

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) - 2nd Set of Mandates

Der vzbv sieht in den Umsetzungsvorschlägen von CESR zur *Directive on Markets in Financial Instruments* (MiFiD) positive Ansätze zur Verbesserung und Konkretisierung der Sorgfaltspflichten von Wertpapierdienstleistungsfirmen hinsichtlich der Anlageberatung und Vermögensverwaltung. In Teilen greifen diese jedoch zu kurz, so dass wir an CESR appellieren, einige Umsetzungsvorschläge nochmals zu überdenken und noch offene Umsetzungsfragen zugunsten eines gestärkten Anlegerschutzes auszugestalten.

1. Definition und Abgrenzung des Begriffes Anlageberatung

In der Auseinandersetzung zur Definition der Anlageberatung geht es um die Abgrenzung erlaubnispflichtiger Empfehlungen, die einer Anlageempfehlung entsprechen, von sonstigen Mitteilungen - wie generellen Empfehlungen, Informationen, Marketing-Mitteilungen oder einfachen Angeboten. Diese sonstigen Mitteilungen sollen keiner Erlaubnispflicht unterliegen und somit auch nicht die Sorgfaltspflichten erfordern, die in der Anlageberatung vorgeschrieben sind.

Hinsichtlich dieser Abgrenzung stellt CESR zunächst die Frage zur Diskussion, ob die Beratung über die Nutzung einer „Dienstleistung“, wie z.B. die Beratung über Vorteile bei der Verwendung eines bestimmten Brokers oder Anlageverwalters, mit unter die Definition der Empfehlung bzw. Beratung fallen soll:

Question 1.1.: *Do you agree that advice on services, such as recommendation to use a particular broker, fund manager or custodian, should not be covered?*

Nach Auffassung des vzbv sollten Empfehlungen von Dienstleistungen, die im direktem Zusammenhang mit der empfohlenen Finanztransaktion stehen, mit unter die Definition der Anlageempfehlung fallen. So sollte beispielsweise nur dann eine Vermögensverwaltung empfohlen werden dürfen, wenn diese im Verhältnis zur Vermögensmasse steht und die Kosten der Vermögensverwaltung gerechtfertigt sind. Bei der Empfehlung eines bestimmten Brokers, dessen Anlagehorizont in der Regel auf bestimmte Finanzprodukte begrenzt ist, muss sichergestellt sein, dass diese Produkte auch zum Anlegerprofil passen. Gleichmaßen sollte die Nutzung eines Online-Brokers nur solchen Anlegern empfohlen werden dürfen, bei denen sowohl die entsprechenden technischen Voraussetzungen als auch das technische Verständnis vorhanden ist, um solche Dienste frei von Gefahren nutzen zu können.

Im Sinne einer anlegergerechten Beratung müssen auch hier Angemessenheit und Bedarfsgerechtigkeit der empfohlenen Dienstleistung sichergestellt werden.

Zur Abgrenzung der Begriffe persönliche Empfehlung und sonstige Mitteilungen

CESR zieht die Grenze zwischen persönlicher Empfehlung (d.h. Anlageberatung) und sonstigen Mitteilungen dort, wo dem Kunden gegenüber der Eindruck vermittelt wird, dass die Lebensumstände des Kunden bei dieser Empfehlung berücksichtigt worden sind. Das heißt im Umkehrschluss: der Kunde geht vernünftigerweise davon aus, dass die Anlageempfehlung zu seinen Anlagezielen und -wünschen passt. Eine alternative Abgrenzungsmöglichkeit zielt auf die persönliche Beziehung zwischen dem Kunden und der Investmentfirma oder deren beidseitige Kommunikation ab.

In Zusammenhang mit dieser Abgrenzungsdebatte stellt CESR folgende Frage:

Question 1.2. – *Do you agree with the approach that a personal recommendation has to be held out as being suited to, or based on a consideration of, the client's personal situation or do you consider this criterion to be unnecessary or ambiguous and would like to refer to the bilateral nature of the relationships and bilateral contacts between the firm and its clients? In the latter case which criteria would you use to differentiate between a "personal recommendation" and a "general recommendation" or a "marketing communication".*

Nach Ansicht des vzbv ist es bei der Begriffsabgrenzung der Anlageberatung zu sonstigen Mitteilungen prinzipiell erforderlich, auf die persönliche Situation des Kunden abzustellen, statt auf den beidseitigen Charakter der Beziehung und die beidseitigen Kontakte zwischen der Firma und ihren Kunden. Es sollte grundsätzlich dann von einer persönlichen Empfehlung (sprich Anlageberatung) auszugehen sein, wenn der Kunde vernünftigerweise davon ausgehen kann, dass die Empfehlung seine persönliche Situation berücksichtigt, mit anderen Worten, wenn er nachvollziehbarerweise annehmen kann, dass das für ihn empfohlene Anlageinstrument für ihn besonders geeignet ist.

Finanzplanungsdienste und Beratung über die Portfolio-Struktur in Finanzinstrumente

Im weiteren steht die Zuordnung von Finanzplanungsdiensten und Beratung über die Portfolio-Struktur in Finanzinstrumenten zur persönlichen oder zur allgemeinen Empfehlung zur Diskussion. CESR stellt folgende Frage:

Question 1.3. *Do you think it is reasonable to restrict „investment advice“ to recommendations of specific financial instruments or is it necessary to cover generic information including financial planning and asset allocation services for financial instruments?*

Hierdurch wird in Erwägung gezogen, Anlageempfehlungen wie beispielsweise „In Anbetracht Ihrer persönlichen Lage sollten Sie 30% Ihres verfügbaren Vermögens in Aktien und 70% in Obligationen investieren“ nicht der persönlichen, sondern lediglich der allgemeinen Empfehlung zuzuordnen.

Werden solche Finanzplanungsdienste und die Beratung über die Portfolio-Struktur nicht unter die Begrifflichkeit der persönlichen Empfehlung und damit der Anlageberatung gestellt, entsteht folgendes Problem: Finanzinstitute könnten gegenüber einem Einzelanleger Empfehlungen hinsichtlich der Portfolio-Zusammensetzung erteilen, in der Hoffnung bzw. in der Absicht, dass die konkreten Finanzinstrumente dann über das Institut bezogen und abgeschlossen werden. Im Ergebnis käme es so implizit zu einer konkreten Anlageempfehlung, ohne dass jedoch die entsprechenden Beratungspflichten zu erfüllen wären. Dies ist nicht akzeptabel.

Im übrigen ist der vzbv der Meinung, dass eine Entscheidung über die prinzipielle Anlageart bzw. Portfolio-Zusammensetzung bereits weitreichende Konsequenzen für den Anleger hat, insbesondere hinsichtlich der damit verbundenen Risiken. Insgesamt sollte anerkannt werden, dass die spezifische Produktauswahl nicht als relevanter einzustufen ist, als die grundsätzliche Asset-Allokation. Beispielsweise ist eine generelle Empfehlung, in Staatsanleihen von Schwellenländern zu investieren, ausschlaggebender als die sich anschließende konkrete Produktentscheidung, ob dies argentinische oder brasilianische Anleihen sein sollen. Da Empfehlungen zur Asset-Allokation von grundsätzlicher und hoher Bedeutung sind, sollten bei der Finanzplanung und Portfolio-Strukturierung die vorgeschriebenen Sorgfaltspflichten der *Directive on Markets in Financial Instruments* zur Anlageberatung uneingeschränkt gelten.

Im Übrigen ist eine künstliche Unterscheidung verschiedener Stufen des Beratungsprozesses nicht ersichtlich und nicht sinnvoll. Vielmehr ist der konkreten Anlageempfehlung in der Regel eine entsprechende Analyse der erforderlichen Portfolio-Struktur vorangestellt. Es handelt sich also um einen komplexen Prozess, bei dem insbesondere während der Entwicklung der grundsätzlichen Anlagestrategie die persönlichen Umstände des Anlegers relevant sind.

Diese Forderung lässt sich ebenfalls in Hinblick auf die von CESR vorgeschlagene Abgrenzung der allgemeinen Empfehlung von der persönlichen Empfehlung untermauern. Im Konsultationspapier heißt es:

general recommendation

The main criteria for differentiation „general recommendation“ from „personal recommendation“ seems to be the fact that a general recommendation is not held out as being suited to, or based on a consideration of, the client's personal circumstances but is intended for distribution channels or for the public.

Bei der Finanzplanung und Portfolio-Strukturierung sind in jedem Fall die persönlichen Lebensverhältnisse des Kunden einzubeziehen. Ohne diese lässt sich keine Portfolio-Strukturierung aufbauen bzw. -Empfehlung geben. Einem Kunden mit hoher Risikobereitschaft und einer hohen finanziellen Kapazität, entsprechende Risiken verkraften zu können, kann man völlig andere Investitionsgrundsätze empfehlen als „risikoscheuen Anlegern“ mit einem kurzen Anlagehorizont. Eine Standardisierung und Verallgemeinerung einer Finanzplanungs-Empfehlung ist somit kaum denkbar, unter keinen Umständen darf es jedoch erlaubt werden, die persönlichen Lebensverhältnisse der Kunden bzw. potentiellen Kunden unberücksichtigt zu lassen.

Deshalb sollten Empfehlungen zur Portfoliogestaltung ebenfalls dem Begriff der persönlichen Empfehlung zugeordnet werden. Es muss sichergestellt werden, dass auch hinsichtlich einer Beratung zur Anlagestruktur und -planung eine anleger- und anlagegerechte Empfehlung gewährleistet ist. Die Finanzinstitute sind insbesondere auch für Empfehlungen zur Finanzplanung und zur Portfolio-Struktur in Finanzinstrumente unter die Anforderungen der *Directive on Markets in Financial Instruments* gemäß Artikel 19 (4) zu stellen. Um eine anleger- und anlagegerechte Beratung gewährleisten zu können, sind dieselben Sorgfaltspflichten wie bei der konkreten Anlageempfehlung zu erfüllen.

2. Anforderungen an den Suitability-Test (Eignungsprüfung) im Rahmen der Anlageberatung und Vermögensverwaltung in Sinne Artikel 19 (4) MiFiD

Artikel 19 (4) der *Directive on Markets in Financial Instruments* ordnet den sogenannten "Suitability-Test" an. Danach müssen Anlageberater bzw. Vermögensverwalter vor jeder Anlageempfehlung bzw. -entscheidung ein Anlageprofil des Kunden bzw. potentiellen Kunden erstellen. Zur Erstellung des Anlegerprofils müssen Angaben des Kunden zu seinen Kenntnissen und Erfahrungen im Anlagebereich, seinen finanziellen Verhältnissen und seinen Anlagezielen eingeholt werden. Vor jeder Empfehlung bzw. Transaktion ist zu prüfen, ob diese Maßnahmen gemessen am Anlegerprofil des Kunden geeignet sind.

Die entsprechenden Regelungen stellen eine wichtige Verbesserung und Konkretisierung der Wohlverhaltenspflichten in der Anlageberatung dar und sind eine wichtige Maßnahme zur Sicherung einer anleger- und anlagegerechten Beratung. Nach deutschem Recht sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen bereits derzeit verpflichtet, Angaben ihrer Kunden über ihre Erfahrungen in Geldanlagen, ihre Anlageziele und ihre finanziellen Verhältnisse zu verlangen. Aus diesen Auskunftsvorschriften resultieren entsprechende Informationspflichten des Anlageberaters an den Kunden sowie besondere Verhaltensregeln (§§ 31, 32 WpHG). Implizit ergibt sich hieraus die Notwendigkeit einer Eignungsprüfung, die jedoch nicht explizit gesetzlich geregelt ist. Die Rechtsprechung zeigt jedoch auf (z.B. Bond-Urteil vom 6.7.1993), dass eine Anlageempfehlung geeignet, das heißt anleger- und anlagegerecht, erfolgen muss. Bei mangelnder Eignung der Empfehlung konnten und können Haftungsansprüche durchgesetzt werden. Zu begrüßen ist, dass die Umsetzung des Artikels 19 (4) der *Directive on Markets in Financial Instruments* damit den Maßstäben und Standards der in Deutschland geltenden Rechtsprechung entspricht.

Eine weitere Verbesserung für den Anleger ist darin zu sehen, dass künftig eine laufende Überwachung der Kundenprofile während einer auf Dauer angelegten Anlageberatung erfolgen muss. Bei einer auf gelegentlicher Basis angelegten Anlageberatung muss die Überprüfung des Kundenprofils nur dann vorgenommen werden, wenn der Kunde wiederholt Beratung in Anspruch nimmt.

Offen bleibt jedoch die Abgrenzung einer auf Dauer angelegten und einer gelegentlichen Beratung. Da beide Arten von Beratungsverhältnissen bzw. -verträgen in der Regel konkludent, das heißt ohne ausdrücklich schriftliche Verträge zustande kommen, bleibt hier eine klare Abgrenzung offen. Um Unklarheiten zu vermeiden, sollte hier vom Grundsatz her davon auszugehen sein, dass ein auf Dauer angelegtes Beratungsverhältnis zugrunde liegt. Dem Anbieter sollte die Möglichkeit eingeräumt werden, den Nachweis erbringen zu können, dass es sich lediglich um eine gelegentliche Beratung handelt.

Eignungsprüfung bei Nichtbekanntgabe der Informationen durch den Kunden

Hinsichtlich der Eignungsprüfung stellt CESR das Verfahren zur Diskussion, wenn der Kunde oder potentielle Kunde nicht alle von der Investmentfirma erbetenden und für die Prüfung notwendigen Auskünfte erteilt. Grundsätzlich geht CESR davon aus, dass unter diesen Bedingungen keine anleger- und anlagegerechte Beratung geleistet werden kann, sucht jedoch trotzdem nach einem Weg, die Dienstleistung einer Anlageberatung bzw. Portfolioverwaltung erbringen lassen zu können, auch wenn der Kunde nicht in der Lage ist oder sich weigert, über sein Wissen und seine Erfahrung, seine finanzielle Lage oder seine Investitionsziele Auskunft zu erteilen. Danach soll die Investmentfirma in der Anlageberatung annehmen müssen, dass der Kunde weder Wissen noch Erfahrung hat, die vom Kunden

eingebrachten Vermögenswerte seine einzigen verfügbaren Werte sind und/oder die vorgesehenen Finanzinstrumente das geringste Risiko mit sich bringen. CESR stellt hierzu folgende Frage:

Question 4.1.: *Do market participants think that adequate investment advice or portfolio management service is still possible on the basis of the assumption that the client has no knowledge and experience, the assets provided by the client are his only liquid assets and/or the financial instruments envisaged have the lowest level of risk if the client is not able to or refuses to provide any information either on his knowledge and experience, his financial situation or its investment objects? Or would this assumption give a reasonable observer of the type of client or potential client the impression that the recommendation is not suited to, or based on a consideration of his personal circumstances?*

Ohne Kenntnis der genannten Informationen ist es sicherlich zutreffend anzunehmen, dass die Anlageempfehlung wahrscheinlich nicht anleger- und anlagegerecht ausfallen kann. Wird trotzdem eine Anlageempfehlung gegeben, muss unter diesen Bedingungen sichergestellt werden, dass der Anleger keinen erhöhten, für ihn nicht tragbaren Risiken ausgesetzt wird. Deshalb muss bei nicht Bekanntsein der für die Anlageberatung notwendigen Informationen immer von dem niedrigsten Kenntnisniveau, der niedrigsten finanziellen Ausstattung und der niedrigsten Risikobelastbarkeit ausgegangen werden. Der vzbv befürwortet daher die erste Variante.

Gleichzeitig sollte klar gestellt werden, dass die Nichtbekanntgabe der Informationen nur von der Auskunftsverweigerung des Anlegers abhängen kann und nicht etwa von einer Weigerung des Beraters, diese Informationen zu einzuholen.

Außerdem sollte eine solche - bekanntermaßen auf zu geringer Informationsbasis beruhende Beratung - stets mit einem Warnhinweis verbunden werden, dass eine dem Anlageprofil entsprechende Empfehlung ohne die entsprechenden Informationen zum Anleger hinsichtlich seiner Anlageziele, seiner finanziellen Ausstattung, seiner Risikobereitschaft, seiner Erfahrungen und Kenntnisse nicht erteilt werden kann. Dieser Warnhinweis darf den Berater aber nicht davon befreien, sich in seiner Anlageempfehlung sowohl am niedrigsten Kenntnisniveau, als auch an der niedrigsten finanziellen Ausstattung und an der niedrigsten Risikobelastbarkeit orientieren zu müssen.

3. Anforderungen an den „Suitability-Test“ für andere Wertpapierdienstleistungen im Sinne des Artikel 19 (5) MiFiD

Auch für Wertpapierdienstleistungen, die keine Anlageberatung oder Vermögensverwaltung (z.B. Direktbanking, Anlagevermittlung, Abschlussvermittlung) sind, schreibt die *Directive on Markets in Financial Instruments* einen „Suitability-Test“ vor.

Werden diese Dienstleistungen erbracht, so hat das Institut die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden zu erfragen, um beurteilen zu können, ob die Wertpapierdienstleistungen oder Produkte für den Kunden geeignet sind. Kommt es zum Ergebnis, dass die Dienstleistungen für den Kunden nicht geeignet sind, so gilt hier eine Warnpflicht durch das Institut. Dieser Warnpflicht kann das Institut in standardisierter Form nachkommen.

Eine weitere Warnpflicht besteht, wenn der Kunde eine Auskunftserteilung verweigert oder nur unvollständige Auskünfte über sein Wissen und seine Erfahrungen gibt. Die

Investmentfirma muss den Kunden dann warnend darauf hinweisen, dass eine derartige Entscheidung es der Firma nicht ermöglichen wird, zu bestimmen, ob die vorgesehene Dienstleistung oder das Produkt für ihn geeignet sind. Diese Warnung kann ebenfalls standardisiert erfolgen.

CESR verzichtet auf eine Vorschrift zum genauen Wortlaut des Warnhinweises. Dies kann akzeptiert werden. Jedoch sollte die Form, in der der Warnhinweis zu erteilen ist, nicht ungeregelt bleiben. Dieser sollte unbedingt schriftlich vor Durchführung der Transaktion bzw. Entscheidung für eine Dienstleistung erfolgen müssen sowie drucktechnisch und an prominenter Stelle hervorgehoben sein.