

## **51. Frankfurter Newsletter zum Recht der Europäischen Union**

(10.01.2024)

***Prof. Dr. Christoph Brömmelmeyer***

### **Kleinanlegerstrategie der Europäischen Union – staatliche Regulierung statt Wettbewerb**

#### **I. Einleitung**

Die EU-Kommission hat bereits im Mai 2023 eine Kleinanlegerstrategie (*Retail Investment Strategy*) vorgelegt, die eine stärkere Beteiligung der Kleinanleger an den Kapitalmärkten anstrebt.<sup>1</sup> Die Kommission will vor allem die Position der Verbraucher stärken; statt auf klassische Sparprodukte mit geringen Erträgen zu setzen, sollen Verbraucher in vollem Umfang von den Investitionsmöglichkeiten profitieren, die sich auf den Kapitalmärkten bieten.<sup>2</sup> Probleme sieht die Kommission vor allem darin, dass es (1.) an relevanten, vergleichbaren und leicht verständlichen Informationen über Anlageprodukte fehlt, dass (2.) insb. im Internet ein unrealistisches und irreführendes Marketing stattfindet, dass (3.) Fehlanreize im provisionsbasierten Vertrieb bestehen und dass (4.) die Kosten bei bestimmten Anlageprodukten zu hoch sind.<sup>3</sup> Diese

---

<sup>1</sup> Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinien (EU) [sic!] 2009/65/EG, 2009/138 EG, 2011/61/EU, 2014/65/EU und (EU) 2016/97 im Hinblick auf die Unionsvorschriften zum Schutz von Kleinanlegern, COM(2023) 279 final (Richtlinienvorschlag), Begründung, S.1.

<sup>2</sup> Begründung des Richtlinienvorschlags, S. 1 und 2.

<sup>3</sup> Begründung des Richtlinienvorschlags, S. 2.

Probleme unterhöhlten das Vertrauen der Kleinanleger in die Kapitalmärkte: Im Jahre 2021, heißt es in der Begründung der Kleinanlegerstrategie, hätten die privaten Haushalte in der EU27 nur rund 17% ihres Vermögens am Kapitalmarkt investiert, private Haushalte in den USA hingegen rund 43%.<sup>4</sup> Mit ihrer Kleinanlegerstrategie will die Kommission darauf reagieren; sie will die Richtlinien MiFID II<sup>5</sup> und IDD<sup>6</sup> ändern und Reformen einleiten, die sich auf die Informationspflichten, die Provisionen, die Passgenauigkeit der Produkte, das Produktfreigabeverfahren, das Marketing und die Förderung von *financial literacy* beziehen.

Die Kleinanlegerstrategie ist allerdings ein bewegliches Ziel: Die Kommission hat sie am 24. Mai 2023 vorgeschlagen. Die Berichterstatterin im Ausschuss für Wirtschaft und Währung im Europäischen Parlament, *Stéphanie Yon-Courtin*, hat am 9. Oktober 2023 einen vorläufigen Bericht vorgelegt und umfangreiche Änderungen verlangt. Inzwischen liegen im Ausschuss 1177 [!] Änderungsanträge vor.<sup>7</sup> Umstritten ist vor allem die Einführung von Provisionsverboten sowie die Ergänzung des Produktgenehmigungs- um ein Preisbildungsverfahren. Das Preisbildungsverfahren für Versicherungsanlageprodukte, d.h. *grosso modo* für kapitalbildende Lebens- und Rentenversicherungen, ist Gegenstand dieses Newsletters.

## II. Das Preisbildungs- als Teil des Produktgenehmigungsverfahrens

Die Kommission tritt mit dem Ziel an, „die Produktüberwachungsvorschriften zu stärken, die Preisbildungsverfahren zu regulieren und das Angebot von Produkten, die für Kleinanleger ein schlechtes oder unzureichendes Preis-Leistungs-Verhältnis bieten, zu begrenzen.“<sup>8</sup> Das Preisbildungsverfahren diene dazu, „alle Produktkosten und -entgelte zu ermitteln und zu quantifizieren und darüber hinaus zu beurteilen, ob diese Kosten und Entgelte den von dem Produkt erwarteten Wert nicht beeinträchtigen.“<sup>9</sup> Um sicherzustellen, dass Produkte Kleinanlegern ein günstiges

---

<sup>4</sup> Begründung des Richtlinienvorschlags, S. 2 und 3.

<sup>5</sup> Richtlinie 2014/65/EU (MiFID 2) über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Directive).

<sup>6</sup> Richtlinie (EU) 2016/97 über Versicherungsvertrieb (Insurance Distribution Directive).

<sup>7</sup> Im Internet verfügbar unter:

[https://oeil.secure.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?lang=en&reference=2023/0167\(OLP\)](https://oeil.secure.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?lang=en&reference=2023/0167(OLP)) (zuletzt abgerufen: 16.12.2023).

<sup>8</sup> Begründung des Richtlinienvorschlags, S. 20.

<sup>9</sup> Begründung des Richtlinienvorschlags, S. 20.

Preis-Leistungs-Verhältnis bieten, soll das Preisbildungsverfahren so aufgesetzt werden, dass Kosten und Entgelte, die in Anlageprodukten enthalten oder mit deren Vertrieb verbunden sind, gerechtfertigt und verhältnismäßig sein müssen.<sup>10</sup>

Dementsprechend heißt es in Art. 25 Abs. 1 IDD-Entwurf auszugsweise wie folgt: Der Herkunftsmitgliedstaat stellt sicher, dass Versicherungsunternehmen ein Verfahren für die Genehmigung jedes einzelnen Versicherungsprodukts einrichten, unterhalten, betreiben und überprüfen, bevor es an Kunden vermarktet oder vertrieben wird (Produktgenehmigungsverfahren). Dieses Produktgenehmigungsverfahren ist verhältnismäßig und umfasst alle folgenden Elemente: u.a. im Zusammenhang mit Versicherungsanlageprodukten eine klare Ermittlung und Quantifizierung aller mit dem Produkt verbundenen Kosten und Entgelte und eine Bewertung, ob diese Kosten und Entgelte unter Berücksichtigung der Merkmale, Ziele, der Strategie und Wertentwicklung des Produkts sowie der Garantien und der Versicherungsdeckung biometrischer und anderer Risiken gerechtfertigt und verhältnismäßig sind (Preisbildungsverfahren).

Das Preisbildungsverfahren soll einen Vergleich mit dem von der Europäischen Aufsichtsbehörde EIOPA veröffentlichten einschlägigen Referenzwert für Kosten und Wertentwicklung beinhalten: Weicht ein Versicherungsanlageprodukt von dem Referenzwert ab, hat der Hersteller zusätzliche Tests und weitere Bewertungen durchzuführen und festzustellen, ob die Kosten und Entgelte dennoch gerechtfertigt und verhältnismäßig sind. Ist das nicht der Fall, darf der Hersteller das Versicherungsanlageprodukt nicht genehmigen (s. Art. 25 Abs. 2 Satz 1 und 2 IDD-Entwurf).

## 1. Referenzwerte als *Benchmark*

Herzstück des neuen Preisbildungsverfahrens ist die von EIOPA festgesetzte *Benchmark* für Kosten und Entgelte: Um das Preisbildungsverfahren „objektiver zu gestalten“ und Herstellern, Vertreibern und zuständigen Behörden ein Instrument an die Hand zu geben, das einen effizienten Kostenvergleich ermöglicht, soll EIOPA

---

<sup>10</sup> Erwägungsgrund 10 des Richtlinienvorschlags.

Referenzwerte bestimmen.<sup>11</sup> Ein Produkt, das den Referenzwert verfehlt, soll nur noch an Kleinanleger vertrieben werden dürfen, wenn „zusätzliche Tests und weitere Beurteilungen zeigen, dass das Produkt dennoch ein günstiges Preis-Leistungs-Verhältnis für den Zielmarkt bietet“.<sup>12</sup>

Der Referenzwert selbst soll einen „Kosten- und Wertentwicklungsbereich“ abbilden, um die Ermittlung von Versicherungsanlageprodukten zu erleichtern, deren Kosten und Wertentwicklung erheblich vom Durchschnitt abweichen (Art. 25 Abs. 8 Satz 2 IDD-Entwurf). Die Kosten, die für die Entwicklung von Referenzwerten verwendet werden, umfassen neben den gesamten Produktkosten auch sämtliche Vertriebskosten, inklusive Anreizen (Satz 3). Sie müssen einen Vergleich mit einzelnen Kostenkomponenten ermöglichen (Satz 4). Die Details soll EIOPA durch den Erlass delegierter Rechtsakte regeln und u.a. die von EIOPA angewandten Methoden zur Entwicklung der Referenzwerte und die Kriterien festlegen, anhand derer bestimmt wird, ob Kosten und Entgelte gerechtfertigt und verhältnismäßig sind (Art. 25 Abs. 9 IDD-Entwurf).

## **2. Meldepflichten**

Damit EIOPA Referenzwerte festlegen kann, sieht der Richtlinienentwurf umfangreiche Meldepflichten der Unternehmen vor: Erforderlich sind (a) vollständige und genaue Angaben zu den Kosten und Entgelten des Versicherungsanlageprodukts, einschließlich der in die Produktkosten einbezogenen Vertriebskosten, inkl. Zahlungen Dritter, sowie (b) Daten zu den Merkmalen des Versicherungsanlageprodukts, insb. zu seiner Wertentwicklung und seinem Risikoniveau (Art. 25 Abs. 4 IDD-Entwurf). Diese Meldepflichten sollen auf der Ebene des Herstellers zentralisiert werden, „da Versicherungsunternehmen in der Regel die volle Kontrolle über die dem Kunden in Rechnung gestellten Kosten, einschließlich der Vertriebskosten, haben“.<sup>13</sup>

Die Meldepflichten sind nach Einschätzung der Kommission „ein wesentlicher Aspekt des Ansatzes der Erreichung eines ‚günstigen Preis-Leistungs-Verhältnisses‘. Ohne

---

<sup>11</sup> Erwägungsgrund 13 des Richtlinienentwurfs; s. auch: Begründung des Richtlinienentwurfs, S. 21.

<sup>12</sup> Erwägungsgrund 13 des Richtlinienentwurfs.

<sup>13</sup> Begründung des Richtlinienentwurfs, S. 21.

solche Daten wäre EIOPA nicht in der Lage, zuverlässige Referenzwerte zu entwickeln und zu verfeinern, anhand derer die Aussichten der Erreichung eines ‚günstigen Preis-Leistungs-Verhältnisses‘ von Anlageprodukten gemessen werden können“.<sup>14</sup> Die Details überlässt der Richtlinienvorschlag der Level-2-Gesetzgebung: EIOPA arbeitet nach Konsultation der ESMA und der zuständigen Behörden und nach Branchentests unter Berücksichtigung der von der Kommission festgelegten Methode zur Ermittlung der Referenzwerte Entwürfe technischer Regulierungsstandards aus, in denen u.a. Inhalt und Art der Daten sowie Datenstandards und -formate festgelegt werden (Art. 25 Abs. 10 Satz 1 IDD-Entwurf). EIOPA legt der Kommission diese Entwürfe technischer Regulierungsstandards vor (Satz 2). Der Kommission wird die Befugnis übertragen, die technischen Regulierungsstandards zu erlassen (Satz 3).

### III. Bewertung

Die Kritik an dem Preisbildungsverfahren, der Kostenkontrolle und dem Eingriff in die freie Preisgestaltung hat nicht lange auf sich warten lassen: Beanstandet wird insb., dass sich EIOPA bei der Ermittlung (angeblich) optimaler Kosten bzw. gerechtfertigter Kostenkorridore ein Wissen anmaße, über das sie ungeachtet aller Meldepflichten gar nicht verfüge.<sup>15</sup> Die absehbaren Fehlurteile verzerrten die Märkte. Konsequenz der Kostenobergrenzen könnte sein, dass die Produktvielfalt sinke, die Innovationsfreudigkeit leide und der Markteintritt erschwert werde. Kritisiert wird auch die mit dem Preisbildungsverfahren verbundene Bürokratie, der Mehraufwand für die Unternehmen, der sich in höheren Preisen niederschlagen könne, und das Konfliktpotential unionsweiter Referenzwerte für sehr unterschiedliche Produkte und Märkte.<sup>16</sup> Der Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV) hält das Preisbildungsverfahren sogar für unvereinbar mit der unternehmerischen Freiheit (Art. 16 GRC).<sup>17</sup>

---

<sup>14</sup> Begründung des Richtlinienvorschlags, S. 20; s. auch: Erwägungsgrund 15 des Richtlinienvorschlags.

<sup>15</sup> *Eckhardt*, in: Die neue EU-Kleinanlegerstrategie, cepStudie v. 26.10.2023, S. 23; im Internet verfügbar unter: <https://www.cep.eu/eu-themen/details/cep/die-neue-eu-kleinanlegerstrategie-cepstudie.html> (zuletzt abgerufen: 16.12.2023).

<sup>16</sup> *Eckhardt*, in: Die neue EU-Kleinanlegerstrategie, cepStudie v. 26.10.2023, S. 23; im Internet verfügbar unter: <https://www.cep.eu/eu-themen/details/cep/die-neue-eu-kleinanlegerstrategie-cepstudie.html> (zuletzt abgerufen: 16.12.2023).

<sup>17</sup> Stellungnahme des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft zu den Vorschlägen der EU-Kommission zur EU-Kleinanlegerstrategie vom 23.8.2023, S. 12 ff.; im Internet verfügbar unter

Diese Kritik ist gerechtfertigt. Die Kommission will EIOPA mit einer hoheitlichen Kostenkontrolle auf der Basis von Durchschnittswerten und damit beauftragen, Versicherungsanlageprodukte auf ein günstiges Preis-Leistungs-Verhältnis auszurichten. Damit macht sich die Kommission – trotz aller Lippenbekenntnisse zu einer Entbürokratisierung – für eine etatistische und marktferne Regulierung der Lebensversicherungsmärkte stark. Liegt ein Marktversagen vor, sorgt der Markt selbst also nicht dafür, dass sich die Versicherungsanlageprodukte mit dem besten Preis-Leistungs-Verhältnis durchsetzen, müsste die Kommission eigentlich klären, woran das liegt – um anschließend die Ursachen des Marktversagens zu bekämpfen. Sie müsste die Frage stellen, warum es keinen funktionsfähigen Wettbewerb gibt, dafür aber Produkte mit unverhältnismäßig hohen Kosten und (konsequenterweise) schwacher Rendite. Auf diese Frage gibt es plausible Antworten: Es fehlt an Transparenz, weil Versicherungsanlageprodukte Risikoabsicherung und Kapitalanlage so kombinieren, dass der Kunde Kosten und Entgelte nicht eindeutig zuordnen und Erträge nicht mit anderen Finanzinstrumenten vergleichen kann. Es fehlt außerdem an Transparenz, weil der Kunde einen einheitlichen Preis für Produkt und Produktvertrieb zahlt – und die Vertriebskosten deswegen gar nicht in Frage stellt. Es fehlt schließlich (jedenfalls in Deutschland) an Wettbewerb, weil es ein Provisionsabgabeverbot gibt: Mögliche Kosteneinsparungen im Vertrieb darf ein Versicherungsvermittler gar nicht an seine Kunden weitergeben (§ 48b VAG); er muss die einheitliche, in den Preis einkalkulierte Marge auch dann für sich behalten, wenn er sie aufgrund niedriger Kosten gar nicht braucht und an sich bereit wäre, seine Kunden an Effizienzgewinnen zu beteiligen.

Die Kommission erkennt diese Ursachen zwar und konstatiert u.a., dass „Versicherungsunternehmen in der Regel die volle Kontrolle über die dem Kunden in Rechnung gestellten Kosten, einschließlich der Vertriebskosten, haben“.<sup>18</sup> Sie stellt diese Preisbindung der zweiten Hand jedoch gar nicht in Frage und wendet sich stattdessen der Frage zu, wie EIOPA ein amtliches, (vermeintlich) günstiges Preis-Leistungs-Verhältnis, genau genommen also einen gerechten Preis (value-for-money) ermitteln könnte. Damit ist EIOPA jedoch nicht nur aufgrund der Heterogenität der

---

<https://www.gdv.de/resource/blob/138204/efea027c29a73054a0f12f20ef974491/stellungnahm e-zur-ris-juli-2023-download-data.pdf> (zuletzt abgerufen: 16.12.2023).

<sup>18</sup> Begründung des Richtlinienvorschlags, S. 21.

Produkte und der Märkte überfordert. EIOPA verschärft das Problem der Funktionsunfähigkeit der Märkte damit sogar noch. Setzt EIOPA nämlich auf der Basis der bei den Versicherungsunternehmen erhobenen Daten und Durchschnittswerte (angeblich) angemessene Kosten und Entgelte fest, setzt sie klare Fehlanreize: Stellt ein Unternehmen fest, dass es bisher Kosten unterhalb der von EIOPA festgesetzten Durchschnittswerte in Rechnung gestellt hat, wird es reagieren – es gibt ja Luft nach oben – und die Kostenquote erhöhen. Gleichzeitig werden es alle Unternehmen gemeinsam darauf anlegen, die von EIOPA festgelegten Referenzwerte möglichst nach oben zu treiben, statt sie im Wettbewerb, im Kampf um Kunden und Marktanteile zu senken. Dabei übernimmt EIOPA die Aufgaben, die bei verbotenen Preiskartellen der Kartellorganisator übernimmt: EIOPA koordiniert Kosten und Entgelte auf der Basis strategisch festgelegter Durchschnittswerte. Der Wettbewerb um möglichst geringe Kosten wird de facto beseitigt.

Im Lichte dieser Überlegungen ist es zumindest fraglich, ob das vorgeschlagene Preisbildungsverfahren in einer Europäischen Union, die sich ausdrücklich zu einer „offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb“ bekennt,<sup>19</sup> überhaupt zulässig ist. Eingriffe in die Preisgestaltung sind zwar unvermeidlich, wenn es, so wie bspw. in der Energieversorgung und der Telekommunikation, um natürliche Monopole geht. Dann muss eine Regulierungsbehörde wie die Bundesnetzagentur die Netzentgelte festlegen. Das ist aber bei kapitalbildenden Lebens- und Rentenversicherungen gar nicht der Fall, so dass sich die Kommission für mehr Wettbewerb und nicht für mehr Regulierung einsetzen sollte.

**Frankfurter Institut für das Recht der Europäischen Union**

[fireu@europa-uni.de](mailto:fireu@europa-uni.de)

<http://www.fireu.de>

---

<sup>19</sup> Siehe Art. 119 Abs.1 AEUV (Europäische Wirtschaftsverfassung).