unterschiedliche Regeln, wenn es um den Geschäftsverkehr mit Verbrauchern geht. Eine übergreifende und gemeinsame Interessenlage der Verbraucher ist bisher vollkommen unzureichend in den verschiedenen Gesetzen berücksichtigt. Erschwerend kommt hinzu, dass sich das Kapitalanlagerecht in den Grundsatzbereich nach WpHG und den „privilegierten“ Bereich nach GewO gliedert. Die Verbesserung des Verbraucherschutzes ist also nur durch eine Harmonisierung dieser verschiedenen Rechtsbereiche sicherzustellen.

Ausgehend von der Annahme, dass Kredite stark normierte Produkte sind, die letztlich über die Beurteilung des Effektivzinses hinreichend klar unterschieden werden können, besteht im Kreditbereich außerdem ein vollkommen unterentwickelter Schutz der Verbraucher, vergleicht man die Regelungen mit jenen des Anlage- und Versicherungsbereichs. Die Beratung zu Krediten ist nicht gesetzlich geregelt, lediglich die Vermittlung.

Da die Geschäftsmodelle der Beratung und Vermittlung in der Regel rechtliche Bereiche übergreifend organisiert sind, ergeben sich eine Vielzahl von Bestimmungen, denen es an einer Systematisierung mangelt und die so eine mangelhafte Transparenz für Verbraucher begünstigen. Insb. die Erkennung der Interessenlage einer Finanzinstitution, die für einen Verbraucher von hoher Relevanz ist, bleibt damit oft verdeckt. Der größte Teil der Verbraucher steht vor der Aufgabe, Teile seines Einkommens für das Alter zurückzulegen und Altersvorsorge zu betreiben. Welche Interessenlage nun ein Berater oder Vermittler hat, dazu Lösungen aus dem Bereich der Kapitalanlage, der Versicherung oder des Kredits (im Zusammenhang mit einem Immobilienerwerb) zu präferieren, ist für einen Verbraucher kaum erkenntlich, es sei denn, der Anbieter würde klarstellen, dass er nur einen Teil des Angebots vertreten würde. Dies entspricht aber nicht der Praxis, wo die verschiedenen Sachverhalte bei einem Kundenbetreuer gebündelt und aus einer Hand angeboten werden.

Im Markt sind in großer Zahl Geschäftsmodelle anzutreffen, die unterschiedliche finanziellen Fragestellungen der Verbraucher abdecken und die daher Produkte anbieten, die sowohl das Kapitalanlagerecht wie auch das Kredit- und das Versicherungsrecht berühren. In der Regel bieten Kreditinstitute auch Versicherungen an und der überwiegende Teil der Versicherungsunternehmen bietet sowohl Versicherungen wie auch Kredite und Kapitalanlagen an. Dies gilt ebenso für Berater und Vermittler; die gewerberechtlichen Regelungen unterliegen. Diese oft kleinen Unternehmen sind nur dann in der Lage, wettbewerbsgerecht aufzutreten, wenn sie in Kooperation mit anderen Unternehmen, wie diese auch Finanzanlagenvermittler, Versicherungsvermittler oder auch WpHG-Unternehmen, eine Leistung erbringen, die Verbrauchern gegenüber als gesamthaft erbrachte Leistung erscheint, die aber auf die Komposition unterschiedlicher Teilleistungen verschiedener Unternehmen unter verschiedenen Rechtsvorschriften zurückgreift. Aus der Vielfalt der anzuwendenden Regelungen ergeben sich Schnittstellenprobleme, die auch Konflikte verursachen können und die allein aus nicht harmonisierten Rechtsvorschriften hervorgehen.

Je nach Art des berücksichtigten Sektors wird ein Geschäftsmodell rechtlich unterschiedlich typisiert, was damit auch unterschiedliche Folgen für die Erlaubnis und die Durchführung des Geschäfts zur Folge hat. So unterscheiden sich die Informations-, Organisations- und Verhaltenspflichten zum Teil



erheblich und es ist kein einheitliches Regelwerk erkennbar, das einen Berater (problem- oder vermittlungsorientiert) vom Vermittler (im Kundenauftrag oder Vertriebsauftrag eines Emittenten) eindeutig über das Anlage-, Schuld- und Versicherungsrecht hinweg unterscheidet. So bestehen durch das Recht vierzehn unterschiedlich typisierte Unternehmen in diesen drei Sektoren:

- Berater nach WpHG (2 Formen: vermittelnder Berater und problemorientierter Berater auf Honorargrundlage),
- Vermittler nach WpHG,
- Anlageberater nach GewO,
- Honorar-Finanzanlagenberater nach GewO,
- Finanzanlagevermittler nach GewO,
- Ausführungsdienstleister nach WpHG,
- Ausführungsdienstleister nach GewO,
- Berater nach VVG,
- (gebundener) Vermittler nach VVG,
- (mehrfach-gebundener) Vermittler nach VVG,
- Makler nach VVG,
- (Kredit-)Vermittler nach KWG,
- (Kredit-)Vermittler nach GewO.

Daraus werden die in der Praxis anzutreffenden Geschäftsmodelle gestaltet, die aus vielfältigen Kombinationen dieser Rechtstypen entstehen. Aus den Kombinationen von Geschäftsmodellen der drei Finanzsektoren (Kapitalanlage, Versicherung, Kredit) ergibt sich dann eine Vervielfältigung an Geschäftsmodellen mit unterschiedlichen Regelwerken, deren Nutzen für Kunden höchst zweifelhaft und deren verschiedenartige Bestimmungen nicht ansatzweise nachvollziehbar sind. Schließlich ist zu beachten, dass auch die Zusammenarbeit von Geschäftsmodellen unterschiedlicher Funktionen (Beratung, Vermittlung, Ausführung) üblich ist, so dass die Zahl der Geschäftsmodelle noch weiter gesteigert wird. Daraus ergibt sich auch eine hohe Komplexität für die Betreiber eines Geschäftsmodells, die sich in unterschiedlichsten rechtlichen Anforderungen begründet. Dem steht eine ebensolche Komplexität auf der Seite der Kunden entgegen, die aufwendig zu prüfen haben, welches Geschäftsmodell eine Leistung bedarfsgerecht erbringen kann.

Für Verbraucher sind die wirtschaftlichen Folgen, also die Komplexitätskosten, zu tragen und zudem ist für sie kaum zu erkennen, mit welchem Geschäftsmodell individuelle Bedürfnisse und Präferenzen in nachvollziehbarer und passender Form erfüllt werden können, zumal je nach Art des Geschäftsmodells die Interessenlage des Anbieters und das Angebotsspektrum unterschiedlich konturiert sein kann. So muss bspw. ein als ungebunden sich darstellender Vermittler das Marktangebot prüfen, sofern es um die Empfehlung einer Versicherung geht, eine solche Bestimmung gilt aber nicht im Fall von Kapitalanlagen (und auch Krediten).

Die Unterschiede der Anforderungen an die Geschäftsmodelle ergeben sich aus drei Gründen:

- erstens, weil - im Anlagebereich - das Wertpapierrecht und das Gewerberecht unterschiedlich konturiert sind,

- zweitens, weil
  - o einerseits viele Dienstleister in ihrem Geschäft Produkte unterschiedlicher Rechtsräume anbieten, und
  - o andererseits diese Dienstleister, vor allem kleinere Unternehmen, in der Regel mit anderen Dienstleistern kooperieren, um die Beratung und Vermittlung wirtschaftlich erbringen zu können und diese Dienstleister unterschiedlichen rechtlichen Bedingungen unterliegen,
- drittens, weil die steuerrechtlichen Bestimmungen auf Produktpräferenzen und damit auf die Geschäftsmodelle der Dienstleister Einfluss nehmen.

Das nur gering harmonisierte Recht schafft somit komplexe Geschäftsbedingungen und belastet die Geschäftsmodelle mit Kosten, die letztlich von Kunden zu zahlen sind, durch Honorare, Produktkosten und Fehlentscheidungen aufgrund von Transparenzmängeln.

### **6.3.1 Wertpapier- und Gewerberecht**

Die neueren Bestimmungen zum Kapitalanlagebereich, die eine Unterteilung der Vorschriften in solche des Regelfalls und andere, die nur von privilegierten Finanzinstitutionen anzuwenden sind, sind generell zur Verbesserung des Verbraucherschutzes geeignet, auch wenn weiterer großer Ergänzungsbedarf sich zeigt und nicht einsichtig sein soll, weshalb der Schutz der Verbraucher unterschiedlichen Regelungen unterworfen ist, sofern der Kunde mit einem WpHG-Unternehmen oder einem Finanzanlagenvermittler in Kontakt steht.

Die privilegierten Finanzanlagenvermittler unterliegen geringeren Anforderungen an die Ausübung ihrer Tätigkeit. Dies erstreckt sich an die fachlichen Voraussetzungen, die Haftung für die Tätigkeit (u.a. wird kein Eigenkapital gefordert), die Professionalität des Geschäftsbetriebs, usw. Daher wäre es auch gerechtfertigt, deren Tätigkeitsspektrum einzuschränken und diesen besonders riskante Kapitalanlagen vorzuenthalten. Dieses Prinzip wurde zwar bei der Umsetzung der MIFID in deutsches Recht im Jahr 2007 angewandt und so wurde die Vermittlung von Investmentfonds mit zusätzlichen Risiken untersagt. Das Prinzip wurde aber bei der Einführung des KAGB nicht weiterverfolgt. Der Vorschlag, im KAGB in Analogie zum (alten) InvG (Trennung von (normalen) Investmentfonds und solchen mit zusätzlichen Risiken aus Krediten bzw. Kreditderivaten) eine Unterteilung nach zwei Risikoklassen (einfach und komplex) vorzunehmen, wurde nicht aufgegriffen. Daher war eine Entscheidung ausgeschlossen, die bei Investmentfonds anzuwendende Regel zum Prinzip zu erheben und auf andere Vermögensanlagen ebenso anzuwenden.

Finanzanlagenvermittler unterliegen auch nicht vergleichbaren Verpflichtungen zur Begrenzung von Interessenkonflikten wie Wertpapierfirmen. Zudem fehlt eine weit gefasste Verpflichtung zur Transparenz hinsichtlich des Produktspektrums, das vom Vermittler einer Auswahl bei einer Empfehlung zugrundegelegt wird. Eine zu § 5WpDVerOV vergleichbare Regelung fehlt und so werden sich diese Vermittler weiterhin als unabhängig darstellen und können damit den Anschein vermitteln, sie würden sich bei Empfehlungen auf das Marktangebot stützen. Tatsächlich sind aber viele dieser Vermittler auf wenige Anlagegesellschaften festgelegt, deren Produkte sie „verkaufen“. Daher fehlt es an Transparenz, wenn eine solche zusätzliche Verpflichtung weggelassen wird. Im Versicherungsbereich hat man dies dagegen sinnvoll gelöst und entsprechende Vorschriften für freie Vermittler, also die Makler, erlassen.

Zudem fehlen bei Finanzanlagenvermittlern die Verpflichtungen zur Vertriebssteuerung und Compliance, die gerade bei den komplexen Strukturen, die gerade in diesem Segment notwendig erscheinen, um Verantwortlichkeiten für Verbraucher klar erkennbar zu machen. So wurde das Segment der Finanzvermittler hinsichtlich der Informationspflichten nur vollkommen unzureichend reglementiert; dies ist unverständlich und überraschend, denn im Versicherungsbereich wurde für alle Vermittler eine umfassende Verpflichtung zur Transparenz festgelegt.

Auch ist davon auszugehen, dass auch Unterschiede der Sachkunde von WpHG-Unternehmen und privilegierten Vermittlern zunehmen werden. Dafür sind einerseits die neuen Vorschriften maßgeblich, aber auch die Maßnahmen im Risk Management der Unternehmen, die zur Fortbildung anregen. Die unterschiedliche Überwachungspraxis wird nicht zu einer Konvergenz der Anforderungen beitragen. Die Divergenz wird zudem dadurch gefördert, dass WpHG-Unternehmen, die ein vollständiges Produktportfolio anbieten, einen höheren Qualitätsanspruch zu erfüllen haben, als ein privilegierter Vermittler, der sich auf einen Teil der Anlageprodukte beschränkt.

### **6.3.2 Wertpapier-, Schuld- und Versicherungsrecht**

Der Wunsch einer Harmonisierung besteht. Die sei am Beispiel der Altersvorsorgeprodukte sowie an der Vielfalt der Geschäftsmodelle dargestellt, die unterschiedlichen Regeln unterliegen. Die im Markt relevanten Altersvorsorgeprodukte sind Fondssparpläne, Banksparpläne und Rentenversicherungen, die im Rahmen des EStG gefördert werden können. Auf die unterschiedliche Art der steuerlichen Förderung soll später eingegangen werden.

Diese Harmonisierung verlangt einerseits die klare Unterscheidung, welche Produkte als Finanzinstrumente und welche als Versicherungen klassifiziert sind. Am Beispiel der Lebensversicherung zeigt sich das Problem, zumal diese Produkte sowohl einen Anlage- wie einen Versicherungscharakter haben. Da also eindeutige Regeln zur Abgrenzung kaum zu finden sind, und dies zeigte sich bereits bei dem Versuch, eine Regelung über „Packaged Retail Investment Products“ (PRIPIs) auf EU-Ebene zu entwerfen, kann die Lösung nur darin bestehen, für vergleichbare und substituierfähige Produkte, seien es Kapitalanlagen oder Versicherungen, gleiche Regelungsprinzipien zugrunde zu legen. Andererseits bedarf es einer Harmonisierung von Vorschriften, die dann greifen, wenn in den Bereichen der Beratung und Vermittlung Kooperationen stattfinden, die vor allem im Zuge der Vermittlung zur Ausführung der Geschäfte mit Emittenten oder an geregelten Märkten aus organisationsgründen wichtig sind.

#### **6.3.2.1 Abgrenzung der Rechtstypen**

Altersvorsorgeprodukte werden sowohl von Finanzinstitution angeboten, deren Tätigkeit durch das VVG oder das KWG geregelt ist. Insb. für staatlich geförderte Altersvorsorgeprodukte ist ein einheitliches Regelwerk notwendig, denn es ist kaum zu vermitteln, dass bspw. ein Riester-Sparplan der Deka die Vermittler zur Offenlegung der Zuwendungen verpflichtet, nicht aber, wenn ein solcher der Allianz angeboten wird. Im Anlagebereich wird nun die Offenlegung von Zuwendungen gefordert und dies trifft dann auch auf geförderte Altersvorsorgeprodukte zu, sofern diese als Finanzinstrumente qualifiziert sind. Für andere geförderte Altersvorsorgeprodukte, die als Versicherung qualifiziert sind, gilt das aber nicht. Eine entsprechende Regelung zur Offenlegung müsste daher auch in das Versicherungsrecht aufgenommen werden. Generell stellt sich aber die Frage, welches Recht auf geförderte Altersvorsorgeverträge anzuwenden ist, ist doch für die Förderung die „Restverrentung“ von Kapital vorausgesetzt. Üblich ist, dass die Kapitalanlage-Gesellschaft im Fall eines Fondssparplans oder die

Bank im Fall eines Banksparvertrags Versicherungsnehmer eines Versicherungsunternehmens ist, das die „Verrentung“ finanziert, ein Geschäft, das zwingend die Mitwirkung eines Versicherungsunternehmens verlangt. Insoweit sind also geförderte Altersvorsorgeprodukte hybride Produkte, für die sowohl das WpHG wie auch das VVG anzuwenden sind; im Fall der Banksparpläne gelten entsprechend die KWG-Bestimmungen zum Einlagengeschäft. Dann aber ergeben sich widersprüchliche Bestimmungen, bspw. zu Provisionen, die im Fall einer Vermittlung durch ein WpHG-Unternehmen nicht vereinnahmt werden dürfen, aber nach dem Versicherungsrecht auch nicht an den Kunden weitergegeben werden dürfen; nach dem Kapitalanlagerecht könnte die Finanzinstitution bei einer Vermittlung auf ein Protokoll verzichten, nicht aber nach dem Versicherungsrecht.

Bei der Kreditaufnahme bei einem Versicherungsunternehmen wird in der Regel der Abschluss einer Lebensversicherung vorausgesetzt, die zugleich als Tilgungsinstrument fungiert. Dies hat zur Folge, dass Risikobeiträge der Lebensversicherung bei der Berechnung des effektiven Jahreszinsens zu berücksichtigen sind. Damit wird ein solcher Kreditvertrag natürlich deutlich teurer als ein solcher, der von einem Kreditinstitut mit Grundbuchsicherung ausgegeben wird, die ja das Versicherungsunternehmen ebenso verlangt. Kommt der Vertrag bei einem Versicherungsunternehmen zustande, ist auch die Provision der Lebensversicherung, die nicht in den Risikobeiträgen beinhaltet ist, bei der Berechnung des effektiven Jahreszinsens zu berücksichtigen, ähnlich dem Fall, bei dem der Vertrag mit einem Kreditinstitut zustande kommt und der Berater ein Honorar verlangt. Wird nun eine Entscheidung durch einen Kostenvergleich beider Kredite und über den effektiven Jahreszins bewirkt, so werden letztlich vollkommen unterschiedliche Angebote verglichen, zumal der Versicherungskredit im Fall der Lebensversicherung vorzeitig getilgt wird, im Fall des Kreditinstituts aber nicht. Man könnte daher die Kreditvergabe durch Versicherungsunternehmen als diskriminiert bezeichnen. Vorteilhafter wäre es, insb. die (einmaligen) Beratungskosten separat und nicht im Effektivzins auszuweisen. Dies würde dann auch für Versicherungsunternehmen den Druck erhöhen, gesonderte Tilgungstarife für den Fall eines Immobilienkredits aufzulegen und eine bessere Vergleichbarkeit mit konventionellen Verträgen der Kreditinstitute zu ermöglichen.

Werden Lebensversicherungen von Kreditinstituten oder Wertpapierfirmen vermittelt, so können diese als Anlageprodukte angesehen werden, vor allem dann, wenn sie als Teil eines Anlagekonzepts verstanden werden, das verschiedene Finanzinstrumente umfasst und auch diese Lebensversicherung einschließt.<sup>62</sup> Naheliegender wäre es, alle Pflichten, insb. die zur Offenlegung von Provisionen, vollkommen über die Rechtsbereiche hinweg, gleich anzulegen.

Da die rechtliche Typisierung der Unternehmen von den praktischen Ausformungen der Geschäftsmodelle im Markt abweicht, letztere aber dem Bedarf und den Präferenzen der Verbraucher entsprechen, ergeben sich aus der rechtlichen Konstruktion vielfältige Anforderungen an praxisgerechte Geschäftsmodelle, die nur Kosten erzeugen, für Verbraucher aber keinen Nutzen bieten. So unterliegen Versicherungsmakler bspw. weitgehend gleichen Tätigkeitspflichten wie auch Versicherungsvertreter. Im Kontext seiner Rechtsstellung ist der aber Makler verpflichtet, im Interesse der Verbraucher zu handeln. Weshalb wird er dann verpflichtet, sämtliche Unterlagen zu vermittelten Produkten – wie ein Vertreter – einem Verbraucher aufzudrängen, dieser hat kein Prüfungserfordernis, so dass er diese Unterlagen also nicht benötigt und ggf. auch nicht versteht, denn aus diesen Erwägungen

hat er ja den Makler beauftragt. So würde es vollauf genügen, den Makler zu beauftragen, diese Unterlagen zu verwahren. Des Weiteren verteuert auch die im Versicherungsbereich bestehende obligatorische Trennung von Beratung und Vermittlung den Geschäftsprozess, da Vermittlungserlöse nicht auf eine evt. vorausgehende Beratung anrechenbar sind und die (implizit zu zahlende) Provision den entstehenden Zusatzaufwand einer Vermittlung, d.h. der Ausführung der Beratung und Umsetzung in ein geeignetes Produkt, nicht rechtfertigt.

### **6.3.2.2 Komposition von Rechtstypen**

Die wirtschaftlichen Bedingungen und Rechtsvorschriften erfordern die Konstruktion komplexer Geschäftsmodelle, die durch unterschiedliche Kooperationsbeziehungen realisiert werden. Die aus unterschiedlichen Wirkungen der rechtlichen Bestimmungen auf verschiedene Beteiligte des Geschäftsmodells sich ergebenden praktischen Folgen erzeugen Kosten und erreichen dennoch nicht das erwünschte Ziel eines besseren Verbraucherschutzes.

Die Komposition arbeitsteiliger Prozesse durch Kooperation verschiedener Unternehmen unter verschiedenen Rechtsvorschriften besteht im Versicherungsbereich auf dem Gebiet der Beschaffung der Produkte von Versicherungsunternehmen, im Anlagebereich sowohl bei der Beschaffung von Produkten von Emittenten wie auch den Aktivitäten an geregelten Märkten. Dadurch können durch Nutzung von Grenzbereichen des Rechts die rechtlich erwünschten Ziele unterlaufen werden.

So besteht auch weiterhin das Geschäftsmodell des Mehrfachvertreters im Versicherungsbereich, obwohl das neue Versicherungsrecht eigentlich eine klare Trennung von gebundenen und ungebundenen Vermittlern vorgesehen hatte: Der gebundene Vermittler bietet als Vertreter eines Versicherungsunternehmens dessen Produkte an, während der ungebundene Vermittler als Makler Produkte aus dem Marktangebot im Interesse der Verbraucher empfiehlt.

Da nun nicht alle Versicherungsunternehmen ihren Vertretern ein marktgerecht umfassendes Angebot zur Verfügung stellen können, eröffnet man diesen im Zuge einer „Ventillösung“ Produkte anderer Versicherungsunternehmen anzubieten, sofern diese nicht mit dem eigenen Angebot in Konkurrenz stehen. So ist es einem Vertreter erlaubt, auch Versicherungen anderer Versicherungsunternehmen zu vermitteln, wenn für das relevante Risiko das den Vertreter beauftragende Versicherungsunternehmen keinen Versicherungsschutz bereitstellen kann. Das Versicherungsunternehmen kann also dem gebundenen Vertreter erlauben, an andere Versicherungsunternehmen zu vermitteln. Über den Umfang der einem Vertreter einzuräumenden Handlungsräume besteht keine Klarheit, auch wenn das beauftragende Versicherungsunternehmen dafür Sorge tragen wird, dass bei der Vermittlung von Versicherungen an Dritte eine Produktkonkurrenz ausgeschlossen wird. Im Einzelfall stellt sich die Frage, wie weit die übernommene Haftung des Versicherungsunternehmens reicht, insb. wenn der Vertreter eigenmächtig handelt. Besonders wichtig dabei ist, dass der Vertreter nicht den Eindruck erweckt, er wäre Makler.

Diese an sich vernünftige Lösung wird von Vermittlern, die über eine gewisse Marktmacht verfügen, nun angewandt, indem sie sich aus der so gedachten Vertreterstellung und Vertreterbeziehungen zu vielen Versicherungsunternehmen aufnehmen und mit diesen Vermittlungsbeziehungen für nicht in

---

<sup>62</sup> Siehe bspw. das Urteil des LG Heidelberg vom 13.7.2010 (Az. 2 O 444/09)

Konkurrenz zu einander stehenden Produkten begründen. Eine sachgerechte Kontrolle solcher Vertreter ist den Versicherungsunternehmen kaum möglich und zudem gehen sie Risiken ein, die aus nicht sachgerechter Risikobeurteilung und daraus folgender falscher Produktempfehlung hervorgehen, aber von einem der Versicherungsunternehmen, das die Haftung übernommen hat, zu tragen sind. Noch problematischer ist, dass diese Vertreter mit einem breiten Anbieterspektrum werben, um sich dadurch ein Image der Unabhängigkeit zu geben und so den Eindruck hinterlassen, sie würden ähnlich einem Makler tätig sein. Diese Abgrenzungsproblematik ist erwünscht, da es die Ähnlichkeit zum Makler erhöht und demzufolge Marktvorteile eröffnet.<sup>63</sup>

Ein anderer Fall liegt dann vor, wenn der Vertreter auf die Haftungsübernahme durch ein Versicherungsunternehmen verzichtet und mit einer Erlaubnis nach §34d Abs. 1 GewO mit dem Nachweis einer eigenständigen Haftpflichtversicherung arbeitet. Auch er kann dann Versicherungen verschiedener Versicherungsunternehmen vermitteln, sofern diese nicht in Konkurrenz zu einander stehen. Dennoch ist er zur interessewahrenden Tätigkeit für diese Versicherungsunternehmen verpflichtet. Konflikte ergeben sich in diesem Geschäftsmodell bspw. dann, wenn der Vertreter im Bereich der Lebensversicherung ein Versicherungsunternehmen A für Kapital-Lebensversicherungen vertritt und ein Versicherungsunternehmen B für fondsgebundene Lebensversicherungen. Ob nun ein Produkt von A oder von B zur Empfehlung kommt, hängt nicht nur von den Kriterien des Kunden ab, sondern auch von den Erläuterungen des Vertreters, der wohl kaum – insb. wenn der Kunden keine Vorgaben definiert – für beide Versicherungsunternehmen gleichermaßen die Interessen vertreten.

Der Mehrfachvertreter ist somit ein Vermittler, der mit mehreren Versicherungsunternehmen Vertreterverträge unterhält und im Rahmen dieser Verträge auch konkurrierende Produkte anbietet. Er unterscheidet sich vom Makler vor allem durch die zu erbringenden Informations- und Beratungspflichten. Während der Makler verpflichtet ist, „seinem Rat eine hinreichende Zahl von auf dem Markt angebotenen Versicherungsverträgen und von Versicherern zu Grunde zu legen, so dass er nach fachlichen Kriterien eine Empfehlung dahin abgeben kann, welcher Versicherungsvertrag geeignet ist, die Bedürfnisse des Versicherungsnehmers zu erfüllen,“ trifft diese Forderung auf den Mehrfachvertreter nicht zu. Der Vertreter kann somit aus seinem Angebot an konkurrierenden Produkten eines auswählen, das anderen Bedingungen entspricht. Folgerichtig muss ein Mehrfachvertreter (wie auch der Makler) sein Handeln näher erläutern. Insoweit wird die folgende Bestimmung bedeutsam: „Der Versicherungsmakler,..., und der Versicherungsvertreter haben dem Versicherungsnehmer mitzuteilen, auf welcher Markt- und Informationsgrundlage sie ihre Leistung erbringen, und die Namen der ihrem Rat zu Grunde gelegten Versicherer anzugeben.“ Der Mehrfachvertreter hat also zu erklären (§60 Abs. 2 VVG), nach welchen Gesichtspunkten er seine Empfehlung auf eine Auswahl aus konkurrierenden Produkten begründet. Daraus ergibt sich zunächst ein besonderes Schutzbedürfnis des Kunden, der ggf. den Ausführungen des Mehrfachvertreters nicht folgen kann. Er vertraut darauf, dass der Mehrfachvertreter aus der Auswahl zu seinen Gunsten entscheidet, wozu er aber durch das Gesetz nicht verpflichtet ist. Da Mehrfachvertreter aber unterschiedliche Vertragspartner gerade deshalb wählen, um eine „Unabhängigkeit“ zu suggerieren und einen Quasi-Maklerstatus gegenüber

---

<sup>63</sup> Durch das Urteil des OLG Schleswig-Holstein vom 25.5.2010; Az.: 6 U 19/10 wurde die Problematik verschärft. Das Nestor-Forschungsinstitut ([www.nestor.hu-berlin.de](http://www.nestor.hu-berlin.de)) verweist unter Bezug auf St. Michaelis, „Mit-

Kunden zu verschleiern, liegt im Geschäftsmodell des Mehrfachvertreters ein Konflikt.<sup>64</sup> Konflikte aus der Rechtsstellung dieses Vertretertyps ergeben sich auf der Ebene der Verbraucher (insb. Frage der Unabhängigkeit, des Produktspektrums und maklerähnlichen Auftretens), aber auch auf der Ebene der Versicherungsunternehmen (bspw. Interessewahrungspflicht). Verantwortlich für eine Produktempfehlung ist der Vertreter, wie er aber diese Empfehlung begründet, hängt von den Informationen der Versicherungsunternehmen ab, die diese bereitstellen und vom Vertreter zu interpretieren sind. In jedem Fall werden diese Vertreter versuchen, Konflikte auf ein Fehlverhalten der Versicherungsunternehmen zurückzuführen, so dass dieses Geschäftsmodell auch die Risiken der Versicherungsunternehmen erhöht.

Im Versicherungsbereich wurde auch versucht, die Geschäftsmodelle des Beraters und die des Vermittlers mit den beiden Formen des Vertreters und des Maklers klar zu trennen. Berater können zwar Versicherungen vermitteln, haben dann aber sich auf provisionsfreie Produkte zu beschränken. Ihr Anteil am Gesamtgeschäft ist noch äußerst gering, so dass es sich erübrigt, auf einzelne Geschäftsmodelle einzugehen. Vertreter arbeiten in der Regel direkt mit einem Versicherungsunternehmen zusammen, so dass eine Situation besteht, die der eines gebundenen Vermittlers von WpHG-Unternehmen vergleichbar ist und analoge Regelungen bestehen (§60 Abs. 2, Satz 2 VVG). Ganz anders arbeitet der Makler, der keine Bindung an ein Versicherungsunternehmen hat und Produkte aus dem Markt auswählen kann. Für ihn ergibt sich eine dem Finanzanlagenvermittler vergleichbare Situation, so dass es auch zu arbeitsteiligen Vermittlungsprozessen kommt, die ein Akquisiteur als Makler mit einem Abwickler, der auch nur Makler sein kann, denn ansonsten wäre der Makler in einer Bindung zu Versicherungsunternehmen, gemeinsam erbringen. Beim Makler aber sind die Interessen des Akquisiteurs und des Abwicklers identisch, so dass Interessenkonflikte aus der Arbeitsteilung nicht entstehen können, wenn die Geschäftspartner ihren gesetzlichen Verpflichtungen nachkommen.<sup>65</sup>

Insoweit bedarf es – in Analogie zum Versicherungsbereich - weiterer Anpassungen im Kapitalanlagebereich, um durch die Arbeitsteilung nicht Interessenkonflikte zu erzeugen, die für Kunden nicht sichtbar werden und über die nicht zu informieren ist. In diesen Bereich sind Finanzinstitutionen gesetzlich verpflichtet, Einzelheiten zu ihrem Geschäftsmodell zu berichten, damit ein Verbraucher auch die interessegeleiteten Zusammenhänge versteht, von denen eine Beratung oder Vermittlung

---

tels Ventillösung in den Ruin“, in ZfV Heft 11, 2010, S.362 – 363 darauf, dass der Gesetzgeber gefragt ist, klare Regelungen zu treffen.

<sup>64</sup> Der Konflikt hat zu einer Auseinandersetzung zwischen den beiden großen Mehrfachvertretern DVAG und AWD (jetzt Swiss Life Select) geführt. Die DVAG tritt als gebundener Vertreter im Markt auf und nennt die vertretenen Versicherungsunternehmen, die auch die Haftung für den Vertreter übernommen haben. Die Ausschaltung von Interessenkonflikten liegt also auch im Interesse dieser Versicherungsunternehmen. Daher besteht ein abgestimmtes Regelwerk der haftungsübernehmenden Versicherungsunternehmen, nach dem die DVAG die Ventillösung nutzen kann. Der Mehrfachvertreter AWD tritt als Vertreter mit Erlaubnis auf und unterstellt sich nicht einem solchen Konzept. Dass er sich aus einer solchen Lage als unabhängig bezeichnet, obwohl er doch bestimmte Versicherungsunternehmen zu vertreten hat, wurde als nicht rechtskonform bemängelt. Das Landgericht Hannover hat am 30. Juni 2009 daraufhin entschieden (Az.: 18 O 193/08), dass AWD nicht mehr mit dem Begriff „Unabhängigkeit“ werben darf.

<sup>65</sup> Die Regeln sind so präzise, dass ein Mehrfachvertreter nicht einen Abwickler beauftragen kann, der Makler ist, so dass sich spezielle Unternehmen als Abwickler mit dem rechtlichen Status eines Mehrfachvertreters inzwischen etabliert haben.

beeinflusst ist. So gelten § 31 Abs. 3 Satz 1 WpHG i.V. mit § 5 Abs.2 Nr.1 WpDVerOV grundsätzlich und im Fall einer Beratung § 5 Abs.2 Nr.2a WpDVerOV speziell. Es besteht generell Klarheit, wer welche die Leistung erbringt und ob eine Leistung in Zusammenarbeit mit einer anderen Finanzinstitution, bspw. die Vermittlung, erfolgt. Dieser Sachverhalt ist bedeutsam, denn häufig werden verschiedene Teilaufgaben einer Vermittlung von verschiedenen Finanzinstitutionen durchgeführt, so bspw. von einem WpHG-Unternehmen und einem Vermittler, der an dieses gebundenen ist. Verschiedene Unternehmen haben jedoch verschiedene Interessenlagen, so dass sich aus einer solchen Aufteilung weitere Interessenkonflikte ergeben können. Nun besteht die Pflicht zur Minimierung dieser Konflikte. Die Offenlegung eines an der Vermittlung Mitwirkenden ist notwendig, damit die daraus entstehenden zusätzlichen Konflikte erkannt und geeignete Vereinbarungen getroffen werden können. Für Finanzanlagenvermittler ist dies in §12 FinVermV geregelt, jedoch ist über Mitwirkende am Vermittlungsprozess nicht aufzuklären, obwohl in diesem Marktsegment die arbeitsteilige Vermittlung üblich ist. Ein Finanzanlagenvermittler, der im unmittelbaren Kontakt zu Verbrauchern steht, hat in der Regel Geschäftsbeziehungen zu einer anderen Finanzinstitution, ein WpHG-Unternehmen oder ebenso ein Finanzanlagenvermittler, die unterschiedliche Aufgaben am Vermittlungsprozess übernehmen. Dabei hat ein Vermittler meist die Aufgaben der Akquisition und die damit unmittelbar verbundenen Vermittlungsaktivitäten (Akquisiteur), während ein anderer Vermittler (Abwickler) die Beziehung zu den Produktemittenten hält, das Marktangebot sondiert, die Bedingungen der Zusammenarbeit verhandelt, eine Abwicklungsinfrastruktur bereitstellt, das Provisionsinkasso durchführt und die mit den Emittenten verbundenen Vermittlungsaktivitäten übernimmt. Die Bewertung von Finanzinstrumenten und die Bereitstellung von technischen Werkzeugen, die zur Vermittlung dienlich sind, auch zur Beratung, finden sich mal beim Akquisiteur wie auch beim Abwickler. Durch die Art der verwandten technischen Werkzeuge und die Art der Darstellung von Produkten kann natürlich Einfluss auf den Vermittlungsprozess genommen werden. In einem Markt von Akquisiteuren, die als Finanzanlagenvermittler tätig sind, und einem Markt von Abwicklern, die entweder als Finanzanlagenvermittler oder als WpHG-Unternehmen gekennzeichnet ist, entstehen Kooperationsnetze, die natürlich nach den Interessen der Dienstleistungsanbieter gestaltet sind, über die aber nicht berichtet werden muss. Mögliche Interessenkonflikte werden daher nicht aufgedeckt. So haben die Abwickler zwar häufig ein breites Produktspektrum, das aber je nach Präsentationsform auf geschäftliche Interessen zugeschnitten werden kann. Auch der mit diesem Abwickler kooperierende Finanzanlagenvermittler kann weitere Einschränkungen vornehmen, ohne darüber aufklären zu müssen. Die Art und Weise, wie eine Produktempfehlung dann zustande kommt, bleibt zu großen Teilen intransparent. Abwickler sind häufig WpHG-Unternehmen, die auch die Depotführung übernehmen. Sie begrenzen ihre Vermittlerstellung nach §31 Abs.7 WpHG und führen keine Angemessenheitsprüfung durch, so dass Konflikte aus der Zusammenarbeit mit Finanzanlagevermittlern aus Ergebnissen unterschiedlicher Prüfungspflichten vermieden werden. Kooperieren aber ein Akquisiteur und ein Abwickler, die beide als Finanzanlagenvermittler tätig sind, so muss vertraglich im Binnenverhältnis geregelt werden, welcher Partner welche Pflichten erfüllen muss. Die gesetzlichen Bestimmungen sind bisher nicht derart ausgearbeitet, so dass Konflikte aus Streitigkeiten zwischen den Partnern naheliegen. Dem Verbraucher gegenüber sind beide Finanzanlagenvermittler verpflichtet, wobei ggf. aber nur der Akquisiteur als Anspruchsgegner bekannt ist.

Andere Konflikte ergeben sich aus einem unzureichenden Umfang der Informationspflicht. Es ist naheliegend, dass ein Verbraucher, der Entscheidungen zur Altersvorsorge zu treffen hat, sowohl Investmentfonds wie auch Lebensversicherungen als geeignete Produkte in Betracht zieht. Lässt er sich



beraten, bspw. von einem Versicherungsberater, der auch zur Finanzanlagevermittlung zugelassen ist, so darf dieser ein Honorar verlangen, wenn er auf die Vermittlung von Versicherungen gänzlich oder zumindest auf Provisionen aus einer Versicherungsvermittlung verzichtet. Im Fall einer Vermittlung von Investmentfonds kann er aber uneingeschränkt Provisionen erlösen. Ist es dann nicht naheliegend, dass ein Versicherungsberater, der ohne großen Aufwand die Erlaubnis zur Anlageberatung erhält, sich auf die Vermittlung von Investmentfonds spezialisiert? Was geschieht, wenn einem Verbraucher aber mit einem Versicherungsberater in Gespräch kommt, der keine Erlaubnis zur Anlagevermittlung hat oder er einen Anlagevermittler kontaktiert, der keine Versicherungen vermitteln darf? Wird er darüber aufgeklärt oder muss er aufgeklärt werden? Nein. Im Zweifel wird der Kunde an die Produkte herangeführt, die aus rechtlichen Gründen von dem anbietenden Intermediär präferiert werden; eine Ausrichtung am Bedarf erfolgt nicht. Interessenkonflikte werden begünstigt.

Im Versicherungsbereich ist es üblich, dass ein Vermittler die vermittelten Verträge auch in der nachfolgenden Zeit betreut und Aktualisierungen vornimmt. Dies bedeutet, dass im Fall einer fondsgebundenen Lebensversicherung auch lebensphase- und kapitalmarktbedingte Umschichtungen der Investmentfonds erfolgen und der Vermittler dazu berät. Dies ist nicht der Fall, wenn der Vermittler eine fondsgebundene Vermögensverwaltung vermittelt hat. Für diese Nachbetreuung benötigt er eine Lizenz als Vermögensverwalter oder er kann als gebundener Vertreter des Vermögensverwalters tätig werden, dessen Verträge er vermittelt und betreut. Versteht sich der Vermittler nun als ungebunden und vermittelt – unter dem Gewerberecht – Investmentvermögen und auch fondsgebundene Vermögensverwaltungen, so wird er eine Präferenz für die Vermögensverwaltung haben, die er als gebundener Vertreter auch vertritt, denn eine solche Vertretung kann er nur für einen Vermögensverwalter übernehmen. Über diesen Interessenkonflikt hat er jedoch nicht aufzuklären. Auch ist nicht geklärt, ob denn eine solche Verknüpfung von ungebundener Vermittlung von Investmentvermögen und gebundener Tätigkeit als Vermögensverwalter ggf. unzulässig ist.

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass Zweckmäßigkeitserüberlegungen zur Gestaltung der Geschäftsmodelle, bspw. die Reduktion von Kosten und die Erhöhung der Leistungsqualität, von weiteren Gesichtspunkten rechtlicher Natur zur Verschleierung der Bindung an Produktemittenten oder der Vermeidung nachteiliger steuerlicher Aufwendungen überlagert werden, so dass besonders komplexe Geschäftsmodelle entstehen, die für Verbraucher schwer zu durchdringen sind und die zudem zusätzliche Interessenkonflikte erzeugen, die dem Schutz der Verbraucher widersprechen.

Da auch im Bereich der Kreditvermittlung ähnliche Verhältnisse im Markt bestehen, bedarf es dringender Anpassungen des bestehenden Rechts.

Recht und Praxis sind wenig kongruent und müssen – mit hohem Aufwand – kongruent gestaltet werden, damit funktionierende Geschäftsmodelle entstehen. Dies geht über die Funktionen von Beratung, Vermittlung und Ausführung sowie Sektoren (Anlage, Kredit, Versicherung) hinweg, so dass daraus unterschiedliche Anforderungen folgen. Unter Umständen verlangt dies auch spezialisierte Zuständigkeiten, an die Teilprozesse ausgelagert werden, so dass weitere Komplexitäten durch Schnittstellen zu einem anderen Rechtsumfeld erzeugt werden. Dies gilt insb. für kleinere Unternehmen und belastet diese. Wer unter diesen Bedingungen eine bestmögliche Marktauswahl bei Produktempfehlungen anstrebt, muss arbeitsteilig bspw. mit einem gewerblichen Vermittlerpool oder auch einem WpHG-Unternehmen kooperieren. Die Folge mangelnder rechtlicher Harmonisierung ist, dass bei der Durchführung von Aufträgen Prozesse bei der Komposition unterschiedlicher Rechtstyp-

pen entstehen, die hohe Kosten verursachen und deren Nutzen die Intransparenz auch von Interessengegensätzen fördert und daher wenig einsichtig ist ("Bürokratie").

### 6.3.3 Steuerrecht

Durch das Steuerrecht werden auf der Ebene von Kunden Produktentscheidungen erheblich beeinflusst und auf der Ebene der Dienstleister die Art und Weise, wie die Beratung und Vermittlung erbracht werden. Indirekt geht vom Steuerrecht auch ein Impuls auf die Nachfrage nach Produkten aus und damit auf die Form des Angebots und die Geschäftsmodelle.

Kapitalanlagen wie auch (Lebens)Versicherungen sind Komponenten der Altersvorsorge, der wichtigsten Aktivität, mit der sich Verbraucher im Finanzmarkt zu befassen haben. Wenn nun Ersparnisse verfügbar sind und eine Entscheidung zu treffen ist, wie diese bis zur Verwendung im Ruhestand „aufbewahrt“ werden können, so hat die (ertrags-)steuerliche Beurteilung großen Einfluss auf die Entscheidung. So geht von der Besteuerung einen wichtiger Impuls aus, der auch zur Überwindung von Barrieren beiträgt, die ggf. aus einer reinen Risikobetrachtung einer Kapitalanlage oder einer Versicherung entsteht, beiträgt. Der Steuervorteil ist quasi eine Empfehlung des Staats, eine bestimmte Entscheidung zu treffen.

Jenseits aller ökonomischen Gesichtspunkte spielt daher beim Steuerrecht die Politik eine überlegene Rolle, die auch davon geleitet ist, dem Staat regelmäßig eine vorteilhafte Kapitalaufnahme zu ermöglichen. Daher werden Anleihen begünstigt und Anreize geschaffen, so dass WpHG-Unternehmen und Versicherungsunternehmen Staatsanleihen erwerben. In Verbindung mit Sicherungsfonds, wie dem Einlagensicherungsfonds (Kreditinstitute) oder Protektor (Lebensversicherungsunternehmen), werden zudem Rahmenbedingungen geschaffen, die den Absatz der „sicheren“ Staatsanleihen fördern. Steuerpolitik ist also auch Werbung für „Investitionen in den Staat“, so umstritten dies aus ökonomischer Sicht auch anzusehen ist.

Über viele Jahrzehnte wurden die Kapitalerträge, die Versicherungsunternehmen zugunsten der Verbraucher erwirtschafteten, nicht besteuert, so dass große Teile der Ersparnisse den Versicherungsunternehmen zufließen, die diese dann in Staatsanleihen investierten. Mit den von Versicherungsunternehmen angebotenen Produktkonstruktionen, insb. in Verbindung mit dem Garantiemechanismus der Kapital-Lebensversicherung, wurde ein Sicherheitsverständnis übertragen, das den Kapitalfluss verstärkte. Erst die ‚great recession‘ erschütterte diese Konstellation, weil die Kapitalmarktlage einer Fortführung des Konzepts entgegen steht. Mit den gesetzlichen Sicherungseinrichtungen werden die ökonomischen Risikobewertungen durch politische Bewertungen zudem verfälscht. Die ‚great recession‘ hat gezeigt, wie dadurch in Märkten Fehllenkungen erfolgten, die eine derartige Krise erst ermöglichten. Massive Fehllenkungen von Kapital führten zu Überkapazitäten im Immobilienmarkt, im letzten Jahrzehnt vor allem im Ausland, aber auch in anderen Sektoren.<sup>66</sup>

Die Einkünfte aus Kapitalanlagen werden - auf der Verbraucherebene - nach §§20-21 EStG mit dem individuellen Steuersatz, bei Kapitalvermögen maximiert durch dem Abgeltungssteuersatz von 25%, laufend besteuert; die Steuerlast hängt von den gesamtheitlich ermittelten steuerpflichtigen Einkünften aller Einkunftsarten ab. Zu diesen Einkünften aus Kapitalvermögen gehören auch Leistungen aus

---

<sup>66</sup> So wird bspw. ein überproportional großer Teil der Weltschiffahrt durch deutsches Kapital finanziert.

(Lebens-)Versicherungsverträgen. Bei allen Kapitalanlagen werden die Einkünfte des Anlegers jährlich versteuert, ob die Kapitalerträge nun ausgeschüttet oder thesauriert werden. Dieses Prinzip gilt nicht bei (Lebens-)Versicherungsverträgen. Die thesaurierten Erträge bleiben bis zur Ausschüttung unversteuert. Kommt es zur Ausschüttung, wird auch nur der hälftige Kapitalertrag – grundsätzlich aber mit dem individuellen Steuersatz - versteuert. Dieses Prinzip begünstigt Kapitalanlagen, die mit einem „Versicherungsmantel“ gebündelt werden, da die daraus zu leistenden Zusatzkosten geringer ausfallen als der positive steuerliche Effekt. Allerdings verlangt diese Begünstigung einen Verzicht auf den Zugriff auf die angelegten Mittel über mindestens 12 Jahre.

Eine Gleichstellung ist bisher allenfalls im Bereich geförderter Altersvorsorgeprodukte feststellbar, auch wenn die bisherige Forderung, als Leistung weitgehend lebenslange Rentenzahlungen und Wertsicherungsgarantien zu fordern, den Versicherungsunternehmen einen Marktvorteil sichert. Im Zuge der Reform der gesetzlichen Rentenversicherung, insb. dem Altersvermögensgesetz im Jahr 2001, wurden steuerliche Anreize geschaffen, um Rücklagen von Kapital für den Ruhestand anzuregen. Die Absetzbarkeit von Kapitalaufwendungen (§10 Abs. 1 Nr. 2 EStG, sog. „Basis- oder Rürup-Förderung“) und die Zahlung von Zulagen (§10a EStG) wurde vereinbart, so dass der erforderliche Kapitalaufwand – nach Steuern - reduziert wird; dabei wurden Höchstbeträge festgelegt (§10 Abs. 3 EStG). Im Gegenzug wurde bestimmt, dass die Kapitalentnahme– einschließlich aufgelaufener Kapitalerträge - der Besteuerung unterliegt, sofern diese ab dem Beginn des Ruhestands in Form einer lebenslangen Rente erfolgt (Sonderausgabenabzug nach §10 Abs. 1 Nr. 2 im Regelfall - aber nach §10 Abs. 1 Nr. 3b bei Altverträgen - oder §10a EStG).<sup>67</sup> Zudem wurde verfügt, dass für bestimmte Vertragsformen (nur Rentenversicherungspflichtige) auch Zulagen zu dem aufzuwendenden Kapital gezahlt werden (§§79ff EStG), sofern ein sog. zertifizierter Altersvorsorgevertrag, vorliegt und eine laufende Mindestdotierung erfolgt. Auch diese Zulagen sind steuerlich abzugsfähig („Riester-Förderung“). Die Besteuerung der Renten erfolgt in diesen Fällen nicht gem. §20 EStG, da die Kapitalerträge grundsätzlich unversteuert thesauriert und später verrentet werden. (§22 EStG Nr. 5); die Besteuerung erfolgt nach §22 EStG Nr. 1 Satz 3 a) aa). Wirtschaftlich gesehen werden die Altersvorsorgeverträge aus unversteuertem Einkommen finanziert. Aus diesem Grunde sind die Rentenleistungen aus dem geförderten Altersvorsorgevermögen (geförderte Prämien, Zulagen und daraus resultierende Erträge) in vollem Umfang zu versteuern. Für andere Renten, und das schließt auch solche ein, die mit Kapital über den o.a. Höchstbetrag hinaus dotiert werden, erfolgt die Besteuerung (des sog. Ertragsanteils) dagegen nach §22 EStG Nr. 1 Satz 3 a) bb), da bei diesen der Kapitalaufwand aus bereits versteuertem Einkommen geleistet und der Kapitalertrag thesauriert wird.

Bei einer Produktentscheidung ist also nicht nur die Aufteilung des Vermögens zu entscheiden, sondern auch über die Frage von erwünschten Garantien (Mindestverzinsung, Verrentung) und von dieser Entscheidung sind die steuerrechtliche Einordnung und der wirtschaftliche Nutzen abhängig. Die Komplexität des Steuerrechts trägt folglich in entscheidender Weise zur Intransparenz bei wird ggf. auch eine solche Entscheidung überlagern, obwohl doch die Aspekte der Strukturierung der Anlage und deren Risiken im Vordergrund stehen sollten. Insb. die Diskriminierung, die aus „steuerlicher Förderung“ hervorgeht, ist problematisch, weil damit quasi mit einem „gütesiegel“ des Staats Pro-

---

<sup>67</sup> Im Einzelfall komplizierte Sonderbestimmungen gelten dann, wenn Kapital zum Erwerb einer Immobilie verwandt wird oder zum Beginn des Ruhestandes zulässige Teilauszahlungen erfolgen.

duktentscheidungen durch Berater und Vermittler „nahegelegt“ werden. Dies hat zur Folge, dass ein großer Teil der Geschäftsmodelle aus dem Vertrieb von Lebensversicherungen oder nach steuerlichen Gesichtspunkten konturierten Kapitalanlagen überproportional finanziert wurde.

Auch die Wahl der Dienstleistung wird durch das Steuerrecht beeinflusst. Unterschiede bestehen bei der Honorierung von Leistungen der Beratung oder der Vermittlung. Werden diese aus Provisionen finanziert, so finden diese als Produktkosten Berücksichtigung und sind steuerlich abzugsfähig, reduzieren also den Bruttokapitalertrag und damit die darauf zu zahlende Steuer. Im Fall explizit aufzuwendender Honorare ist dies aber nicht der Fall, sie sind aus versteuertem Einkommen aufzuwenden. Die Anreize zur Beratung auf einer Honorargrundlage werden auf diese Weise konterkariert.

Es hat sich gerade für kleinere Unternehmen als wichtig erwiesen, durch Arbeitsteilung die Prozesse von Beratung und Vermittlung so zu organisieren, dass die Wettbewerbsfähigkeit verbessert wird. Bei der Frage der zweckmäßigen Aufteilung eines solchen Prozesses kommt es darauf an, dass die mitwirkenden Finanzinstitutionen tatsächlich an dem Prozess des Zustandekommens eines Vertrags zwischen Kunden und Emittenten beteiligt sind. Andere damit verbundene Tätigkeiten, die sich auf die Organisation des Prozesses beziehen, wie reine Kontrollfunktionen, die Rekrutierung von Personen für eine Vermittlungsorganisation und deren Ausbildung, werden nicht als Mitwirkung an der Vermittlung verstanden. Daher werden die Beziehungen zwischen den Akquisiteuren und Abwicklern auch nicht als Dienstleistungsverträge gestaltet, sondern als Vermittlungsvereinbarungen, so dass es auf die Teilung der Vermittlung ankommt, um die entsprechenden Dienstleistungen sachgerecht zu vergüten. Weshalb aber besteht an dieser Gestaltungsform ein so großes Interesse? Dieses ergibt sich aus dem Steuerrecht, das Vermittlungsprovisionen von der Umsatzbesteuerung freistellt, so dass sich für alle am Prozess mitwirkenden ein starker Anreiz ergibt, an der Vermittlung beteiligt zu werden.

Diese Freistellung von der Umsatzsteuer ist für den Kapitalanlage-, Kredit- und Versicherungsbereich unterschiedlich geregelt (UStG §4 Nr. 8a - Kredite, Nr. 8e Wertpapiere, Nr. 8f Beteiligungen und Nr. 11 Versicherungen). Bei Kapitalanlagen und Krediten ergibt sich die Steuerfreiheit aus den Umsätzen, bei Versicherungen aus der (Vermittlungs-)Tätigkeit. So ergeben sich auch unterschiedliche Folgen, je nachdem eine Abschlussprovision zu einer Vermittlung gezahlt wird, auch wenn dies über längere Zeiträume ratierlich geschieht, oder ob auf eine bestandsabhängige Provision Bezug genommen wird, ggf. als Entgelt für eine umsatzsteuerpflichtige Dienstleistung anzunehmen ist.

#### **6.3.4 Fazit**

Die rechtlichen Rahmenbedingungen beeinflussen die Nachfrage nach Finanzprodukten und die Bereitstellung des Angebots der Beratung und Vermittlung durch höchst komplexe Geschäftsmodelle. Die Transparenz der angebotenen Finanzprodukte tritt dabei in den Hintergrund, obwohl doch die Anlegerentscheidungen auf die Risiken der Produkte und damit verbundene Ertragserwartungen zu begründen wären. Die Wahrnehmung der Geschäftsmodelle ist diffus, auch weil die wirtschaftlich sinnvolle Arbeitsteilung sich als zusätzlicher Komplexitätstreiber erweist. Das neue Recht schafft damit zusätzliche Intransparenz auf der Prozessebene, selbst wenn es primär davon dominiert wird, zusätzliche Transparenz auf der Produktebene anzustreben. Angebot und Nachfrage werden daher mangelhaft zusammengeführt und Irrtümer werden damit begünstigt. Die bisher beklagte unzureichende Marktkoordination, die auf einen Transparenzmangel der Produkte zurückgeführt wurde und

zu Veränderungen führte, wird nun durch einen Transparenzmangel bei Prozessen überlagert, der sich aus vielfältigen und wenig unterscheidbaren Unternehmen im Markt ergibt.

Im Kontext großzügiger Übergangsregelungen, von denen etablierte Dienstleister, weil man deren „Erfahrung“ als Ausweis hinreichender Qualifikation ansieht, Gebrauch machen können, ist kaum zu erwarten, dass die in diesem Marktsegment beobachteten Konflikte zu Lasten der Verbraucher nun reduziert werden.<sup>68</sup> Zwar wird die Beweislage bei Streitfällen besser und auch fällige Ersatzleistungen werden in größerem Umfang zu Entschädigungen der Verbraucher führen, aber die Kosten der Streitfälle und deren Anzahl werden wohl zunehmen, folglich auch die Risiken der Geschäftsmodelle (auch der Beiträge von der Haftpflichtversicherungen) und somit deren Kosten. Eine Marktbereinigung ist daher über Haftung der Dienstleister, deren Kapitalausstattung sowie der (ergänzenden und substituierenden) Risikoübernahme durch Versicherungsunternehmen und die davon ausgehenden Kostenimpulse zu erwarten, als Folge einer konsequenten Rechtsprechung. Besser gedient wäre den Verbrauchern aber durch eine präventiv wirkende bessere und transparentere Leistung dieser Dienstleister und ihrer Geschäftsmodelle, nicht durch den nachträglichen Ausgleich eines durch Qualitätsmängel eingetretenen Schadens.

## **7. Ausblick**

Der Ausblick richtet sich an den Gesetzgeber, der einen Bedarf der Anpassung gesetzlicher Bestimmungen erkennen muss, um die angestrebten Ziele politischer Maßnahmen vollständig zu realisieren. Ein Nutzen für Unternehmer ergibt sich aus deren Bedarf an strategischer Planung, denn die Gestaltung von Geschäftsmodellen ist aufwendig und verlangt daher eine auf längere Dauer angelegte Anwendbarkeit. Auch wenn die Zukunft stets unsicher ist, so bedarf es doch Einschätzungen, welche Geschäftsmodelle mit hoher Wahrscheinlichkeit von Korrekturen betroffen sein werden. Die Bewertung politischer Risiken steht dabei ganz oben.

Der Gesetzgeber stand in den letzten Jahren vor einer doppelten Herausforderung. Einerseits sollten die bestehenden Geschäftsmodelle zur Veränderung des Leistungsangebots angeregt werden, um die zu Lasten der Verbraucher wirkenden Informationsasymmetrien zu reduzieren und andererseits sollte die Veränderung der Marktstrukturen bewirkt werden, um der Beratung der Verbraucher als Dienstleistung einen höheren Stellenwert zuzuordnen. Die Ausführungen zuvor haben gezeigt, dass das Ansinnen gründlich schief gegangen ist. Die auf der Produktebene bestehenden Informationsasymmetrien werden ggf. durch neue Pflichten der Dienstleister reduziert, insb. weil mehr Informationen den Verbrauchern zugehen werden. Andererseits ist eine Komplexität entstanden, weil durch neue Geschäftsmodelle eine wenig plausible zusätzliche Menge an Informationen auf Verbraucher einströmt, denen eine verständliche Grundstruktur fehlt.

Bisher – und sicherlich auch künftig – wird der Markt von Vermittlern dominiert, die einen raschen Weg zum Abschluss suchen. Anreize, das Geschäftsmodell der Beratung anzubieten, bestehen nicht,

---

<sup>68</sup> Die häufig kritisierte Praxis der Vermittler wurde zum Anlass genommen, den Sektor strenger zu regulieren. Wenn man nur aber die Fehlentwicklungen den wirtschaftlich Erfolglosen zuschreibt, die sich ihre Existenz nicht sichern konnten und deren Tätigkeit man daher nicht vom Markt verdrängen muss, so riskiert man, die wirtschaftlich Erfolgreichen im Markt zu belassen und denen hohe Qualifikation zuzuschreiben, obwohl doch deren Geschäftserfolg häufig auf besonders interessegeleitetem Handeln und einem Mangel an Sachkunde beruhen.

auch weil die Beratung sich nicht als höherwertige Tätigkeit rechtlich differenziert. Einer solchen Differenzierung in Verbindung mit der Freiheit eines Vermittlers, auch die Erlaubnis der Beratung erlangen zu können, bedarf es, so dass im Markt – aufgrund bestehenden Wettbewerbs – ein Anreiz entsteht, auch die Beratung als höherwertige Tätigkeit anbieten zu wollen. Nur so kann eine große Zahl an Beratern im Markt entstehen und dem allgemeinen Wunsch nach besserer Beratung entsprochen werden. Wenn aber Vermittlung und Beratung sich ausschließen, wie derzeit im Versicherungsbereich es der Fall ist, so werden gänzlich gegenteilige Effekte erzielt. Die sich gegenseitig ausschließende Regelung von Beratung oder Vermittlung begrenzt das Angebot der Beratung, ohne dass Kunden davon einen Nutzen hätten. Besteht außerdem kein klarer Unterschied der Tätigkeiten von Beratung und Vermittlung und auch kein Qualifikationsunterschied zwischen Beratern und Vermittlern, so erhöht sich die Gefahr, dass Kunden ein gefordertes Honorar nicht akzeptieren und damit erwünschte Geschäftsmodelle der Beratung nur unzureichende an Attraktivität finden.

Eine entscheidende Verbesserung der Regeln steht daher aus.

### **7.1 Handlungsmotivation**

Ein Handlungsbedarf besteht aus verschiedenen Gründen, wie die bisherigen Ausführungen zeigen. So besteht eine marktbedingte Komplexität (Produkte, Geschäftsmodelle), die zu Interaktionen der Verbraucher im Markt führen, deren Ergebnisse von diesen als unvorteilhaft bewertet werden. Aber es sind auch die makroökonomischen Folgen dieser unzureichenden Marktordnung, die Handlungen indizieren, wie dies in der Krise ersichtlich wurde. Die ‚great recession‘ hat das Vertrauen in die Finanzwirtschaft infrage gestellt. Dies gilt nicht nur für die Finanzinstitutionen selbst, deren Vertrauen untereinander stark beschädigt wurde und das Kreditgeschäft im Interbankenmarkt beeinträchtigte, sondern auch für Verbraucher, die um den Erhalt ihrer Vermögenswerte bangen, dienen sie doch überwiegend einer Finanzierung des Ruhestandes. Das wachsende Misstrauen hat die Finanzinstitutionen destabilisiert, insb. die Kreditinstitute, bei denen Einlagen abgezogen wurden, so dass Staaten diese Kreditinstitute mit Kapital ausstatten mussten, um nicht das gesamte international verbundene Kreditsystem vor einem Kollaps zu bewahren. Nun sind in der Folge dieser Entscheidungen die entwickelten Staaten derart hoch verschuldet, dass Zweifeln an der Sicherheit der Tilgung ihrer Anleihen aufgekommen sind, die geldpolitische Maßnahmen erzwangen, die zwar das System übermäßiger Verschuldung stützten, aber weil keine Produktionsfortschritte damit verbunden sind, Geldentwertungen erwarten lassen und damit die Abwertung finanziellen Eigentums im Zuge einer fortschreitenden Inflation befürchten lassen.

Daher besteht Einigkeit, dass der Finanzmarkt neuen Regeln unterworfen werden muss, ohne aber – zumindest bisher - das auf Schuldbeziehungen bestehende System grundsätzlich infrage zu stellen. Dies erklärt die Absicht, die zwischen Finanzinstitutionen und Verbrauchern bestehenden Interaktionen besser zu regeln, um das Vertrauen in den Finanzmarkt zu stärken und dies verlangt, die Risiken für Verbraucher zu begrenzen. Denn ohne Vertrauen werden die Verbraucher nur geringe Bereitschaft zeigen, das zur Entwicklung des Wohlstandes erforderliche Kapital für Investitionen aufzubringen.

Der Bürger in seiner Rolle als Verbraucher, als Kunde von Finanzinstitutionen, bedarf eines besonderen Schutzes durch einen staatlich garantierten Ordnungsrahmen. Der Schutzbedarf finanziellen Eigentums, der dem Gedanken des Verbraucherschutzes zugrunde liegt, ergibt sich einerseits aus der Notwendigkeit, weitgehend eigenverantwortlich finanzielle Vorsorge treffen zu können, um im Not-

fall nicht auf staatliche Sozialsysteme ausschließlich angewiesen zu sein, und dies verlangt Finanzinstitutionen, denen Vertrauen entgegen gebracht wird. Andererseits ergibt sich der Schutzbedarf aus natürlichen Informationsasymmetrien, nämlich

- der Komplexität der Produkte, die von Finanzinstitutionen ergänzend zum staatlichen Sozialsystem angeboten werden, und
- der Komplexität der Geschäftsmodelle von Finanzinstitutionen, die sich zum Bezug dieser Produkte Verbrauchern anbieten.

Bei diesen Finanzprodukten handelt es sich um rechtliche und wirtschaftliche Konstrukte, die von Verbrauchern nur schwer zu verstehen sind. Aus der Produktkomplexität ergibt sich für den überwiegenden Teil der Verbraucher ein Bedarf, sich diese Produkte erklären und ihre Anwendung erläutern zu lassen. Mit Hinblick auf die Komplexität von Finanzprodukten stellt sich vielfach heraus, dass der Informationsstand der Verbraucher nicht ausreicht, die Produkte zu verstehen. In einer Gesellschaft, in der kollektive Systeme wirtschaftlicher Sicherung eine abnehmende Bedeutung haben und individuelle Systeme wichtiger werden, auch weil die Demographie-bedingten Rahmenbedingungen einen Paradigmenwechsel erfordern, kommt der Vorsorge, also dem Sparen für die Periode nach Beendigung einer beruflichen Tätigkeit, ein immer höherer Stellenwert zu. Die richtige Wahl der Finanzprodukte, die auf einen langen Zeithorizont den Geldwert sichern, ist aber komplex und verlangt hohe Kompetenz, über die nur die wenigsten Verbraucher verfügen. Mehrere große Finanzkrisen sind in den vergangenen 80 Jahren eingetreten, haben Geldwertillusionen zerstört und verunsichern Verbraucher, wo doch gerade ein stabiler Finanzmarkt auf Vertrauen beruht und so zur Geldwertstabilität beitragen kann. Abgesehen von einem kleinen Teil der Verbraucher verlangt eine gute Entscheidung daher in der Regel einen guten Rat eines Experten. Deswegen kommt es auf die Konstruktion der Geschäftsmodelle an, mit denen Verbraucher in Kontakt kommen und die sie verstehen müssen, um sich nicht einer Fehlleitung zu unterwerfen.

Dieser allgemein anerkannte Veränderungsbedarf ist von zwei Trends gekennzeichnet: Einerseits besteht auf der EU-Ebene das grundsätzliche Bemühen, einen einheitlichen europäischen Finanzmarkt zu schaffen und daher auch das unterschiedliche Verbraucherschutz-Niveau anzugleichen. Andererseits gibt es auf nationaler Ebene unterschiedliche Initiativen, marktspezifische Informationsasymmetrien anzubauen. Das Verbraucherschutz-Recht ist folglich durch nationale Gesetzgebungen und die Umsetzung von EU-Richtlinien gekennzeichnet.

Verschiedentlich wird behauptet, dass finanzielle Entscheidungen der Verbraucher oft fehlgeleitet sind. Dazu werden Kapitalanlagen und kapitalverwaltende Lebensversicherungen herangezogen, die prospektierte Ziele nicht erreichen. Die Beweisführung ist problematisch, stehen doch Ziele, i.d.R. Renditeerwartungen, im Spannungsfeld zu Risiken, deren Bewertung für Verbraucher schwer zugänglich ist. In diesem Zusammenhang kommt es künftig mehr darauf an, die von den rechtlichen Bestimmungen ausgehenden Anreizwirkungen derart zu gestalten, dass Interessenkonflikte beherrschbar bleiben und mehr Kooperationsgewinne eingefahren werden.

Der Gesetzgeber hat seit 2007 ein neues Rahmenwerk geschaffen, sicherlich auch unter Einflussnahme der Unternehmen, die von diesen Gesetzen betroffen sind, das zu einer ungeheuren rechtlichen Komplexität für diese Unternehmen führt, die – auch aufgrund fehlender Harmonisierung von Vorschriften, die auf die für Verbraucher wichtigen Bereiche der Kapitalanlagen, Kredite und Versicherungen entfallen – eine Organisationskomplexität generiert, enorme Kosten verursacht und letzt-

lich auf der Ebene der Verbraucher nur zu verwirrenden Regelungen führt, die das Ziel zusätzlicher Transparenz unterlaufen. So wird zwar eine Vielfalt an Geschäftsmodellen ermöglicht, die den Verbrauchern zur Verfügung stehen, aber die für die Unternehmen geltenden Bestimmungen sind höchst verschieden, so dass auch der Nutzen für Verbraucher unterschiedlich ausfallen muss, sofern er diesen überhaupt erkennen kann.

In einer Gesamtbewertung hat sich die Situation der Verbraucher durch die neuen Gesetze wenig verändert. Die angestrebte Transparenz wird durch eine rechtlich konstruierte Opazität, einen der Komplexität geschuldeten Transparenzmangel, ausgeglichen: Eine früher existente, mangels rechtlicher Bestimmungen komplexe – weil intransparente – Marktsituation wurde durch eine andersartige, aber ähnlich komplexe Rechtsumgebung mit intransparenter neuer Marktsituation abgelöst. Ein Beitrag, der die Eigenverantwortung der Verbraucher stärken kann, ist nicht ersichtlich. Zu sehr wird vom Gesetzgeber darauf vertraut, dass mittels höherer Produkttransparenz eine bessere Verbraucherentscheidung ermöglicht wird. Dabei werden Gesichtspunkte der Transparenz von Geschäftsmodellen zu wenig beachtet. Die ohnehin bestehende wirtschaftliche Komplexität, die bei Finanzprodukten für Verbraucher besteht, verlangt in Verbindung mit produktabhängigen Informationsasymmetrien rechtliche Bestimmungen, denen Anbieter zu folgen haben, um Transparenz auch hinsichtlich dieser Geschäftsmodelle herzustellen, um auch eine diesbezüglich ungleiche Informationsverteilung auszugleichen.

## **7.2 Konzeptionelle Grundlagen**

Will man den Weg zu mehr Verbraucherschutz fortsetzen, so bedarf es der Entwicklung präziser Leitbilder, die sich auf praxiserprobten Geschäftsmodellen gründen und deren Design anhand eindeutiger Vorgaben und Ziele hinsichtlich der Leistungen bei Beratungen und Vermittlungen rechtlich genau und einfach verständlich beschrieben ist. Ein besserer Verbraucherschutz wird nicht erreicht, indem phantasievolle Konstrukte von Geschäftsmodellen geschaffen werden, wie dies derzeit geschieht, um den Rechtsregeln zu entsprechen. Es ist erforderlich, die rechtliche Komplexität, vor allem durch Harmonisierung, abzubauen und gleichzeitig die Geschäftsmodelle, die bei Verbrauchern Akzeptanz gefunden haben, zu stärken. Mit der Harmonisierung würden organisatorische Hürden der Unternehmen reduziert und Kosten eingespart, die auch den Verbrauchern zugutekommen. Mit der Reduktion von rechtlicher Komplexität werden die vielfältigen Vorgaben auf die (wenigen) Leitbilder an Geschäftsmodellen übertragen und sachgerecht beschränkt. In der Folge würden einheitliche Muster von Vorgehensweisen bei Beratungen und Vermittlungen, die der Qualitätssicherung dienen, auch von Verbrauchern erkennbar und wären besser zu bewerten.

### **7.2.1 Handlungsmodell**

Verbraucher und Finanzinstitutionen, haben naturgemäß unterschiedliche Interessen. Verbraucher suchen nach guter Beratung, um Entscheidungen über in Betracht gezogene Produkte treffen zu können. Finanzinstitutionen suchen nach Gelegenheiten, Produkte verkaufen zu können und den dazu erforderlichen Aufwand gering zu halten. Von verschiedenen Interessengruppen wurde vorgebracht, dass aus der marktbedingten Informationsasymmetrie sich eine Vielzahl von Interessenkonflikten ergibt, die von den Finanzinstitutionen zu ihrem Vorteil genutzt werden. Es sei hier vor allem auf die BMELV-Studie vom September 2008 verwiesen. Es besteht jedoch ein Bedarf an Alternativentwürfen zur Perspektive, die diese Studie verbildlicht. Nur im Kontext der Prüfung von Alternativen sind eine rechtliche Überregulierung und Fehlsteuerung des Marktes zu verhindern. Und zudem be-



darf es auch eines besseren Verständnisses des Marktes, als dies in der Studie zum Ausdruck kommt, um die Defizite der bestehenden Marktregulierung angehen zu können.

Die Empfehlungen der Studie gehen von einem wenig komplexen Modell der Rekonstruktion der Wirklichkeit – hier des Finanzmarktes – aus, das auf einen entscheidungstheoretischen Ansatz, in der Studie wird von Wirkungsketten gesprochen, zurückgeht und auf diese Weise Fehlentwicklungen zu begründen versucht. Durch die bestehenden Anreizsysteme der Anbieter von Finanzprodukten werden Verbraucher zu Fehlentscheidungen angeregt. Dabei wird unterstellt, dass die Anbieter nicht im Sinn der Verbraucher handeln und die von ihnen verfolgten Ziele nicht mit denen von Verbrauchern übereinstimmen. Dies muss aber nicht zwangsläufig immer der Fall sein, wie das Geschäftsmodell der Versicherungsmakler beweist. Die Rekonstruktion des Marktes durch die Studie ist fehlerhaft, weil bewährte Geschäftsmodelle nicht identifiziert werden und dies zu Empfehlungen führt, die an Realitäten des Marktes vorbeigehen. Die entscheidende Initiative, die der Studie zugrunde lag, die Einfügung des Berufsbildes eines ungebundenen Honorarberaters im Kapitalanlage- und Kreditbereich, konnte daher bis heute nicht zu einem befriedigenden Ergebnis geführt werden.

Eine bessere Rekonstruktion des Marktes wird durch den Ansatz der Ökonomik erreicht, wie er etwa von Homann und Suchanek beschrieben wird.<sup>69</sup> Hier werden Entscheidungs-, Interaktions- und Institutionentheorie in einem zusammenhängenden Theoriekomplex „Ökonomik“ betrachtet, der sich zur Rekonstruktion der Wirklichkeit besser empfiehlt. Dieser Ansatz ist vorteilhaft, weil der Gesetzgeber den institutionellen Rahmen verändern will, um Kooperationsgewinne der Akteure im Finanzmarkt zu erhöhen. Mit Hinblick auf das Management von Institutionen ist Stabilität als Orientierungsrahmen unabdingbar. Dies bedingt für den Fall einer Veränderung des Rechtsrahmens auch die Befähigung der Institutionen, sich anzupassen. Dies kann nur unvollkommen geschehen, wenn die Zielstruktur eines idealisierten neuen Marktes von ganz anderen Vorstellungen geleitet ist, als dieser sich unter Bedingungen eines freien Marktes entwickelt hat. Wer etwas anderes will und dessen Realisierung zu erzwingen sucht, riskiert die Zerstörung des Bestehenden. Daher wird nahegelegt, dass Gestaltungsempfehlungen einer Veränderung aus einer Betrachtung normativer Ideale und empirischer Bedingungen abgeleitet werden müssen. Die BMELV-Studie setzt aber allein an den idealisierten Vorstellungen der Beratung an, obwohl für die Tätigkeit der Honorarberater keinerlei empirische Bedingungen vorliegen, ja deren institutioneller Rahmen noch nicht ansatzweise geklärt ist. Insoweit ist es höchst problematisch, der BMELV-Studie zu folgen und die dort formulierten Gedanken zur Honorarberatung geradezu als „Leitbild“ für den Vertrieb von Finanzprodukten anzunehmen. Das schließt auch nicht aus, dass einige Merkmale, die zur Beschreibung der Tätigkeit von Honorarberatern charakteristisch sind, auf andere Akteure übertragen werden können.

Die besondere Komplexität von Finanzprodukten schafft Konflikte in der Interaktion von Verbrauchern und Finanzinstitutionen. Das Problem liegt zunächst im Bereich der Information. Wegen der hohen Produktkomplexität liegt hier eine besonders starke Informationsasymmetrie vor: Versteckte Merkmale (Produkteigenschaften) und versteckte Handlungen (langfristige Verträge, deren Regelungen vielfach schwer nachvollziehbar sind – bspw. Berechnung des Zinsträgers bei Kapital-Lebensversicherungen oder der Erfolgsbeteiligung bei einem Investmentfonds) gewinnen für den Interaktionsprozess hohe Bedeutung. Die Interaktion besteht aus einem Informationstransfer vom Anbieter

auf den Verbraucher, der auch die Anreizsysteme der Akteure verändern kann. So kann ein besseres Produktverständnis zum Ergebnis haben, dass der Verbraucher einen vermuteten Bedarf neu bewertet und als Nachfrager ausscheidet. Kommt es zu einer Interaktion und wird ein Kooperationsgewinn erzielt, so bleibt die Frage, wie dieser auf die Akteure verteilt ist und ob Verbraucher erkennen können, dass der von ihnen bei der Ausführung der Interaktion unterstellte Anteil auch tatsächlich erzielt wurde. Es kommt hier ein wichtiger neuer Anreiz-Aspekt, der über die Honorierung eines Akteurs hinausgeht, ins Spiel, nämlich die der Interessenlage der Akteure. Neben dem Vergütungssystem sind weitere Einflussfaktoren als Anreize wirksam. Jeder Akteur hat nicht nur den Anreiz, seine Vergütung zu maximieren (oder in anderer Form Anerkennung zu erwerben), sondern auch, seine Leistung zu geringsten Kosten zu erbringen.

Hat der Verbraucher direkt mit einem Produkthersteller (oder dessen Vertreter) zu tun, so darf unterstellt werden, dass er dessen Interessenlage kennt: Geht es um einen Autokauf, so wird der Verbraucher wissen, dass der Anbieter nur am Verkauf interessiert ist und weniger daran, ob das Auto wirklich den Bedürfnissen des Verbrauchers entspricht. Der Verbraucher wird daher mit der gebotenen Vorsicht die zugesicherten Produkteigenschaften prüfen und sich von den für ihn wichtigen Merkmalen überzeugen („Probefahrt“), bevor die Interaktion zu einem Vertrag führt. Dies ist bei komplexen Finanzprodukten schwer möglich.

Zudem finden die Interaktionen im Finanzbereich vielfach unter Einschaltung von Vermittlern statt, die eine Interaktion begünstigen können. Ist der Interaktionsbeitrag dieses Vermittlers allein auf das Ziel ausgerichtet, dass ein Vertragsabschluss stattfindet, ohne auf den Inhalt des Vertrags einzuwirken, so kann der Intermediär einen Nutzen stiften, indem er zum Abbau der Informationsasymmetrie beiträgt, ohne die Anreizsysteme der Nachfrager und Anbieter einzuwirken. Dies ist aber nicht immer der Fall.

Die Erfahrung hat außerdem gezeigt, dass die Probleme der Interaktion auch mittels Vermittlern nicht immer lösbar sind. Informationsasymmetrien werden nicht überwunden und es fehlt an ausreichender Anreizkompatibilität. Der Verbraucher kann oft nicht erkennen, von welcher Interessenlage ein Vermittler geleitet ist und in welchem Auftragsverständnis er handelt. Dieser bietet umfassende Informationen an, die ein Verbraucher meist als „Beratung in seinem Interesse“ versteht. Für den Verbraucher stellen sich Fehlentwicklungen dann ein, wenn er sich der Tatsache gewahr wird, dass die Beratung eben doch nicht an seinen Interessen orientiert war, sondern an denen eines Produktanbieters und des von diesem beeinflussten Vermittlers, also im rechtlichen Sinn eine Vermittlung mit anderer Intention als eine Beratung stattgefunden hat.

Die Abschlussbereitschaft des Verbrauchers setzt einen subjektiv ausreichenden Informationsstand und subjektiv wirkende Anreize voraus. Durch die Interaktion werden Informationsstand und Anreize verändert. Die Informationsasymmetrie (bspw. Produktverständnis oder Verständnis des Geschäftsmodells) kann zu Fehleinschätzungen führen und falsche Anreize auslösen. Insoweit ist ein erhöhter Verbraucherschutz mit dem Ergebnis einer systemischen Reduktion von Interessenkonflikten notwendig, auch wenn der Verbraucher weiß, dass der Vermittler von bestimmten Interessen geleitet handelt und er eine Empfehlung daher für ihn geeignet präsentieren wird.

---

<sup>69</sup> K. Homann, A. Suchanek, „Ökonomik: Eine Einführung“ (2005), Tübingen.

Es ist kaum vorstellbar, dass das hier beschriebene Informationsproblem lösbar wird, indem die Produkte weiter reguliert werden und noch mehr Produktinformationen Verbrauchern zur Verfügung gestellt werden müssen. Auch mit einer Verbesserung der finanziellen Allgemeinbildung kommt man nur wenig weit, denn das Problem von Experten und Laien bleibt bestehen, auch wenn der Laie mit mehr Informationen ausgestattet ist. Es spricht sicherlich nichts dagegen, die finanzielle Allgemeinbildung zu heben, wenn der Staat die Mittel dafür aufbringen will. Dies hätte auch einen Nutzen für Anbieter, wäre doch die zu erbringende Dienstleistung gegenüber aufgeklärten Verbrauchern wohl günstiger zu erstellen, so dass auch ein Beitrag der Anbieter zur Finanzierung eingefordert werden könnte. Entscheidend ist aber, dass dieser Weg nur mit großen zeitlichen Verzögerungen seine Wirkung entfaltet.

Will man kurzfristig signifikante Wirkungen erzielen, so sind andere Schwerpunkte zu setzen. Es ist daher aus Sicht des Gesetzgebers vorteilhafter, dieses Informationsproblem zu lösen, indem man nicht primär auf die Produkttransparenz setzt, sondern auf die Transparenz der Geschäftsmodelle und so das Angebot besserer „Übersetzer“ für Verbraucher fördert und zugleich die „Sprache der Produkte“ vereinfacht wird.<sup>70</sup> Es wird hier vorgeschlagen, diesen konzeptionellen Ansatz zu wählen und die Regulierung der Finanzinstitutionen - und nicht die der Finanzprodukte - in den Mittelpunkt zu stellen. Von diesem Regulierungsschwerpunkt aus werden dann weitere Regulierungsschritte abgeleitet. Zu häufig ist der Regulierungsansatz auf Produkte und deren Transparenz ausgerichtet. Aber Finanzprodukte entziehen sich als komplexe juristische und wirtschaftliche Konstrukte einer einfachen Beurteilung, so dass es auf die „Übersetzer“ ankommt, die derartige Konstrukte gegenüber Verbrauchern verständlich machen. Dies beweist auch der Markt, in dem nur ein äußerst kleiner Teil der Verbraucher sich bei Direktbanken und Direktversicherern bedienen kann, weil eine subjektiv als ausreichend verstandene Informationsbasis besteht.

Fehlentwicklungen sind in allen Märkten denkbar und solche sind im Finanzdienstleistungsbereich besonders problematisch, weil es zur nicht effizienten Allokation von Kapital kommt. Das mit der Anlage von Kapital verbundene Risiko ist kaum zu beziffern, zumal eine Vielzahl von Einzelentscheidungen unabhängig voneinander getroffen wird, deren Ergebnis erst zu einem späteren Zeitpunkt sichtbar wird. Es kann sein, dass die mit der Investition verbundenen Produktionsergebnisse nicht ausreichen, den Markt zu versorgen, so dass die Rendite höher als erwartet ausfällt. Es kann aber auch sein, dass eine Überversorgung eintritt und die Renditen weitaus geringer sich einstellen, als erwartet. Ist diese Rendite dann 0 oder nahe 0, so ist die Investition erfolglos und das Kapital abzuschreiben. Daher kann es immer zu großen Abweichungen kommen, die Kunden aus den Erwartungen einer Produktleistung und einer tatsächlich realisierten Produktleistung erkennen. Eine solche Erkenntnis kann in der Einflussnahme durch eine Finanzinstitution begründet sein, die zur Investition animiert, aber auch durch ein falsches Verständnis der korrekten Erläuterungen derselben. Insoweit muss ein Bemühen des Gesetzgebers bestehen, durch Transparenz zum Zeitpunkt einer Entscheidung das Risiko einer Abweichung von Erwartung und Resultat zu begrenzen, indem das mit der Kapitalanlage verbundene Risiko ausreichend dargestellt wird. Daraus sind Anforderungen an Finanzinstitutionen, aber auch ergänzend an angebotene Produkte und deren Darstellungen, abzuleiten.

---

<sup>70</sup> W. P. Warth, „Die Sprache der Produkte ist oft unverständlich“, in: Versicherungswirtschaft, Heft 18, 2009, S. 1395

Das Hauptproblem sinnvoller Regelungen bisher ist, dass der bestehende Rechtsrahmen einer Produktordnung folgt: Versicherungen, Krediten und Kapitalanlagen. Der Verbraucher hat aber eine gänzlich andere Ausgangslage: Er hat bspw. den Bedarf einer Altersvorsorgelösung, die Aspekte einer Versicherung und einer Kapitalanlage, sogar auch eines Kredites im Fall einer Immobilie, umfasst. Der weitaus größte Teil aller Verbraucher sieht sich außerstande, die Komplexität in eigener Verantwortung zu beherrschen und Entscheidungen zu treffen. Daher kommt auf die Anbieter eine große Aufgabe zu, die unterschiedlichen Sichtweisen (und darauf basierenden Handlungsbedingungen) der Verbraucher mit denen des Gesetzgebers zu verknüpfen. Diese Komplexität wird, wie hier ausgeführt wurde, durch den Rechtsrahmen erzeugt, der die Marktordnung bestimmt.

### **7.2.2 Handlungsbedingungen**

Die Problemlösung ist dann einfach, wenn ein Anbieter mit seinem Geschäftsmodell eindeutig als Produktanbieter erkenntlich ist, denn das Leitbild einer derartigen Tätigkeit wird im bestehenden Ordnungsrahmen gut repräsentiert, zumal auch die Verbände der Versicherungs- und Kreditwirtschaft an den Gesetzgebungsverfahren ständig entscheidend mitgewirkt haben. Dies gilt aber nicht für Anbieter, die sich nicht als Produktvertreter verstehen, sondern als Anwälte ihrer Kunden tätig werden. Durch rechtliche Anpassungen sollte der Gesetzgeber auch solchen Geschäftsmodellen, eine bessere Rechtsgrundlage schaffen, insb. dann, wenn diese eine in der BMELV-Studie geforderte Qualität bereits nachgewiesen haben. Dies gilt bspw. für das Geschäftsmodell des Maklers, wie es bisher im Versicherungsrecht verankert ist und zu dem es keine Analogie im Wertpapier- oder Kreditbereich gibt. Die zu starke Fokussierung auf das neue Geschäftsmodell des auf Honorargrundlage arbeitenden Beraters geht an den Bedingungen des Marktes vorbei und wird, zumindest unter bestehendem Recht, keinen großen Einfluss auf den Wettbewerb ausüben. Darüber hinaus ist es notwendig, die bestehenden Vorschriften derart anzupassen, dass klare Unterscheidungen zwischen den Geschäftsmodellen möglich werden und Produktvertreter klar von Kundenanwälten getrennt werden. Zu viele Geschäftsmodelle werden im Markt beobachtet, die sich in „Grauzonen“ dazwischen bewegen.

Bedeutsam für den neuen Ansatz einer Regulierung ist die Komplementarität von Leistungen der Informationsbereitstellung einerseits zum individuellen Bedarf und speziellen Präferenzen sowie andererseits zu standardisierten Produkten. In der Praxis wird diese Informationsbereitstellung auch auf verschiedene Akteure aufgeteilt, indem der Produkthersteller die standardisierte, produktbeschreibende Informationsbereitstellung verantwortet und ein Berater oder Vermittler die individuelle, anwendungsbezogene Informationsbereitstellung sicherstellt.

Verfolgt man den Handlungsbedarf zur Verbesserung der Transparenz von Geschäftsmodelle, so bieten sich für einen staatlichen Eingriff sich drei Handlungsebenen an:

- Reduktion der Informationsasymmetrie. Dabei wird unterstellt, dass diese Asymmetrien in einer freien Wirtschaftsordnung als Ergebnis des Strebens nach Innovationen generell vorliegen.
- Reduktion des Bewertungsproblems. Dabei wird unterstellt, dass jedes Finanzprodukt mit Unsicherheiten verbunden ist, die auch Verlustrisiken beinhalten und diese Risiken für eine Marktwirtschaft typisch sind, auch grob klassifiziert werden können, aber nicht eindeutig prognostizierbar sind
- Reduktion von Interessenkonflikten. Dabei wird unterstellt, dass diese Konflikte grundsätzlich bestehen und als Elemente einer freien Wirtschaftsordnung unabdingbar sind.

Zu entscheiden ist, welche Maßnahmen auf diesen drei Ebenen durchzuführen sind und mit welcher Gewichtung (zeitlich, inhaltlich). Eine Antwort lässt sich dann finden, wenn nach dem Wirkungsgrad gefragt wird: Was kann schnell mit überschaubarem Aufwand große Wirkung entfalten?

Es ist einsichtig, dass die Informationsasymmetrie hinsichtlich der Finanzprodukte kaum entscheidend reduziert werden kann. Die Anhebung der finanziellen Allgemeinbildung ist ein aufwendiges Vorhaben, sei es, weil die Motivation auf der Verbraucherseite nicht ausreichend vorhanden ist, sei es, weil die Innovationsfähigkeit der Produkthersteller immer höhere Komplexität schafft. Aber weder Zwänge zur Ausbildung noch Einschränkungen der Kreativität sind hilfreich.

Wirkungsvoller ist die Reduktion der Interessenkonflikte, insb. dadurch, dass die Anreizsysteme, die mit Geschäftsmodellen verbunden sind, transparent werden. Dies gilt auch für die Risiken aus Marktaktivitäten, wenn Transparenz über die Leistungen der Anbieter besteht und diese Leistungen mit zweckmäßigen Verpflichtungen verknüpft werden. Am wirksamsten ist daher ein Eingriff, der die Interaktionsregeln zwischen den Akteuren verändert. Ein solcher Eingriff wirkt auf alle Akteure und ist in überschaubarer Zeit operationalisierbar, so dass auch kurzfristige Wirkungen zu erwarten sind.

Wenn nun aber die Anreizsysteme verändert werden müssen, so ist die Förderung eines nicht marktgängigen Geschäftsmodells, das mit dem noch in der Praxis auszufüllenden Begriff der Honorarberatung beschrieben wird, keinesfalls ausreichend, soll davon eine starke Wirkung auf den gesamten Markt bewirkt werden. Die Anforderungen der Verbraucher sind komplex, unabhängig von einem nachgefragten Leistungsvolumen, das auch die Wertschöpfung bestimmt. Die Leistungen der Anbieter aber müssen finanziert werden und dies ist auch abhängig von der Bereitschaft der Verbraucher, diesen Aufwand explizit zu honorieren.

Die Anbieter haben daher den Spagat zu bewältigen, der sich sowohl durch Anforderungen im Massengeschäft mit geringer Wertschöpfung wie auch durch Anforderungen im Individualgeschäft mit hoher Wertschöpfung bestimmt. In der Regel wird im Massengeschäft daher eine Nachfrage in ein komplexes (gebündeltes) Produkt mittels einfacher Erklärungsansätze überführt. Dagegen wird im Individualgeschäft die Nachfrage in einfache und modulare Produktkomponenten mittels komplexer Erklärungsansätze übertragen. Im ersten Fall ist daher Produkttransparenz (und weitgehende Vereinfachung sowie rechtlich normierte Standardisierung) wichtiger als im zweiten Fall, bei der die Transparenz der Geschäftsmodelle von übergeordneter Relevanz ist. Diese Grundbedingungen sind im Zuge einer neuerlicher Regulierungsansätze zu beachten.

Der Gesetzgeber könnte den Konflikt entschärfen, der sich aus einer Polarisierung des Marktes ergibt, weil Kundenanwälte sich auf das (höherwertige) Individualgeschäft fokussieren und Produktvertreter auf das (geringwertige) Massengeschäft. Dieser Konflikt könnte daraus entstehen, dass im Massengeschäft nur eine reduzierte Beratung im Kontext der Vermittlung erfolgt, während im Individualgeschäft die ausführliche Beratung, ggf. auch im Zusammenhang mit einer Vermittlung, den Markt bestimmt. Dies hätte zur Folge, dass gerade Kunden mit großem Informationsdefizit ein ausreichender Schutz – mangels Beratung – verwehrt bliebe. Da nun aber der Gesetzgeber bestimmte Produkte als Grundsicherung – in Ergänzung zum Sozialsystem – ansieht und dies bspw. durch Steuervorteile oder Zulagen begünstigt, so könnte er fordern, dass diese Produkte generell nur im Kontext einer Beratung angeboten werden dürfen.

Es spricht viel dafür, den Verbraucherschutz aus typisierten Leitbildern der Beratung und Vermittlung, alle finanziellen Sektoren übergreifend, zu entwickeln. Aus diesen können dann Geschäftsmodelle entstehen, die am Bedarf und den Präferenzen der Verbraucher ausgerichtet werden.

### **7.2.3 Handlungsziele**

Die Problemsituation im Verbraucherschutz ist dadurch geprägt, dass der Rechtsrahmen keine klaren Leitbilder von praxiserprobten, vertrieblichen Aktivitäten des Marktes kennt. Die Regulierung ist daher primär produktgetrieben: Die Vermittlung von Versicherungen, Kapitalanlagen und Krediten ist vollkommen unterschiedlich geregelt. Der Bedarf der Verbraucher ist aber verknüpft: Altersvorsorge ist sowohl ein Thema mit Versicherungs- wie auch Anlagecharakter. Der Erwerb einer Immobilie verbindet das Kredit- mit dem Versicherungsgeschäft. Unternehmensbeteiligungen verbinden häufig einen Anlagenerwerb mit einer Kreditvergabe. Die Art der Bündelung findet in Produkten und ergänzt durch die Tätigkeit der Intermediäre statt, und zwar unterschiedlich nach der Interessenlage der Anbieter.

Im Grunde sind alle Anbieter zwei Gruppen von Geschäftsmodellen zuzuordnen, die gänzlich verschieden den Wirkungen des Marktes ausgesetzt sind. Bei beiden Geschäftsmodellen liegt die geschäftliche Intention in der Vermittlung und auch die Beratung ist auf eine Vermittlung gerichtet. Sie zerfallen in eine Gruppe, bei der eine Bindung an Produktemittenten besteht, und eine andere, die ohne diese Bindung tätig wird. Der Markt wird durch „Produktvertreter“ dominiert. Deren Vertriebsleitbild ist durch die Position im Markt bestimmt und durch die Einflussnahme ihrer Verbände (Verbände der Kreditwirtschaft, der Versicherungsunternehmen und der Investmentgesellschaften) wird der Rechtsrahmen geprägt. So ist es in den einschlägigen Gesetzen (KWG, WpHG, InvG, VVG) gut verankert. Auf der anderen Seite stehen die „Kundenanwälte“, deren Vertriebsinteresse nicht in Produkten bestimmter Anbieter liegt, sondern ein Kaufinteresse der Kunden am Markt einzudecken sucht; er bietet sich dabei als Sachwalter dieser Kunden an. Diese Kundenanwälte sind weniger gut im bestehenden Rechtsrahmen eingebettet, auch mangels einflussreicher Verbände und geringerer Visibilität. Eine große Marktbedeutung haben die provisionsabhängigen Kundenanwälte, die insb. im gehobenen Privatkundengeschäft tätig sind und eine überdurchschnittlich gute Beratungsqualität abliefern. Dies bestätigen Kreditinstitute, Investmentgesellschaften und Versicherungsunternehmen, mit denen sie im Geschäftskontakt stehen. Unter den Kundenanwälten spielen die Honorarberater bisher eine vollkommen untergeordnete Rolle. Auch durch die bewusste Stärkung des Geschäftsmodells dieser Kundenanwälte kann ein verbesserter Verbraucherschutz bewirkt werden, der in der Folge des Wettbewerbs auch die Produkthanbieter zu Reaktionen mit besserer Wirkung auf den Verbraucherschutz zwingen wird.

Wichtig ist, dass die dem bestehenden Marktmodell innewohnenden Defekte identifiziert und mit Hinblick auf den Verbraucherschutz vorteilhafte Wirkungsmechanismen gestärkt werden. Besser ist es, eine Regulierung zur Selbstregulierung anzulegen und die Voraussetzungen zu schaffen, dass das sich selbst steuernde System ein besseres Ergebnis für Verbraucher bewirkt. Damit wird die Gefahr vermieden, dass durch Überregulierung die Transaktionskosten des Marktes einen durch Transparenz und die Vermeidung von Fehlanreizen angestrebten Nutzenzuwachs der Verbraucher überkompensieren. Zu beachten ist aber auch die Trägheit, das Beharrungsvermögen der Finanzinstitutionen und die zögerliche Bereitschaft, sich auf die Umsetzung rechtlicher Bestimmungen einzulassen. Bereits frühzeitig wurden die Unternehmen von unterschiedlichen Seiten auf sich verändernde Rah-

menbedingungen im Zuge der Umsetzung von EU-Richtlinien hingewiesen.<sup>71</sup> Das rechtliche Pflichtprogramm wurde sicherlich von den Finanzinstitutionen umgesetzt, aber aktuelle Studien zur Bewertungen der Resultate zeigen eine große Ernüchterung. Fortschritte, die zügig erwartet wurden, stellen sich nun in kleinen Schritten ein. Dafür ist sicherlich auch eine zunehmende Komplexität verantwortlich, die durch anderweitige und zeitlich parallele Maßnahmen des Gesetzgebers entstanden sind.<sup>72</sup>

Die Regulierung ist bisher produktgetrieben: Die Vermittlung von Versicherungen, Kapitalanlagen und Krediten ist vollkommen unterschiedlich geregelt. Der Bedarf der Verbraucher ist aber verknüpft: Altersvorsorge ist sowohl ein Thema mit Versicherungs- wie auch Anlagecharakter. Der Erwerb einer Immobilie verbindet das Kredit- mit dem Versicherungsgeschäft. Unternehmensbeteiligungen verbinden häufig einen Anlagenerwerb mit einer Kreditvergabe. Die Art der Bündelung solcher Tätigkeiten findet durch diese Finanzinstitutionen statt, und zwar unterschiedlich nach der Interessenlage ihrer vertrieblichen Aktivitäten und der Gestaltung ihres Geschäftsmodells. Es scheint somit empfehlenswert, die weiteren Schritte zu einer neuen Marktordnung an der Modellierung der beiden Geschäftsmodell-Gruppen, jenseits der Produktspezifika, zu orientieren. Bei der ersten Gruppe weiß der Verbraucher, dass er sich mit einem Anbieter einlässt, der bestimmte Produktverkaufsinteressen hat, beim zweiten dagegen nicht. Diese Kenntnis bestimmt sein Interaktionsverhalten entscheidend.

Die umfassende Klarstellung des Status eines Anbieters, der sein Geschäftsmodell beschreibt, ist deshalb zu verlangen. Dieser muss auch Informationen zu den Anreizwirkungen, insb. zu der Vergütung erbrachter Leistungen, einschließen. Im Rahmen genereller Verhaltenspflichten sind Interessenkonflikte zu minimieren und verbleibende Konflikte sind offenzulegen.

Sieht man von diesem grundsätzlichen unterscheidenden Merkmal ab, so sind weitere Bestimmungen einheitlich zu regeln, sind doch die Prozesse der Beratung und Vermittlung und damit einhergehende grundsätzliche Erfordernisse gänzlich unabhängig von Details der Produkte, auf die sich eine zu erbringende Leistung letztlich bezieht. Diese Prozesse dienen primär der Reduktion von Informationsasymmetrien, die erst den Zugang zu Produkten ebnet und Entscheidungen zulassen, welche Produktarten in einem engeren Produktspektrum weiter zu betrachten sind; und zwar auf der Verbraucherebene, weil er solche Produktarten wünscht, und auf der Ebene der Vermittler, weil er diese in sein Empfehlungsspektrum zu berücksichtigen hat.

Betrachtet man die Prozesse zur Qualitätssicherung, zu denen die Geschäftsmodelle verpflichtet und die für eine Verbesserung des Verbraucherschutzes entscheidend sind, so findet in der ersten Gruppe ein präventiver Prozess zur Risikominimierung statt, der auch aufsichtsrechtlicher Überwachung unterliegt. In der zweiten Gruppe fehlt ein solcher Prozess, so dass die Qualitätskontrolle durch die Verbraucher erfolgen soll, aber wegen mangelhafter Transparenz kaum geschehen kann. Ein Ver-

---

<sup>71</sup> W. P. Warth, „Bankassurance nach EU-Recht: Abschied vom Produktvertrieb“, in: Bank und Markt, Heft 9, 2005, S. 36 und Warth, W.P. und Beenken, Matthias „Kundenorientierung wird zum Pflichtprogramm“, in: Versicherungswirtschaft, Heft 21, 2005, S. 1692-1696.

<sup>72</sup> So hat bspw. die Einführung der Abgeltungssteuer die Beurteilung von Altersvorsorgeprodukten deutlich schwieriger gemacht. Siehe dazu Warth, W.P. „Abgeltungssteuer erfordert schnelles Handeln in der Altersvorsorgeberatung“, in: Betriebswirtschaftliche Blätter, Heft 4, 2009, S. 211-219 und Heft 5, 2009, S. 261-267.

braucher wird also erst im Konfliktfall agieren, so dass nachträgliche Maßnahmen zur Risikoreduktion durch die Haftung des Anbieters ausgelöst werden und von den Versicherungsunternehmen durchgesetzt werden, durch Auflagen, Erhöhungen der Versicherungsbeiträge oder des Ausschlusses aus dem Markt mangels Versicherungsschutzes. Im Zuge der Überwachungsregelungen sind diese systemischen Wirkungen zu beachten und dafür geeignete Regelungen zu treffen.<sup>73</sup>

### 7.3 Handlungsprogramm

In vorigen Abschnitt wurden drei Handlungsebenen vorgestellt:

- Zur Beherrschung des Informationsproblems: Reduktion der Informationsasymmetrie zwischen den Akteuren, bspw. durch Übergabe von detaillierten Produktbeschreibungen.
- Zur Beherrschung des Bewertungsproblems: Begrenzung der Risiken von Verbrauchern aus einer Marktaktivität durch Erläuterung dieser Risiken, bspw. durch Prüfung der individuellen Voraussetzungen.
- Zur Beherrschung des Anreizproblems: Reduktion von Interessenkonflikten unter den Akteuren, bspw. durch Erläuterungen zum Geschäftsmodell und die Offenlegung von impliziten Vergütungen.

Die im Folgenden erläuterten Maßnahmen führen zu einer nachhaltigen Verbesserung des Verbraucherschutzes:

- ❖ Verbraucher erhalten mehr Transparenz über die ihnen angebotenen Produkte durch
  - ein besseres Verständnis der eingegangenen Rechte und Pflichten aus dem Erwerb von Finanzprodukten, weil die Produkte in verständlicher Form – in Ergänzung zur Aushändigung der gesetzlich vorgeschriebenen Vertragsbedingungen in Schriftform – dargestellt werden müssen.

---

<sup>73</sup> Diese Lage wird von einem Sachverhalt dominiert, nämlich der Frage, wie eine bessere Qualität in der Beratung und Vermittlung realisierbar ist und wie die Finanzinstitutionen, die diese Tätigkeit ausführen, durch den Staat beaufsichtigt werden können. Es geht dabei um die Frage der Kosten, die von Verbrauchern erwünschte Qualität zu garantieren. Von den Verbraucherschutzorganisationen wird dieser Sachverhalt so verstanden, dass diese Kosten zu großen Teilen vom Staat übernommen und von den Verbraucherzentralen die Qualitätssicherung ausgeübt werden soll. Dafür stehen aber keine Mittel zur Verfügung. Folgerichtig sind die Verbraucherschutzorganisationen mit Steuermitteln auszustatten. Die große Zahl der Berater und Vermittler kann, so die Position des Gesetzgebers, nicht von der Aufsichtsbehörde BAFIN überwacht werden. Daher sollen sich andere Institutionen außerhalb des Finanzmarktes mit der Beaufsichtigung befassen, also Gewerbeämter oder Industrie- und Handelskammern. Deren Kompetenz wird aber angezweifelt. Und je höher die Anforderung an die Überwachungsinstanz, desto höher die Kosten der Überwachung. Folgt man dem Gesetzgeber, so intendiert dieser ein geringes Anforderungsniveau für privilegierte Berater und Vermittler, so dass auch die Beaufsichtigungskosten gering sind. Damit sollen die Kosten für Verbraucher, die letztlich die von ihnen in Anspruch genommenen Dienstleistungen zu bezahlen haben, gering bleiben. Wird aber ein derart geringes Qualitätsniveau gesetzlich geregelt, so bleiben die Risiken für Verbraucher, und das sind die Risiken einer falschen Entscheidung, groß. Deshalb sind diese Berater und Vermittler zu einer umfassenden Haftungsübernahme verpflichtet und die Haftungsrisiken werden durch eine geeignete Versicherung abgedeckt. Die Ordnung des Marktes obliegt nun den Versicherungsunternehmen, die diese Risiken gegen Prämienzahlung übernehmen. Die unsoliden Berater und Vermittler werden dann über steigende Prämien aus dem Markt gedrängt. Da aber die soliden Berater und Vermittler auch den Schaden der unsoliden zu bezahlen haben, über deren Prämien, belastet die bestehende Regelung solide Berater und Vermittler und setzt somit falsche Anreize. Das Problem verschärft sich mit großzügigen Regelungen zur Erlaubnisvergabe für „alte Hasen“.



- ❖ Verbraucher können auf ein breiteres und besseres Angebot an anbietenden Unternehmen mit vielfältigen Geschäftsmodellen zurückgreifen, durch
  - die Präzisierung der Vorgaben, die im Zuge einer Empfehlung die Risikobewertung ermöglicht,
  - eine Verbesserung der Qualität anbietender Unternehmen,
  - die Beaufsichtigung der anbietenden Unternehmen zur Sicherstellung angemessener Qualität,
  - besseren Schutz, wenn sie zu Fehlentscheidungen durch Unternehmen angeleitet wurden.
- ❖ Verbraucher erhalten mehr Transparenz über die Unternehmen, die ihren Leistungen anbieten, als Berater, Vermittler oder Verkäufer von Finanzprodukten. Diese Transparenz wird bewirkt durch
  - eine Reduktion der Komplexität rechtlicher Bestimmungen durch Vereinheitlichung,
  - die Erweiterung der Informationspflichten anbietender Unternehmen,
  - die Erweiterung der Tätigkeitspflichten anbietender Unternehmen,
  - die Erweiterung der Offenlegung von Interessenkonflikten, vor allem durch umfassende Transparenz der Vergütung von Leistungen anbietender Unternehmen.

### 7.3.1 Beherrschung des Informationsproblems

Man kann die Komplexität der Finanzprodukte, also die Verträge, die ein Verbraucher mit Finanzinstitutionen schließt, nicht reduzieren, denn die Komplexität der Produkte ergibt sich aus den unterschiedlichen wirtschaftlichen Interessen der Vertragspartner, die mit langen Vertragsdauern zunimmt. Jeder der Vertragspartner garantiert dem Kontrahenten eine Verhaltensweise, die mit zunehmender Vertragsdauer durch wachsende Unsicherheiten bestimmt wird. Daher suchen die Parteien nach Vereinbarungen, die auch bei Unsicherheiten eingehalten werden können. Dies ist die Quelle der Komplexität, die auch durch Regelungen zu mehr Produkttransparenz nicht zu vermeiden ist. Versuche, mehr Produkttransparenz zu schaffen und ein kompliziertes Vertragswerk in ein einfaches und standardisiertes ‚Produktinformationsblatt‘ zu zwingen, kann nur durch Weglassen wichtiger Vertragsbestandteile erreicht werden, so dass mit zunehmender Einfachheit der Darstellung die Korrektheit der Abbildung leiden muss. Um dieses Informationsproblem zu lösen, werden daher zwei Maßnahmen vorgeschlagen:

- Das Rechtsumfeld muss an der Nachfrage ausgerichtet werden.
- Für Produkte sind einheitliche Normen der Darstellung und der steuerrechtlichen Behandlung notwendig.

#### 7.3.1.1 Ausrichtung des Rechtsumfelds an der Nachfrage

Der bestehende rechtliche Rahmen der Tätigkeit von Finanzinstitutionen ist an kundentypischen Bedarfsweldern (Immobilie / Finanzierung, Altersvorsorge, Einkommensausfallrisiko, etc.) auszurichten und dementsprechend zu harmonisieren. Der Markt hat Angebote hervorgebracht, die durch Bündelung verschiedener Sektoren entstehen, entweder auf der Ebene von Produkten oder auf der Leistungsebene der Finanzinstitutionen. Je nach dominierendem Charakter werden solche Produkte einem Sektor zugewiesen und dementsprechend reguliert; Kapital-Lebensversicherungen werden als Versicherungsprodukte betrachtet, obwohl diese einen Anlagecharakter aufweisen. Bei einem geringen Anteil biometrischer Risiken werden diese Lebensversicherungen aber wie Anlageprodukte be-

steuert. Mit ‚Alternative Risk Transfer‘ (ART) werden Anlageprodukte bezeichnet, deren Ertrag von versicherbaren Risiken und deren Eintritt während der Anlagedauer abhängt. Die Beurteilung solcher Bündelungen kann äußerst komplex sein. Eine eindeutige Zuordnung zu einem Sektor ist kaum möglich. Da solche Produkte aber auch für Verbraucher im Beratungs- und Vermittlungsprozess „konfektioniert“ werden, fehlt es an harmonisierten Vorschriften. So entsteht eine Komplexität, die Anbieter belastet und Verbraucher mit einer verwirrenden Vielfalt an Bestimmungen konfrontiert, so dass Fehlentscheidungen begünstigt werden. Die der bevorstehenden PRIPs-Verordnung zugrundeliegenden Überlegungen sind hilfreich, zunächst den sektorenüberschreitenden Produktbündelungen einen Rahmen zu verschaffen.

### **7.3.1.2 Normierung der Produktdarstellung und steuerrechtlicher Behandlung**

Es bedarf einheitlicher, umfassender und verständlicher Darstellungsnormen – harmonisiert über die Produktarten der verschiedenen Rechtsgebiete hinweg. Dies gilt bspw. für Altersvorsorgeprodukte, insb. geförderte Produkte, aber auch Kredite, die sowohl von der Kredit- wie auch der Versicherungswirtschaft angeboten werden. Diese einheitliche Darstellung kann dann zur Normierung der Produktinformationsblätter verwandt werden. Bisher bestehen verschiedene Ansätze, die eher verwirren. So unterscheiden sich die Pflichtinformationen bei Riester-Sparplänen oder auch bei Kapitalanlagen. Auch einheitliche Normen der Risikoklassifizierung fehlen, bspw. beim Vergleich der Ratings von Investmentfonds und geschlossenen Fonds wird dies offensichtlich. Insb. ist auch über die Risikobestimmenden Faktoren ist aufzuklären (Leverage, Liquidität, Diversifikationsgrad, etc.).

Schließlich bedarf es einheitlicher Bestimmungen, welche Informationen, die nicht im Produktinformationsblatt aufgelistet sind, im vereinfachten Verkaufsprospekt, im ausführlichen Verkaufsprospekt und in den AGBs (und besonderen Bedingungswerken) zu finden sind; zu ergänzen ist dies um Festlegungen, unter welchen Voraussetzungen welche Verkaufsdokumente auszuhändigen sind.

Generell aber gilt: Die juristische und wirtschaftliche Darstellung des Produkts in einem abgekürzten Dokument muss immer unvollständig bleiben. Die Pflicht zur Aushändigung bestimmter Unterlagen kann damit nicht losgelöst von der Tätigkeit erfolgen, in deren Kontext die Aushändigung erfolgt, denn die ergänzende Leistung einer Beratung oder Vermittlung führt erst zu einer umfassenden Erläuterung des im übergebenen Dokument dargestellten Produktes.

Zudem bedarf es harmonisierter Besteuerungsregeln für Produkte, die zu einem vergleichbaren Zweck verwandt werden. Vor allem für Altersvorsorgeprodukte besteht ein dringender Handlungsbedarf. Ansonsten besteht die Gefahr, dass steuerliche Implikationen die qualitative Einschätzung von Produkten überlagern und Fehlanreize auslösen.

### **7.3.2 Beherrschung des Bewertungsproblems**

Der Finanzmarkt ist komplex und Verbraucher sind überfordert, die angebotenen Produkte, die ja juristische Konstrukte wirtschaftlicher Transaktionen sind, hinsichtlich der damit verbundenen Risiken zu verstehen. Ein Anbieter von Finanzprodukten unterliegt zudem wenig Anreizen, diese Risiken zu betonen, denn sie stehen einem Geschäftsabschluss entgegen. Die Abwägung, ob ein mit dem Finanzprodukt verbundener Zahlungsstrom – unter Einschluss marktbedingter Risiken – den Zielen entspricht, muss aber im Zentrum einer Entscheidung stehen, will man sich vor Überraschungen sichern. Der Anbieter eines Finanzprodukts wird sich besonders intensiv mit dieser Abwägung befassen, ansonsten ginge er ein hohes Geschäftsrisiko ein; er hat daher einen Informationsvorteil, der im

Zuge einer Beratung oder Vermittlung abgebaut werden muss, um die Übereinstimmung von Anbieter und Nachfrager herbeizuführen und Überraschungen, die im Zeitablauf eintreten könnten, weitgehend zu vermeiden.

Es werden daher zwei Handlungsfelder vorgeschlagen:

- Die Vorgaben zur Risikoerklärung und -bewertung, die im Zuge einer Empfehlung einer Finanzinstitution abzugeben sind, müssen präzisiert werden.
- Die Qualität des Leistungsangebots der Finanzinstitutionen muss verbessert werden.

### **7.3.2.1 Vorgaben zur Risikobewertung**

Die Beratung oder Vermittlung muss darauf ausgelegt sein, die mit einem empfohlenen Finanzprodukt verbundenen Risiken ausführlich zu erläutern. Ansätze finden sich dazu im Wertpapierrecht, wo im Fall einer Vermittlung zumindest eine Empfehlung an die Bedingung geknüpft ist, dass beim Kunden entsprechende Kenntnisse und Erfahrungen vorliegen, die eine Einsicht in die Risiken zulassen. Die Vorgaben gehen darüber hinaus, wenn eine Beratung erfolgt, bei der auch die generellen Anlageziele und die Tragbarkeit von Verlusten beachtet werden müssen. Durch die ‚great recession‘ wurde die in den vergangenen 50 Jahren aufkommende Sichtweise einer quantitativen Bewertbarkeit von Risiken erschüttert. Zwar werden die mathematischen Risikomaße auch weiterhin verwandt, doch muss nun umso mehr erläutert werden, welchen idealisierten Vorstellungen diese unterliegen und wie beschränkt deren Verwendung daher ist.

### **7.3.2.2 Verbesserung der Qualität des Leistungsangebots**

Das Verständnis für wirtschaftliche Zusammenhänge und davon ausgehenden Risiken ist die Voraussetzung, um eine situationsgerechte Risikoanalyse durchführen zu können und eine adäquate Risikobewertung zu ermöglichen. Die Mindestanforderungen an die Qualifikation der Leistungserbringer im Zuge Erteilung einer Erlaubnis müssen entsprechend dem Angebot an Leistungen, bspw. Beratung oder Vermittlung, und dem Auftragsverständnis (Produktvertreter oder Kundenanwalt) abgeleitet und klar differenziert werden. Die Erlaubnis ist an Nachweisungen zur ständigen Fortbildung zu binden.

Die Qualifikation bestimmt sich durch die Kenntnis der fachlichen Grundlagen und in Ergänzung dazu die Kenntnis der Anwendung in konkreten Auftragslagen. Insb. die Erweiterung der Anforderungen an die Anwendungskennntnisse ist notwendig. Im Zuge der Erteilung einer Erlaubnis werden die persönlichen und fachlichen Kompetenzen geprüft. Obwohl Beratung sich als komplexere Aufgabe gegenüber der Vermittlung darstellt, besteht bisher eine Unterscheidungen von Mindestqualifikationen nicht durchgängig. Auch wird die Prüfung der Sachkunde nicht vom Status des Anbieters abhängig gemacht. Aber Kundenanwälte müssen über Kenntnisse verfügen, die ihnen erlauben, unterschiedlichste Produkte des Marktes zu vergleichen, während Produktvertreter allein die für eine konkrete Empfehlung bereitliegenden Produkte des Auftraggebers zu erläutern haben. Dies ist so nicht sachgerecht.

Laufende Veränderungen auf wirtschaftlichen und rechtlichen Gebieten führen dazu, dass sich auch die Arbeitsgrundlagen ständig verändern, so dass es nicht bei einer Prüfung im Zuge der Erlaubniser-

teilung bleiben darf, sondern dafür Sorge zu tragen ist, dass durch ständige Fortbildung diese Veränderungen in die Qualifikation einfließen.

Eine Trennung von Beratung und Vermittlung, wie dies im Versicherungsbereich zwingend ist, passt nicht zu den Erwartungen der Verbraucher, die in der Regel erst aufgrund einer umfassenden Beratung, jenseits konkreter Produktempfehlungen, sich auf einen Vermittlungsprozess einlassen können. Die im Versicherungsbereich gewählte Lösung ist aber problematisch, da ein Berater sich keinesfalls, bei der Produktempfehlung, auf dem gesamten Markt bewegen kann, sondern auf einen kleinen Marktausschnitt provisionsfreier Produkte beschränken muss. In diesem Kontext sind auch bestehende Regeln einer Privilegierung, wie im Kapitalanlagebereich, zu überprüfen. Eine verbrauchergerichte Beratung kann nicht generell erbracht werden, wenn ein Anbieter lediglich zu Investmentvermögen Aussagen treffen kann und darf. Insoweit bedarf es einer besseren Abstimmung der Bedingungen, die eine Beratung mit einer Vermittlung verknüpfen.

### **7.3.3 Beherrschung des Anreizproblems**

Der Wettbewerb erzeugte bisher nicht die Geschäftsmodelle, die aus Verbrauchersicht erforderlich wären, um Interessenkonflikte aufzudecken und zwischen Anbietern und Nachfragern zu konsolidieren. So erzwang die alte Rechtslage keine ausreichende Transparenz, weder über Produkte und schon gar nicht über Geschäftsmodelle. Und so blieben viele Merkmale von Geschäftsmodellen unklar und dienten somit auch nur unzureichend der Differenzierung im Wettbewerb. Dabei verbessert eine größere Wahlfreiheit bei klar unterscheidbaren Geschäftsmodellen auch die Angebotsvielfalt und begünstigt die Entstehung attraktiver Geschäftsmodelle, die dann auch Marktbedeutung erlangen.

Will man die Anreizproblematik reduzieren, so sollte man die Komplexität des Kommunikationsprozesses, der im Vorfeld eines Vertragsabschlusses abläuft, und der nun als Beratung oder Vermittlung bezeichnet wird, reduzieren. Dieser Prozess wird aus der Sicht eines Produkthanbieters als ‚Verkauf‘ bezeichnet, aus der Sicht eines Verbrauchers als ‚Beratung‘. Die Ziele und Interessenlagen sind äußerst unterschiedlich, aber durch „trial and error“ finden Verbraucher bisher die passenden Produktanbieter und Produkthanbieter die passenden Verbraucher. Dieser Suchprozess kann vereinfacht werden, wenn mehr Klarheit über Geschäftsmodelle, die Beratung oder Vermittlung anbieten, besteht und durch präzise Abgrenzung eine überschaubare Zahl von praxistauglichen Geschäftsmodellen definiert wird. Dieser Ansatz kann gute Ergebnisse liefern, wenn es gelingt, vor allem bessere ‚Übersetzer‘ in den Interaktionsprozess einzubinden. Die Funktion der Übersetzer ist es, das komplexe Vertragswerk an den Vorstellungen und Zielen eines Verbrauchers auszurichten. Dazu muss er Willens sein und ein Verbraucher muss dies erkennen, ob der Übersetzer klar als verkaufende oder beratende Partei erkenntlich ist und ein Kunde daher weiß, dass er ein empfohlenes Produkt genau prüfen muss oder darauf verzichten kann. Transparenz der Geschäftsmodelle ist also ein Weg zur Reduktion von Komplexität. Wer alle Wege kennt, und die Alternativen überschaubar sind, kann sich für den passenden entscheiden. Die Beurteilung der Wege kann aber selbst komplex sein. Jeder Weg hat eine andere Beschaffenheit und es kann entscheidend sein, welche Qualität das Mittel der Beförderung hat. Daher ist auch Qualität ein wichtiges Kriterium, Komplexität zu reduzieren. Je kompetenter ein Übersetzer ist, desto eher wird er es schaffen, die komplexe Materie für einen Verbraucher verständlich – und korrekt – darzustellen.

Daher besteht ein zweckmäßiger marktwirtschaftlicher Ansatz darin, an den Übersetzern, also den Geschäftsmodellen, anzusetzen, mehr Transparenz zu fordern und mehr Qualität zu garantieren. Transparenz bedeutet aber Zusatzkosten für die Dienstleister, so dass diese im Rahmen eines Strebens nach Effizienz qualitativen Verbesserungen kaum nachgehen werden, es sei denn, ein neuer qualitativer Marktstandard würde ebenso gefordert. Dazu muss der Gesetzgeber Rahmenbedingungen setzen. Bei der Einführung von Mindeststandards ist bedeutsam, den Rahmen so wenig einschränkend als möglich zu beschreiben, um nicht große Teile der Unternehmen vom Markt zu verdrängen und das Angebot zu stark zu beschneiden. Daher ist parallel auch zu beachten, dass die Anreizwirkungen derart funktionieren, dass Verbesserungen bei Transparenz und Qualität die Akzeptanz bei Verbrauchern steigen, so dass dann durch Selbstregulierung der Akteure im Markt, ergänzt durch das Ringen um Wettbewerbsvorteile, die Angebotsleistungen über die geforderten Mindeststandards hinausgehen.

Um das Anreizproblem anzugehen und bewährte Geschäftsmodelle zu fördern, werden fünf Handlungsfelder vorgeschlagen:

- Das Leistungsangebot der Finanzinstitutionen muss transparent dargestellt und klar geregelt werden.
- Die Tätigkeitspflichten der Finanzinstitutionen sind - entsprechend angebotener Leistungen – deutlich zu unterscheiden.
- Die Vergütung von Leistungen der Finanzinstitutionen durch Provisionen und auch Honorare verlangt umfassende Transparenz und muss mit steuerrechtlicher Gleichbehandlung verbunden werden.
- Die Beaufsichtigung der der Finanzinstitutionen muss erweitert werden.
- Zur Sicherung der Ansprüche gegenüber Finanzinstitutionen müssen Vorkehrungen getroffen werden.

### **7.3.3.1 Darstellung des Leistungsangebots**

Finanzinstitutionen sind zu verpflichten, über die von ihnen angebotenen Leistungen umfassend und transparent aufzuklären. Bei den Leistungen sind Beratung, Vermittlung (und Verkauf) klar zu unterscheiden. Außerdem müssen Finanzinstitution darüber aufzuklären, auf welchen Gebieten Beratungen erbracht und welche Produkte angeboten werden.

Finanzinstitutionen sind auch zu verpflichten, klare und umfassende vertragliche Regelungen mit Verbrauchern vor der Aufnahme einer Tätigkeit zu schließen und diese schriftlich zu fassen. Soll eine Beratung erbracht werden, so sollte zumindest in diesem Fall ein schriftlicher Vertrag über den zu beratenden Gegenstand geschlossen werden. Durch den Vertrag werden eine höhere Transparenz sowie das Ausmaß der auszumachenden Beratung hergestellt, die auch den Unterschied zur Vermittlung deutlich machen. Sofern im Zuge einer Beratung Honorarforderungen erhoben werden, sollten diese im Vertrag auszuweisen sein. Soll die Beratung auch eine Vermittlung einschließen, so ist dies im Vertrag kenntlich zu machen. Den Vertragspartnern sollte es auch freistehen, im Rahmen einer Vermittlung anfallende Provisionserlöse auf das Honorar anzurechnen oder darüber hinausgehende Provisionsanteile an den Kunden auszukehren. Der Markt muss über die geeigneten Vergütungsmodelle entscheiden und es besteht keine Notwendigkeit, die Vertragsfreiheit einzuschränken.

Die bestehenden rechtlichen Bestimmungen haben eine Vielfalt an Geschäftsmodellen geschaffen, mittels derer Finanzprodukte Verbrauchern angeboten werden. Verbraucher stehen nicht nur mit den Herstellern direkt in Kontakt, sondern auch mit Intermediären, die unterschiedliche Leistungen anbieten. Verbraucher können vielfach nicht erkennen, ob ihnen Produkte verkauft werden, indem sie direkt mit dem Anbieter kommunizieren, oder ob ihnen von einem Anbieter Produkte Dritter vermittelt werden oder eine Beratung auf eine derartige Vermittlung abzielt. Je nach Art angebotener Produkte, insb. solche der Kredit- und Versicherungswirtschaft sind zu unterscheiden, ergeben sich für den Anbieter unterschiedliche Informationspflichten, die teilweise gesetzlich geregelt sind, teilweise sich aus der Rechtsprechung ergeben. Es fehlt an einem Leitbild der Gesetzgebung, mit dem unterschiedliche Leistungsangebote wie Beratung, Vermittlung und Verkauf, unabhängig von einer sich abschließend ergebenden Produktart, für Verbraucher klar erkennbar werden. Ein solches Leitbild sollte neuen gesetzlichen Bestimmungen zugrunde gelegt werden und auch zur Eindeutigkeit der Aussagen und Erläuterungen in der Werbung verpflichten. Beratung ist stets als Auftrag zu verstehen, der im Interesse eines Verbrauchers erfüllt wird. Während beim Verkauf die Interessenlage eindeutig auf den Absatz eines Produktes durch einen Hersteller ausgelegt ist, kann es bei der Vermittlung um unterschiedliche Interessenlagen handeln. In der Praxis werden Vermittlungen interessewahrend für Verbraucher oder Produkthersteller durchgeführt. Darüber ist Klarheit durch neue gesetzliche Bestimmungen zu bewirken.

Außerdem ist es erforderlich, die Koppelung von Leistungsangeboten – auch über die bestehenden rechtlichen Teilbereiche hinweg - klar zu regeln. So müssen die Unternehmen darüber vollständige Auskunft erteilen, über welche Bereiche, also Versicherungen, Kapitalanlagen und Kredite, sie eine Erlaubnis zur Beratung oder Vermittlung verfügen. Aber auch die Verknüpfung von Beratung und Vermittlung ist zweckmäßig zu regeln. Nützt es einem Verbraucher, wenn er aus einer Anlageberatung in eine Vermittlung geleitet wird, ohne dass der Vermittler verpflichtet ist, die Ergebnisse der Beratung einer sich anschließenden Vermittlung zugrunde zu legen? Und war der Beratungsauftrag erfüllt? Hatte der Verbraucher eine Marktsondierung erwartet und wurde diese erledigt, oder hatte der Anbieter in der Vermittlung auf seine „Hausprodukte“ gesetzt? Gerade bei der Verknüpfung von Beratung und Vermittlung kommt es zu Interessenkonflikten, die bisher von Verbrauchern kaum erkannt werden können. Eine erhöhte Komplexität ergibt sich dann, wenn – häufige Praxis - aus einer (oft honorarpflichtigen) Finanzplanung – und erlaubnisfreien –Tätigkeit - für einen Kunden eine Finanzvermittlung abgeleitet wird und die „dazwischen“ liegende Beratung (als regulierte Tätigkeit) implizit eingeschlossen wird, ohne dass eine gesonderte Erlaubnis vorliegt und die damit verbundenen Verpflichtungen erfüllt werden.

Es kann durchaus sinnvoll sein, dass Beratungs- und Vermittlungsleistungen gebündelt von Intermediären angeboten werden. Im Anlagegeschäft ist dies häufig der Fall, ohne dass dies für einen Verbraucher klar erkenntlich ist, sieht man einmal davon ab, dass neuerdings die Trennung erkannt werden kann, allein dadurch, dass im Fall der Beratung ein Protokoll pflichtgemäß ausgehändigt wird. Wenn aber auch die Vermittlung freiwillig dokumentiert wird, so kann ggf. nur aus der Dokumentation geschlossen werden, was tatsächlich erfolgte. Ob ein Verbraucher den Unterschied erkennen kann, bleibt fraglich. In der Versicherungswirtschaft wird dagegen zwischen einem Auftrag der Beratung und einem Auftrag der Vermittlung klar unterschieden, indem ein Anbieter sich entweder als Berater oder als Vermittler eine Erlaubnis für seine Tätigkeit einzuholen und daraus abgeleitet verschiedenen Pflichten nachzukommen hat. Eine entgeltliche Kombination beider Leistungen ist jedoch

nicht zulässig. Des Weiteren wird bei Vermittlern zwischen Versicherungsvertretern und der Versicherungsmaklern unterschieden, die in einer verschiedenartigen Interessenlage einen Auftrag erfüllen. Beratung wird in dieser Konstellation als Nebenleistung zur Vermittlung erbracht. Aus diesem Grunde ist es bedeutsam, welche Interessenkonflikte sich ergeben und wie diese gelöst werden. So ist der Vertreter zur Interessewahrung gegenüber einem Versicherungsunternehmen verpflichtet und hat darüber zu informieren, während der Makler als Sachwalter des Verbrauchers mit weitreichenden zusätzlichen Verpflichtungen tätig ist. Derartige Differenzierungen kennt die Kreditwirtschaft nicht, obwohl diese für mehr Transparenz sorgen.

Um mehr Klarheit zu schaffen, sind weitere Regeln zu vereinbaren. Wer die Beratung erbringen will, sollte eine gesonderte Erlaubnis zu beantragen haben. Die Beratung wird, gegenüber der Vermittlung, als andersartige Tätigkeit aufgefasst, die in der Regel einer Vermittlung vorausgehen wird. Diese Tätigkeit verlangt andere Qualifikationen, die an der Aufgabe festzumachen sind. Die Qualifikationsanforderungen für Berater werden daher deutlich – gegenüber bestehenden Regelungen – anzuheben sein. Zudem sollte derjenige, wenn er eine Beratung erbringt, auch (im Anschluss) die Vermittlung durchführen können, sofern er dazu über die entsprechende Erlaubnis verfügt. Hat sich ein Berater die Kompetenz verschafft und einen Kunden überzeugend beraten, so sollte er auch die Möglichkeit haben, die Vermittlung durchzuführen. Den Kunden in einem solchen Fall zwingend an ein anderes Unternehmen zu verweisen, wäre nicht einsichtig. Wird nun im Anschluss an eine Beratung eine Vermittlung durchgeführt, so sollten die Ergebnisse der Beratung auch bei der Vermittlung zu beachten sein. Es muss sichergestellt werden, dass der Berater evt. Produktempfehlungen im Einklang mit den Beratungsergebnissen vermittelt.

Als problematisch stellen sich u.a. im WpHG die Abgrenzung der eigenständigen Beratung und die einer Beratung, die im Kontext einer Vermittlungstätigkeit erfolgt, heraus. Im Streitfall kommt es dann auf die spezifischen Umstände an, die ggf. aus einer Beratungsdokumentation zu rekonstruieren ist. Zu einer solchen ist der Berater verpflichtet. Fehlt eine Dokumentation, ist der seinerzeitige Vorgang rückwirkend zu rekonstruieren. Als wichtige Ausnahme ist die privilegierte Beratung zu und Vermittlung von Investmentfonds und Beteiligungsfonds (bspw. sog. geschlossenen Fonds) zu betrachten. Es ist zweifelhaft, ob durch die Ausnahmeregelung ein ausreichender Verbraucherschutz gewährleistet werden kann. So ist nicht klar, ob eine verbrauchergerechte Anlageberatung überhaupt erbracht werden kann, wenn ein Berater oder Vermittler lediglich zu Investmentvermögen Aussagen treffen kann und darf. Eine Verpflichtung, über diese Einschränkungen aufzuklären, besteht nicht.

Wer die Verbraucher schützen will, muss sie besser aufklären. Dazu dient die Tätigkeit der Beratung. Um sie von anderen Tätigkeiten abzugrenzen, muss sie daher „aufgewertet“ werden. Dann ist auch ein Honorar für eine solche Tätigkeit zu rechtfertigen. Findet diese Aufwertung nicht statt, wird auch kein Kunde ein Honorar bezahlen. Dann aber wird es keine Berater geben. Der Gesetzgeber hat sich bisher am Leitbild der Beratung, wie es im Versicherungsbereich geregelt ist, orientiert. Dabei wurde übersehen, dass diese Regelung die Verbreitung der Beratung nicht gefördert hat. Der Versicherungsberater ist im Markt nicht wahrnehmbar. Überträgt man nun dieses Konzept auf den Wertpapier- und Kreditbereich, so ist zu erwarten, dass die Absicht eines breiteren Angebots an Beratung nicht realisiert wird. Dies liegt im Kern daran, dass die Versicherungsberatung durch die Versicherungsvermittlung sich im Wesentlichen durch die Vergütungsregelungen unterscheidet. Solange aber ein Kunde erwartet, dass er eine Beratungsleistung auch kostenlos im Zuge einer Vermittlung erhal-

ten kann, wird er letztere bevorzugen und der Markt stellt sich darauf ein. Das Honorar, das für eine Beratung aufgewendet werden muss, ist nur dann zu rechtfertigen, wenn eine deutlich erkennbar und qualitativ höhere Dienstleistung erbracht wird, als eine solche, die landläufig als Beratung im Zuge einer Vermittlung verstanden wird.

### **7.3.3.2 Präzisierung der Tätigkeitspflichten**

Die Informationspflichten erlauben es Verbrauchern, zu entscheiden, welche Finanzinstitution er beauftragen will und welche Aufgaben diese zu erfüllen hat. Die klare begriffliche Abgrenzung von Beratung und Vermittlung ist dabei essentiell. Entsprechend der angebotenen Leistungen sind Finanzinstitutionen auf entsprechende und zu präzisierende Tätigkeitspflichten festzulegen.

Beratung im Anlagegeschäft wird bisher – auf der Grundlage der MIFID – als ein Teil einer vertrieblichen Tätigkeit verstanden, die eine Vermittlung zum Ziel hat. Im Gegensatz dazu wird im Versicherungsgeschäft die Beratung viel stärker als eigenständige Leistung aufgefasst, die auf die ganzheitliche Betrachtung eines individuellen Risikoportfolios abstellt. Aus diesem abweichenden Verständnis erwachsen unterschiedliche Verpflichtungen, auch solche, die verhindern, Beratung und Vermittlung in einem Kontext erbringen zu können.

Wichtig ist daher, die Pflichten bei Beratung und Vermittlung sind bereichsübergreifend zu harmonisieren. Es bedarf einheitlicher Regelungen, abhängig von den jeweils zu erbringenden Tätigkeiten, und zwar zu den Tätigkeitsvoraussetzungen und Tätigkeitspflichten, insb.

- zum Umfang einer Beratung (zu einem gesamten Anlage-, Kredit- oder Versicherungsrisikoportfolios oder einem Teil davon, bspw. zur Struktur des Portfolios und zum grundsätzlichen Anpassungsbedarf)
- zur Vermittlung eines Finanzinstruments, eines Kreditvertrags, eines Versicherungsvertrags im Sinn der Angemessenheit
- zur Beratung, sofern diese sich auf ein konkretes Finanzinstrument, einen Kreditvertrags oder einen Versicherungsvertrag bezieht, und eine Portfoliozuführung oder die Ausnahme aus einem solchen vorgesehen ist, im Sinn der Geeignetheit.

Die bestehende Praxis legt es nahe, die Tätigkeitspflichten bei der Erfüllung dieser Aufgaben mit höherer Detaillierung festzulegen. Wenn bspw. eine Dokumentation das Festhalten des Auftragsziels und die darauf abgestimmte und zu begründende Empfehlung im Fall der Beratung sich als sinnvoll erweist, so stellt sich die Frage, weshalb im Fall einer Vermittlung darauf verzichtet werden kann.

Besonders wichtig ist es, die Tätigkeit der Beratung inhaltlich genauer zu bestimmen und eindeutig von der Vermittlung abzugrenzen. Daher wird vorgeschlagen, die Beratung als eine Tätigkeit zu verstehen, die von den individuellen Anforderungen, die an eine Vermögensanlage, an die Gestaltung von Krediten oder an Absicherung von (versicherbaren) Risiken gestellt werden, ausgeht, diese Anforderungen strukturiert und dementsprechend mit passgenauen Produktarten verbindet (Portfolio-Ansatz) und sodann bewertet, welche Produktarten in Anbetracht der individuellen Situation in welchem Umfang berücksichtigt werden können. Im Gegensatz dazu befasst sich die Vermittlung mit der Frage, welches Finanzprodukt aus einer Produktgruppe sich – aus einem dem Vermittler zugänglichen – Produktspektrum in diesem Fall empfiehlt. Es geht also bei der Beratung um die Prüfung der persönlichen Umstände und die Beurteilung der Frage, ob sich bestimmte Produkte einer bestimmten Art als geeignet für ein Portfolio darstellen, so zumindest die Auffassung im WpHG. Generell soll-



te daher der Gedanke verfolgt werden, dass ein Berater über die Qualifikation verfügt, Portfolien an Kapitalanlagen, Krediten oder Versicherungen zu analysieren, Risiken zu identifizieren und Empfehlungen zur Portfoliostrukturierung abzugeben, bevor eine Vermittlung eines Finanzproduktes erfolgt. Die Beratung kann im Anlagebereich auch die Ausnahme beinhalten, unter Einschränkung des Produktspektrums, die Tätigkeit im Rahmen der GewO erbringen zu können. Dies setzt dann aber voraus, dass ein zu untersuchendes Portfolio, zu dem der Kunden beraten wird, auch diesen Einschränkungen unterliegt.

Im Ergebnis schließen Verbraucher Verträge mit Finanzinstitutionen. Diese Verträge sind hoch standardisiert und werden auf die individuellen Kriterien der Verbraucher abgestellt. Wesentliche Teile der Vertragsbestimmungen sind in den gesetzlich vorgeschriebenen Verkaufsprospekten niedergelegt. Gegenstand der Beratung und Vermittlung ist insb. die „Übersetzung“ der komplexen juristischen und wirtschaftlichen Bestimmungen dieses Vertrags. Wird die Leistung von einem Produktvertreter erbracht, so ist es verständlich, dass die Vertragsbestimmungen dem Verbraucher ausgehändigt werden müssen, damit dieser seine Rechte und Pflichten umfassend prüfen kann, schließlich weiß er, dass sein Kommunikationspartner interessegeleitet argumentiert. Wird der Vermittler aber interessewährend für den Verbraucher als Kundenanwalt tätig, und dies gilt insb. im Fall einer (vorausgehenden) Beratung, so sollte sich der Verbraucher darauf verlassen können, dass der von ihm Beauftragte in seinem Sinn empfiehlt (und dafür haftet). In seinem solchen Fall könnte der Verbraucher somit auf die Prüfung der Vertragsbedingungen verzichten, denn diesen Auftrag hat er implizit auf seinen Berater übertragen. Dies gilt vor allem für ergänzende Unterlagen, sog. Produktinformationsblätter die zu keinem anderen Zweck dienlich sind, als aus den komplexen Vertragsbedingungen besonders wichtige Sachverhalte hervorzuheben. Die Pflicht zur Aushändigung von Unterlagen wäre also verzichtbar. Derartige Unterlagen sind allein dann wichtig, wenn erkennbar ein Produktvertreter eingeschaltet ist. In diesem Fall benötigt ein Verbraucher sämtliche Produktunterlagen, damit er das Angebot mit anderen vergleichen und sich so im Wettbewerb schützen kann.

Ein großer Teil der Berater und Vermittler, die eine Tätigkeit im Rahmen der Gewerbeordnung erbringen werden, stellt sich im Markt als freier oder unabhängiger Berater oder Vermittler dar. Es ist aber für den Anleger im Einzelfall nicht zu erkennen, wie diese Freiheit und Unabhängigkeit verstanden werden soll und vom Berater oder Vermittler genutzt wird. Um dem Missbrauch vorzubeugen, sollte eine Regelung getroffen werden, die sich in der Versicherungsberatung und –vermittlung bewährt hat. So muss sichergestellt werden, dass ein Anleger erkennen kann, ob ein Anbieter sich der Angebote des Marktes bedient oder auf bestimmte Angebote durch vertragliche Bindung festgelegt ist und damit von bestimmten Vertriebsinteressen geleitet ist. Die nicht gebundenen Berater und Vermittler müssen daher verpflichtet werden, ausführlich über das Angebotsspektrum (Emittenten und Produktarten) zu informieren, Begrenzungen klar anzugeben und Präferenzen, bspw. aus organisatorischen Gründen, klarzustellen. Gebundene Berater müssen dagegen über bestehende Bindungen und deren Reichweite eindeutig aufklären. Daher müssen alle Berater und Vermittler darüber Auskunft erteilen, ob sie entweder bei der Empfehlung bestimmter Finanzinstrumente auf das Angebot des Marktes zugreifen oder auf ein bestimmtes Produktspektrum (Produktarten und Emittenten) festgelegt sind. Im zweiten Fall sollte eine Pflicht zu Erteilung einer Auskunft über die das Angebot bestimmenden Kriterien bestehen. Im ersten Fall ist soll der Vermittler verpflichtet werden, seinem Rat eine hinreichende Zahl von auf dem Markt angebotenen Finanzinstrumenten und von Emittenten zugrunde zu legen, so dass er nach fachlichen Kriterien eine Empfehlung dahin abgeben kann, wel-

ches Finanzinstrument geeignet ist, die Bedürfnisse des Kunden zu erfüllen. Zudem sollte darüber hinaus eine Verpflichtung bestehen, darüber zu informieren, welche für den Verbraucher relevanten Einschränkungen in zugrundegelegten Produktspektrum bestehen und ob bestimmte Produkte oder Emittenten bevorzugt berücksichtigt werden.

### **7.3.3.3 Transparente Darstellung der Vergütung von Leistungen**

Die von Verbrauchern in Anspruch genommenen Leistungen müssen bezahlt werden und im Bezahlungssystem erweist sich als dominanter Faktor, der das Geschehen lenkt. Daher werden in der Beratung und Vermittlung in der Regel an den Einzelabschluss gebundene Zahlungen gekoppelt, die zur Ausführung der Leistung in einer bestimmten Weise anregen, in Verbindung mit weiteren Anreize immaterieller Lenkung. Für Verbraucher ist wichtig zu erkennen, von welchen Anreizen ein Berater oder Vermittler geleitet ist. Die Offenlegung solcher Anreize reicht nicht aus, denn diese sind oft schwer zugänglich und damit für Verbraucher kaum zu bewerten. Berater und Vermittler unterliegen in dieser Hinsicht komplexen Systemen der Steuerung („Vertriebssteuerung“), die nur aus der Gesamtschau einer diese Leistung umfassenden organisatorischen Umgebung erfassbar sind. Der Steuermann setzt Impulse, denen ein Gestuerter folgt, weil er so sein Ansehen erhöhen kann (immaterieller Anreiz durch Erhöhung der Visibilität und Anerkennung) oder seine Arbeit dadurch vereinfacht wird (materieller Anreiz durch Kosteneinsparung). Daher sind indirekte Anreize rechtlich zu begrenzen (Vorgaben zur Vertriebssteuerung) und zu Überwachen (Compliance und Aufsichtsführung). Wenn man die Beratung als höherwertige Tätigkeit gegenüber der Vermittlung konturiert. So müssen auch erweiterte Complianceanforderungen und Pflichten gegenüber der Aufsichtsbehörde gefordert werden. In diesem Kontext ist auch die organisatorische Aufteilung der individuellen Beratung durch einen Berater sowie die generelle Festlegung des Beratungsmodells durch eine „Vertriebszentrale“ zu beachten, denn der Beratungsprozess wird vielfach zentral durch einen Handlungsrahmen festgelegt und dezentral rahmenkonform ausgeführt. Die Compliance-Bestimmungen haben sicherzustellen, dass Ausführung und Festlegung übereinstimmen.

Als Indiz für bestehende Interessenlagen kann die materielle Vergütung herangezogen werden und so empfiehlt sich die Offenlegung aller Vergütungselemente. Eine solche Offenlegung ist aber nur dann hilfreich, wenn diese über alle an der Beratung und Vermittlung Beteiligten erfolgt und so den gesamten Prozess umfasst. Ist dies nicht der Fall, umso mehr bleiben gerade die indirekten Anreizwirkungen intransparent.

Die Verbindung von Beratung und Vermittlung (auch die Einnahme von Provisionen) ist bisher zulässig (und üblich). Im Fall von Versicherungen wurde eine Trennung vollzogen, mit dem Argument, dass Verbraucher vor „Doppelzahlungen“ zu schützen sind. Der Gesetzgeber will dadurch verhindern, dass im Zuge der Beratung ein Honorar verlangt wird und bei der Vermittlung zusätzlich Provisionen frei werden. Eine Verrechnung wird wegen des Provisionsabgabeverbots als unzulässig angesehen, so dass der Kunde ggf. eine Leistung überzahlt, weil er weder über die Provision informiert ist noch diese von ihm beansprucht werden darf.<sup>74</sup> Im Fall der Honorarberatung im Anlagebereich ist der Berater

---

<sup>74</sup> Das Verständnis der Doppelzahlung verlangt eine Präzisierung und Abgrenzung der Leistungskomponenten Beratung und Vermittlung. Schließlich kann eine Beratung als (entgeltliche) Hauptleistung verstanden werden und als (unentgeltliche) Nebenleistung, die ergänzend (und ggf. verpflichtet) zu einer Vermittlungsleistung erbracht wird. Außerdem ist bei einer Beratung als (entgeltliche) Hauptleistung zu unterscheiden zwischen

verpflichtet, eingemommene Provisionen an Kunden auszuzahlen. Mit diesen Bestimmungen werden aber Geschäftsmodelle, die sowohl aus Honoraren wie auch Provisionen vergütet werden, nicht gefördert und so wird einer Verbreitung der Beratung entgegen gewirkt. Vorteilhafter würde eine Regelung wirken, bei der generell Honorare wie auch Provisionen eingemommen und verrechnet werden dürften, sofern dies mit umfassender Transparenz verbunden ist.<sup>75</sup> Ergänzend dazu müssen die Vergütungskomponenten im Steuerrecht vergleichbar behandelt werden.

Bedeutender als die Frage von Honorar oder Provision ist die Gestaltung der Vergütung, die in fixe und variable Bestandteile zerfallen kann. Ein variabler Anteil kann dazu führen, dass ein Anreiz für einen Anbieter besteht, einen Verbraucher zu einem größeren Kaufvolumen eines bestimmten Produktes zu animieren, da sich in einem solchen Fall seine Wertschöpfung erhöht, ohne dass zusätzlicher Aufwand entsteht. Auch wenn man davon ausgehen sollte, dass ein Verbraucher sein Budget kennt, so kann nicht ausgeschlossen werden, dass er zu einer Veränderung seiner Budgetplanung veranlasst wird, die nicht seinen Interessen dient. Eine gute Orientierung ist einem Verbraucher nur dann möglich, wenn er den Preis der in Anspruch genommenen Leistungen kennt. Insoweit ist es notwendig, dass über die Vergütung, seines Honorar oder Provision, sei es variabel oder fix, er umfassend und transparent informiert wird. Eine Verknüpfung von Honorar und Provision ermöglicht es, das Honorar als Obergrenze einer Vergütung zu fixieren und anfallenden Provisionen darauf anzurechnen. So wird auch der Anreiz zu einer Budgetüberschreitung gemindert. Zudem hat die Regelung den Vorteil, dass der Dienstleister, der seine Leistung gegen ein Honorar erbringen will, sein Produktspektrum nicht auf den kleinen Teil provisionsfreier Produkte beschränken muss, zumal diese Produkte einen geringen Teil des Marktes ausmachen.

In der Praxis ist festzustellen, dass Verbraucher nur wenig Neigung zeigen, eine Leistung gegen Honorar in Anspruch zu nehmen. Es dominiert die indirekte Bezahlung durch meist vollkommen variable Provisionen. Beratung wird überwiegend als Nebenleistung zur Vermittlung angeboten und nur selten separat honoriert. Unter diesen wirtschaftlichen Bedingungen arbeiten auch die Versicherungsmakler, die auf Versicherungen bezogen als Kundenanwälte tätig sind, allerdings bisher weder zu Offenlegung ihrer Vergütung verpflichtet sind; auch sind diese nicht zur Berechnung eines Honorars und zur einer Anrechnung von Provisionen darauf berechtigt. Es kann also nicht im Interesse des Gesetzgebers sein, ein weitgehend funktionsfähiges und bewährtes System durch eine massive Veränderung der Vergütungspraxis in Frage zu stellen. Vorteilhaft wäre es, dieses Geschäftsmodell auch auf den Bereich der Kapitalanlagen und Kredite zu erweitern, mit vollkommen kongruenten Pflichten unabhängig von der rechtlichen Einordnung der in Rede stehenden Produkte.

Zudem bringt es Vorteile, durch einen Wettbewerb der Geschäftsmodelle auf der Grundlage eines erhöhten Marktstandards, insb. hinsichtlich der Anreizsysteme, eine verbesserte Marktleistung zu

---

einer solchen, bei denen der Hauptgegenstand wirtschaftliche Themen sind und allenfalls als (unentgeltliche) Nebenleistung eine rechtliche Beratung verbunden ist, die sich auf Versicherungen, Kapitalanlagen oder die Kreditgewährung bezieht, aber auch steuer-, arbeits- und sozialversicherungsrechtliche Aspekte berührt. Auf diesem Gebiet geht es um die Abgrenzung zum RDG.

<sup>75</sup> Da Vermittler in vielen Fällen auch beraten (müssen), bspw. Makler im Fall der betrieblichen Altersvorsorge, bedarf es einer veränderten Abgrenzung von zulässiger Beratung, die mit Provisionszahlungen verbunden werden darf, und anderen Beratungen. Die im Versicherungsbereich bestehende Regel der rechtlichen Unterscheidung von Beratern und Maklern ist praxisfremd.

generieren. Mit einer Wahrscheinlichkeit von ungefähr 5% trifft ein Verbraucher auf einen Intermediär, der hinsichtlich seiner Produktpräferenz vollkommen offen ist und das gesamte Angebotsspektrum des Marktes – in 99% der Fälle durch provisionsorientierte Vermittlung - abdecken kann. Weniger als 1% arbeitet auf Honorarbasis, so dass die „Honorarberatung“ sich als eigenständiges Geschäftsmodell bisher nicht etabliert hat und für eine flächendeckende Versorgung der Verbraucher die erforderlichen Kapazitäten zur Sicherstellung eines solchen Geschäftsmodells nicht bestehen. Zudem ist das Geschäftsmodell von Verbrauchern bisher nicht ausreichend akzeptiert. Eine Förderung dieses sicherlich sinnvollen Geschäftsmodells kann durch die bisher vorgetragenen Vorschläge erreicht werden, wenn zudem auch die Visibilität dieses Geschäftsmodells, durch geeignete rechtliche Bestimmungen, deutlich verbessert wird.

Ob ein Geschäftsmodell mehr nachgefragt oder angeboten wird, hängt entscheidend von den rechtlichen Rahmenbedingungen ab, die der Gesetzgeber geschaffen hat. Mit Hinblick auf die Vergütung ist festzustellen, dass indirekte Vergütungen sicherlich von Anbietern deshalb bevorzugt werden, weil diese zu einer umsatzsteuerbefreiten Kompensation von Beratungs- und Vermittlungsleistungen führen. Direkte Vergütungen, also Honorare werden dagegen mit Umsatzsteuer belastet. Auch durch die Einkommensbesteuerung kann die indirekte Vergütung eine Bevorzugung erfahren, da der Aufwand für Beratung und Vermittlung in die Produktkosten eingeht, sofern die Produktpreise steuerlich abzugsfähig sind, wie bspw. bei Riester-Verträgen zur Altersvorsorge. Eine Förderung des Geschäftsmodells Beratung mit direkter Vergütung durch den Verbraucher bedarf daher des Wegfalls steuerlicher Diskriminierung.

#### **7.3.3.4 Erweiterung des Aufsichtsregimes**

Die Aufsichtsbehörde ist zu einer strengen Beaufsichtigung der (Vertriebs-)Tätigkeit von Kreditinstituten und Versicherungsunternehmen einschließlich der an diese gebundenen Vermittler anzuregen. Insb. ist sicherzustellen, dass die Zielsetzung einer Vermeidung von Interessenkonflikten zwischen Anforderungen der Verbraucher und Planungsvorgaben der Anbieter konsequent verfolgt werden. Dies schließt eindeutige Erklärungen zum Status und Angebotsspektrum (Leistungen und Produkte) im Zuge eines Interaktionsprozesses ein. Die Überwachung der ungebundenen Vermittler (und Berater) ist zudem an der Praxis der Aufsichtsbehörde zu orientieren, auch wenn diese von regional tätigen Behörden übernommen wird. Die BAFIN als bundesweite Aufsichtsbehörde sollte dazu Grundsätze vorgeben.

Das System der Aufsicht muss auf die Kontrolle der Qualität ausgerichtet und von der Absicht der Schadenprävention geleitet werden. Bei der Überwachung kommt es darauf an, die Einhaltung der Pflichten zu den angebotenen Leistungen zu kontrollieren und sicherzustellen, dass Störungen erkannt und zweckmäßig behandelt werden (Beschwerdemanagement, Überleitung an außergerichtliche Schiedsinstanzen, etc.). Zudem sind gerichtlich abgeschlossene Verfahren hinsichtlich notwendiger Eingriffe bei Anbietern zu beurteilen. Ziel der Überwachung soll die Sicherstellung angemessener Qualität bei der Leistungserbringung sein, die zu einer Reduktion der Risiken beiträgt. Es ist dabei auch zu beachten, dass Geschäftsmodelle, die nicht den Kreditinstituten oder Versicherungsunternehmen zuzurechnen sind, derart gestaltet sind, dass eine Risikoinfektion von Kreditinstituten oder Versicherungsunternehmen aus der Zusammenarbeit ausgeschlossen wird.

### **7.3.3.5 Erweiterung der Vorkehrungen zur Sicherung von Ansprüchen**

Auch eine effiziente Aufsicht wird Konflikte zwischen Verbrauchern und Leistungsanbietern nicht gänzlich verhindern können, auch wenn zu erwarten ist, dass die veränderten gesetzlichen Bestimmungen zu einem deutlichen Rückgang der bei Gerichten anhängigen Streitigkeiten, vor allem im Bereich der Kapitalanlage, führen sollten.

Um sicherzustellen, dass berechnete Schadenersatzforderungen auch befriedigt werden, muss die Erteilung einer Erlaubnis auch an die Verfügbarkeit eines verbesserten Sicherungssystems gebunden sein. Es bedarf Vorschriften zur Eigenkapitalausstattung der Anbieter, ersatzweise einer Vermögensschadenhaftpflichtversicherung, und zudem eines Sicherungsfonds für den Fall der Insolvenz eines Emittenten. Ein solches Sicherungskonzept fehlt bisher im für Kreditvermittler (und –berater) und bedarf der Ergänzung im Fall der Anlageberatung. Auch das Sicherungssystem, das für Finanzportfolioverwalter, Anlageberater und Anlagevermittler eingerichtet ist, die dem WpHG unterliegen, ist vollkommen unzureichend. Diese Anbieter sind Mitglieder der Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen (EdW). Das System wird von Mitgliedern kritisiert, weil keine Risikodifferenzierung bei der Beitragsbemessung vorliegt, sondern Beiträge pauschal berechnet werden. Dadurch werden die Mitglieder auch nicht zu einer Risikobegrenzung angehalten, was zu Nachteilen für Verbraucher (bspw. der Fall Phönix) aber auch andere Anbieter, die sich rechtskonform verhalten, geführt hat. Dieses System ist so auszurichten, dass eine systematische Risikoreduktion auch durch die versicherten Mitglieder angestrebt wird.

Zudem muss der Gesetzgeber darauf hinwirken, dass für jeden Anbieter und jedes Produkt ein Schiedsverfahren obligatorisch eingerichtet wird. In der Folge der Neuregelung des InvG wurde dies für Investmentfonds nun bei der BAFIN eingerichtet. Zudem hat auch der BVI eine Schlichtungsstelle für die im BVI organisierten Anbieter eingerichtet. Obwohl freiwillige Schlichtungsstellen auch in anderen Bereichen bestehen, gibt es bislang kein lückenloses Konzept.

### **7.4 Handlungsprozess**

Der Gesetzgeber ist gefordert. Hinsichtlich der Ausgestaltung der Tätigkeit der gewerblichen Honorarberater steht noch die Vorgabe einer Verordnung aus. Vermutlich wird dies zu einer Überarbeitung der Finanzanlagenvermittlungsverordnung (FinVermV) führen.

Problematisch ist auch die Regelung im Gesetz, das die angebundenen Berater und Vermittler von gebundenen unterscheidet. So wird von der ersten Gruppe verlangt, dass sich Empfehlungen auf eine „hinreichende Zahl von auf dem Markt angebotenen (Finanzinstrumenten bzw. Versicherungsverträgen)“ beziehen. Darüber kann gestritten werden, was nun als hinreichend zu verstehen ist. Versicherungsmakler werden Angebote, die ohne Provisionen kalkuliert sind, auch solche von Direktversicherern, aus ihrem Produktspektrum ausschließen und das verbleibende Angebot als repräsentativ für den Markt betrachten. Besser wäre es, wenn über die Abgrenzungskriterien eines in Betracht gezogenen relevanten Marktes zu informieren wäre.

Einer Vereinheitlichung des Rechts, insb. Wertpapier- und Versicherungsrechts, steht bisher das Provisionsabgabeverbot entgegen. Es verhindert eine kongruente Konturierung der Beratung und der Vermittlung. Dieses Verbot steht derzeit auf dem Prüfstand, aufgrund neuer Urteile, aber auch weil Provisionsexzesse zu Fehlentwicklungen im Markt führten.

Mit der Neuregelung des VVG wurde auch das Verständnis der Versicherungsberatung angepasst. Aus der Versicherungsberatung, einer speziellen Form der Rechtsberatung, die im Kern einen Beitrag zur Interessenvertretung von Kunden gegenüber Versicherungsunternehmen im Schadenfall zum Gegenstand hatte, entwickelte sich mit der Umsetzung der EU-Richtlinie zur Versicherungsvermittlung eine neue erlaubnispflichtige Tätigkeit, die auch im Vorfeld eines Versicherungsabschlusses bei der Gestaltung von Verträgen angebracht ist. Da dieser Beratungsgegenstand in der Regel zu einer Vermittlung führt und der Kunde ein Interesse hat, dass die Vermittlung durch den Berater erfolgt, wurde ergänzend bestimmt, dass der Berater keine Provision einnehmen dürfe. Diese Regelung war insoweit konsequent, als eine Provisionsabgabe an den Kunden nicht zulässig war, auch keine Verrechnung mit einem Honorar, das für die Beratung anfällt. Die Vermittlung kann also nur dann erfolgen, wenn der Berater auf die Provision verzichtet oder das Versicherungsunternehmen provisionsfreie Produktformen anbietet. Der Zusatznutzen einer Beratung wird im Fall des Provisionsverzichts für einen Kunden nicht erkennbar, also wird er auf die Vermittlung einer provisionsfreien Produktform drängen. Er beschränkt dadurch implizit das Produktspektrum, so dass sich nicht zwingend Vorteile für Verbraucher daraus ergeben. Während Beratung im Sinn des VVG ausschließlich gegen Honorar erfolgen kann und die Vermittlungstätigkeit einschränkt, werden für die Beratung im Sinn des WpHG dagegen keine Vorschriften zur Vergütung bzw. zu einer verbundenen Vermittlungstätigkeit beauftragt, es sei denn, der Berater erklärte sich als Honorarberater. Kaum nachvollziehbar ist, weshalb bei der üblichen Vergütung von Intermediären, die Finanzprodukte vermitteln und dafür Provisionen erlösen, die Weitergabe der Provision und auch Anrechnung auf ein Honorar, das ggf. mit einem Verbraucher vereinbart wurde, unterschiedlich geregelt ist. Während die Vermittlung von Kapitalanlagen eine Provisionsweitergabe zulässt, ist dies bei Versicherungen nicht erlaubt. Dies gilt auch, obwohl bspw. der Kapitalanlagecharakter einer Lebensversicherung weitaus relevanter ist, als der einer biometrischen Absicherung.

Dies hat Folgen für das wichtige Geschäftsmodell des Versicherungsmaklers. Diese Makler sind im Auftrag der Verbraucher tätig und nehmen dementsprechend den Beratungsauftrag wahr, der sicherlich auf ein Vermittlungsinteresse abzielt, aber eben dann nicht realisierbar ist, wenn sich in der Beratung kein Anlass dazu findet. Bei diesem Geschäftsmodell wird die Beratung in der Regel durch Provisionen aus dem Vermittlungsgeschäft finanziert. Je umfassender die Beratungstätigkeit, desto größer ist das Erfordernis, ein separates Honorar mit dem Kunden zu vereinbaren. In einem solchen Fall ist es aus der Sicht der Kunden naheliegend, ein Gesamthonorar zu vereinbaren, auf das eine ggf. anfallende Vermittlungsprovision angerechnet wird. Wegen eines bisher bestehenden Provisionsabgabeverbots war dies unzulässig und aus Kundensicht schwer nachvollziehbar. Zudem hat es sich (im Geschäft mit Firmen, nicht Verbrauchern) als problematisch herausgestellt, den beratenden Makler gegenüber einem Versicherungsberater abzugrenzen. So wurde die Regelung getroffen, dass Makler zwar Firmen – in gewissem Umfang - beraten dürfen (z.B. in der betrieblichen Altersvorsorge), auch gegen ein Honorar, nicht aber Verbraucher. Dies ist wiederum schwer nachvollziehbar, liefern doch die Makler eine im Firmengeschäft weithin akzeptierte Beratungsleistung hoher Qualität, die sie aber Verbrauchern nicht anbieten dürfen, oder nur unter der Bedingung, dass kein Honorar berechnet, aber Provisionen vereinnahmt werden dürfen.

Das Provisionsabgabeverbot hat daher zu Differenzierungen des Anlage- und Versicherungsrechts geführt und muss, solange es aufrecht erhalten wird, als entscheidendes Element einer Restriktion verstanden werden, die der geforderten Transparenz entgegen steht. Die Trennung der Beratung von

einer Vermittlung im Versicherungsbereich begründet sich auf diesem seit 1934 bestehenden Provisionsabgabeverbot, das im Zuge der IMD kritisch diskutiert wurde aber weiterhin in Deutschland praktiziert werden sollte. Die Richtlinie blieb daher hinsichtlich der Offenlegung und Abgabe von Provisionen, anders als bei der MIFID, unbestimmt und in Deutschland wurde dann die Zulassung von (Versicherungs-)Beratern, die ausschließlich gegen Honorar Leistungen erbringen, und den Vermittlern, die Provisionserlöse erzielen, separiert. Zu verstehen ist das Verbot vor dem Hintergrund, dass an ein Versicherungsunternehmen gebundene Vermittler (Vertreter) zu einheitlichen Preisen anbieten müssen. Nur so kann eine Finanzinstitution eine einheitliche Vertriebspolitik betreiben. Dies ist wohl auch der Grund, weshalb der GDV sich gegen Änderungen bei dem Verbot stellt. Um diesem Bedarf entgegen zu kommen, sind geeignete neue Regelungen zu schaffen. Für diese künftige Rechtsumgebung ist u.a. entscheidend, wie sich die Auseinandersetzung um das das Verbot von Provisionsabgaben in der Folge des kürzlich ergangenen und rechtswirksamen Frankfurter Urteiles wird. Befürworter der Versicherungslösung verbinden die Aufrechterhaltung des Verbots mit einer Pflicht zur Einführung von Nettotarifen. Dies würde bedeuten, dass die Emittenten ihre Produkte mit und ohne Provisionen zu kalkulieren hätten und wäre damit ein erheblicher Eingriff in die Vertragsfreiheit. Dieser Weg findet jedoch keine Bestätigung durch die Praxis. So spielen Versicherungsprodukte, die ohne Vertriebskosten kalkuliert sind, auch heute noch eine vollkommen untergeordnete Rolle. Der Markt hat also seit 2007 weder zu einem starken Anwachsen der Zahl von Versicherungsberatern geführt, auch nicht zu einem für diese Berater erforderlichen Produktangebot. Die Anreize, durch ein verbreitetes Beratungsangebot die Verbraucher besser zu stellen, wurden durch den Ordnungsrahmen also nicht gesetzt.

Alternativ dazu sollte künftig den Versicherungsunternehmen gestattet werden, ihren Vertretern (im Innenverhältnis) Auflagen zur Verwendung von Provisionen machen zu dürfen. Eine teilweise oder gänzliche Beschränkung der Verfügung könnte so begründet werden, dass die Produktemittenten ein Interesse daran haben, dass die Vertreter die Erlöse dazu verwenden, die Qualität der Leistungen im Vertrieb zu verbessern, ohne dass die Leistung der ordnungsgemäßen Vermittlung im Interesse des Versicherungsnehmers dem entgegensteht. Entsprechende Regelungen könnten auch für Vertreter wirksam werden, die Finanzinstrumente oder Kredite vermitteln. Mit einer solchen Bestimmung könnte das Provisionsabgabeverbot im Versicherungsbereich aufgehoben werden und durch eine sinnvolle Regelung ersetzt werden, die ggf. auch auf die Anlage- und Kreditvermittlung erweitert werden. Diese Regelung würde dann auch den Weg für ein neues Berater-Leitbild ebnen.

Die Möglichkeit der Provisionsweitergabe wirft – entgegen mancher Einwände – auch keinerlei komplexe Fragen bei Stornierung und Widerruf auf und ist auch nicht missbrauchs anfällig, wenn eine solche Verfügungsbeschränkung bei Vertretern eingeführt wird. Versicherungsunternehmen sind zudem in der Lage, auch mit ungebundenen Vermittlern Vereinbarungen zu treffen, um haftungsrechtliche und steuerliche Gesichtspunkte zu berücksichtigen und daraus resultierende Kreditrisiken zu mindern. Eine rechtliche Regelung ist dazu nicht erforderlich. Wenn ein ungebundener Vermittler sich auf die Provisionsweitergabe einlässt, so trägt er das Risiko, Auszahlungen leisten zu müssen, die „nicht verdient“ sind und einem Rückforderungsanspruch des Versicherungsunternehmens unterliegen. Er hat also dafür Sorge zu tragen, dass er nur solche Provisionsanteile auszahlt, die „verdient“ sind und keiner Rückforderung ausgesetzt sind. Der Gedanke, daraus ein Verbot der Provisionsabgabe abzuleiten, entmündigt den Vermittler, mit seinem Kunden anderweitige Vereinbarungen zu treffen.

Andere Einwände erscheinen viel bedeutsamer. Diese von Versicherungsunternehmen vorgetragenen Argumente, das Provisionsabgabeverbot zu erhalten, sind in zwei Gruppe zu unterteilen.

- Unternehmenspolitischer Aspekt: Vertriebssteuerung

Es werden Argumente genannt, wie das Gleichbehandlungsprinzip, das den gleichen Preis für die gleiche Leistung verlangt. So sollen alle Kunden des Versicherungsunternehmens zu gleichen Preisen eine Leistung erhalten und diese Leistung soll weitgehend durch das Versicherungsunternehmen standardisiert sein. Insoweit unterlaufen Preisverhandlung die Qualitätsanstrengungen des Versicherungsunternehmens, ein Risiko der Auszehrung von Vermittlererlösen erzeugt höheren Verkaufsdruck, und es besteht die Gefahr, dass die Versicherungsunternehmen und deren Vermittler eine kostenlose und hochwertige Beratung erbringen, rabattierte Käufe aber anderweitig stattfinden. Dieses Problem besteht grundsätzlich und bewirkt eine Polarisierung von (honorarpflichtiger) Beratung und (provisionsbelasteter) Vermittlung. Diese Polarisierung kann nur dann entschärft werden, wenn der Verbindung von Beratung und Vermittlung durch das Rechtsumfeld keine Hürden entgegen gesetzt werden, zumal für Kunden das Angebot aus einer Hand wünschenswert ist.

- Sozialpolitischer Aspekt: Quersubventionierung

Es wird vorgebacht, dass eine Quersubventionierung von Leistungen im Vertrieb (innerhalb einer Kundenbeziehung, zwischen verschiedenen Kunden, zwischen verschiedenen Tätigkeiten, wie Vermittlung und Schadenbearbeitung) nicht mehr erfolgen kann, mit der Konsequenz, dass bestimmte Kundensegmente nicht mehr adäquat bedient werden können.

Dieser Aspekt der Vertriebssteuerung ist relevant, gilt allerdings lediglich für den gebundenen Vertrieb. Ungebundene Vermittler bieten ihre Leistungen ohnehin nach anderen Gesichtspunkten an und gestalten ihr eigenes Geschäftsmodell, so dass hier keine Interessen der Versicherungsunternehmen berührt sind. Diese Vermittler sollten dann auch – vertriebspolitische Entscheidungen treffen können. Der sozialpolitische Aspekt gilt nur äußerst eingeschränkt bei Sachversicherungen und bei der (geförderten) Lebensversicherung, nicht aber bei anderen Lebensversicherungen und der Privaten Krankenversicherung, die ohnehin nur im gehobenen Kundensegment bedeutsam sind.

Unter Berücksichtigung dieser Argumente ist es zweckmäßig, das Provisionsabgabeverbot aufzugeben und für den gebundenen Vertrieb ein Recht der Verwendungsbeschränkung von Provisionen einzuführen. Aus den vorgenannten Gründen wird vorgeschlagen, das Leitbild der Beratung nicht aus dem Versicherungsbereich abzuleiten, sondern eine Anlehnung an die Gedanken vorzunehmen, die im Wertpapierbereich Anwendung fanden.

Die weiteren rechtlichen Veränderungen werden durch die Entwicklungen auf EU-Ebene beeinflusst und im Zusammenhang mit der Umsetzung anstehender Richtlinien wirksam. So soll das HonAnlBerG bereits Bestimmungen der MIFID-II vorwegnehmen.

## **7.5 EU-Ebene: Restriktionen des Handlungsraums**

Der nationale Handlungsraum wird durch EU-weit geltende Regelungen („Richtlinien“) eingeschränkt. Für die anstehenden Maßnahmen zur Verbesserung des Verbraucherschutzes im Finanzmarkt sind vor allem die folgenden Bestimmungen, die noch nicht wirksam sind, aber sich in einer entscheidenden



den Beratungsphase befinden, relevant. Es zeigt sich, dass der auch in diesem Papier erkennbare Mangel an Harmonisierung des Rechts nun angegangen wird.

### **7.5.1 Wohnimmobilienkredit-Richtlinie<sup>76</sup>**

Durch die Richtlinie werden die Anforderungen für Vermittler deutlich erhöht. Dies betrifft die persönlichen und fachlichen Voraussetzungen, aber auch die Haftungsübernahme. Außerdem wird die Beratung rechtlich geregelt und die Informationspflichten für Berater und Vermittler werden festgelegt. Die Beratung wird als eine Tätigkeit aufgefasst, die von einem Kreditinstitut oder einem Vermittler erbracht wird. Auch kommt es zu einer Vereinheitlichung bei der Berechnung des effektiven Jahreszinses. Außerdem wird den Kreditnehmern ein Recht zur Kündigung eines Vertrags – unter Bedingungen - eingeräumt. Solche Bedingungen können die zeitliche Begrenzung der Ausübung dieses Rechts, eine je nach Art des Sollzinssatzes unterschiedliche Behandlung oder Beschränkungen hinsichtlich der Umstände, unter denen dieses Recht ausgeübt werden kann, betreffen. Die Mitgliedstaaten können auch vorsehen, dass der Kreditgeber Anspruch auf eine faire und objektiv gerechtfertigte Entschädigung für etwaige Kosten hat, die ihm in unmittelbarem Zusammenhang mit der vorzeitigen Rückzahlung des Kredits entstehen. Die Richtlinie wird für die Kreditvermittlung endlich einen rechtlichen Rahmen schaffen, der dem der Anlage- und Versicherungsvermittler entspricht. Sie wird auch erheblichen Einfluss auf Versicherungsvermittler haben, da diese in der Regel auch Wohnimmobilienkredite von Versicherungsunternehmen vermitteln.

### **7.5.2 PRIIPS-Verordnung<sup>77</sup>**

Mit der Verordnung wird der Begriff Anlageprodukt insoweit erweitert, als er über den Bereich der Finanzinstrumente hinausgeht und auch Versicherungen erfasst. Ein Anlageprodukt im Sinn der Richtlinie ist eine Anlage, bei der unabhängig von der Rechtsform der Anlage der dem Anleger rückzahlende Betrag von Schwankungen von Referenzwerten oder Fluktuationen bei der Entwicklung eines oder mehrerer Vermögenswerte, die nicht direkt vom Anleger erworben werden, abhängig ist. Darüber hinaus werden auch Altersvorsorgeprodukte als spezielle Anlageprodukte begrifflich gefasst; dabei handelt es sich um Produkte, ..., deren Zweck in erster Linie darin besteht, dem Anleger im Ruhestand ein Einkommen zu gewähren, und die dem Anleger einen Anspruch auf bestimmte Leistungen einräumen. Die Verordnung erweitert die Informationspflichten im Zusammenhang mit der Auflage und dem Vertrieb von Anlageprodukten und bestimmt den Inhalt sog. Basisinformationsblätter, die von den Emittenten zu erstellen und Verbrauchern im Zuge einer Anlageentscheidung zu übergeben sind.

Bestimmte Produkte mit Anlagecharakter werden jedoch nicht als Anlageprodukte im oben bezeichneten Sinn verstanden:

- (a) Versicherungsprodukte, die keinen Rückkaufwert bieten oder

---

<sup>76</sup> Vorschlag für eine RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES über Wohnimmobilienkreditverträge vom 31.3.2011, KOM(2011) 142 endgültig, 2011/0062 (COD).

<sup>77</sup> Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Basisinformationsblätter für Anlageprodukte KOM (2012) 0352 vom 3.07.2012.

- bei denen der Rückkaufwert nicht vollständig oder teilweise (direkt oder indirekt) Marktschwankungen ausgesetzt ist;
- (b) Einlagen mit einer Rendite, die in Abhängigkeit von einem Zinssatz bestimmt wird;
  - (c) in Artikel 1 Absatz 2 Buchstaben b bis g, i und j der Richtlinie 2003/71/EG genannte Wertpapiere;
  - (d) sonstige Wertpapiere, in denen kein Derivat eingebettet ist, und
  - (e) betriebliche Altersversorgungssysteme im Anwendungsbereich der Richtlinie 2003/41/EG oder der Richtlinie 2009/138/EG.

Strittig ist vor allem die Frage, ob die Ausnahme (a) verändert werden soll und nur fondsgebundene Lebensversicherungen unter die Verordnung fallen sollen, wie der GDV vorschlägt. Dieser Vorschlag beinhaltet auch die Herausnahme von Altersvorsorgeprodukten aus der Verordnung, sofern diese nach nationalem Recht anerkannt (und reglementiert) sind.

Die Entscheidung darüber ist insoweit auch bedeutsam, als die neue Versicherungsvermittlungsrichtlinie IMD II zusätzliche Anforderungen an Anlageprodukte im Sinn der PRIIPs-Verordnung stellt.

### **7.5.3 IMD II<sup>78</sup>**

Durch die Überarbeitung der IMD werden u.a. folgende Verbesserungen angestrebt: Ausdehnung des Geltungsbereichs auf alle Vertriebskanäle unter Einschluss des Verkaufs von Versicherungen durch die Versicherungsunternehmen selbst; Aufdeckung, Bewältigung und Entschärfung von Interessenkonflikten; Verbesserungen im Hinblick auf Angemessenheit und Objektivität der Beratung; Gewährleistung, dass die berufliche Qualifikation der Vertreter der Komplexität der vertriebenen Produkte entspricht.

Die Reichweite des Beratungsverständnisses wird nun auch auf den Verkauf von Versicherungen ausgedehnt. Außerdem werden Regeln der MIFID, sofern diese sich auf Anlageprodukte beziehen, in das Regelwerk eingebunden.

Umstritten sind vor allem geplante Bestimmungen zur Vermittlervergütung und der Offenlegung.

Mit der IMD II wird der Versuch unternommen, die im Anlagebereich eingeführten Regeln, sofern zweckmäßig, auch auf den Versicherungsbereich zu übertragen und die beiden Rechtsräume zu harmonisieren.

### **7.5.4 MIFID II<sup>79</sup>**

Die Überarbeitung der MIFID verändert vor allem die Regeln für den Handel von Finanzinstrumenten, erweitert aber die bestehenden Regeln auch auf Anlageprodukte, die nicht Finanzinstrumente sind und bildet folgt insoweit der PRIIPs-Verordnung, ähnlich dem Vorgehen bei IMD II. Darüber hinaus wird die Beratung rechtlich präziser definiert und die daran gestellten Anforderungen sollen verschärft werden. Auch Einschränkungen des Ausführungsgeschäfts werden erwogen. Insoweit ist auch

---

<sup>78</sup> Vorschlag für eine RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES über Versicherungsvermittlung vom 3.7.2012 COM(2012) 360 final, 2012/0175 (COD).

<sup>79</sup> Vorschlag für eine RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES über Märkte für Finanzinstrumente zur Aufhebung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20.10.2011, KOM(2011) 656 endgültig, 2011/0298 (COD).

MIFID II ein Beitrag zur rechtlichen Harmonisierung. Auch die Einbeziehung der Beratung und der Empfehlung zu Einlagengeschäften und Schuldverschreibungen, insb. strukturierte Schuldverschreibungen, der Kreditinstitute ist geplant.

### 7.5.5 Zusammenfassung

Die neuen Regelungen definieren nur unzureichend Anreize, um das Geschäftsmodell der Beratung im Markt attraktiv zu machen. Das weitere Ziel des Gesetzgebers sollte darin bestehen, die Leistungsunterschiede zu fördern und dabei wäre auf der klareren Unterscheidung von Beratung und Vermittlung aufzubauen. Wird die Beratung als höherwertige und umfassendere Tätigkeit gegenüber der Vermittlung verstanden, so kann auch erwartet werden, dass Kunden mit einem höheren Anspruch diese Leistung am Markt verlangen und dafür ein explizit aufzuwendendes Honorar bereit sind zu entrichten. Dieses dürfte dann in der Regel höher sein als ein indirektes Honorar, das in der Form einer Provision ja ebenso vom Kunden bezahlt würde, denn der Honorarberater muss diesen Provisionsertrag ja an seinen Kunden auskehren. Ergänzend dazu wäre es naheliegend, von diesen für ein explizites Honorar arbeitenden Beratern erhöhte Qualifikationsanforderungen zu stellen und die eine Beratung erbringende Institutionen erweiterten Compliancepflichten auszusetzen. Schließlich sollte ein Honorar, das für eine Beratung aufgewandt wird, auf die steuerpflichtigen Erträge anrechenbar sein und insoweit mit der steuerlichen Anrechnung von Provisionen vergleichbar gestaltet werden.

Die Gestaltung der rechtlichen Bedingungen sollte zudem die Durchgängigkeit von Geschäftsmodellen entsprechen der Lebenszyklen von Kunden entsprechen. So sollten Vermittlung und Beratung, gegen Provisionen oder explizite Vergütung, stets im Rahmen eines Geschäftsmodells durchführbar sein. Die Klarstellung gegenüber Kunden könnte dann im Zuge von vertraglichen Regelungen in Schriftform erfolgen. Dies hätte den Vorteil, dass mit Veränderungen der Bedarfslage auch die Leistungen aus einer Hand, ins. von dem Anbieter, zu dem Vertrauen besteht, erbracht werden und ein Kunde müsste nicht, wenn sich sein Bedarf ändert, den Berater wechseln, wie dies derzeit der Fall ist. Nicht das Vergütungsmodell darf die Geschäftsmodelle trennen, sondern alle Leistungsarten sollten im Rahmen eines Geschäftsmodells aufgrund klarer Verträge erbracht werden dürfen. Dann dürfte auch die Beratung gegen explizites Honorar stärker im Markt durchsetzen.

Es bestehen mit den EU-Regelungen in dieser Hinsicht gute Ansätze zur Neuregelung der Beratung, die dann erfolgreich sein werden und die Akzeptanz im Markt erhöhen werden, wenn diese über die Bereiche Versicherung, Kapitalanlage und Kredit hinweg wirksam werden. Eine solche Absicht ist deutlich zu erkennen.

Der Gesetzgeber geht bisher implizit vom Gedanken aus, dass die Beratung auch eine Vermittlung einschließt. Im Zuge einer solchen Betrachtungsweise werden die Unterschiede von Beratung und Vermittlung nur schwach und ggf. implizit konturiert. Da nun unterschiedliche Beratertypen (und auch Vermittlertypen) rechtlich etabliert sind, bedarf es umso mehr einer präzisen begrifflichen Fassung von Beratung und Vermittlung, um provisionsintendierte Beratung, die ja Vermittlung zwingend einschließt, und honorargebundene Beratung, die nicht zwingend auf eine Vermittlung ausgelegt ist, hinsichtlich des zu erbringenden Leistungsumfangs präzise zu unterscheiden.

Die bestehende Regelung geht von zwei Beratertypen aus, dem vermittlungsorientierten Berater, der sich aus Provisionen finanziert und dem problemorientierten Berater, der ein Honorar direkt vom

Kunden verlangt. Diese beiden Beratertypen werden bisher nur wenig differenziert. Wesentliche Unterschiede hinsichtlich der Anforderungen und des Umfangs zu erbringender Leistungen werden nicht verlangt.

Um die Qualität der Beratung aber zu erhöhen und an den Interessen der Kunden auszurichten, sollten erweiterte fachliche Anforderungen an Berater gestellt werden. Damit kann auch das Verlangen eines Honorars (für umfassende Tätigkeit und qualifizierte Erbringung) begründet werden.

Es muss für einen Kunden klar ersichtlich sein, welche Leistungen er im Fall einer Honorar-Beratung, eine provisionsintendierten Beratung und einer provisionsverbundenen Vermittlung zu erwarten hat. Der Gesetzgeber hat dazu klare Vorschriften zu erstellen. Ein Kunde wird nur dann bereit sein, ein Honorar zu bezahlen, das ggf. über eine Provision (als indirektes Honorar) hinausgeht, wenn er sich davon einem Zusatznutzen verspricht. Bisher bestehen in diesem Zusammenhang lediglich wenig präzisierte Vorgaben zum Angebotsspektrum. Dies ist unzureichend sein, die Honorarberatung mit wirksamen Anreizen auszustatten.

Eine Unterscheidung von zwei Beratertypen nach dem Angebotsspektrum ist verzichtbar, wenn Berater grundsätzlich auf ein breites Produktspektrum (auch das Marktangebot und eine Präzisierung der Vorgabe, was unter einer „hinreichenden Zahl“ zu verstehen ist) festgelegt werden und die Honorierung in der Form erfolgt, dass in dem Fall, sofern ein Honorar vom Berater verlangt wird, eine ggf. anfallende Provisionen auszukehren ist. Sofern ein Unternehmen primär Produkte empfehlen und sich auf ein eingeschränktes Angebotsspektrum stützen will, weil dementsprechende Vertriebsinteressen vorliegen, so kann es unter bereits bestehenden rechtlichen Bestimmungen als Vermittler tätig sein, zumal sein „Beratungsangebot“ doch nur als „Vermittlungs-intendiert“ interpretiert werden kann, insb. wenn kein Honorar verlangt wird.

Die beiden Arten der Beratung müssen gut zu unterscheiden sein. Dazu bedarf es einer Dokumentation, die Rechte und Pflichten im Zusammenhang mit einem zu konkretisierenden Beratungsgegenstand zusammenfasst. Im Fall einer Beratung sollte ein schriftlicher Vertrag über den zu beratenden Gegenstand, die vom Berater zu erbringenden Leistungen sowie die Vergütung der Beratungsleistung geschlossen werden. Im Zuge einer Beratung werden Kunden bestimmte Produkte empfohlen, die dann diesem Kunden u.U. vermittelt werden. Die Herleitung dieser Empfehlung ist also für die Vermittlung entscheidend und sollte für einen Kunden transparent und nachvollziehbar sein. Dies ist umso wichtiger, wie die beiden Beratertypen auf unterschiedliche Auswahlprozesse gesetzlich festgelegt sind. Die bisherige Regelung sieht keine Verpflichtung vor, den Prozess der Generierung einer Empfehlung transparent zu machen. Wird im Zuge oder (im Anschluss) an eine Beratung auch eine Vermittlung durchgeführt, so sollten die Ergebnisse der Beratung bei der Vermittlung zu beachten werden und sind gegenüber dem Kunden zu begründen. Eine ausführliche Dokumentation sollte pflichtgemäß erfolgen.

Wird die Weiterentwicklung des Rechts von einem solchen Leitbild der Beratung angeregt, so kann auch die Abschaffung der bestehenden Unterschiede von problemorientierter und vermittlungsorientierter Beratung über alle finanziellen Sektoren hinweg vorgenommen werden. Der Berater handelt dann stets problemorientiert und eine darauf aufbauende Vermittlung hat die Beratungsergebnisse als Grundlage zu nehmen. Dem gegenüber handelt der Vermittler stets hinsichtlich eines vorgegebenen Produktspektrums interessegeleitet, also „abhängig“, oder akzessorisch zu einer „unabhängigen“ Beratung. Der Umfang der im Zuge einer Vermittlung zu erbringenden Leistung, die bera-

tenden Charakter hat, ist dementsprechend abzugrenzen. Ganz entscheidend ist dabei, vom wem die Initiative zu einem Geschäft ausgeht. Der Kunde kann einen Berater beauftragen, der dann auch akzessorisch die Vermittlung übernimmt, oder einen Vermittler, dessen Restriktionen er kennt und in seiner Entscheidung berücksichtigt und zu einem nachgefragten Produkt berät, oder auch einen spezialisierten Vermittler, ein sog. Ausführer, der lediglich vom Kunden erwünschte Entscheidungen zu Finanzprodukten am Markt exekutiert. Für diese Fälle sind Pflichtenkataloge für die Anbieter aufzustellen, die sich von anderen unterscheiden, wenn die Initiative vom Anbieter selbst ausgeht. Dies ist sowohl bei einem Berater wie einem Vermittler denkbar.

Berater sollten die Freiheit haben, ein Honorar zu verlangen und Beratungsleistungen zu erbringen, auch wenn sie die aus akzessorischen Vermittlungen Provisionen einnehmenden und transparent machen, auf das Honorar anrechnen und im Fall eines Provisionsüberschusses diesen an Kunden auskehren. Vermittler arbeiten dagegen nicht gegen ein vom Kunden aufzuwendendes Honorar, die schränken ihr Produktspektrum nach grundsätzlichen Erwägungen ein, machen diese Einschränkungen transparent und werden ausschließlich aus Provisionen ihrer Kooperationspartner vergütet. Die Einschränkungen des Produktspektrums ergeben sich entweder aus dem Beratungsprozess, der auf einem breiten Produktangebot aufbaut, oder aus den Vorgaben des Vermittlers, der einen Vertriebsauftrag erfüllt, worüber umfassend aufzuklären wäre.

Folgte man diesem Konzept, kann irritierende die Vielfalt an Geschäftsmodellen stark begrenzt werden und auf diese Weise wird die Transparenz für Verbraucher entscheidend erhöht. Vor diesem Hintergrund sind die bevorstehenden EU-Regelungen, über die noch zu entscheiden ist, zu bewerten.

## 8. Abkürzungsverzeichnis

AIFM	Alternativer Investmentfonds Manager
BAFIN	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BMELV	Bundesministerium für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz
BMF	Bundesministerium für Finanzen
BMWi	Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie
EdW	Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen
FinVermV	Finanzanlagenvermittlerverordnung
GewO	Gewerbeordnung
HonAnlBerG	Honoraranlageberatungsgesetz
IMD	Insurance Mediation Directive
InvG	Investmentgesetz
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KWVG	Kreditwesengesetz
MaBV	Makler- und Bauträger-Verordnung
MaComp	Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion
MIFID	Markets in Financial Instruments Directive
OGA	Organismus für gemeinsame Anlagen
OGAW	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
PRIP	Packaged Retail Investment Products
RDG	Rechtsdienstleistungsgesetz
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
VermAnlG	Vermögensanlagengesetz
VVG	Versicherungsvertragsgesetz
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpDVerOV	Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung)

## 9. Übersicht der Regelungen zum Bereich Kapitalanlage

	Regulierung von Tätigkeiten nach WpHG		(privilegierte) Regulierung von Tätigkeiten nach Gewerbeordnung	
	Beratung	Vermittlung (auch Kommissionsgeschäft und Eigenhandel)	Beratung	Vermittlung
Erlaubnis	Unterscheidung der Erlaubnis des Unternehmens nach Beratung und Vermittlung (§32 KWG)		Unterscheidung der Erlaubnis des Unternehmens nach Umfang des (angebotenen) Produktspektrums (§34f Abs.1 GewO) und des Status als Vermittler oder Berater (§34f oder §34h GewO)	
			<p>Gesonderte Erlaubnis für Berater, die ihre Leistung ausschließlich gegen ein Honorar erbringen. Dabei erfolgt eine Unterscheidung nach Umfang des (eingeschränkten) Produktspektrums (§34h Abs.1 GewO). Eine Erlaubnis nach §34h schließt eine andere Erlaubnis nach §34f aus und umgekehrt.</p> <p>Bei der Erteilung einer Erlaubnis sind die Bestimmungen nach § 34f Abs. 2-6 entsprechend anzuwenden. Insoweit gilt die FinVermV entsprechend. Weitere Regelungen erfolgen durch eine Verordnung ge. §34g GewO (<i>Welche zusätzlichen Anpassungen der FinVermV für Honorar-Finanzanlagenberater folgen?</i>)</p>	
<i>Sachkunde</i>	Nachweis der S. (der Organe) erforderlich (§32 KWG i.V. mit §34d WpHG)		Nachweis der S. (der Organe) erforderlich (§34f Abs.2 GewO i.V. mit §6 FinVermV), Prüfung ist abhängig vom Umfang der beantragten Erlaubnis; relevant ist das Produktspektrum, keine Unterscheidung aber nach der Tätigkeit der Beratung oder Vermittlung (§3 FinVermV i.V. mit der Begründung)	
<i>Zuverlässigkeit</i>	Nachweis der Z. (der Organe) erforderlich (§32 KWG i.V. mit		Nachweis der Z. erforderlich (§34f Abs.2 GewO)	

	Regulierung von Tätigkeiten nach WpHG		(privilegierte) Regulierung von Tätigkeiten nach Gewerbeordnung	
	Beratung	Vermittlung (auch Kommissionsgeschäft und Eigenhandel)	Beratung	Vermittlung
	§34d WpHG)			
<i>Sachkunde, Zuverlässigkeit</i>	Nachweis (mitwirkende Personen) erforderlich (§34d WpHG)		Nachweis (mitwirkende Personen) erforderlich (§34f Abs.4 GewO)	
<i>Vermögensverhältnisse</i>			Nachweis geordneter V. erforderlich (§34f Abs.2 GewO)	
<i>Nachweis Kapital, Haftpflichtversicherung</i>	Nachweis ausreichender Eigenmittel erforderlich (§10 KWG)		Nachweis einer Haftpflichtversicherung erforderlich (§34f Abs.2 GewO i.V. mit §9 FinVermV)	
<i>Verhaltenspflicht</i>	Erbringung der Leistungen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit, Pflicht zur Interessewahrung gegenüber Verbrauchern, Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten und vor Durchführung von Geschäften evt. Interessenkonflikte eindeutig darzulegen, Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten im Rahmen von Vertriebsvorgaben (§31 Abs 1 Nr. 1 und §33 Abs. 1 Nr. 3 WpHG)		Erbringung der Leistungen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit im Interesse der Verbraucher (§11 FinVermV) Pflicht zum Hinweis auf Interessenkonflikte (§14 Abs. 5 FinVermV)	
<i>Organisationspflicht</i>	Es sind Vorkehrungen, die den Umsatz, das Volumen oder den Ertrag der im Rahmen der Anlageberatung empfohlenen Geschäfte betreffen (Vertriebsvorgaben), auszugestalten, umzusetzen und zu überwachen, so dass Kundeninteressen nicht beeinträchtigt werden (§33 Abs. 1, Nr. 3a WpHG).			
<i>Organisationspflicht (Beratung gegen Honorar)</i>	Beratungen, die ausschließlich gegen Honorar erbracht werden, sind organisatorisch von		Wenn Beratung ausschließlich gegen Honorar erbracht wird, so ist dieser Geschäftsbereich organisatorisch von anderen zu trennen; es dürfen keine Vertriebsvorgaben durch die Leitung des Geschäftsbereichs festge-	



	Regulierung von Tätigkeiten nach WpHG		(privilegierte) Regulierung von Tätigkeiten nach Gewerbeordnung	
	Beratung	Vermittlung (auch Kommissionsgeschäft und Eigenhandel)	Beratung	Vermittlung
	andere arbeitenden Geschäftsbereichen zu trennen; es dürfen keine Vertriebsvorgaben durch die Leitung des Geschäftsbereichs festgelegt werden (WpHG §33 Abs. 3a)		legt werden (GewO §34h).	
<i>Informationspflicht</i>				
<i>Status</i>	Auskunft über Unternehmen, Umfang der Erlaubnis (§31, Abs.3 WpGH), Erklärung über die Erbringung der Beratung gegen Honorar (§31 Abs. 4b WpHG)		Auskunft über Unternehmen, Kontaktdaten, Umfang der Erlaubnis (§12 FinVermV)	
<i>Produkte</i>	Auskunft über Risiken, Kosten und Besteuerungshinweise (§31, Abs.3 WpHG i.V. mit §§4-5 WpDVerOV)		Auskunft über Risiken, Kosten und Besteuerung (§§13 FinVermV), weitere Pflichten entspr. InvG (insb. § 121 Abs. 1-3, § 123 und § 124 Abs. 1-2a.) – künftig entspr. KAGB.	
<i>Aushändigung Produktinformationsblatt</i>	Verpflichtung gem. § 31 Absatz 3a Satz 1 WpHG i.V. mit §5a WpDVerOV		Verpflichtung zur Aushändigung der wesentlichen Anlegerinformation gem. InvG bei Investmentfonds oder des Vermögensanlagen-Informationsblatts gem. VermAnlG.(§15 FinVermV)	
<i>Art der Vergütung</i>	Auskunft über Honorarforderung oder andere Vergütung der Leistung gem. § 31 Absatz 4b			
<i>Vergütung (Zuwendungen, insb. Provisoren)</i>	Verbot der Annahme von Zuwendungen, es sei denn diese verbessern die Qualität der Tätigkeit, stehen dem Verbraucherinteresse nicht entgegen und werden offengelegt (31d WpHG)		Verbot der Annahme von Zuwendungen, es sei denn diese stehen dem Verbraucherinteresse nicht entgegen und werden offengelegt (§17 FinVermV)	
	Wenn Beratung ausschließlich gegen Honorar erfolgt, so besteht ein Verbot der Annahme von Zuwendungen. Ist		Wenn Beratung ausschließlich gegen Honorar erfolgt, so besteht ein Verbot der Annahme von Zuwendungen. Ist das empfohlene Produkt	

	Regulierung von Tätigkeiten nach WpHG		(privilegierte) Regulierung von Tätigkeiten nach Gewerbeordnung	
	Beratung	Vermittlung (auch Kommissionsgeschäft und Eigenhandel)	Beratung	Vermittlung
	das empfohlene Produkt mit Zuwendungen verbunden, so sind diese an den Kunden ausbezahlen (§ 31 Abs. 4c, Nr.2 WpHG)		mit Zuwendungen verbunden, so sind diese an den Kunden auszuzahlen (§34h Abs.3 GewO)	
<i>Produktspektrum</i>	Pflicht zur Aufklärung über Einschränkungen und Auswahlkriterien bezüglich Finanzinstrumenten und Anbietern (§ 31 Abs. 3 Satz 1 WpHG i.V. mit §5 Abs. 2a WpDVerOV)		Pflicht zur Aufklärung über die Anbieter von Finanzinstrumenten, die Gegenstand einer Beratung oder Vermittlung sind (§12, Abs. 1 Nr. 4 FinVermV)	
	Wenn Beratung ausschließlich gegen Honorar erfolgt: Empfehlung auf der Grundlage einer hinreichenden Anzahl von auf dem Markt angebotenen Finanzinstrumenten und nicht auf verbundene Unternehmen beschränkt (§ 31 Abs. 4c, Nr.1). Besondere Informationspflichten bei der Empfehlung von Finanzinstrumenten eigener Emission oder der Emission verbundener Unternehmen (§ 31 Abs. 4d WpHG).		Wenn Beratung ausschließlich gegen Honorar erfolgt: Empfehlung auf der Grundlage einer hinreichenden Anzahl von auf dem Markt angebotenen Finanzinstrumenten und nicht auf verbundene Unternehmen beschränkt (§34h Abs.2 GewO).	
<i>Produktempfehlung</i>	Prüfung der „Geeignetheit“ (§31 Abs. 4 WpHG) erweiterte Prüfung bei bestimmten geschlossenen In-	Prüfung der „Angemessenheit“ (§31 Abs. 5 WpHG), erweiterte Prüfung bei bestimmten	Prüfung der „Geeignetheit“ (§16 Abs. 1 FinVermV) erweiterte Prüfung bei bestimmten geschlossenen Investmentvermögen	Prüfung der „Angemessenheit“ (§16 Abs. 2 FinVermV), erweiterte Prüfung bei bestimmten geschlossenen Investmentvermögen

	Regulierung von Tätigkeiten nach WpHG		(privilegierte) Regulierung von Tätigkeiten nach Gewerbeordnung	
	Beratung	Vermittlung (auch Kommissionsgeschäft und Eigenhandel)	Beratung	Vermittlung
	vestmentvermögen (nach § 262, 337, 338 KAGB) sowie Beachtung von Mindestanlagesummen	geschlossenen Investmentvermögen (nach § 262, 337, 338 KAGB) sowie Beachtung von Mindestanlagesummen Verzichtsoption im Fall eines Ausführungsgeschäfts (§31 Abs. 7 WpHG)	(nach § 262, 337, 338 KAGB) sowie Beachtung von Mindestanlagesummen	gen (nach § 262, 337, 338 KAGB) sowie Beachtung von Mindestanlagesummen  Verzichtsoption im Fall eines Ausführungsgeschäfts von offenen Investmentvermögen in Wertpapieren (OGAW) ohne Hedgefonds (§16, Abs.5 FinVermV)
<i>Dokumentationspflicht</i>	Erstellung eines Beratungsprotokolls durch die tätig werdende bzw. mitwirkende Person (§34 Abs. 2a WpHG)		Erstellung eines Beratungsprotokolls durch die tätig werdende bzw. mitwirkende Person (§18 FinVermV)	
<i>Aufzeichnungspflicht</i>	Umfassende Aufzeichnungspflicht, auch zur internen (Vertriebs-)Steuerung und Überwachung der Prozesse, einschließlich der Pflicht-Dokumente (§34 WpHG i.V. mit §14 WpDVerOV)		Umfassende Aufzeichnungspflicht, einschließlich der Pflicht-Dokumente (§22 FinVermV)	
<i>Prüfungspflicht</i>	Einhaltung der Verpflichtungen durch jährliche Prüfungen (§37v WpHG)		Einhaltung der Verpflichtungen durch lfd. Prüfungen (§24 FinVermV)	
<i>Kontrollpflicht</i>	Verpflichtung auf die Einhaltung der Grundsätze (insb. im Vertrieb), so dass bei Geschäften Verbraucherinteressen nicht beeinträchtigt werden (§33 Abs. 1 Nr. 3a WpHG), Verpflichtung zur internen Überwachung der Prozesse, auch Verfolgung von Beschwerden (§33 WpHG i.V. mit §12 WpDVerOV)			

## 10. Vergleich der Regelungen: Kapitalanlage und Versicherung

	<b>Bereich: Kapitalanlage (Grundlage MIFID)</b>	<b>Bereich Versicherung (Grundlage IMD)</b>
<b>10.1 Dienstleistung</b>	<p>Bei MIFID handelt es sich um eine Richtlinie, die unterschiedliche Dienstleistungen regelt. Dazu zählen die Vermittlung von Finanzinstrumenten wie auch die Beratung; zugleich werden auch Bestimmungen für die Ausführung von Transaktionen mit Finanzinstrumenten aufgegeben.</p> <p>MIFID (ANNEX I LIST OF SERVICES AND ACTIVITIES AND FINANCIAL INSTRUMENTS, Section A)            A) <u>Investment services and activities</u>            (1) Reception and transmission of orders in relation to one or more financial instruments.            (2) Execution of orders on behalf of clients.            .....            (5) <u>Investment advice.</u>            .....            [MIFID (ANHANG I LISTE DER DIENSTLEISTUNGEN UND TÄTIGKEITEN UND FINANZINSTRUMENTE, Abschnitt A) Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten            1. Annahme und Übermittlung von Aufträgen, die ein oder mehrere Finanzinstrument(e) zum Gegenstand haben            2. Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden            .....            5. Anlageberatung            6.....]</p>	<p>IDM ist eine Richtlinie, die sich ausschließlich auf die Dienstleistung der Vermittlung bezieht. Sofern auch die Beratung zu Versicherungen geregelt wird, wird diese Beratung stets als eine solche verstanden, die im Zusammenhang mit einer Vermittlung steht.</p> <p>IMD (11)  <u>This Directive should apply to persons whose activity consists in providing insurance mediation services to third parties for remuneration, which may be pecuniary or take some other form of agreed economic benefit tied to performance.</u>            [Diese Richtlinie sollte Personen betreffen, deren Tätigkeit darin besteht, für Dritte Versicherungsvermittlungsdienstleistungen für eine Gegenleistung zu erbringen, die finanzieller Art sein oder jede andere Form eines wirtschaftlichen Vorteils annehmen kann, der zwischen den Parteien vereinbart wurde und an die Leistung geknüpft ist.]</p>
<b>10.2 Beratung</b>		
<b>EU-Recht</b>	<p>Beratung ist Wertpapierdienstleistung gem. MIFID Annex I Abschnitt A Nr. 4.  <u>MIFID Article 1, Nr. 1, 4</u>  <u>Investment advice means the provision of personal recommendations to a client, either upon its request or at the initiative of the investment firm, in respect of one or more transactions relating to financial instruments;</u>            [Anlageberatung: die Abgabe persönlicher Empfehlungen an einen Kunden entweder auf dessen Aufforderung oder auf Initiative der Wertpapierfirma, die sich auf ein oder mehrere Geschäfte mit Finanzinstrumenten beziehen.]  <u>MIFID Article 19, Nr. 4</u>  <u>When providing investment advice ... the investment firm shall obtain the necessary information regarding the client's or potential client's knowledge and experience in the investment field relevant to the specific type of product or service, his financial situation and his investment objectives so as to enable the firm to recommend to the client or potential</u></p>	<p>Beratung ist keine Dienstleistung gem. IMD. Sofern die Beratung –auf nationaler Ebene - reguliert ist, so steht diese im Zusammenhang mit einer Vermittlung. Es gilt ergänzend und einschränkend gem. GewO § 34e, Abs 3: Versicherungsberater dürfen keine Provision von Versicherungsunternehmen entgegennehmen.            Die Beratung zu Versicherungen war bis zur Umsetzung der IMD durch das Rechtsberatungsgesetz geregelt. Diese Beratung schloß auch die Vermittlung von Versicherungen ein, so dass die Tätigkeit von der IMD berührt wurde und eine Neuregelung</p>

	<p><a href="#">client the investment</a> services and financial instruments that are <i>suitable</i> for him.  [Erbringt die Wertpapierfirma Anlageberatung- ..., so holt sie die notwendigen Informationen über die Kenntnisse und Erfahrung des Kunden oder potenziellen Kunden im Anlagebereich in Bezug auf den speziellen Produkttyp oder den speziellen Typ der Dienstleistung, seine finanziellen Verhältnisse und seine Anlageziele ein, um ihr zu ermöglichen, dem Kunden oder potenziellen Kunden für ihn <i>geeignete</i> Wertpapierdienstleistungen und Finanzinstrumente zu empfehlen.]</p>	erforderlich wurde.
<b>Deutsches Recht</b>	<p><u>WpHG § 2 Abs. 3 Nr. 9</u>  Anlageberatung: Abgabe von persönlichen Empfehlungen an Kunden oder deren Vertreter, die sich auf Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten beziehen, sofern die Empfehlung auf eine Prüfung der persönlichen Umstände des Anlegers gestützt oder als für ihn geeignet dargestellt wird und nicht ausschließlich über Informationsverbreitungs Kanäle oder für die Öffentlichkeit bekannt gegeben wird.  <u>WpHG §31 Abs. 4</u>  Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das Anlageberatung ... erbringt, muss von den Kunden alle Informationen einholen über Kenntnisse und Erfahrungen der Kunden in Bezug auf Geschäfte mit bestimmten Arten von Finanzinstrumenten oder Wertpapierdienstleistungen, über die Anlageziele der Kunden und über ihre finanziellen Verhältnisse, die erforderlich sind, um den Kunden ein für sie geeignetes Finanzinstrument oder eine für sie geeignete Wertpapierdienstleistung empfehlen zu können. Die Geeignetheit beurteilt sich danach, ob das konkrete Geschäft, das dem Kunden empfohlen wird, .... den Anlagezielen des betreffenden Kunden entspricht, die hieraus erwachsenden Anlagerisiken für den Kunden seinen Anlagezielen entsprechend finanziell tragbar sind und der Kunde mit seinen Kenntnissen und Erfahrungen die hieraus erwachsenden Anlagerisiken verstehen kann. ....  (4a) Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das die in Absatz 4 Satz 1 genannten Wertpapierdienstleistungen erbringt, darf seinen Kunden nur Finanzinstrumente und Wertpapierdienstleistungen empfehlen, die nach den eingeholten Informationen für den Kunden geeignet sind. Die Geeignetheit beurteilt sich nach Absatz 4 Satz 2.  (4a) Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das die in Absatz 4 Satz 1 genannten Wertpapierdienstleistungen erbringt, darf seinen Kunden nur Finanzinstrumente und Wertpapierdienstleistungen empfehlen, die nach den eingeholten Informationen für den Kunden geeignet sind. Die Geeignetheit beurteilt sich nach Absatz 4 Satz 2.  (4b) Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das Anlageberatung erbringt, ist verpflichtet, Kunden vor Beginn der Beratung und vor Abschluss des Beratungsvertrages rechtzeitig und in verständlicher Form darüber zu informieren, ob die Anlageberatung als Honorar-Anlageberatung erbracht wird oder nicht. Wird die Anlageberatung nicht als Honorar-Anlageberatung erbracht, ist der Kunde darüber zu informieren, ob im Zu-</p>	<p><u>VVG § 6, Abs. 1</u>  Versicherungsberatung: ...hat den Versicherungsnehmer, soweit nach der Schwierigkeit, die angebotene Versicherung zu beurteilen, oder der Person des Versicherungsnehmers und dessen Situation hierfür Anlass besteht, nach seinen Wünschen und Bedürfnissen zu befragen und, auch unter Berücksichtigung eines angemessenen Verhältnisses zwischen Beratungsaufwand und der vom Versicherungsnehmer zu zahlenden Prämien, zu beraten sowie die Gründe für jeden zu einer bestimmten Versicherung erteilten Rat anzugeben.  <u>VVG § 59</u>  ....  (4) Versicherungsberater ... ist, wer gewerbsmäßig Dritte bei der Vereinbarung, Änderung oder Prüfung von Versicherungsverträgen oder bei der Wahrnehmung von Ansprüchen aus Versicherungsverträgen im Versicherungsfall berät oder gegenüber dem Versicherer außergerichtlich vertritt, ohne von einem Versicherer einen wirtschaftlichen Vorteil zu erhalten oder in anderer Weise von ihm abhängig zu sein.  <u>VVG § 68</u>  Die für Versicherungsmakler geltenden Vorschriften .... sind auf Versicherungsberater entsprechend anzuwenden. Weitergehende Pflichten des Versicherungsberaters aus dem Auftragsverhältnis bleiben unberührt.</p>

	<p>sammenhang mit der Anlageberatung Zuwendungen von Dritten angenommen und behalten werden dürfen.</p> <p>(4c) Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das die Anlageberatung als Honorar-Anlageberatung erbringt,</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. muss seiner Empfehlung eine hinreichende Anzahl von auf dem Markt angebotenen Finanzinstrumenten zu Grunde legen, die       <ol style="list-style-type: none"> <li>a) hinsichtlich ihrer Art und ihres Anbieters oder Emittenten hinreichend gestreut sind und</li> <li>b) nicht beschränkt sind auf Anbieter oder Emittenten, die in einer engen Verbindung zum Wertpapierdienstleistungsunternehmen stehen oder zu denen in sonstiger Weise wirtschaftliche Verflechtungen bestehen; Gleiches gilt für Finanzinstrumente, deren Anbieter oder Emittent das Wertpapierdienstleistungsunternehmen selbst ist,</li> </ol> </li> <li>2. darf sich die Honorar-Anlageberatung allein durch den Kunden vergüten lassen. Es darf im Zusammenhang mit der Honorar-Anlageberatung keinerlei nicht monetäre Zuwendungen von einem Dritten, der nicht Kunde dieser Dienstleistung ist oder von dem Kunden dazu beauftragt worden ist, annehmen. Monetäre Zuwendungen dürfen nur dann angenommen werden, wenn das empfohlene Finanzinstrument oder ein in gleicher Weise geeignetes Finanzinstrument ohne Zuwendung nicht erhältlich ist. Monetäre Zuwendungen sind in diesem Fall unverzüglich nach Erhalt und ungemindert an den Kunden auszukehren. Vorschriften über die Entrichtung von Steuern und Abgaben bleiben davon unberührt.</li> </ol> <p>Im Übrigen gelten die Anforderungen für die Anlageberatung.</p> <p>(4d) Bei der Empfehlung von Geschäftsabschlüssen in Finanzinstrumenten, die auf einer Honorar-Anlageberatung beruhen, deren Anbieter oder Emittent das Wertpapierdienstleistungsunternehmen selbst ist oder zu deren Anbieter oder Emittenten eine enge Verbindung oder sonstige wirtschaftliche Verflechtungen bestehen, muss das Wertpapierdienstleistungsunternehmen den Kunden rechtzeitig vor der Empfehlung und in verständlicher Form informieren, über</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. die Tatsache, dass es selbst Anbieter oder Emittent der Finanzinstrumente ist,</li> <li>2. die Tatsache, dass eine enge Verbindung oder eine sonstige wirtschaftliche Verflechtung zum Anbieter oder Emittenten besteht sowie</li> <li>3. das Bestehen eines eigenen Gewinninteresses oder das Interesse eines mit ihm verbundenen oder wirtschaftlich verflochtenen Emittenten oder Anbieters an dem Geschäftsabschluss.</li> </ol> <p>Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen darf einen auf seiner Honorar-</p>	
--	---	--

	Anlageberatung beruhenden Geschäftsabschluss nicht als Geschäft mit dem Kunden zu einem festen oder bestimmaren Preis für eigene Rechnung (Festpreisgeschäft) ausführen. Ausgenommen sind Festpreisgeschäfte in Finanzinstrumenten, deren Anbieter oder Emittent das Wertpapierdienstleistungsunternehmen selbst ist.	
<b>10.3 Vermittlung</b>		
<b>EU-Recht</b>	<p>Vermittlung ist eine Wertpapierdienstleistung gem. MIFID Annex I Abschnitt A Nr. 1. Die Vermittlung unterscheidet sich hinsichtlich der Vorgänge, bei denen entweder eine Initiative von einer Wertpapierdienstleistungsfirma ausgeht oder vom Kunden.</p> <p><u>MIFID (20)</u>: For the purposes of this Directive, the business of the reception and transmission of orders should also include bringing together two or more investors thereby bringing about a transaction between those investors.</p> <p>[Für die Zwecke dieser Richtlinie sollte die Tätigkeit der Annahme und Übermittlung von Aufträgen auch die Zusammenführung von zwei oder mehr Anlegern umfassen, durch die ein Geschäftsabschluss zwischen diesen Anlegern ermöglicht wird.]</p>	<p>Vermittlung ist die durch die IMD geregelte Dienstleistung. Die Vermittlung unterscheidet sich je nachdem diese von einem vertraglich gebundenen Vermittler oder nicht ausgeübt wird. Die Vermittlung kann auf verschiedenen Grundlagen ausgeführt werden.</p> <p><u>IMD (18)</u>: It is essential for the customer to know whether he is dealing with an intermediary who is advising him on products from a broad range of insurance undertakings or on products provided by a specific number of insurance undertakings.</p> <p>[Für den Verbraucher kommt es entscheidend darauf an, zu wissen, ob er mit einem Vermittler zu tun hat, der ihn über Produkte eines breiten Spektrums von Versicherungsunternehmen oder über Produkte einer bestimmten Anzahl von Versicherungsunternehmen berät.]</p> <p><u>IMD (20)</u>: If the intermediary declares that he is giving advice on products from a broad range of insurance undertakings, he should carry out a fair and sufficiently wide-ranging analysis of the products available on the market. In addition, all intermediaries should explain the reasons underpinning their advice.</p> <p>[Erklärt der Vermittler, dass er über Produkte eines breiten Spektrums von Versicherungsunternehmen berät, so sollte er eine unparteiische und ausreichend breit gefächerte Untersuchung der auf dem Markt angebotenen Produkte durchführen.]</p>
	<p><u>MIFID Article 19 Nr. 5</u></p> <p>Member States shall ensure that investment firms, when providing investment services other than those referred to in paragraph 4 (for example reception and transmission of orders in relation to one or more financial instruments or execution of orders on behalf of</p>	<p><u>IMD Article 12 Abs. 2</u></p> <p>When the insurance intermediary informs the customer that he gives his advice on the basis of a fair analysis, he is obliged to give that advice on the</p>

	<p>clients), ask the client or potential client to provide information regarding his knowledge and experience in the investment field relevant to the specific type of product or service offered or demanded so as to enable the investment firm to assess whether the investment service or product envisaged is <i>appropriate</i> for the client.</p> <p>[Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass Wertpapierfirmen bei anderen als den in Absatz 4 genannten Finanzdienstleistungen von Kunden oder potenziellen Kunden Angaben zu ihren Kenntnissen und Erfahrungen im Anlagebereich in Bezug auf den speziellen Typ der angebotenen oder angeforderten Produkte oder Dienstleistungen einholen, um beurteilen zu können, ob die in Betracht gezogenen Wertpapierdienstleistungen oder Produkte für den Kunden <i>geeignet</i> sind.</p> <p><u>Anmerkung:</u> Es liegt hier ein Übersetzungsfehler vor. Der in der engl. Fassung verwandte Begriff <i>appropriate</i> wurde mit <i>geeignet</i> und nicht mit <i>angemessen</i> übertragen. Der Fehler ergibt sich aus dem Sinn der Regelung in Verbindung mit MIFID Artikel 19 Nr. 3. Die sinngemäß korrekte Umsetzung im WpHG wurde jedoch unabhängig von diesem Fehler vorgenommen.]</p>	<p>basis of an analysis of a sufficiently large number of insurance contracts available on the market, to enable him to make a recommendation, in accordance with professional criteria, regarding which insurance contract would be adequate to meet the customer's needs.</p> <p>[Teilt der Versicherungsvermittler dem Kunden mit, dass er auf der Grundlage einer objektiven Untersuchung berät, so ist er verpflichtet, seinen Rat auf eine Untersuchung einer hinreichenden Zahl von auf dem Markt angebotenen Versicherungsverträgen zu stützen, so dass er gemäß fachlichen Kriterien eine Empfehlung dahin gehend abgeben kann, welcher Versicherungsvertrag <i>geeignet</i> wäre, die Bedürfnisse des Kunden zu erfüllen.]</p>
	<p><u>MIFID Article 19 Nr. 3</u></p> <p><i>Appropriate</i> information shall be provided in a comprehensible form to clients or potential clients about:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- the investment firm and its services,</li> <li>- financial instruments and proposed investment strategies; this should include appropriate guidance on and warnings of the risks associated with investments in those instruments or in respect of particular investment strategies,</li> <li>- execution venues, and</li> <li>- costs and associated charges</li> </ul> <p>so that they are reasonably able to understand the nature and risks of the investment service and of the specific type of financial instrument that is being offered and, consequently, to take investment decisions on an informed basis. ....</p> <p>[Kunden und potenziellen Kunden sind in verständlicher Form <i>angemessene</i> Informationen zur Verfügung zu stellen über</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- die Wertpapierfirma und ihre Dienstleistungen,</li> <li>- Finanzinstrumente und vorgeschlagene Anlagestrategien; dies sollte auch geeignete Leitlinien und Warnhinweise zu den mit einer Anlage in diese Finanzinstrumente oder mit diesen Anlagestrategien verbundenen Risiken umfassen,</li> <li>- Ausführungsplätze und</li> <li>- Kosten und Nebenkosten,</li> </ul> <p>so dass sie nach vernünftigem Ermessen die genaue Art und die Risiken der Wertpapierdienstleistungen und des speziellen Typs von Finanzinstrument, der ihnen angeboten wird, verstehen können und somit auf informierter Grundlage Anlageentscheidungen treffen können. ...]</p>	<p><u>IMD Article 2 Nr. 3</u></p> <p>Insurance mediation: activities of introducing, proposing or carrying out other work preparatory to the conclusion of contracts of insurance, or of concluding such contracts, or of assisting in the administration and performance of such contracts, in particular in the event of a claim.</p> <p>These activities when undertaken by an insurance undertaking or an employee of an insurance undertaking who is acting under the responsibility of the insurance undertaking shall not be considered as insurance mediation.</p> <p>[Versicherungsvermittlung: Anbieten, Vorschlagen oder Durchführen anderer Vorbereitungsarbeiten zum Abschließen von Versicherungsverträgen oder das Abschließen von Versicherungsverträgen oder das Mitwirken bei deren Verwaltung und Erfüllung, insbesondere im Schadensfall.</p> <p>Diese Tätigkeiten gelten nicht als Versicherungsvermittlung, wenn sie von einem Versicherungsunternehmen oder einem Angestellten eines Versicherungsunternehmens, der unter der Verantwortung des Versicherungsunternehmens tätig wird, ausgeübt werden.]</p>
<b>Deutsches Recht</b>	<u>WpHG § 2 Abs. 3 Nr. 3</u>	<u>VVG § 59</u>



	<p>Abschlussvermittlung: Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten in fremdem Namen für fremde Rechnung  <u>WpHG § 2 Abs. 3 Nr. 3</u>  Anlagevermittlung: Vermittlung von Geschäften über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten</p> <p><u>WpHG §31 Abs. 5</u>  Vor der Erbringung anderer als der in Absatz 4 genannten Wertpapierdienstleistungen zur Ausführung von Kundenaufträgen hat ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen von den Kunden Informationen über Kenntnisse und Erfahrungen der Kunden in Bezug auf Geschäfte mit bestimmten Arten von Finanzinstrumenten oder Wertpapierdienstleistungen einzuholen, soweit diese Informationen erforderlich sind, um die Angemessenheit der Finanzinstrumente oder Wertpapierdienstleistungen für die Kunden beurteilen zu können. Die Angemessenheit beurteilt sich danach, ob der Kunde über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügt, um die Risiken in Zusammenhang mit der Art der Finanzinstrumente, Wertpapierdienstleistungen angemessen beurteilen zu können. Gelangt ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen aufgrund der nach Satz 1 erhaltenen Informationen zu der Auffassung, dass das vom Kunden gewünschte Finanzinstrument oder die Wertpapierdienstleistung für den Kunden nicht angemessen ist, hat es den Kunden darauf hinzuweisen. ...</p>	<p>(1) Versicherungsvermittler ... sind Versicherungsvertreter und Versicherungsmakler.  (2) Versicherungsvertreter ...ist, wer von einem Versicherer oder einem Versicherungsvertreter damit betraut ist, gewerbsmäßig Versicherungsverträge zu vermitteln oder abzuschließen.  (3) Versicherungsmakler ... ist, wer gewerbsmäßig für den Auftraggeber die Vermittlung oder den Abschluss von Versicherungsverträgen übernimmt, ohne von einem Versicherer oder von einem Versicherungsvertreter damit betraut zu sein. Als Versicherungsmakler gilt, wer gegenüber dem Versicherungsnehmer den Anschein erweckt, er erbringe seine Leistungen als Versicherungsmakler nach Satz 1.  .....  <u>VVG § 60</u>  (1) Der Versicherungsmakler ist verpflichtet, seinem Rat eine hinreichende Zahl von auf dem Markt angebotenen Versicherungsverträgen und von Versicherern zu Grunde zu legen, so dass er nach fachlichen Kriterien eine Empfehlung dahin abgeben kann, welcher Versicherungsvertrag geeignet ist, die Bedürfnisse des Versicherungsnehmers zu erfüllen. Dies gilt nicht, soweit er im Einzelfall vor Abgabe der Vertragserklärung des Versicherungsnehmers diesen ausdrücklich auf eine eingeschränkte Versicherer- und Vertragsauswahl hinweist.  (2) Der Versicherungsmakler, der nach Absatz 1 Satz 2 auf eine eingeschränkte Auswahl hinweist, und der Versicherungsvertreter haben dem Versicherungsnehmer mitzuteilen, auf welcher Markt- und Informationsgrundlage sie ihre Leistung erbringen, und die Namen der ihrem Rat zu Grunde gelegten Versicherer anzugeben. Der Versicherungsvertreter hat außerdem mitzuteilen, für welche Versicherer er</p>
--	---	---

		seine Tätigkeit ausübt und ob er für diese ausschließlich tätig ist. (3) ....
<b>10.4 Ausführung</b>		
<b>EU-Recht</b>	Ausführungsgeschäfte sind Wertpapierdienstleistung gem. MIFID Annex I Abschnitt A Nr. 2. Es wird bei einem Ausführungsgeschäft davon ausgegangen, dass hier keinerlei Initiative von der Wertpapierdienstleistungsfirma zur Durchführung eines Geschäfts ausgeht, wie dies bei Beratungs- oder Vermittlungsgeschäften der Fall ist. Aus diesem Grunde gelten hier abgeschwächte Pflichten.	Ausführungsgeschäfte sind keine Dienstleistung gem. IMD.
	<p><u>MIFID Article 19 Nr. 6</u></p> <p>Member States shall allow investment firms when providing investment services that only consist of execution and/or the reception and transmission of client orders .... to provide those investment services to their clients without the need to obtain the information or make the determination provided for in paragraph 5 where all the following conditions are met:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- the above services relate to shares admitted to trading on a regulated market or in an equivalent third country market, money market instruments, bonds or other forms of securitised debt (excluding those bonds or securitised debt that embed a derivative), UCITS and other non-complex financial instruments.....,</li> <li>- the service is provided at the initiative of the client or potential client,</li> <li>- the client or potential client has been clearly informed that in the provision of this service the investment firm is not required to assess the <i>suitability</i> of the instrument or service provided or offered and that therefore he does not benefit from the corresponding protection of the relevant conduct of business rules; .....,</li> <li>- the investment firm complies with its obligations under Article 18.</li> </ul> <p>[Die Mitgliedstaaten gestatten Wertpapierfirmen, deren Wertpapierdienstleistungen lediglich in der Ausführung von Kundenaufträgen und/oder der Annahme und Übermittlung von Kundenaufträgen ...bestehen, solche Wertpapierdienstleistungen für ihre Kunden zu erbringen, ohne zuvor die Angaben gemäß Absatz 5 einholen oder bewerten zu müssen, wenn alle der nachstehenden Voraussetzungen erfüllt sind:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- die betreffenden Dienstleistungen beziehen sich auf Aktien, die zum Handel an einem geregelten Markt oder an einem gleichwertigen Markt eines Drittlandes zugelassen sind, Geldmarktinstrumente, Schuldverschreibungen oder sonstige verbrieft Schuldtitle (ausgenommen Schuldverschreibungen oder verbrieft Schuldtitle, in die ein Derivat eingebettet ist), OGAW und andere nicht komplexe Finanzinstrumente....;</li> <li>- die Dienstleistung wird auf Veranlassung des Kunden oder potenziellen Kunden erbracht;</li> <li>- der Kunde oder potenzielle Kunde wurde eindeutig darüber informiert, dass die Wertpapierfirma</li> </ul>	

	<p>bei der Erbringung dieser Dienstleistung die <i>Eignung</i> der Instrumente oder Dienstleistungen, die erbracht oder angeboten werden, nicht prüfen muss und der Kunde daher nicht in den Genuss des Schutzes der einschlägigen Wohlverhaltensregeln kommt; ....;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- die Wertpapierfirma kommt ihren Pflichten gemäß Artikel 18 nach.</li> </ul> <p><u>Anmerkung:</u> Im englischen Text findet sich der Begriff <i>suitability</i>, der aber im Sinn der vorangehenden Ausführungen besser durch <i>appropriateness</i> ersetzt worden wäre. In der deutschen Fassung wurde diese Differenzierung ausgelassen. Die sinngemäß korrekte Umsetzung im WpHG wurde unabhängig von diesem Fehler vorgenommen.]</p>	
<b>Deutsches Recht</b>	<p><u>WpHG §34 Abs.7</u>  (7) Die Pflichten nach Absatz 5 gelten nicht, soweit das Wertpapierdienstleistungsunternehmen</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. auf Veranlassung des Kunden Finanzkommissionsgeschäft, Eigenhandel, Abschlussvermittlung oder Anlagevermittlung in Bezug auf Aktien, die zum Handel an einem organisierten Markt oder einem gleichwertigen Markt zugelassen sind, Geldmarktinstrumente, Schuldverschreibungen und andere verbrieftete Schuldtitel, in die kein Derivat eingebettet ist, den Anforderungen der Richtlinie 2009/65/EG entsprechende Anteile an Investmentvermögen oder in Bezug auf andere nicht komplexe Finanzinstrumente erbringt und</li> <li>2. den Kunden darüber informiert, dass keine Angemessenheitsprüfung im Sinne des Absatzes 5 vorgenommen wird. ....</li> </ol>	
<b>10.5 Ausnahme- regelung</b>		
<b>EU-Recht</b>	<p><u>MIFID Article 3</u>  Member States may choose not to apply this Directive to any persons for which they are the home Member State that:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- are not allowed to hold clients' funds or securities and which for that reason are not allowed at any time to place themselves in debit with their clients, and</li> <li>- are not allowed to provide any investment service except the reception and transmission of orders in transferable securities and units in collective investment undertakings and the provision of investment advice in relation to such financial instruments, and</li> <li>- in the course of providing that service, are allowed to transmit orders only to: <ol style="list-style-type: none"> <li>(i) investment firms authorised in accordance with this Directive;</li> <li>(ii) credit institutions authorised in accordance with Directive 2000/12/EC;</li> <li>(iii) branches of investment firms or of credit institutions which are authorised in a third country and ....;</li> <li>(iv) collective investment undertakings authorised under the law of a Member State to market units to the public and to the managers of such undertakings;</li> <li>(v) investment companies with fixed capital, as defined in Article 15(4) of Second</li> </ol> </li> </ul>	

	<p>Council Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 ....; provided that the activities of those persons are regulated at national level.</p> <p>[Die Mitgliedstaaten können beschließen, dass diese Richtlinie nicht für Personen gilt, für die sie Herkunftsmitgliedstaat sind, und die</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- nicht berechtigt sind, Gelder oder Wertpapiere von Kunden zu halten und die sich aus diesem Grund zu keinem Zeitpunkt gegenüber ihren Kunden in einer Debet-Position befinden dürfen, und</li> <li>- nicht zur Erbringung von Wertpapierdienstleistungen berechtigt sind, außer zur Annahme und Übermittlung von Aufträgen in Bezug auf übertragbare Wertpapiere und Anteilen von Organismen für gemeinsame Anlagen sowie zur Anlageberatung in Bezug auf solche Finanzinstrumente und</li> <li>- bei der Erbringung dieser Dienstleistung Aufträge nur übermitteln dürfen an <ul style="list-style-type: none"> <li>i) gemäß dieser Richtlinie zugelassene Wertpapierfirmen,</li> <li>ii) gemäß der Richtlinie 2000/12/EG zugelassene Kreditinstitute,</li> <li>iii) in einem Drittland zugelassene Zweigniederlassungen von Wertpapierfirmen oder Kreditinstituten, die .....</li> <li>iv) Organismen für gemeinsame Anlagen, die nach dem Recht eines Mitgliedstaats ihre Anteile öffentlich vertreiben dürfen, sowie die Leiter solcher Organismen,</li> <li>v) Investmentgesellschaften mit festem Kapital im Sinne des Artikels 15 Absatz 4 der Zweiten Richtlinie 77/91/EWG des Rates vom 13. Dezember 1976...,</li> </ul> </li> </ul> <p>sofern die Tätigkeiten dieser Firmen auf nationaler Ebene geregelt sind.]</p>	
<p><b>Deutsches Recht</b></p>	<p><u>WpHG § 2a Abs. 1 Nr. 7</u> (nicht dem WpHG unterliegende Geschäfte) Unternehmen, die als Wertpapierdienstleistung für andere ausschließlich die Anlageberatung und die Anlagevermittlung ... (unter zusätzlichen Voraussetzungen) .... betreiben, können außerhalb des WpHG geregelt werden. Dies betrifft damit die Beratung und Vermittlung einschließlich von Ausführungsgeschäften, sofern die Voraussetzungen gegeben sind.</p>	