

öffentliche Ordnung oder Sicherheit eines anderen Mitgliedsstaats auswirken kann. Da für die Stellungnahme jedoch eine Frist von 35 Kalendertagen vorgesehen ist und sich diese durch die Nachforderung von Informationen durch andere Mitgliedsstaaten noch einmal verlängern kann, dürfte die deutsche Zwei-Monats-Frist für eine Unbedenklichkeitsbescheinigung kaum einzuhalten sein.⁹⁶⁾ Mit dem Anwendungszeitraum ab Herbst

2020 verbleibt für Bundesregierung und BMWi jedoch ausreichend Zeit, um entsprechende Klarstellungen sowie Anpassungen der AWV vorzunehmen.

96) *Dammann de Chaptot/Brüggenmann*, NZKart 2019, 93, 96; *Becker/Sachs*, NZG 2017, 1336, 1340.

Stephan Paul^{*)}/*Nicola Schröder*^{**)}/*Simon Schumacher*^{***)}

MiFID II/MiFIR und PRIIPs-VO: Verbraucherschutz gegen die Verbraucherinteressen? Eine regulierungsökonomische empirische Untersuchung

Auf Basis eines bundesweiten Samples von 153 Kreditinstituten und 2.852 Kunden analysiert diese Studie die wohlfahrtsökonomischen Auswirkungen von MiFID II/MiFIR und der PRIIPs-VO vor dem Hintergrund des Anleger- und Verbraucherschutzes. Im Kern steht die Kosten-Nutzen-Relation und damit die Frage, ob die aus den wertpapierrechtlichen Novellen erwachsenden Belastungen durch einen ausreichend hohen Nutzen(-zuwachs) kompensiert werden. Das ist jedoch in Summe nicht der Fall. Hohem direkten und indirekten Kosten steht ein bestenfalls zweifelhafter, tendenziell jedoch sogar negativer Nutzen entgegen. Letztlich drohen die Neuregelungen sogar, Kunden von Kapitalmarkt-Engagements abzubringen und konterkarieren so nicht nur die Zielsetzungen der Kapitalmarktunion, sondern sind auch im Sinne der privaten Vorsorgebildung bedenklich.

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Methodische Vorgehensweise und Charakteristika der Stichprobe
- III. Kosten und weitere Belastungen für Kunden und Banken
 1. Implementierung
 2. Laufende Einhaltung

- IV. Nutzen und Disnutzen
 1. (Dis-)Nutzen der erweiterten Informationsbereitstellung im Sinne der Informationsverwertung
 2. (Dis-)Nutzen des Beraters als Informationsnavigator
 3. (Dis-)Nutzen einzelner (Informations-)Elemente
- V. Fazit

I. Einleitung

Absurde Renditeangaben,¹⁾ ein drastischer Rückgang des Handels von Unternehmensanleihen durch Privatpersonen²⁾ und verpflichtende Telefonaufzeichnungen bei Anlageberatungsgesprächen – die öffentliche Kritik an den jüngsten wertpapierrechtlichen Neuregelungen wächst, und Anleger fühlen sich zunehmend bevormundet. Um die Kapitalmärkte im Nachgang der Finanzkrise zu stärken, initiierte die Europäische Kommission im Juli 2014 die überarbeitete Richtlinie MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive II), die begleitende Verordnung MiFIR (Markets in Financial Instruments Regulation) sowie die PRIIPs-VO (Regulation on Key Information Documents for Packaged Retail and Insurance-based Investment Products), deren finale Implementierung zum Januar 2018 erfolgte.

Oberziele dieser im Kontext der Kapitalmarktunion zu verordnenden Neuregelungen sind die Verbesserung der Markteffizienz und die Erweiterung und Diversifizierung von Finanzierungsquellen.³⁾ Im Fokus stehen dabei insbesondere sechs untergeordnete Zielsetzungen: So soll (1.) der Anlegerschutz verbessert, (2.) die Transparenz auf Finanz- und Wertpapiermärkten erhöht und (3.) der Wettbewerb im Handel und Clearing von

*) *Prof. Dr. rer. oec., Inhaber des Lehrstuhls für Finanzierung und Kreditwirtschaft an der Ruhr-Universität Bochum sowie geschäftsführender Vorstand des instituts für kredit- und finanzwirtschaft (ikf) in Bochum*

**) *Wissenschaftliche Mitarbeiterin und Doktorandin am Lehrstuhl für Finanzierung und Kreditwirtschaft an der Ruhr-Universität Bochum*

***) *Wissenschaftlicher Mitarbeiter und Doktorand am Lehrstuhl für Finanzierung und Kreditwirtschaft an der Ruhr-Universität Bochum. Diese Studie entstand im Auftrag der Deutschen Kreditwirtschaft. Die Autoren danken allen Teilnehmern der Studie für ihre Unterstützung. Ein besonderer Dank gilt jenen, die uns bei der Konzeptionierung und Validierung der Fragebögen unterstützt haben sowie Frau Anna Nowotzsch und Frau Nhu-Mi Phan.*

1) Exemplarisch berichtet die Börsen-Zeitung (*Witkowski* 2018) bei einem „Open End Partizipationszertifikat“ auf Bitcoin (Vontobel) in einem Positiv-Szenario von einer Rendite von 254.268,1 % bei einer Haltedauer von 5 Jahren. Prognosen dieser Art sind auch in „Downside“-Szenarien in den Basisinformationsblättern vorzufinden.

2) Ein Rückgang des Handels von Unternehmensanleihen durch Privatpersonen wird auf 20 – 25 % betitelt (vgl. *Schröder* 2018; *Heitker* 2018).

3) Vgl. *Schumacher/Paul* (2017) für eine umfassende Übersicht der einzelnen Zielsetzungen der Kapitalmarktunion.

Finanzinstrumenten gestärkt werden. Weiterhin soll (4.) sichergestellt werden, dass der Handel auf regulierten Plattformen stattfindet, (5.) ein Regelwerk für Algorithmen und Hochfrequenzhandel eingeführt und (6.) sollen Probleme im Rahmen von Rohstoffgeschäften behoben werden.

Angesichts der massiven medialen Kritik von Anlegern und Verbraucherschützern stellt sich zunehmend die Frage, inwieweit die Neuregelungen ggf. deren Interessen zuwiderlaufen und damit unter Umständen die originären Zielsetzungen von MiFID II, MiFIR und der PRIIPs-VO konterkarieren. Denn gerade die intendierte Stärkung des Anleger- und Verbraucherschutzes soll investorensseitiges Vertrauen stärken und auf diese Weise das Kapitalangebot im Sinne der Oberziele erhöhen. Führt jedoch die konkrete Ausgestaltung der Neuregelungen letztlich dazu, dass Investoren sich sogar von den Kapitalmärkten zurückziehen und potenzielle Neuinvestoren vor den wertpapiergeschäftlichen Hürden zurückschrecken, so wären diese Regulierungen grundlegend zu hinterfragen. An entsprechenden Auswirkungsstudien mangelt es jedoch bisher.

Der derzeitige Forschungsstand beschränkt sich nach unserem Wissen auf lediglich zwei umfassendere Untersuchungen, von denen eine vom Regulator selbst stammt.⁴⁾ Einerseits werden damit potenziell fragwürdige Facetten ggf. nicht ausreichend klar adressiert, andererseits datiert diese Studie auf den Zeitraum vor dem Inkrafttreten und hat damit eher Prognosecharakter. Schließlich fokussiert sie sich primär auf Friktionen des marktlichen Allokationsmechanismus, Auswirkungen für Anleger und Verbraucher werden nur untergeordnet eruiert. Daneben adressiert eine umfragebasierte Studie der Unternehmensberatung PPI (2018) die aus den Neuregelungen erwachsenden Herausforderungen für Banken, wobei insbesondere der Implementierungsprozess, wesentliche Kostentreiber und strategische Anpassungsbedarfe fokussiert werden. Angesichts eines zugrund liegenden Samples von lediglich 50 befragten Instituten sind die Ergebnisse jedoch nur eingeschränkt repräsentativ. Ein Ausblick auf die Kundenperspektive unterbleibt, so dass Aussagen hinsichtlich der Güte der Neuregelungen nicht abgeleitet werden können. Denn die bankseitigen Belastungen könnten im Sinne des Anleger- und Verbraucherschutzes wohlfahrtsökonomisch gerechtfertigt sein, wenn sie durch einen ausreichend hohen (Kunden-)Nutzen kompensiert würden.

In der Gesamtschau zeigt sich ein erheblicher Nachholbedarf: Um beurteilen zu können, inwieweit die von Verbraucherschützern einerseits und Teilen der Kreditwirtschaft andererseits befeuerte mediale Kritik gerechtfertigt ist, müssen Kosten und Nutzen der Regulierung gegeneinander abgewogen werden. Vor dem Hintergrund des Anleger- und Verbraucherschutzes verfolgt diese Studie daher die Zielsetzung, die Neuregelungen einer umfassenden, regulierungstheoretisch fundierten Auswirkungsanalyse zu unterziehen. Im Fokus stehen die konkreten Konsequenzen für die beiden hierbei wesentlichen Parteien, nämlich Kunden und „deren“ Banken. Grundlage dieser Auswirkungsstudie ist ein Fragebogen-gestützter, qualitativ-empirischer Forschungsansatz auf Basis eines bundesweiten Samples von 2.852 (nicht-institutionellen) Kunden und 153 Insti-

tuten. Sofern die Neuregelungen überhaupt geeignet sind, zu ihren proklamierten Zielsetzungen beizutragen – also effektiv sind –, stellt sich die Frage, inwiefern die primär bei den Instituten anfallenden erhöhten (Opportunitäts-)Kosten durch einen Nutzenzuwachs der „Schutzbedürftigen“ kompensiert werden. Es bestehen jedoch erhebliche methodische Probleme hinsichtlich der Abgrenzung und Messung der Kosten und insbesondere des Nutzens,⁵⁾ wodurch die notwendigen Vergleiche zwangsläufig mit Unschärfen behaftet sind. Nur wenn sich der Kundennutzen als nicht existent oder zumindest stark fragwürdig erweist, wäre eine valide Aussage dahingehend möglich, dass die Neuregelungen – unabhängig von der konkreten Höhe der Kosten – ineffizient und somit abzuzändern wären.

Diese Studie gliedert sich im Weiteren wie folgt: Kapitel II beschreibt den Forschungsansatz und das Sample. Kapitel III adressiert die Kostendimension. Im Fokus stehen dabei die primär bei den Instituten zu verortenden Belastungen infolge der Neuregelungen, wobei zwischen den eher kurzfristigen Belastungen der Implementierung und den langfristigen Belastungen der laufenden Einhaltung differenziert wird. Spiegelbildlich untersucht Kapitel IV die Nutzendimension. Da eine auf Anleger- und Verbraucherschutz gerichtete Regulierung primär dem Kunden nutzen soll, bildet dessen (Dis-)Nutzen den Ausgangspunkt der weiteren Analyse. Angesichts der zunehmenden Informationsmengen werden zunächst die kundenseitige Informationsverarbeitung und -verwertung sowie die Bedeutung der Informationsstandardisierung untersucht. Anschließend wird die Rolle des Beraters als Unterstützer im Entscheidungsprozess eruiert. Vor diesem Hintergrund werden schließlich einzelne Informationsquellen und Prozessbestandteile hinsichtlich des ihnen beigemessenen Nutzens und Störfaktors adressiert. Die Studie schließt mit einem Fazit in Kapitel V.

II. Methodische Vorgehensweise und Charakteristika der Stichprobe

Grundlage dieser Studie ist ein qualitativ-empirischer Forschungsansatz über an Kunden und Institute gerichtete Fragebögen. Um die Abdeckung sämtlicher relevanten Aspekte zu gewährleisten, wurden die Fragebögen auf Basis mehrerer Expertenworkshops iterativ weiterentwickelt. Neben Bankvorständen, den jeweiligen Fachabteilungen der Verbände und Experten einzelner Banken waren auch Vertriebsmitarbeiter und Kundenberater an der Entwicklung beteiligt. Somit waren die finalen Fragebögen nicht nur umfassend, sondern auch – insbesondere im Hinblick auf die zu befragenden Kunden – praxistauglich. Vor dem Versand fand noch ein finaler Testlauf mit Endkunden statt.

Instituts- und Kundenfragebögen standen je nach Präferenz in Papierform oder in elektronischer Form zur Verfügung und

4) Europäische Kommission (2018).

5) Vgl. *Eling/Kilgus* (2014).

waren ähnlich aufgebaut. Nach der Abfrage wesentlicher Instituts- bzw. Kundencharakteristika wurden vorrangig unipolare Likert-Type-Skalen verwendet.⁶⁾ Insbesondere bei den Kunden sollte damit der Aufwand des Ausfüllens minimiert und so die Rücklaufquote erhöht werden. Die Aussagen bzw. Fragestellungen konnten mit „trifft zu“, „trifft eher zu“, „trifft eher nicht zu“ und „trifft nicht zu“ gewürdigt werden. Um diese ordinal skalierten Ergebnisse hinsichtlich ihrer statistischen Verteilung einordnen zu können, wurden sie im Auswertungsprozess mit „0“ (trifft zu) bis „3“ (trifft nicht zu) kodiert. Die jeweiligen Likert-Ergebnisse werden im Weiteren um den kodiert ermittelten Mittelwert (μ) und die Standardabweichung (σ) ergänzt.

Zwischen August und Oktober 2018 wurden schließlich alle der Deutschen Kreditwirtschaft angegliederten Banken sowie deren Kunden anonym hinsichtlich der wertpapierrechtlichen Neuregelungen befragt.⁷⁾ Die Ansprache der Banken erfolgte dabei über die jeweiligen Verbände. Die Ansprache der Kunden erfolgte wiederum über die jeweiligen Institute, wobei die Institute angehalten wurden, die Kunden zufällig und über alle relevanten Kundengruppen hinweg gleichmäßig auszuwählen. Auch sollten die Kunden die Fragebögen alleine und möglichst zuhause ausfüllen. Von den insgesamt 1.604 Instituten aller Institutstypen (Stand: Juli 2018)⁸⁾

wurden 153 Fragebögen ausgefüllt, was einer Rücklaufquote von rund 9,5 % entspricht. Die nachfolgende Tabelle 1 zeigt das Institutssample differenziert nach Größe und Institutstypus. Da die exakten Bilanzsummen aus Anonymitätsgründen nicht abgefragt wurden, können Aussagen hinsichtlich der Repräsentativität der Institutsgrößen nicht getroffen werden.

Insgesamt haben 2.852 Kunden die Fragebögen beantwortet. Angesichts der vollständig anonymen Erhebung kann eine Aussage über die kundenseitige Rücklaufquote nicht getroffen werden. Die nachfolgende Tabelle 2 zeigt die Kundenbeteiligung differenziert nach Kundensegment und Institutstypus.

6) Bei den Institutsbögen wurden auch quantitative Daten geclustert oder in Prozent jeweiliger Bezugsgrößen abgefragt. Eine Abfrage absoluter Werte konnte angesichts der Anonymisierung zumeist nicht erfolgen. Vgl. *Likert* (1932) zu Likert-Type Skalen.

7) Die Deutsche Kreditwirtschaft (DK) ist ein Zusammenschluss nahezu aller deutschen Banken. Mitglieder sind der Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken, der Bundesverband deutscher Banken, der Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands, der Deutsche Sparkassen- und Giroverband und der Verband deutscher Pfandbriefbanken.

8) Vgl. Bundesbank (2018).

Tabelle 1: Beteiligungsquoten der Institute differenziert nach Säulenzugehörigkeit und Bilanzsumme

Institute	Private Geschäftsbanken	Öffentlich-rechtliche Kreditinstitute	Genossenschafts- banken	Summe	Bilanzsumme in %
Bilanzsumme < 1.000 Mio. €	5	7	14	26	17,0 %
Bilanzsumme 1.000 – 2.000 Mio. €	1	20	17	38	24,8 %
Bilanzsumme 2.000 – 4.000 Mio. €	4	28	10	42	27,5 %
Bilanzsumme 4.000 – 8.000 Mio. €	2	23	4	29	19,0 %
Bilanzsumme 8.000 – 16.000 Mio. €	0	4	1	5	3,3 %
Bilanzsumme 16.000 – 30.000 Mio. €	2	2	0	4	2,6 %
Bilanzsumme > 30.000 Mio. €	6	2	0	8	5,2 %
Summe	21	86	46	153	
Säulen in %	13,7 %	56,2 %	30,1 %		

Tabelle 2: Beteiligungsquoten differenziert nach Kundensegment und Säulen

	Private Geschäftsbanken	Öffentlich-rechtliche Kreditinstitute	Genossenschafts- banken	Summe	Kunden in %
Retail-Kunden	81	1.066	345	1.492	52,3 %
Private-Banking-Kunden	202	562	291	1.055	37,0 %
Unternehmenskunden	52	173	80	305	10,7 %
Summe	335	1.801	716	2.852	
Säulen in %	11,8 %	63,2 %	25,1 %		

Tabelle 3: Beteiligungsquoten der Kunden differenziert nach Depotvolumen und Tradinghäufigkeit

Kunden	Praktisch nie (< 1 Mal)	1 – 6 Mal	7 – 12 Mal	13 – 48 Mal	> 48 Mal	k. A.	Summe	Depotvolumen in %
< 10.000 €	63	165	22	6	2	2	260	9,1 %
10.000 – 50.000 €	43	360	75	29	8	5	520	18,2 %
50.000 – 100.000 €	6	282	91	31	6	9	425	14,9 %
100.000 – 500.000 €	14	464	232	161	39	9	919	32,2 %
500.000 – 1.000.000 €	4	105	105	107	29	1	351	12,3 %
> 1.000.000 €	1	56	86	128	76	4	351	12,3 %
k. A.	2	13	4	4	0	3	26	0,9 %
Summe	133	1.445	615	466	160	33	2.852	
Tradinghäufigkeit in %	4,7 %	50,7 %	21,6 %	16,3 %	5,6 %	1,2 %		

Die Repräsentativität der Kundenstichprobe ist eingeschränkt. Zwar liegen uns präzise Referenzdaten zur Kundensegmentierung nicht vor, doch dürfte der Anteil der vermögendere Private-Banking-Kunden an allen Bankkunden in Deutschland weit unterhalb der hier vertretenen 37 % liegen. Im Hinblick auf die weitere Analyse ist diese Verzerrung jedoch unkritisch, da sämtliche Aussagen auf Basis entsprechender Subsamples validiert werden. Korrespondierend mit der segment-spezifischen Verzerrung ist auch die Mehrheit der Kunden über 50 Jahre alt. 8,3 % sind zwischen 18 und 30 Jahren, 24,7 % zwischen 31 und 50 Jahren, 30,7 % zwischen 51 und 64 Jahren und 36,1 % 65 Jahre oder älter. Weiterhin umfasst das Kundensample nicht nur eine hohe Spannweite an Depotvolumina, sondern insbesondere auch ein breites Spektrum an Tradinghäufigkeiten. Vom wertpapiergeschäftlichen „Skeptiker“ bis hin zum „Daytrader“ ist somit die gesamte Bandbreite vertreten (vgl. Tabelle 3). Hinsichtlich ihres primären Beratungswegs nutzen 51 % der Kunden vornehmlich die direkte Filialberatung, 33 % nutzen sowohl Filial- als auch telefonische Beratung und 14 % ausschließlich die telefonische Beratung. Innovative Konzepte wie etwa die Beratung via Videochat werden nur vereinzelt genutzt.

III. Kosten und weitere Belastungen für Kunden und Banken

Die Neuregelungen gehen mit Kosten und weiteren Belastungen einher. Während die Kosten hauptsächlich bei den Instituten zu verorten sind, betreffen weitere Belastungen Kunden und Institute gleichermaßen. Eine trennscharfe Differenzierung ist oft nicht möglich. So führen etwa institutsseitige Belastungen regelmäßig zu vertriebspolitischen Anpassungen, die dann vielfach auch auf den Kunden abstrahlen. Die monetäre Quantifizierung kundenseitiger Belastungen gestaltet sich jedoch mangels geeigneter Daten schwierig, so dass hier lediglich Tendenzangaben bezüglich Nutzen und Disnutzen möglich sind. Die nachfolgende Betrachtung fokussiert daher primär die Institute.

Seit Anfang des Jahres 2018 mehren sich Klagen über Erlöseinbrüche im Wertpapiergeschäft. Spiegelbildlich wächst auch der Unmut über immer weiter ansteigende Aufwendungen, erodierende Margen wären die Folge. Um zu prüfen, ob die Neuregelungen tatsächlich derart drastische Auswirkungen haben, wurden die Institute einleitend hinsichtlich ihrer Aufwands- und Ertragsentwicklung im Wertpapiergeschäft befragt. Im Vorjahresvergleich (1. Halbjahr 2017) zeigt sich dabei ein um 1,5 % geringerer Ergebnisbeitrag der Erlöse. Ob und inwieweit dies einzig auf die Neuregelungen zurückzuführen ist, lässt sich allerdings nicht klar identifizieren.

1. Implementierung

Die Belastungen im Rahmen der Implementierung hängen stark vom Zeitpunkt sowie der Art und Weise ab, mit der die Institute die Neuregelungen aufgegriffen haben bzw. dieses noch tun. Die Spannweite ist groß: 28,8 % der Institute haben bereits 2015 mit den Vorbereitungen begonnen, 43,8 % jedoch erst in 2017. Auch gibt jedes zweite Institut an, zum Zeitpunkt des Inkrafttretens Anfang Januar 2018 nicht „fully compliant“ gewesen zu sein. Die betroffenen Institute begründen dies insbesondere mit der erst späten finalen Ausgestaltung der Regelungen und – nachgeordnet – mit Schwierigkeiten bei der Anpassung der technischen Infrastruktur. Das Gros der Implementierungskosten dürfte jedoch mittlerweile angefallen sein, da unsere Datenerhebung zeitlich deutlich hinter dem Stichtag des Inkrafttretens liegt.

Die *direkten* Implementierungskosten betragen durchschnittlich 3,7 Mio. € pro Institut. Sie variieren jedoch stark mit der Institutgröße, so dass dieser Wert isoliert wenig Aussagekraft besitzt. Besonders kleine Institute mit einer Bilanzsumme unter 1 Mrd. € beziffern sie mit lediglich 218.000 €, während mittelgroße Institute mit einer Bilanzsumme zwischen 4 Mrd. € und 8 Mrd. € durchschnittlich 911.000 € investierten. Die größten Institute (Bilanzsumme > 30 Mrd. €) beziffern die Implementierungskosten im Durchschnitt mit 35,6 Mio. €.

Als Treiber dieser Kosten identifizieren die Institute insbesondere (1.) die Einarbeitung in die regulatorischen Vorschriften, (2.) die Weiterbildung der Mitarbeiter und (3.) die Anschaffung neuer und die Erweiterung bestehender IT-Systeme und Hardware. Die Priorisierung dieser Treiber variiert auch hier mit der Institutsgröße. Die kleinen bis mittelgroßen Institute, die den Großteil des Samples ausmachen, sind kapazitiv vergleichsweise beschränkt, so dass die personalintensive Einarbeitung in die regulatorischen Vorschriften und die Weiterbildung des Personals im Vordergrund stehen. Für größere Institute hat jedoch die IT-Infrastruktur eine hohe Bedeutung und wird vielfach sogar als Haupt-Kostentreiber genannt.⁹⁾

Mit Blick auf die *indirekten* Implementierungskosten gibt jedes zweite Institut an, andere dringende Projekte, wie etwa notwendige Anpassungen angesichts der Digitalisierung, verzögerten sich aufgrund des hohen Implementierungsaufwands. Weitere 30 % geben an, die Mehrbelastung führe zwar nicht zu Verzögerungen, sei aber dennoch spürbar. Immerhin 9 % der Institute betonen einen hohen Abstimmungsaufwand mit ihren Verbänden infolge einer (lange Zeit) unklaren Gesetzeslage.

Während die meisten Implementierungsbelastungen lediglich einmalig anfallen, können etwa Verzögerungen strategisch wichtiger Projekte auch langfristig negative Auswirkungen haben. Sie sind daher besonders gravierend.

2. Laufende Einhaltung

Auch die im Zuge der laufenden Einhaltung anfallenden Belastungen sind langfristiger Natur und insofern von besonderer strategischer Relevanz. Sie lassen sich wiederum nach direkten und indirekten Belastungen differenzieren.

Direkte Belastungen

Übergeordnet beziffern die Institute die zusätzlichen jährlichen direkten Kosten mit durchschnittlich 508.000 €. Angesichts des stark heterogenen Samples ist auch hier eine Differenzierung nach der Institutsgröße sinnvoll. Kleine Häuser mit einer Bilanzsumme unter 1 Mrd. € geben laufende Einhaltungskosten i. H. v. rund 44.000 € an, während sich die Kosten für Institute mittlerer Größe mit einer Bilanzsumme zwischen 4 und 8 Mrd. € auf durchschnittlich 182.000 € belaufen. Besonders große Institute mit einer Bilanzsumme über 30 Mrd. € geben Kosten i. H. v. durchschnittlich 4.247.000 € an. Die laufenden Kosten steigen also mit der Institutsgröße stark an.

Hauptursachen dieser Kosten sind (i) Informationspflichten, (ii) Qualifikationspflichten und (iii) Überwachungspflichten. Zu den Informationspflichten zählen insbesondere die neuen Pflichtdokumente, die dem Kunden zur Verfügung zu stellen sind. Diese umfassen beispielsweise Basisinformationsblätter und die ex-ante Kosteninformation. Qualifikationspflichten zielen auf die notwendige, kontinuierliche Weiterbildung des Personals ab. Die Überwachungspflichten beinhalten etwa Zielmarktprüfungen.

Diese Pflichten gehen mit erheblichem zeitlichen Mehraufwand einher – sowohl in der direkten Bank/Kunde-Interaktion als auch abseits davon (etwa im „Backoffice“). So geben die Institute an, der zeitliche Aufwand durch die laufende Einhaltung sei über alle Kundensegmente hinweg angestiegen. Im Rahmen der direkten Bank/Kunde-Interaktion beläuft sich der Anstieg auf 22,8 % im Retail- und auf 21,9 % im Unternehmenskunden-Segment. Im Private-Banking-Segment wird die zeitliche Mehrbelastung sogar mit durchschnittlich 27,8 % quantifiziert. Diese institutsseitigen Belastungen spiegeln sich auch im (Dis-)Nutzen-Empfinden der Kunden wider.¹⁰⁾ Abseits der direkten Bank/Kunde-Interaktion fällt der Mehraufwand mit 16,7 – 19,4 % geringer aus.

Indirekte Belastungen

Die zeitlichen Mehrbelastungen spiegeln sich auch in der personellen Ressourcen-Allokation der Institute wider. Den stärksten Anstieg benötigter Personalressourcen verzeichnen die Bereiche Recht, Compliance und (Produkt-)Governance mit einem Anstieg von durchschnittlich 16 %. Im Kontext der Kundenbetreuung und -beratung bzw. des Vertriebs sind rund 12,7 % mehr Personal erforderlich. Die Mehrbelastung der Banksteuerung i. w. S. (Risikomanagement, Meldewesen, Revision etc.) ist mit 9,8 % auf dem dritten Rang zu verorten. Weitere Bereiche wie etwa IT, Personalwesen und Vorstandsebene, weisen eine Mehrbelastung von knapp unter 5 % auf.

Angesichts dieser Mehrbelastungen können die Institute grundsätzlich (i) neue Mitarbeiter einstellen, (ii) vorhandene Mitarbeiter anders disponieren und/oder (iii) andere Aktivitäten einschränken, woraus wiederum Opportunitätskosten erwachsen. In den drei letztgenannten – weniger stark betroffenen – Bereichen erfolgen derartige Kompensationshandlungen nur eingeschränkt. In der Kundenberatung und -betreuung bzw. im Vertrieb geben 42,5 % der Institute an, vorhandene Mitarbeiter umzudisponieren und 51,6 % reduzieren sogar andere Aktivitäten, um die Mehrbelastungen zu kompensieren. Gleiches gilt für die Bereiche Recht, Compliance und (Produkt-)Governance, in denen 39,9 % der Institute ihre Mitarbeiter anders disponieren und sogar 60,1 % andere Aktivitäten einschränken. Auch in der Banksteuerung i. w. S. werden Mitarbeiter nun anders disponiert (47,1 %) und andere Aktivitäten reduziert (51,6 %). Neue Mitarbeiter – die zu direkten Kosten führen würden – werden bisher mehrheitlich nicht eingestellt, so dass sich die personelle Ressourcenbelastung überwiegend in Form von Opportunitätskosten niederschlägt.

Vor diesem Hintergrund gewinnt auch das Outsourcing ressourcenbindender Aktivitäten an Bedeutung. So gibt rund die Hälfte der Institute an, angesichts der Neuregelungen vermehrt Aktivitäten outzusourcen. Insbesondere sind davon die MiFIR-

9) Hierbei ist jedoch zu beachten, dass die Verbände etwaige IT-Anpassungen regelmäßig über zentrale Rechenzentren und Dienstleister abbilden. Eine dadurch nur mittelbare Kostenbelastung vieler Primärinstitute – etwa durch später anfallende Entgelte etc. – verzerrt daher möglicherweise dieses Ranking.

10) Vgl. IV.

Meldung¹¹⁾ und weitere IT-Angelegenheiten wie etwa Sprachaufzeichnungen (jeweils 29 %) sowie die Erstellung der ex ante Kosteninformation (21 %) betroffen.

Neben diesen operativen Belastungen haben die Neuregelungen auch erhebliche Auswirkungen auf die Strategie und damit auf die langfristige Ausrichtung der Institute. Von besonderer Relevanz sind hierbei eine Neupriorisierung von Ertragsquellen und Zielkunden sowie Veränderungen des Produkt-/Leistungsangebots und der Vertriebspolitik. Denn derartige Anpassungen betreffen nicht nur die Institute selbst, sondern strahlen auch weitreichend auf den Kunden und dessen (Dis-)Nutzen-Empfinden ab.

Angesichts des deutlich gestiegenen Aufwands in der Kundenbetreuung bzw. im Vertrieb könnten Institute nun alternativen Ertragsquellen den Vorzug geben. Tatsächlich geben aber 73,9 % ($\mu = 2,1$; $\sigma = 1,01$) an, dass die Bedeutung des Beratungsgeschäfts als Ertragsquelle (eher) nicht abnimmt. Diese nach wie vor hohe Bedeutung ist jedoch insbesondere durch die große Anzahl kleiner und mittlerer Institute getrieben. 50 % ($\mu = 1,1$; $\sigma = 1,11$) aller großen Institute (Bilanzsumme > 30 Mrd. €) und 76,2 % ($\mu = 0,8$; $\sigma = 1,09$) der Privaten Geschäftsbanken attestieren dem Beratungsgeschäft eine abnehmende Bedeutung.¹²⁾ Tendenziell steht diesen Instituten ein breiteres Spektrum an Ertragsquellen zur Verfügung, während die im Durchschnitt kleineren Sparkassen und Genossenschaftsbanken (historisch gewachsen) stärker auf das Beratungsgeschäft angewiesen sind.

Angesichts geringerer Aufwendungen gewinnt jedoch das beratungsfreie Geschäft für 53,6 % ($\mu = 1,4$; $\sigma = 0,94$) aller Institute an Bedeutung. Zwar sind hier auch die Erträge geringer, doch sind die Margen – aufgrund der geringeren Kostenbelastung – gegenüber dem Beratungsgeschäft nun (relativ) attraktiver. Der steigende Kostendruck im Beratungsgeschäft bedingt schließlich eine Neupriorisierung der Zielkunden: Private-Banking- (77,1 %; $\mu = 0,7$; $\sigma = 0,92$) und Unternehmenskunden (65,3 %; $\mu = 1,0$; $\sigma = 0,99$) werden gegenüber dem granularen Retail-Segment attraktiver. Bei tendenziell konstanten Kosten pro Order, gleichzeitig jedoch höheren Investitionsvolumina, sind die Margen hier höher als im Retail-Geschäft.

Vor dem Hintergrund der sinkenden Margen schränken immer mehr Institute ihr Produkt- und Leistungsangebot ein – insbesondere im Retail-Segment.¹³⁾ Diese Einschränkungen betreffen Aktien (58,8 %; $\mu = 1,3$; $\sigma = 1,08$), Anleihen (63,4 %; $\mu = 1,2$; $\sigma = 0,96$), Zertifikate (54,2 %; $\mu = 1,4$; $\sigma = 0,99$), Währungsmanagement (54,5 %; $\mu = 1,1$; $\sigma = 1,08$) sowie weitere Derivate (62,7 %; $\mu = 1,0$; $\sigma = 1,1$). Entgegen der (intuitiven) These, dass Einschränkungen des Produktangebots vornehmlich komplexere und damit erklärungsbedürftigere Produkte, nicht aber Aktien oder Anleihen betreffen,¹⁴⁾ zeigen unsere Ergebnisse, dass ein derartiger Zusammenhang nicht existiert: Anleihen sind die am stärksten betroffene Produktform. Der Grad der Einschränkungen korreliert mit der Institutsgröße. So schränken kleinere Institute ihr Angebot im Durchschnitt stärker ein als ihre größeren Pendanten. Eine Erklärung bieten Skaleneffekte und eine bessere (finanzielle) Ressourcenausstattung großer

Institute, die ihre Kosten so mittels Automatisierungstechniken vergleichsweise stärker senken können.

Übergeordnet geben 85,6 % ($\mu = 0,5$; $\sigma = 0,82$) der Institute an, ihr Produkt- und Leistungsangebot zunehmend segmentspezifisch auszurichten. In diesem Kontext ist auch die weitreichende Angebots-Standardisierung zu verorten, die letztlich ebenfalls auf eine Absenkung des Beratungsaufwands abzielt. In Einklang mit der abnehmenden Bedeutung von Retail-Kunden als Ertragsquelle, weist das Retail-Segment die stärksten Standardisierungstendenzen auf (94,7 %; $\mu = 0,3$; $\sigma = 0,55$). Indes werden auch die lukrativeren Private-Banking- und Unternehmenskunden-Segmente zunehmend stärker standardisiert (65,3 %; $\mu = 1,1$; $\sigma = 0,84$ respektive 61,4 %; $\mu = 1,1$; $\sigma = 0,83$).

Dass produkt- und leistungspolitische Anpassungen stark auf den Kunden abstrahlen, liegt auf der Hand: Die Beratung wird weniger individuell und die Produkt-Auswahl wird eingeschränkt. Ob und inwieweit dies den empfundenen Nutzen der Kunden beeinflusst, ist Gegenstand von Kapitel IV. Denn grundsätzlich könnte ein reduziertes Produktangebot – insbesondere in der Beratung – auch insoweit positiv sein, als passgenauer zugeschnittene Produktkörbe Überforderung vorbeugen und so den Entscheidungsprozess erleichtern könnten. Daneben geben bereits heute zahlreiche Institute an, die stetig zunehmenden wertpapierrechtlichen Anleger- und Verbraucherschutzanforderungen setzten die Margen so stark unter Druck, dass sich das Geschäft mit weniger vermögenden Retail-Kunden nicht mehr lohne.¹⁵⁾ Manche Institute versuchen daher, diese Kunden in andere, weniger kostenintensive Geschäfte umzuleiten. Abhängig vom Grad weiterer Verschärfungen stellt sich jedoch die Frage, wann Institute beginnen, ganze Bevölkerungsschichten vollständig von der Wertpapierberatung abzuschneiden. Noch geben allerdings 64,5 % ($\mu = 1,8$; $\sigma = 0,94$) der Institute an, die regulierungsbedingten Kosten unterbänden ihre Wachstumsstrategien im Bereich der Wertpapieranlage (eher) nicht. Eine Differenzierung nach Kunden-Gruppen erfolgte hier jedoch nicht.

Ebenfalls vor dem Hintergrund der Reduktion regulierungsbedingter Kosten entwickelt schließlich jedes fünfte Institut (19,6 %; $\mu = 2,3$; $\sigma = 0,96$) neue Produkte, die nicht von den Neuregelungen betroffen sind. Neben Kosteneffekten können solche Produkte auch dazu beitragen, „regulierungs-entnervte“ Kunden milde zu stimmen und so die Kundenbindung verbessern.

Angesichts der in der Gesamtschau zunehmenden Aufwendungen stellt sich schließlich die Frage, ob sich diese neben den adressierten Änderungen auch in höheren Preisen für Kunden niederschlagen. Zwar ist es im Kontext wohlfahrtsökonomi-

11) Gem. MiFIR Art. 26 sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen dazu verpflichtet, die zuständigen Aufsichtsbehörden über Geschäftsabschlüsse mit Finanzinstrumenten so schnell wie möglich und spätestens am Ende des folgenden Arbeitstags zu unterrichten.

12) Im Hinblick auf etwaige Paralleleinflüsse sind mit der Digitalisierung einhergehende Geschäftsmodellanpassungen der Institute zu berücksichtigen.

13) Vgl. Lange/Paul (2017); Schumacher/Lange/Paul (2019).

14) PPI (2018).

15) Vgl. Studien zu kumulativen (perspektivischen) Auswirkungen der Regulierung auf die Geschäftsmodelle von Genossenschaftsbanken und Sparkassen von Lange/Paul (2018) sowie Schumacher/Lange/Paul (2019).

scher Kosten-/Nutzen-Analysen zunächst unerheblich, wer die Kosten trägt, da lediglich auf gesamtwirtschaftlich kumulierte Größen abgestellt wird, doch minderten höhere Konditionen ceteris paribus den Kundennutzen und würden so den proklamierten Nutznießer der Neuregelungen schlechter stellen. Dies ist indes nur bei einem Drittel der Institute der Fall. Mehrheitlich (66,7 %; $\mu = 1,9$; $\sigma = 0,9$) werden die neuregelungsbedingten Kosten – zumindest gegenwärtig – nicht an die Kunden weitergegeben. Perspektivisch wird dies jedoch für zahlreiche Institute unumgänglich sein.¹⁶⁾

Weiterhin könnten auch vertriebspolitische Anpassungen negative Auswirkungen für Kunden bergen. Würden sich die Institute etwa angesichts der Neuregelungen zunehmend aus der Fläche zurückziehen oder die Wertpapierberatung nur noch in wenigen, ausgewählten Filialen anbieten, so brächten diese institutsseitigen Einsparmaßnahmen einen erheblichen Disnutzen für Kunden mit sich. Während derartige Maßnahmen für zwei Drittel der Institute gegenwärtig keine Relevanz haben, geben immerhin 30,7 % ($\mu = 2,0$; $\sigma = 0,91$) an, sich – regulatorisch getrieben – zunehmend aus der Fläche zurückzuziehen und bei 25,5 % ($\mu = 2,0$; $\sigma = 0,96$) konzentriert sich die Wertpapierberatung nur noch auf ausgewählte Filialen. Gerade ältere, weniger mobile Kunden drohen so (perspektivisch) von Wertpapiergeschäften abgeschnitten zu werden.

Vor diesem Hintergrund bergen die Neuregelungen negative Auswirkungen für jene Kunden, die vornehmlich den telefonischen Vertriebskanal nutzen oder genutzt haben: Immobiler, nicht internet-affine Kunden können Wertpapiergeschäfte nun nur noch schwer oder gar nicht mehr durchführen. Denn bevor eine Order placiert werden kann, bedarf es der Bereitstellung wesentlicher Informationsdokumente, die jedoch nicht telefonisch übermittelt werden können. Daneben bestehen auch grundsätzliche rechtspolitische Bedenken hinsichtlich der verpflichtenden Sprachaufzeichnungen, die alle Kunden gleichermaßen betreffen. Angesichts des höheren zeitlichen und administrativen Aufwands sind Telefonorders auch für Institute nun weniger attraktiv. In der Gesamtschau geben daher 75,8 % ($\mu = 0,9$; $\sigma = 1,01$) der Institute an, die Bedeutung des Telefongeschäfts als Distributionskanal nehme ab. Auch quantitativ spiegelt sich dies in einer Abnahme von Telefon-Orders wider. Deren Anteil an den Gesamtorders mit Wertpapierberatung nahm infolge der Neuregelungen um 9,9 Prozentpunkte ab, was einem relativen Einbruch von rund 50 % entspricht (1. Halbjahr 2017 vs. 1. Halbjahr 2018). Der Anteil der Filial-Orders nahm dementsprechend zu.

Schließlich wirken sich die Neuregelungen auch auf die Wettbewerbssituation im Bankensektor aus. Während rund die Hälfte der Institute keine Veränderungen feststellt („die Regeln gelten für alle“), sehen 38 % eine Schwächung und 10 % eine Stärkung ihrer Wettbewerbsposition. Geschwächt sehen sich insbesondere kleinere und mittlere Institute. Gründe sind etwa höhere Schwierigkeiten bei der Automatisierung ressourcenbindender Aktivitäten und sonstiger administrativer Anforderungen sowie teilweise sogar eine „regulatorisch erzwungene“ Abkehr von der Telefonberatung. Auch sehen sie den Hausbank-Charakter durch die zunehmende Standardisierung be-

droht. Spiegelbildlich sehen sich insbesondere große Institute, die mit den neuen Anforderungen besser umgehen können, gegenüber ihren kleineren Pendants gestärkt. So kann etwa die Aufrechterhaltung der Telefonberatung einen echten Wettbewerbsvorteil begründen. Größenunabhängig wird die Position von Direktbanken gestärkt und auch FinTechs stellen eine immer größere Konkurrenz dar.

Während wettbewerbsverzerrende Auswirkungen bisher eher gering ausfallen, sind die Institute in der Gesamtschau erheblichen weiteren Belastungen ausgesetzt. Neben jenen Kosten, die primär die Institute selbst betreffen, können vor allem die angesichts der Neuregelungen ergriffenen Anpassungen stark auf den Nutzen der Kunden abstrahlen.

IV. Nutzen und Disnutzen

Übergeordnet bestätigt sich die mediale Berichterstattung über steigenden Kundenunmut auch anhand der erhobenen Daten: Die institutsseitig erfassten Unmutsäußerungen bzw. Beschwerden haben stark zugenommen. Gegenüber dem Referenzzeitraum (1. Halbjahr 2018) beträgt die Zunahme allgemeiner Beschwerden 6,4 % zum 1. Halbjahr 2017 und 15,6 % zum 2. Halbjahr 2017. Während die BaFin-meldepflichtigen Beschwerden¹⁷⁾ gegenüber dem 1. Halbjahr 2017 lediglich um 5,6 % zugenommen haben, stiegen sie gegenüber dem 2. Halbjahr 2017 sogar um 19,1 % an. Da MiFID II/MiFIR und die PRIIPs-VO die einzigen tiefgreifenden Novellen innerhalb dieses Zeitraums waren, ist der sprunghafte Anstieg mutmaßlich auch auf deren Inkrafttreten zurückzuführen, wenngleich andere Gründe nicht auszuschließen sind. Indes geht aus unseren Daten nicht hervor, ob der Anstieg lediglich auf Einmaleffekten beruht – etwa Anfang Januar, als Wertpapiergeschäfte aufgrund von Umstellungen in den Instituten vielfach kurzfristig nicht möglich waren – oder ob sich die Beschwerden homogen über das gesamte 1. Halbjahr 2018 verteilen. Die qualitativen Daten legen Letzteres nahe: So geben 92,1 % ($\mu = 0,6$; $\sigma = 0,64$) der Institute an, der kundenseitige Unmut sei infolge der Neuregelungen gestiegen. Dies spiegelt sich auch auf Seiten der befragten Kunden wider, von denen nunmehr 38,4 % ($\mu = 1,7$; $\sigma = 1,08$) verstärkt nach Alternativen zur klassischen Bankberatung suchen.¹⁸⁾

Auch wenn eine derartige Umorientierung von Kunden darauf hindeutet, dass diese mit den Neuregelungen insgesamt unzufrieden sind, also (mitunter) eher Disnutzen statt Nutzen empfinden, ist fraglich, woher diese Unzufriedenheit rührt: Es bedarf daher einer differenzierteren Analyse der Kundensicht. Da Kunden insbesondere durch umfassendere und standardisiertere Informationen geschützt werden sollen, bilden diese Informationen den Ausgangspunkt der weiteren Betrachtungen. Im Zentrum steht die Frage, ob sich die Kunden nun tatsächlich informierter und sicherer fühlen. Denn nur dann könnten die erheblichen Belastungen der Institute ggf. gerechtfertigt sein.

16) Vgl. Schumacher/Lange/Paul (2019).

17) Grundsätzlich sind alle Beschwerden meldepflichtig, die sich auf eine konkrete Beratungssituation beziehen. Erfasst werden damit all jene Fälle, die sich im direkten Einflussbereich des Anlageberaters befinden. Vgl. § 34d WpHG.

18) Die Ergebnisse der Institute bestätigen diesen Trend.

1. (Dis-)Nutzen der erweiterten Informationsbereitstellung im Sinne der Informationsverwertung

Im Hinblick auf kundenseitige Transaktions- und Opportunitätskosten wurden die Kunden einleitend zum Aufwand von Wertpapiertransaktionen befragt. Denn selbst wenn Kunden sich nun sicherer und besser informiert fühlten, ist fraglich, ob sie den dafür zu zahlenden Preis – nämlich einen steigenden Zeitaufwand – für gerechtfertigt halten und insofern billigend in Kauf nehmen. Übergeordnet geben 83,6 % ($\mu = 0,6$; $\sigma = 0,87$) der Kunden an, dass Gespräche mit ihrem Berater nun (deutlich) mehr Zeit in Anspruch nähmen. Zugleich empfinden 69,1 % ($\mu = 1,9$; $\sigma = 1,01$) den Aufwand einer Ordererteilung als (eher) nicht angemessen. Die Relation von Nutzen und Disnutzen erscheint insoweit fraglich.

Um den Aufwand zu senken, könnten Kunden daher versuchen, seltener zu handeln und ihre Transaktionen stärker zu bündeln. In den Orderbüchern der Institute zeichnet sich eine derartige Entwicklung jedoch bisher nicht ab: Die Anzahl der Orders (exkl. Sparpläne) ist vom 1. Halbjahr 2017 zum 1. Halbjahr 2018 sogar um rund 23 % gestiegen. Zugleich sind die Volumina um etwa 20 % gesunken. Würden Kunden tatsächlich stärker bündeln, so wäre eine gegensätzliche Tendenz zu erwarten. Diese Entwicklungen gelten für beratungsfreie Orders und Orders mit Wertpapierberatung gleichermaßen, so dass ein Substitutionseffekt auszuschließen ist. Indes könnte es perspektivisch doch noch zu kundenseitigem Ausweichverhalten in Form einer stärkeren Transaktions-Bündelung kommen. Denn immerhin 46,7 % ($\mu = 1,5$; $\sigma = 1,04$) der Kunden geben an, eine stärkere Bündelung zu beabsichtigen. Da die Befragung erst nach dem 1. Halbjahr 2018 stattfand, könnte sich diese Absicht erst im Laufe der Zeit manifestiert haben. Wenngleich damit zwar bisher kein Ausweichverhalten erkennbar ist, deutet die perspektivische Absicht zahlreicher Kunden doch auf eine steigende Unzufriedenheit über den Aufwand von Wertpapiertransaktionen hin.

Der steigende (Zeit-)Aufwand könnte aber – zumindest teilweise – gerechtfertigt sein, wenn Kunden sich nun besser informiert und sicherer fühlten. Dies ist jedoch überwiegend nicht der Fall: 77,3 % ($\mu = 2,1$; $\sigma = 0,88$) der Kunden geben an, die umfangreicheren Informationen hätten ihnen nicht, die besprochenen Inhalte besser zu verstehen. Verschärfend geben 62,3 % ($\mu = 1,2$; $\sigma = 1,06$) sogar an, angesichts der ihnen präsentierten Informationsmengen überfordert zu sein, was auf erhebliche Probleme bei der Informationsverwertung hindeutet. Vor diesem Hintergrund sehen sich nahezu alle Institute mit einer erhöhten Erklärungsbedürftigkeit der neuen Prozesse und Materialien gegenüber dem Kunden konfrontiert (98,7 %; $\mu = 0,3$; $\sigma = 0,51$). Spiegelbildlich geben 64,6 % ($\mu = 1,1$; $\sigma = 1,03$) der Kunden an, sie verlören angesichts der Informationsflut schneller den Überblick und müssten häufiger Nachfragen an ihren Berater richten.

Wenn zwei von drei Kunden jedoch angesichts der gesetzlich vorgegebenen Informationsmengen den Überblick verlieren, ist dies höchst bedenklich. Denn Ziel der Neuregelung ist eine transparentere Aufklärung über Kosten und Risiken und keine Verschleierung durch informationelle Überflutung. Nahezu

alle Institute (91,5 %; $\mu = 0,6$; $\sigma = 0,68$) geben jedoch an, dass wesentliche Informationen in der Informationsmenge untergingen. Die Definition von „wesentlichen Informationen“ variiert dabei offenbar über die Institute hinweg. Denn immerhin jedes zweite Institut (49,7 %; $\mu = 1,5$; $\sigma = 0,9$) erklärt, Kosten und Risiken würden nun wesentlich klarer kommuniziert als früher. Auf Seiten der Kunden spiegelt sich diese Einschätzung jedoch nur eingeschränkt wider: Lediglich 33,7 % ($\mu = 1,8$; $\sigma = 0,94$) geben an, sie fühlten sich über die Kosten und Risiken ihrer Anlageentscheidungen nun deutlich besser aufgeklärt. Für die Mehrheit der Kunden ergibt sich in diesem Sinne kein Mehrwert.

In der Gesamtschau ist der Nutzen der umfassenderen Informationen fraglich: Nur ein geringer Teil der Kunden ist nicht überfordert und profitiert von der stärkeren Transparenz. Mehrheitlich dominiert jedoch der durch informationelle Überforderung getriebene Disnutzen. Welcher dieser Effekte in Summe überwiegt, hängt vom Betrag von Nutzen und Disnutzen ab und bleibt mangels Quantifizierbarkeit offen.

Indes könnte die mit den Neuregelungen einhergehende stärkere Standardisierung von Informationen deren Verständlichkeit verbessern. Denn auch bei steigenden Informationsmengen sollte eine sinnvolle und vergleichbare Struktur bzw. Darstellung ein intuitives Verständnis erleichtern und so die Informationsverwertbarkeit verbessern. In der Praxis zeigt sich eine solche positive Wirkung jedoch überwiegend nicht.

So geben 70,7 % ($\mu = 1,9$; $\sigma = 0,86$) der Kunden an, die stärkere Standardisierung helfe ihnen nicht, relevante Informationen schneller herauszufiltern. Vielmehr dominieren negative Aspekte. So konstatieren 83,7 % ($\mu = 0,8$; $\sigma = 0,85$) der Institute, die prozessuale Standardisierung mindere die Individualität in der Beratung und 60,1 % ($\mu = 1,3$; $\sigma = 0,82$) sehen eine erhöhte Austauschbarkeit der Beratungsleistung. Dies spiegelt sich auch auf Seiten der Kunden wider: 57,8 % ($\mu = 1,3$; $\sigma = 1,1$) geben an, ihr Berater sei früher flexibler und individueller auf ihre Bedürfnisse eingegangen. Letztlich entfaltet die Standardisierung ihre intendierte positive Wirkung nicht, Disnutzen-Aspekte scheinen zu überwiegen.

Die Standardisierung könnte jedoch auf Institutsseite nutzenstiftend sein. Denn einhergehend mit der prozessualen Standardisierung nimmt auch die Automatisierung zu. Wird der Beratungsprozess angesichts automatisch zu durchlaufender (Prozess-)Schritte weniger fehleranfällig, so würden Fehlerkosten (etwa infolge von Klagen wegen missachteter Aufklärungspflichten) ggf. reduziert. Zu erwarten wären damit sinkende Fehlerquoten im Beratungsprozess. Dies bestätigen allerdings nur 41,9 % ($\mu = 1,7$; $\sigma = 0,91$) aller Institute.

Auch aus dem höheren Detaillierungsgrad von MiFID II/MiFIR könnte ein Nutzen für die Institute erwachsen. Denn präzise Anforderungen könnten Rechts- und Auslegungsunsicherheiten mindern, die für viele Institute eine zentrale Herausforderung darstellen.¹⁹⁾ Jedoch sehen nur 30,7 % ($\mu = 1,8$; $\sigma = 0,8$) der Institute eine steigende Rechtssicherheit im Beratungsprozess. Vielmehr dominieren negative Auswirkungen. So geben 84,3 % ($\mu = 0,7$; $\sigma = 0,71$) der Institute an, Berater

seien angesichts der Neuregelungen zunehmend verunsichert. Dies strahlt auch negativ auf die Qualität der Beratungsleistung ab: Es konstatieren ebenfalls 84,3 % ($\mu = 0,6$; $\sigma = 0,75$) der Institute, ihre Berater hätten mittlerweile mehr Angst, formale Fehler zu begehen, als schlecht zu beraten. Ob eine derartige Entwicklung im Sinne des Kunden ist, sei dahingestellt. Denn für den Kunden ist die Bedeutung des Beraters nach wie vor hoch.

2. (Dis-)Nutzen des Beraters als Informationsnavigator

Auf Basis der bisherigen Ergebnisse sind hinsichtlich der Bedeutung des Beraters grundsätzlich zwei Positionen denkbar: Angesichts von stärkerer Prozessstandardisierung und -automatisierung, weniger Individualität und Flexibilität in der Beratung und einer zunehmend austauschbaren Beratungsleistung könnte die Bedeutung des Beraters in den Hintergrund rücken. Demgegenüber könnte die Bedeutung des Beraters jedoch auch steigen. Denn wenn Komplexität und informationelle Überflutung den Kunden überfordern, kann dem Berater eine wichtiger werdende Rolle als Navigator inmitten des „Informations-Dschungels“ zukommen.

Auf intuitiver Ebene erscheinen beide Varianten gleichermaßen denkbar. Umso mehr erstaunen unsere klaren Ergebnisse. Der These „Wer mich berät, ist mir nicht wichtig“ stimmt eine deutliche Mehrheit der Kunden nicht zu (82,9 %; $\mu = 2,4$; $\sigma = 1,01$). Die institutsseitige Feststellung zunehmend austauschbarer Beraterleistungen spiegelt sich insofern nicht in der Kundenwahrnehmung wider. Auch hat die kundenseitig wahrgenommene Abnahme von Flexibilität und Individualität in der Beratung offenbar nur untergeordneten Einfluss. Für zwei Drittel der Kunden (66,6 %; $\mu = 1,9$; $\sigma = 1,04$) tritt die persönliche Nähe und das langjährige Vertrauensverhältnis zu ihrem Berater auch angesichts der Neuregelungen nicht in den Hintergrund. Spiegelbildlich sehen auch 64,1 % ($\mu = 1,8$; $\sigma = 0,83$) der Institute keine Bedrohung des Vertrauensverhältnisses zwischen Kunde und Berater.

Ob trotz oder gerade wegen der Neuregelungen, Kunden vertrauen dem Berater in hohem Maße: So geben 72,6 % ($\mu = 1,1$; $\sigma = 0,92$) der Kunden an, sich bei ihrer Anlageentscheidung vollständig auf ihren Berater zu verlassen und weitere Dokumente nicht zu benötigen. Vor diesem Hintergrund würden 71,1 % ($\mu = 0,9$; $\sigma = 1,04$) der Kunden gerne auf sämtliche Aufklärungen verzichten oder zumindest die Möglichkeit des Verzichts haben.

Diese Ergebnisse deuten klar auf eine informationelle Überforderung der Kunden hin. Wenn fast drei Viertel aller Kunden ohnehin nur auf ihren Berater vertrauen und keinerlei sonstige Informationen benötigen oder haben möchten, weist dies auf eine massive Fehlkonzeptionierung der Neuregelungen hin. Denn im Ergebnis werden die Kunden mehrheitlich nicht besser dazu befähigt, eigene Entscheidungen zu treffen oder Empfehlungen des Beraters kritisch zu prüfen. Während ein vertrauensvolles Miteinander zweifelsohne eine für den Kunden nutzenstiftende Beziehung ist, kann ein schleichen-

der Verlust der Selbständigkeit weder im Sinne des Regulators noch im Sinne des Kunden sein. Dass Berater mittlerweile mehr Angst vor formalen Fehlern als vor schlechter Beratung haben, verschärft diese Problematik noch.

3. (Dis-)Nutzen einzelner (Informations-)Elemente

Vor dem Hintergrund der bisherigen Ergebnisse erscheinen die Neuregelungen in Summe stark fragwürdig. Hohe Kosten und weitere Belastungen auf Seiten der Institute und ein in der Gesamtschau unklarer – wenn nicht sogar negativer – Nutzen lassen erhebliche Zweifel an der Effizienz aufkommen. Und selbst die Effektivität von MiFID II/MiFIR scheint zumindest in Teilen – etwa im Hinblick auf die informationelle Überflutung – nicht gegeben. Obwohl die Neuregelungen damit in ihrer Gesamtheit kritikwürdig sind, könnten einzelne Facetten ggf. dennoch sinnvoll sein.

Nachfolgend wird daher geprüft, ob und inwieweit zumindest einzelne Elemente im Sinne der proklamierten Zielsetzungen nutzenstiftend sind. Diese umfassen Pflichtdokumente wie die Geeignetheitserklärung, die ex-ante Kosteninformation, Informationsblätter über Produkte,²⁰ den Bestands- und den Verlustschwellenreport sowie Dokumentationspflichten wie die Sprachaufzeichnung telefonischer Beratungsgespräche und die Dokumentation des Orderauftrags.²¹ Die Kunden wurden gebeten, diese Elemente hinsichtlich (i) ihres Nutzens, (ii) ihres Störfaktors und (iii) eines etwaigen Verzichtswunschs zu bewerten. (i) Nutzen meint hier, aus Kundensicht sinnvoll im Sinne des Informationsgehalts oder einer vertrauensbildenden Wirkung. (ii) Störfaktor meint, dass Kunden genervt sind bzw. sich davon gestört fühlen. (iii) Verzichtswunsch meint, dass Kunden gerne darauf verzichten würden oder die Möglichkeit des Verzichts hätten. Überblickend gibt die nachfolgende Abbildung 1 (S. 135) eine erste Indikation hinsichtlich der kundenseitigen Wahrnehmung der einzelnen Elemente.

Die *Geeignetheitserklärung* stellt eine schriftliche Begründung zur Eignung des Produkts für den jeweiligen Kunden dar. Sie soll einen umfassenden Überblick über den Inhalt und die Gründe der Empfehlung geben und so zu einer aufgeklärten Entscheidung beitragen. In Verbindung mit der Zielmarktprüfung wird ein doppelter Sicherungsmechanismus geschaffen, der die Empfehlung ungeeigneter Produkte verhindern soll. Im Kern steht ein Abgleich von Kunden- und Produkteigenschaften: Dem Kunden soll ersichtlich sein, inwiefern eine (Produkt-)Empfehlung in Einklang mit seinen Präferenzen, seinen Kenntnissen und Erfahrungen sowie seiner Risikotoleranz und -tragfähigkeit steht. Die Geeignetheitserklärung soll dem Anleger grundsätzlich vor Abschluss des Vertrags zur Verfügung gestellt werden.²²

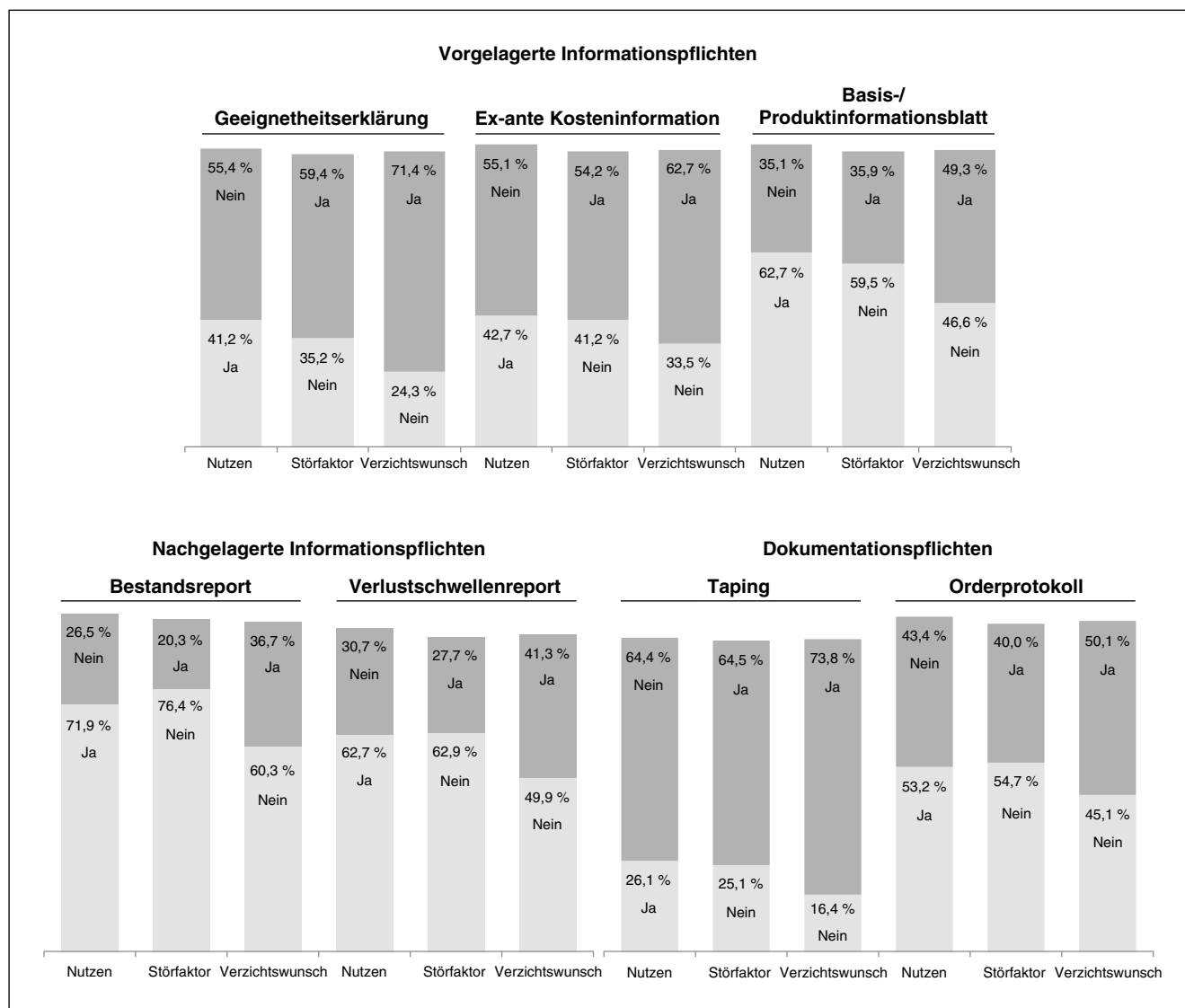
19) Vgl. Schumacher/Lange/Paul (2019).

20) Basisinformationsblatt, Produktinformationsblatt oder wesentliche Anlegerinformationen.

21) Die Dokumentation des Orderauftrags wird auch als Orderprotokoll, Orderbeleg oder Gesprächsnotiz bezeichnet.

22) Vgl. § 64 Abs. 4 Satz 2 WpHG n. F.; BaFin (2018).

Abbildung 1: (Dis-)Nutzen einzelner Elemente aus Kundensicht



Im Hinblick auf den (Dis-)Nutzen des Kunden ist die Geeignetheitserklärung durch ein Abwägen von etwaigem Bevormundungsgefühl und potenzieller Schutzfunktion gekennzeichnet. Grundsätzlich sollten die Regelungen so ausgestaltet sein, dass erfahrenen „Börsianern“ die volle Bandbreite an Produkten zur Verfügung steht, während „Neulingen“ etwa der spekulative Verkauf von Optionen verwehrt bleibt. Ob und inwieweit Kunden nun aufgeklärtere Entscheidungen treffen, ist jedoch angesichts der informationellen Überflutung und der hohen Relevanz des Beraters für die Entscheidung des Kunden fraglich.

In Summe messen weniger als die Hälfte der Kunden der Geeignetheitserklärung einen Nutzen bei: 55,4 % ($\mu = 1,6$; $\sigma = 0,88$) der Kunden geben an, sie sei eher oder völlig sinnlos. Spiegelbildlich nehmen 59,4 % ($\mu = 1,2$; $\sigma = 0,88$) der Kunden das Dokument als störend wahr. Während Nutzen und Störfaktor auch über die Subsamples insoweit korrelieren, als ein steigender Nutzen mit einem geringeren Störfaktor einhergeht, zeigen sich innerhalb der Subsamples auch deutliche Unterschiede: Unternehmens- (68,2 %; $\mu = 1,8$; $\sigma = 0,82$) und Pri-

vate-Banking-Kunden (63,4 %; $\mu = 1,8$; $\sigma = 0,84$) sehen einen besonders geringen Nutzen. Die Hälfte der Retail-Kunden (49 %; $\mu = 1,4$; $\sigma = 0,89$) sieht die Geeignetheitserklärung hingegen als sehr oder eher sinnvoll an. Da gerade Retail-Kunden tendenziell unerfahrener sind und angesichts geringerer Vermögen auch eine geringere Risikotragfähigkeit haben, deutet dieses Ergebnis darauf hin, dass die Grundidee des Regulators in die richtige Richtung geht. Unsere Ergebnisse für Kunden mit besonders hohen Depotvolumina oder vielen Handelsaktivitäten unterstreichen dies. Denn mit (tendenziell) steigender Risikotragfähigkeit und Erfahrung sinkt der Nutzen und der Störfaktor steigt. So geben 85,7 % ($\mu = 2,2$; $\sigma = 0,74$) der trading-aktivsten Kunden an, die Geeignetheitserklärung sei eher oder völlig sinnlos und 84,4 % ($\mu = 0,6$; $\sigma = 0,79$) finden sie (sehr) störend.

Schließlich würden die meisten Kunden gerne auf die Geeignetheitserklärung verzichten bzw. verzichten können. Dieser Wunsch ist über alle Kundensegmente hinweg hoch (71,4 %; $\mu = 0,8$; $\sigma = 0,96$), bei den Retail-Kunden mit 64,9 % ($\mu = 1,0$; $\sigma = 0,99$) gleichwohl am geringsten ausgeprägt. Verglichen mit dem Nutzen

und dem als Disnutzen zu interpretierenden Störfaktor ist der Verzichtswunsch deutlich stärker ausgeprägt. Dies kann auf ein Missverhältnis von Nutzen und Disnutzen hinweisen. Denn wenn der Nutzen zwar gering, der Störfaktor jedoch noch geringer wäre, bestünde keine (oder nur eine geringe) Veranlassung, auf die Geeignetheitserklärung verzichten zu wollen.²³⁾

Die *ex-ante* *Kosteninformation* ist ein Pflichtdokument, welches den Kunden über alle (Neben-)Kosten im Zusammenhang mit dem Wertpapiergeschäft und dem Finanzprodukt in Kenntnis setzt. Sie muss dem Kunden vor Abschluss des Geschäfts in dauerhafter Form (etwa papierhaft oder via Mail, Fax, elektronischem Postfach oder über eine Website) zugänglich gemacht werden. Ziel ist es, die Anlage für den Kunden hinsichtlich ihrer Kostenstruktur transparenter und – auch gegenüber Konkurrenzprodukten und -dienstleistungen – vergleichbarer zu machen.²⁴⁾

In der Kundenwahrnehmung spiegelt sich diese ebenfalls auf aufgeklärtere Entscheidungen gerichtete Zielsetzung jedoch überwiegend nicht wider. Tatsächlich sehen nur 42,7 % ($\mu = 1,6$; $\sigma = 1,03$) der Kunden einen Nutzen in der *ex-ante* *Kosteninformation*. Mögliche Gründe sind abermals informationelle Überflutung sowie der Wille, Entscheidungen weitgehend dem Berater zu überlassen. 54,2 % ($\mu = 1,3$; $\sigma = 1,03$) der Kunden empfinden die zusätzlichen Informationen sogar als (sehr) störend. Analog zur Geeignetheitserklärung, messen Retail-Kunden (49,2 %; $\mu = 1,4$; $\sigma = 1,01$) der *ex-ante* *Kosteninformation* noch den höchsten Sinn bei. Hauptgrund dürfte auch hier die gegenüber Unternehmens- und Private-Banking-Kunden geringere Erfahrung in Wertpapier-Transaktionen sein. Je erfahrener der Kunde, desto mehr fühlt er sich genervt oder gestört: Die aktivsten Anleger (> 48 Transaktionen pro Jahr) fühlen sich am deutlichsten gestört (78,1 %; $\mu = 0,7$; $\sigma = 0,84$). Damit korrespondierend ist auch ihr Verzichtswunsch mit 86,2 % ($\mu = 0,4$; $\sigma = 0,76$) stark ausgeprägt. Von der Gesamtheit aller Kunden würden 62,7 % ($\mu = 1,0$; $\sigma = 1,1$) gerne auf die *ex-ante* *Kosteninformation* verzichten. Hinsichtlich einzelner Kundensegmente zeigen sich ähnliche Tendenzen wie bei der Geeignetheitserklärung: Private-Banking- und Unternehmenskunden sehen im Durchschnitt einen geringeren Sinn, fühlen sich mehr gestört und haben einen stärkeren Verzichtswunsch.

Abseits der Kundenwahrnehmung wird schließlich die vom Regulator intendierte, institutsübergreifende Vergleichbarkeit von Produkt- und Dienstleistungskosten nur eingeschränkt erreicht. Denn während ein transparenter Kostenausweis grundsätzlich ein für die Kunden sinnvolles Ziel ist, variieren Präsentation, Struktur und Aufschlüsselung über die Institute bzw. Institutsgruppen hinweg.

Ein weiteres Pflichtdokument ist das von der PRIIPs-VO normierte *Basisinformationsblatt*.²⁵⁾ Dieses standardisierte Informationsblatt informiert den Kunden auf maximal drei DIN-A4-Seiten über wesentliche Produktcharakteristika.²⁶⁾ Diese umfassen insbesondere inhärente Risiken, Renditeprofile und -szenarien sowie Kosten. Parallel zu der Geeignetheitserklärung und der *ex-ante* *Kosteninformation* wird das Informationsblatt vorvertraglich an den Kunden weitergereicht. Die primäre Zielsetzung ist auch hier mehr Transparenz und Vergleichbarkeit, weswegen Inhalt, Layout und Struktur neutral

und standardisiert sind. Im Sinne der finanziellen Bildung sollen Kunden darüber hinaus langfristig eine eigenständige Erwartungshaltung gegenüber Produktinformationen entwickeln.

Indes steht das Basisinformationsblatt angesichts mitunter realitätsferner Angaben stark in der Kritik.²⁷⁾ So sind beim Erwerb von Derivaten teilweise sechsstellig positive Renditeprognosen und „absurde Downside-Szenarien“ vorzufinden und auch negativ ausgewiesene Transaktionskosten, die infolge einer positiven Rendite suggerieren, bieten Anlass zur Kritik.²⁸⁾ Ursache dieser verzerrten Berechnungen sind primär die gesetzlichen Vorgaben der standardisierten EU-Rechenanweisungen. Die (berechtigte) Kritik ist insoweit besonders bedauerlich, als das Basisinformationsblatt gerade vor dem Hintergrund der bisherigen Ergebnisse tatsächlich zu aufgeklärteren Entscheidungen beitragen könnte. Denn eine simple und über alle Anbieter hinweg gleiche Struktur und insbesondere die Begrenzung auf maximal drei Seiten wären geeignet, eine informationelle Überforderung von Kunden zu verhindern. Wenn Kunden diesem Dokument jedoch letztlich nicht vertrauen (können), so läuft ein per se guter Ansatz ins Leere.

Dieser Zwiespalt spiegelt sich auch in den Ergebnissen wider. So geben 69,0 % ($\mu = 1,9$; $\sigma = 1,03$) der Kunden an, sie läsen das Dokument nicht. In der Konsequenz sehen 72,5 % ($\mu = 2,0$; $\sigma = 0,88$) keinen vertrauensstärkenden Effekt. Der These „das Basis-/Produktionsinformationsblatt bzw. die wesentlichen Anlegerinformationen sind eine gute Vergleichsgrundlage, um bessere Entscheidungen zu treffen“ widersprechen 67,9 % ($\mu = 1,9$; $\sigma = 0,88$) der Kunden. In der Gesamtschau scheinen die Zielsetzungen des Regulators somit verfehlt.

Zugleich sehen jedoch 62,7 % ($\mu = 1,2$; $\sigma = 0,86$) der Kunden das Basisinformationsblatt als sinnvoll an und nur für 8,8 % ist es „völlig sinnlos“. Eine mögliche Erklärung für diese zunächst widersprüchlichen Ergebnisse bietet die oben ausgeführte Vertrauensproblematik: Möglicherweise vertrauen Kunden den Informationen angesichts der negativen Berichterstattung gegenwärtig (noch) nicht, sehen aber – sobald die Anlaufschwierigkeiten behoben sind – einen perspektivisch hohen Nutzen darin. Gestört fühlen sich lediglich 35,9 % ($\mu = 1,6$; $\sigma = 0,88$) der Kunden und nur 49,3 % ($\mu = 1,4$; $\sigma = 1,05$) äußern einen Verzichtswunsch. Im Vergleich zu den weitgehend stark negativ beurteilten anderen Dokumenten scheint die PRIIPs-VO daher (perspektivisch) eher positiv zu sein. Erstaunlich sind jedoch die Ergebnisse des Subsamples nach Transaktions-Häufigkeiten. Denn auch hier zeigt sich,

23) Im Fragebogen umfasst „Verzichtswunsch“ jedoch nicht nur den eigentlichen Verzichtswillen, sondern auch den Wunsch, überhaupt verzichten zu können. Letzteres böte dem Kunden jedoch lediglich eine weitere „kostenlose“ Handlungsoption. Aus Sicht des Kunden wäre es daher rational, einen „Verzichtswunsch“ zu bejahen, auch wenn kein grundsätzlicher Verzichtswille besteht. Auch wenn ein Missverhältnis von Nutzen und Disnutzen damit nicht eindeutig feststellbar ist, deutet der hohe Wert eines unbedingten Verzichtswunschs (ja, 43,6 %) gegenüber „eher ja“ (27,8 %) doch darauf hin.

24) Vgl. § 63 Abs. 7 WpHG n. F.; BaFin (2018).

25) Verpflichtend auszuhändigen ist es beim Verkauf von Derivaten, strukturierten Wertpapieren, fonds- und indexgebundenen Lebensversicherungen sowie sonstigen Versicherungsanlageprodukten.

26) Vgl. VO (EU) Nr. 1286/1014.

27) Vgl. Schrader (2018); Gojđka (2018); o. V. (2018).

28) Vgl. Wittkowski (2018); Gojđka (2018); Schrader (2018).

dass mit steigender Trading-Aktivität der Nutzen sinkt und der Störfaktor steigt. Im Sinne des regulatorisch bezweckten Vergleichs „auf einen Blick“ sollten jedoch gerade erfahrene Trader die hohe Informationsdichte des Basisinformationsblatts schätzen. Stattdessen sehen wenig aktive Kunden den höchsten Nutzen und fühlen sich am wenigsten gestört.

Neben vorab auszuhändigenden Pflichtdokumenten erhalten die Kunden nachgelagerte *Reports*, nämlich den Bestandsreport und ggf. den Verlustschwellenreport. Ersterer bezeichnet eine stichtagsbezogene Berichterstattung über den Bestand des Depots, die darauf abzielt, den Kunden quartalsweise über den aktuellen Marktwert – sofern verfügbar – zu informieren. Letzterer ist eine zusätzliche Berichtspflicht: Vermögenverwalter und Depotbanken müssen Kundenportfolios auf täglicher Basis bewerten und den Kunden bei Überschreitung einer vorgeschriebenen 10 %igen Verlustschwelle informieren.²⁹⁾

Die Reports werden von den Kunden überwiegend positiv beurteilt. So sehen 62,7 % ($\mu = 0,9$; $\sigma = 0,97$) der Kunden den Verlustschwellenreport als sinnvoll an. Lediglich 27,7 % ($\mu = 1,6$; $\sigma = 0,95$) finden ihn störend und immerhin die Hälfte aller Kunden (49,9 %; $\mu = 1,4$; $\sigma = 1,09$) möchte nicht darauf verzichten. Der Bestandsreport gemäß MiFID II wird nochmals positiver bewertet: 71,9 % ($\mu = 1,0$; $\sigma = 0,92$) der Kunden, die ihn kennen sollten, finden ihn sinnvoll.³⁰⁾ Gestört fühlen sich lediglich 20,3 % ($\mu = 2,0$; $\sigma = 1,05$) und eine deutliche Mehrheit (60,3 %; $\mu = 1,7$; $\sigma = 1,22$) möchte nicht auf ihn verzichten.

Während also zusätzliche Informationen im Vorfeld einer Transaktion eine starke Gefahr informationeller Überflutung bergen und hinsichtlich ihrer Nutzen-/Disnutzen-Relation fragwürdig erscheinen, bietet die nachgelagerte Informationsbereitstellung offenbar einen echten Mehrwert. Dies mag daran liegen, dass aus Kundensicht nachgelagerte Informationen den Orderprozess nicht verzögern.

Schließlich gehen die Neuregelungen auch mit neuen Dokumentationspflichten einher. Neben der übergeordneten Zielsetzung, Anlegerschutz und Marktüberwachung zu verbessern, zielen diese insbesondere im Sinne der Beweissicherung auf eine höhere Rechtssicherheit ab.

Eine Dokumentations-Novität ist das *Taping*, die verpflichtende Aufzeichnung von Telefongesprächen zwischen dem Kreditinstitut und dem Kunden, die zu Geschäften mit Finanzinstrumenten führen oder führen können sowie relevanter kreditinstituts-interner Kommunikation.³¹⁾

Die Kritik am Taping ist groß. Institute bemängeln den enormen technischen und administrativen Aufwand sowie die hohe Erklärungsbedürftigkeit gegenüber Kunden. Auf Kundenseite dominieren Bedenken wegen Eingriffen in die Privatsphäre. So sehen 55 % ($\mu = 1,2$; $\sigma = 1,15$) der Kunden die Vertraulichkeit ihrer Gespräche gefährdet. Einen Nutzen erkennen nur 26,1 % ($\mu = 1,8$; $\sigma = 0,89$) der Kunden. 64,5 % ($\mu = 0,9$; $\sigma = 0,96$) finden das Taping störend, wobei der Anteil jener, die es sogar „sehr störend“ finden, überwiegt. Die Abneigung gegen Sprachaufzeichnungen ist bei Unternehmens- und Private-Banking-Kunden besonders deutlich. Nur 22,3 % ($\mu = 1,9$; $\sigma = 0,82$) der Unternehmenskunden erkennen einen

Nutzen und 72,5 % ($\mu = 0,8$; $\sigma = 0,93$) fühlen sich gestört. Im Private-Banking sehen sogar nur 19,3 % ($\mu = 2,1$; $\sigma = 0,83$) einen Sinn im Taping und 72,8 % ($\mu = 0,8$; $\sigma = 0,92$) fühlen sich gestört. Angesichts dieser ungünstigen Nutzen-/Disnutzen-Relation würden 73,8 % ($\mu = 0,6$; $\sigma = 1,09$) aller Kunden gerne auf das Taping verzichten.

In der Gesamtschau scheinen die Kunden der steigenden Rechtssicherheit weitgehend keinen Nutzen beizumessen. Denn auch wenn sie angesichts eines Eingriffs in die Privatsphäre gestört wären, dürfte sich dies nicht anhand geringerer Nutzenwerte (sinnvoll versus nicht sinnvoll), sondern lediglich beim Störfaktor niederschlagen. Weiterhin geben 49,1 % ($\mu = 1,4$; $\sigma = 1,16$) der Kunden an, angesichts der Neuregelungen (zukünftig) auf telefonisches Wertpapiergeschäft zu verzichten.³²⁾ Die regulatorischen Zielsetzungen erscheinen damit verfehlt.

Spiegelbildlich zum Taping im Telefongeschäft werden in der Filiale aufgegebene Orders durch das *Orderprotokoll*³³⁾ dokumentiert. Im Kontext des persönlichen Gesprächs muss der Berater ein detailliertes Protokoll anfertigen, welches dem Kunden auf Wunsch zur Verfügung zu stellen ist.³⁴⁾ Datenschutzrechtliche Bedenken bestehen grundsätzlich nicht und auch die mediale Berichterstattung streifte das Orderprotokoll nur am Rande.

Wenn auch das Orderprotokoll auf eine Erhöhung der Rechtssicherheit abzielt und die Vertraulichkeit nicht gefährdet, so müsste der ihm kundenseitig beigemessene Nutzen „hoch“ sein. Schließlich muss der Kunde das Protokoll weder unterzeichnen noch anderweitig beachten oder gar archivieren. Faktisch sehen es jedoch nur 53,2 % ($\mu = 1,4$; $\sigma = 0,93$) der Kunden als sinnvoll an. 40 % ($\mu = 1,6$; $\sigma = 0,93$) der Kunden stört das Orderprotokoll, jeder Zweite (50,1 %; $\mu = 1,3$; $\sigma = 1,07$) würde gerne darauf verzichten können. Die Gründe für dieses unerwartete Ergebnis bleiben letztlich unklar.³⁵⁾

Über sämtliche (Einzel-)Elemente hinweg variieren der Nutzen, der Störfaktor und der Verzichtswunsch erheblich. Während vorab auszuhändigende Pflichtdokumente im Sinne der Nutzen-/Disnutzen-Relation überwiegend negativ gesehen werden,³⁶⁾ werden nachgelagerte Reports eher positiv beurteilt. Bei den Dokumentationspflichten ergibt sich ein zweigeteiltes Bild: Das Taping ist auf Basis der Ergebnisse klar abzulehnen, hinsichtlich des Orderprotokolls kann eine abschließende Aussage nicht getroffen werden. Für alle untersuchten Elemente zeigen sich hingegen klare Trends für bestimmte Kunden-

29) Vgl. Art. 62 Delegierte Verordnung 2017/565/EU.

30) Da der Bestandsreport bei vielen Häusern zum Erhebungszeitpunkt noch nicht umgesetzt war, was nach Aussage der betreffenden Häuser an regulatorischen Unklarheiten lag, ist die Grundgesamtheit valider Nennungen mit lediglich 335 Kunden (= 11,8 % des Gesamtsamples) relativ gering – die Repräsentativität ist dadurch eingeschränkt.

31) Vgl. § 83 WpHG; Art. 16 RL 2014/65/EU.

32) Dies korrespondiert mit Einbruch im telefonischen Ordergeschäft, s. III.

33) Alternativ wird die Dokumentation des Orderauftrags auch als Gesprächsnotiz oder Orderbeleg bezeichnet.

34) Vgl. § 83 WpHG; Art. 16 RL 2014/65/EU.

35) Möglicherweise bemerken und kennen die Kunden das Orderprotokoll so wenig, dass sie sich der steigenden Rechtssicherheit gar nicht bewusst sind. Dann sollte es sie allerdings auch nicht stören.

36) Eine Ausnahme bildet hier das Basis-/Produktinformationsblatt, bei dem die Ergebnisse in Teilen widersprüchlich und somit letztlich nicht eindeutig sind.

Gruppen³⁷⁾ und Trading-Häufigkeiten: (a) Gegenüber Unternehmens- und Private-Banking-Kunden sehen Retail-Kunden durchschnittlich einen höheren Nutzen, fühlen sich weniger gestört und äußern Verzichtswünsche weniger häufig; (b) mit steigender Anzahl an Wertpapiertransaktionen sinkt der Nutzen, steigt der Störfaktor und wächst der Verzichtswunsch.

V. Fazit

In der Gesamtschau ergibt sich ein klares Bild: MiFID II/MiFIR und die PRIIPs-VO bedingen erhebliche Kosten und weitere Belastungen auf Seiten der Institute – sowohl direkt als auch indirekt. Unabhängig von deren konkreter Höhe wären diese nur dann gerechtfertigt, wenn spiegelbildlich ein die regulatorischen Belastungen übersteigender Nutzen entstünde. Das ist jedoch in Summe nicht der Fall. Denn der Nutzen ist bestenfalls zweifelhaft, tendenziell jedoch sogar negativ. Angesichts eines steigenden Zeitaufwands sind Kunden weithin unzufrieden mit den Neuregelungen. Die nun umfassenderen Informationen führen im Durchschnitt nicht zu aufgeklärteren Entscheidungen, sondern münden in informationeller Überforderung und Verunsicherung. Die stärkere Standardisierung mildert diese Problematik nicht ab, sondern birgt mehrheitlich weiteren Disnutzen in Form von weniger Flexibilität und Individualität in der Beratung. Angesichts komplexer Prozesse und informationeller Überflutung verlassen sich Kunden schließlich immer stärker auf ihren Berater und würden gerne auf sämtliche weiteren Dokumente und Informationen verzichten. Dass der Berater wiederum inzwischen zunehmend verunsichert ist und mehr Angst vor formalen Fehlern als vor schlechter Beratung hat, verschärft die negativen Facetten dieses Abhängigkeitsverhältnisses noch. Wenngleich einzelne Elemente, wie etwa Bestands- und Verlustschwellenreports, überwiegend positiv beurteilt werden, sind MiFID II/MiFIR und die PRIIPs-VO in ihrer Gesamtheit stark fragwürdig. Damit erweisen sich Neuregelungen aus dem Geiste des Anleger- und Verbraucherschutzes als vornehmlich gegen die Verbraucherinteressen gerichtete Vorschriften.

Schließlich sind die Neuregelungen auch ein wesentlicher Bestandteil der Kapitalmarktunion, laufen jedoch auch hier einer zentralen Zielsetzung zuwider. Denn ein Grundpfeiler der Kapitalmarktunion ist die Stärkung des Kapitalangebots im Binnenmarkt. Indes geben 26,5 % ($\mu = 2,0$; $\sigma = 0,93$) der Kunden an, sich angesichts der Neuregelungen zukünftig weniger stark auf den Kapitalmarkt zu fokussieren und stattdessen auf unkompliziertere Anlageformen wie Tages- oder Festgeld ausweichen zu wollen. Von diesem teilweisen Rückzug sind Anleihen (34,3 %; $\mu = 1,8$; $\sigma = 0,99$) und Derivate (45,8 %; $\mu = 1,4$; $\sigma = 1,17$) besonders stark betroffen. Doch auch Aktien (28,2 %; $\mu = 1,94$; $\sigma = 1,04$) und Fonds (29,0 %; $\mu = 1,91$; $\sigma = 1,02$) verlieren an Attraktivität, was der kommissions- und bundespolitischen Zielsetzung, die Aktienkultur in Deutschland und Europa zu stärken, zuwiderläuft. Letztlich gibt jeder achte Kunde (12,5 %; $\mu = 2,4$; $\sigma = 0,79$) an, sich angesichts einer steigenden Unzufriedenheit sogar vollständig von den Kapitalmärkten zurückzuziehen bzw. zurückziehen zu wollen. Im Hinblick auf die Kapitalmarktunion aber auch auf die Bedeu-

tung von Kapitalmarktprodukten im Rahmen der privaten Vorsorgebildung ist eine derartige Entwicklung fatal.

Literatur

BaFin (2018): Die BaFin erklärt: MiFID II – Die wichtigsten Änderungen für Anleger; Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 13./14. 4. 2018, Stuttgart.

Deutsche Bundesbank (2018): Monatsbericht September 2018, Deutsche Bundesbank, Frankfurt/M.

Eling, Martin/Kilgus, Sabine (2014): Wirksamkeit und Effizienz der Regulierung in der deutschsprachigen Assekuranz – Eine juristische und ökonomische Analyse, Institut für Versicherungswirtschaft der Universität St. Gallen, St. Gallen.

Europäische Kommission (2018): Impact Assessment on a Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business and Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments; SWD(2018) 57 final, Europäische Kommission, Brüssel.

Gojdka, Victor (2018): 48 Prozent mehr Rendite; in: Süddeutsche Zeitung, 1. 8. 2018, Nr. 175, S. 17.

Heitker, Andreas (2018): Änderungen von Priips gefordert; in: Börsen-Zeitung, 5. 7. 2018, Nr. 126, S. 3.

Lange, Marc/Paul, Stephan (2017): Kumulative Auswirkungen der Bankenregulierung auf die Geschäftsmodelle von Genossenschaftsbanken; in: Zeitschrift für das gesamte Genossenschaftswesen, 67(4): 218 – 244.

Likert, Rensis (1932): A Technique for the Measurement of Attitudes; in: Archives of Psychology, 22(140): 5 – 55.

o. V. (2018): Das EU-Informationsblatt sorgt für Verwirrung und Ärger; in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 28. 7. 2018, Nr. 173, S. 30.

PPI (2018): MiFID II-Readiness – Chancen und Herausforderungen für Banken nach Inkrafttreten der MiFID II – August 2018; PPI, Hamburg.

Schrader, Jan (2018): Schulterchluss gegen Priips; in: Börsen-Zeitung, 28. 7. 2018, Nr. 143, S. 2.

Schumacher, Simon/Lange, Marc/Paul, Stephan (2019): Kumulative Auswirkungen der Regulierung auf die Geschäftsmodelle deutscher Sparkassen – eine qualitativ-empirische Analyse; in: Bank-Archiv – ÖBA, im Erscheinen.

Schumacher, Simon/Paul, Stephan (2017): Capital Markets Union – Promising Prospects for Corporate Financing?; in: Schmalenbach Business Review, 18(3): 289 – 304.

Witkowski, Bernd (2018): Reichtum dank Priips und Dresscode der Sparkassen; in: Börsen-Zeitung, Nr. 148, S. 6, 4. 8. 2018.

37) Diese sind per definitionem vom Depotvolumen abhängig, so dass die Ergebnisse für Private-Banking- und Unternehmenskunden stark mit den Subsamples hoher Depotvolumina korrelieren.