

Berlin, den 26.01.2005

Stellungnahme des vzbv zum CESR's Draft Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments (MiFiD) – second Consultation Paper, March 2005

Der Verbraucherzentrale Bundesverband nimmt im Rahmen des zweiten Konsultationspapiers (März 2005) zu zwei verbraucher- und anlegerschutzrelevanten technischen Umsetzungsvorschlägen von CESR, zu den Sorgfaltsanforderungen hinsichtlich einer kreditfinanzierten Geldanlage (Artikel 19 (1)) sowie zur Abgrenzung des Begriffes Anlageberatung (Artikel 4 (1) (4)) - wie folgt Stellung.

1) Zu den Sorgfaltspflichten bei der Vermittlung kreditfinanzierter Geldanlagen:

Question 1, Chapter 1: Do you agree with the proposed advice in this area, including the proposed limitations on the scope of the obligation?

Question 2, Chapter 1: Do market participants consider that investment firms have to obtain the necessary information about the retail client's investment objectives in addition to his financial situation?

Die Vermittlung kreditfinanzierter Geldanlagen bedingt ein prinzipiell höheres Gefahrenpotential für Anleger als reine Investmentanlagen. Die Nutzung einer kreditfinanzierten Geldanlage belegt letztendlich, dass der Anleger kein Eigenkapital hat, welches er anlegen könnte. Dieses Geld muss er sich demnach zunächst bei seiner Bank oder über den Vermittler beschaffen. Die auf Kredit basierende Geldanlage wird in der Hoffnung abgeschlossen, dass der Ertrag der Anlage die Kosten des Kredits kompensiert. Die Erwirtschaftung eines Ertrages, der über dem Kreditzins liegt, ist jedoch nur mit entsprechend hohen Risiken in der Geldanlage zu realisieren, so dass der Anleger grundsätzlich Gefahr läuft, Verluste hinnehmen zu müssen, die durchaus auch über dem eigentlichen Wert der Anlage liegen können. Diese Verluste können eine gravierende Verschuldung des Verbrauchers nach sich ziehen, so dass kreditfinanzierte Geldanlagen für den Normalanleger die große Ausnahme bleiben müssen. Die einzige Kredit"sicherheit" ist eben die ungewisse und sehr spekulative Aussicht auf eine sehr gute Performance der konkreten Anlage. Die Erfahrungen in Deutschland zeigen - unter anderem am Beispiel der so genannten Erwerbermodelle - dass auch die Vermittler diese Risiken nicht richtig einschätzen konnten oder wollten. So wurden solche und andere kreditfinanzierte Anlagen seitens der „Finanzberater“ nach dem Motto „Geld verdienen ohne eigenen Kapitaleinsatz“ vermittelt. Leider gingen viele dieser Investitionen oder Beteiligungen schief mit der Konsequenz, dass die Einnahmen aus den angeblich lukrativen Anlagen geringer waren als die Kreditkosten, so dass diese nicht mehr ausgeglichen werden konnten. Darüber hinaus entsprach der Wert der Anlage in vielen Fällen nach wenigen Jahren nur noch einem Bruchteil des hierfür aufgenommen Kredites.

Vor dem Hintergrund dieser Erfahrungen unterstützt der Verbraucherzentrale Bundesverband den Vorschlag von CESR, nach dem bei kreditfinanzierten Geldanlagen sowohl bezüglich der Geldanlage als auch bezüglich des Kredites ein Suitability-Test durchzuführen ist und zwar unabhängig davon, ob der Kredit von der die Geldanlage vermittelnden Bank oder von einem Dritten gewährt wird.

Aus Sicht des Verbraucherzentrale Bundesverbandes spielt - bei dieser Eignungsprüfung des Kredites - die finanzielle Situation des Anlegers, das heißt seine Fähigkeit, den Kredit überhaupt tragen zu können, die entscheidende Rolle. Danach sollte die Kreditvergabe nur dann als geeignet eingestuft werden dürfen, wenn der Anleger beim Scheitern der Geldanlage in der Lage ist, den Kredit aus anderen, eigenen Mitteln zurückzuzahlen.

Allerdings kann sich die Eignungsprüfung der kreditfinanzierten Geldanlage nicht allein auf die finanzielle Tragfähigkeit seitens des Anlegers begrenzen. Gleichermäßen wichtig ist die Angemessenheit hinsichtlich der Anlageziele als auch bezüglich des Wissens und der Erfahrungen mit kreditfinanzierten Anlagen. Auch wenn die finanziellen Ressourcen des Anlegers zur Deckung des Kreditrisikos reichen, sollte danach die Vereinbarkeit mit dem konkreten Anlageziel im Vordergrund stehen. So sollte unseres Erachtens die Kreditfinanzierung von Geldanlagen zum Zweck der Altersvorsorge völlig ausscheiden, weil sie aufgrund des erhöhten Risikos nicht mit diesem Anlageziel konform ist. Da kreditfinanzierte Geldanlagen nicht nur mit einem höherem Risiko verbunden, sondern oft auch sehr komplex sind, sind ebenfalls im Rahmen des Suitability-Testes das Wissen und die Erfahrungen des Anlegers zu berücksichtigen. Es ist sicherzustellen, dass der Anleger die besonderen Risiken und deren Zusammenhänge - beispielsweise dass Wertverluste entstehen können, die über den eigentlichen Wert der Anlage hinausgehen - einschätzen kann.

Demgemäss ist auch die von CESR zur Diskussion gestellte Frage, ob sich der Suitability-Test auf die Kombination von *Geldanlage und Kredit* beziehen soll oder lediglich auf die Tragfähigkeit des Kredites, zu bewerten. Aus Sicht des Verbraucherzentrale Bundesverbandes ist hierbei in zwei Schritten vorzugehen. Zunächst sollte unabhängig von der Geldanlage zu überprüfen sein, ob der Verbraucher den Kredit gemäß seiner finanziellen Verhältnisse tragen kann oder nicht, das heißt er unabhängig von der vermeintlichen Wertentwicklung der Anlage in der Lage ist, den Kredit aus seinen sonstigen finanziellen Ressourcen heraus zu tragen. Das bedeutet gleichzeitig, dass die finanzielle Tragfähigkeit des Kredites auf keinen Fall in den Kontext der prognostizierten Entwicklung der Geldanlage gestellt werden darf. Eine solche Koppelung bei der Einstufung der Kreditfähigkeit des Anlegers muss ausgeschlossen sein.

Eine miteinander verbundene Betrachtung der Geldanlage und des Kredites ist jedoch dann erforderlich, wenn es sich um kreditfinanzierte Geldanlagen, bei denen das Kreditvolumen keine fixe Größe darstellt, sondern in Abhängigkeit von der Entwicklung der Geldanlage steigen kann. Hierbei muss hier bei der Bewertung der Tragfähigkeit des Kredites ebenfalls das von der Geldanlage ausgehende Risiko einer Zunahme des Kreditrahmens einbezogen werden.

Vor diesem Hintergrund ist die von CESR vorgeschlagene Ausnahme (Bezug: Question 1), dass beim Einräumen eines „margin call“ kein Suitability-Test erforderlich sein soll, abzulehnen. „Margin call“ bedingt bei ungünstiger Entwicklung eines Terminkontraktes Nachschusspflichten. Hierdurch geht der Anleger das Risiko ein, ein Anlagegeschäft mit „Kredit“ abzuschließen. Gerade bei „margin call“ sollte deshalb die Eignungsprüfung, sowohl hinsichtlich der finanziellen Tragfähigkeit des Anlegers als auch hinsichtlich seines Wissens und seiner Erfahrungen mit Terminkontrakten, erfolgen müssen.

Aufgrund des erhöhten Risikos und der erhöhten Komplexität kreditfinanzierter Anlagen sollte ein Suitability-Test unter keinen Umständen durch eine einfache Risikoauflklärung ersetzt werden dürfen.

2) Zur Definition der Anlageberatung – Einbeziehung oder Ausschluss der generellen Empfehlung aus der Anlageberatung und den damit verbundenen Sorgfallspflichten

Question 1, Chapter 2: Do you believe that investor protection considerations require the application of the above conduct of business requirements from the point at which generic advice is provided or do you believe that sufficient protection is provided in any event to allow the definition of investment advice to be limited to specific recommendations?

Der Verbraucherzentrale Bundesverband vertritt weiterhin die bereits in seiner letzten Stellungnahme zu Fragen der Anlageberatung ausgeführten Auffassung, dass sowohl für generelle als auch spezifische Anlageempfehlungen die Sorgfallspflichten, die sich aus Artikel 19 (4) der *Directive on Markets in Financial Instruments* ergeben, zu erfüllen sind.

Generelle Anlageempfehlungen, das heißt Empfehlungen zur prinzipiellen Anlageart beziehungsweise zur Portfolio-Struktur, haben bereits weitreichende Konsequenzen für den Anleger, insbesondere hinsichtlich der mit der Anlageart verbundenen Risiken. So ist beispielsweise die generelle Empfehlung, in Staatsanleihen von Schwellenländern zu investieren, hinsichtlich der Risiken ausschlaggebender als die sich anschließende konkrete Produktentscheidung, ob dies argentinische oder brasilianische Anleihen sein sollen. An die generellen Empfehlungen sind damit keinesfalls geringere Sorgfallspflichten zu stellen als an die spezifische Produktempfehlung.

Grundsätzlich sehen wir die generelle und die spezifische Anlageberatung als einen in der Regel zusammenhängenden Prozess, bei dem die spezifische Produktempfehlung auf die generelle Empfehlung aufbaut. Dieser Prozess sollte - hinsichtlich der Sorgfallspflichten - nicht künstlich getrennt werden. Eine Unterscheidung dieser Stufen im Beratungsprozesses erscheint weder ersichtlich und noch sinnvoll. Vielmehr ist der speziellen Anlageempfehlung die Entwicklung einer geeigneten Portfolio-Struktur vorangestellt, bei der die persönlichen Umstände des Anlegers, wie seine finanzielle Situation, Anlageziele, Risikobereitschaft, Wissen und Erfahrungen in Finanzinstrumente einbezogen werden müssen. Sowohl auf der Stufe der Beratung zum generellen Aufbau des Portfolios als auch bei der speziellen Anlageempfehlung ist die Eignung der Empfehlung sicherzustellen.

Zusätzlich entstehen bei einer künstlichen Trennung unnötige Abgrenzungsprobleme, die zu nicht gewollten Streitigkeiten darüber führen können, ab wann die Empfehlung eine spezifische war, für die die entsprechende Sorgfallspflichten gelten müssen beziehungsweise bis zu welcher Stufe in der Beratung diese als generelle anzusehen ist, für

die der Suitability-Test demnach nicht erforderlich sein soll. Eine effiziente Umsetzung der Richtlinie würde dadurch in Frage gestellt.

Neben diesen praktischen Abgrenzungsschwierigkeiten stellt sich das Problem, dass generelle Anlageempfehlungen auch implizit zu speziellen Empfehlungen führen können. Wenn Finanzinstitute nur ein sehr enges Anlagesortiment anbieten, bedeutet dies, dass die generelle Beratung zur Portfolio-Struktur implizit bereits die konkreten Anlagen determiniert. Es ist jedoch nicht akzeptabel, eine solche Beratung ohne entsprechende Sorgfaltspflichten durchzuführen. Ohne Einbeziehung der generellen Empfehlung bestehen Umgehungsmöglichkeiten, die dem möglichen Nichteinhalten der Sorgfaltspflichten Tür und Tor öffnen.

Zur Gewährleistung einer anleger- und anlagegerechten Beratung sind deshalb in der generellen Empfehlung dieselben Sorgfaltspflichten wie bei der konkreten Anlageempfehlung zu erfüllen, was auch von der höchstrichterlichen deutschen Rechtsprechung klar bejaht wird.

Berlin, der 04.04.2005
Verbraucherzentrale Bundesverband
Fachbereich Finanzdienstleistungen