Verbraucherzentrale
Bundesverband

Securing a succesful journey

Stellungnahme des Verbraucherzentrale Bundesverbands zum ESMA Call for evidence on the retail investor journey: understanding retail participation in capital markets

21. Juli 2025

Inhalt

I. Verbraucherrelevanz 3

II. Vorbemerkung 4

III. Antworten auf ausgewählte Konsultationsfragen 5

Impressum 8

I. Verbraucherrelevanz

Verbraucher:innen, die vor der Entscheidung stehen, wie sie ihre Ersparnisse anlegen oder privat fürs Alter vorsorgen sollen, sind mit einer Reihe von Herausforderungen konfrontiert.

Zunächst gilt, dass Fragen rund um das Thema Geldanlage Expertenwissen voraussetzen, über das nicht alle Verbraucher:innen gleichermaßen verfügen. Kurz gefasst: Geldanlagen sind Vertrauensgüter. Gleiches gilt für Informationen und Empfehlungen rund um Geldanlagen.

Das Problem aus Sicht von Verbraucher:innen:

- Viele der im Internet verfügbaren Informationen sind zwar nicht falsch, stehen aber in einem Vertriebskontext, etwa wenn ein Vergleich von Wertpapierdepots oder Investmentfonds mit einer bezahlten Weiterleitung an die jeweiligen Testsieger verbunden ist.
- Gleiches gilt für die Informationen, die Finfluencer über Videoplattformen und soziale Medien verbreiten.
- Beratungsgespräche bei Banken, Sparkassen oder Finanzvermittlern dienen offen dem Absatz von Produkten, nicht aber der unabhängigen Beratung von Verbraucher:innen.

Vor diesem Hintergrund stellen sich Verbraucher:innen seit Jahrzehnten die Frage, ob es einen sicheren Weg zu einer guten und bedarfsgerechten Geldanlage für sie überhaupt gibt.

II. Vorbemerkung

Am 21. Mai 2025 hat die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) einen „Call for Evidence on the retail investor journey“ veröffentlicht. Im Rahmen der Konsultation sollen Daten, Fakten und Erfahrungen mit Blick auf die (ausbleibende) Beteiligung von Verbraucher:innen am Kapitalmarkt gesammelt werden.

Die Konsultation steht im generellen Kontext der EU Savings- and Investment Union, in dessen Rahmen die Europäische Kommission plant, unterschiedliche Maßnahmen unter anderem zur Verbesserung der Anlageergebnisse von Verbraucher:innen zu ergreifen. Gleichzeitig plant die ESMA, die bestehende Regulierung daraufhin zu überprüfen, ob die Herausforderungen von Verbraucher:innen gezielt adressiert werden, oder ob Vereinfachungen möglich sind.

Der Verbraucherzentrale Bundesverband (vzbv) bedankt sich für die Möglichkeit der Stellungnahme gegenüber der ESMA. Da nicht alle Konsultationsfragen für den Deutschen Markt relevant sind, werden im folgenden Abschnitt ausgewählte Fragen aus dem vereinfachten Konsultationsdokument für nationale Verbraucherschutzorganisationen beantwortet.

III. Antworten auf ausgewählte Konsultationsfragen

Q1: Was sind die Hauptgründe, warum sich viele Privatkundensparer dafür entscheiden, nicht in Kapitalmärkte zu investieren und stattdessen ihre Ersparnisse in Bankeinlagen zu halten?

Zunächst existieren gute Gründe, warum Verbraucher:innen Ersparnisse als Bankeinklagen bilden oder halten:

- Bevor es zu Anlageentscheidungen im engeren Sinne kommt, sind aus Sicht von Verbraucher:innen die folgenden Aspekte zu berücksichtigen: die Versicherungen essentieller Risiken wie Haftplicht oder Berufsunfähigkeit, die Bildung einer angemessenen Liquiditätsreserve sowie die Tilgung von Schulden. Die Liquiditätsreserve wird üblicherweise als Bankeinlage gehalten. Auch bei der Tilgung von Schulden ist es üblich, kurfristige Ersparnisse zu bilden, um die Schuldenlast im Rahmen von Sondertilgungen zu reduzieren.
- Kurzfristige oder nicht ausreichend klare Sparziele erfordern die kurzfristige Verfügbarkeit der Ersparnis sowie einen Werterhalt. Hierfür eignen sich Einlagen am besten.
- Auch im Rahmen längerfristiger Anlagestrategien können Bankeinlagen eine sinnvolle Rolle spielen. So empfiehlt etwa die Stiftung Warentest Finanzen eine einfache aber effektive Anlagestrategie, bei der Verbraucher:innen einen global diversifizierten Aktienfonds je nach Risiko tragfähig mit Einlagen (Tages- oder Festgeld) kombinieren. Die Einlagen übernehmen auf Portfolioebene die Rolle des Sicherheitsbausteins. Gegenüber Anleihefonds haben Einlagen den Vorteil, keinerlei Kursrisiko zu beinhalten. Ein ausgewogenes Portfolio von 100.000 Euro enthält so zum Beispiel 50.000 Euro in Bankeinlagen.
- Auch beim Entsparen einer selbst organsierten privaten Altersvorsorge können Einlagen eine sinnvolle Rolle spielen. Üblicherweise werden Kapitalanlagen, etwa Investmentfonds, für einen bestimmten Zeitraum (etwa zwei bis drei Jahre) verkauft. Das Geld wird zum laufenden Verbrauch in Einlagen gehalten.

Die zentrale Konkurrenz besteht aus Sicht des vzbv daher auch nicht zwischen Bankeinlagen und Kapitalmarktprodukten, sondern zwischen kapitalbildenden Versicherungen und tatsächlichen Kapitalmarktprodukten.

Aus Sicht des vzbv spielt an dieser Stelle das regulatorische Gefälle zwischen dem Vertrieb von Finanzinstrumenten und dem Vertrieb von kapitalbildenden Versicherungen eine wichtige, wenn nicht entscheidende Rolle. So werden weite Teile des Versicherungsvertriebs nicht von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) beaufsichtigt, sondern von den Gewerbeaufsichtsbehörden der Länder, die in der Regel nicht über spezifische Kompetenzen im Bereich Finanzaufsicht verfügen. Darüber hinaus setzt das EU-Recht unterschiedliche Standards, etwa mit Blick auf die Zulässigkeit von Vertriebsprovisionen. Eine Bank, die einen Investmentfonds empfiehlt, muss eine Qualitätsverbesserung durch Provisionen nachweisen. Bei der Empfehlung einer kapitalbildenden Versicherung ist für die gleiche Bank nicht nur eine andere und weniger leistungsfähige Aufsicht zuständig, es muss zudem lediglich nachgewiesen werden, dass Provisionen nicht zu Qualitätsverschlechterungen führen.

Q2: Gibt es bestimmte Arten von Anlageprodukten, die für Kleinanleger besonders schwer zu verstehen sind?

Kapitalansparende Versicherungen sind eines der am weitesten verbreiteten Anlageprodukte in Deutschland. Ihrer Natur nach sind Versicherungen schwer zu verstehen, da sie eine Art stille Beteiligung am Versicherungsunternehmen darstellen und sich die Rendite aus vertraglich garantierten Zinsen und einer intransparenten Überschussbeteiligung ergibt.

Anlageprodukte wie Zertifikate sind ebenfalls schwer verständlich, aber weniger weit verbreitet.

Q3: Beeinflussen Erfahrungen mit Geldverlusten oder niedrigen Renditen in der Vergangenheit die Bereitschaft von Kleinanlegern, wieder zu investieren, erheblich?

Dem vzbv liegen keine Daten zu den Erfahrungen von Verbraucher:innen in Deutschland vor. Allerdings enthalten die Berichte der britischen Financial Conduct Authority FCA zur Begründung des nationalen Provisionsverbots und zur Überprüfung der Marktentwicklung auch Daten über Gründe, warum Verbraucher:innen keine Anlageberatung in Anspruch nehmen.[1] Diese Frage ist nicht identisch mit der Frage nach einer Kapitalmarktbeteiligung, aber verwandt. Die Ergebnisse zeigen, dass ein grundsätzlicher Mangel an Vertrauen in die (ehemals) provisionsbasierte Finanzberatung ein wichtiger Grund ist, warum Verbraucher:innen keine Beratung in Anspruch nehmen.

Q10: Welche Faktoren beeinflussen die Entscheidung junger Anleger, in spekulative und volatile Vermögenswerte wie Kryptowährungen zu investieren, am stärksten gegenüber traditionellen Anlageprodukten? Gibt es bestimmte Erwartungen, Missverständnisse oder Marketingtaktiken, die eine Schlüsselrolle spielen?

Aus Sicht des vzbv werden volatile Anlage wie Kryptowährungen stark in sozialen Medien beworben. Für Verbraucher:innen ist der Werbecharakter dabei nicht immer klar ersichtlich. Eine ausgewogene Beschreibung der Risiken findet regelmäßig nicht statt.

Q14: Finden Kleinanleger die Kosten- und Gebühreninformationen hilfreich, um die Investitionskosten zu verstehen? Informationen nach dem Verkauf (periodische Berichte über die Anlage)

Aus Sicht des vzbv stellen die jährlichen Kostenübersichten ein wichtiges Element des Regulierungsrahmens dar. Viele Verbraucher:innen sind dadurch erstmals in der Lage, die kumulierten Auswirkungen von Kosten auf die Rendite ihrer Anlage nachzuvollziehen.

Allerdings sind die Kosteninformationen im Detail häufig nur schwer verständlich, da in der Umsetzung beispielsweise Rechtsbegriffe aus der einschlägigen EU-Regulierung (hier MiFID II) genutzt werden. Der wichtige Punkt „Renditeminderung durch (Bestands-)Provisionen“, der stellvertretend für die tatsächlichen Kosten einer vergangenen Anlageberatung steht, wird beispielsweise entlang des Rechtsbegriffs der MiFID II regelmäßig als „Dienstleistungskosten der Bank“ umschrieben. Ohne Kenntnis der Regulierung ist die Bedeutung dieser Formulierung nur schwer nachvollziehbar.

[1] Siehe FCA (2016): Financial Advice Market Review, Final Report, March 2016.

Q17: Inwieweit halten steuerliche Aspekte Kleinanleger davon ab, in Anlageprodukte zu investieren, die in einem anderen Mitgliedstaat begeben oder hergestellt wurden?

Es existieren Steuerregelungen, die es Verbraucher:innen erschweren in kapitalmarktnahe Anlageprodukte zu investieren.

- In Deutschland existiert ein Steuerprivileg für kapitalbildende Versicherungen. Unter bestimmten Bedingungen, die im Kern auf eine zusätzliche Altersvorsorge zielen, ist nur die Hälfte der Kapitalerträge aus dem Versicherungsvertrag zu versteuern. Dieses Privileg stellt eine Wettbewerbsverzerrung zu Ungunsten von stärker kapitalmarktorientierten Anlageprodukten dar. Aus Sicht des vzbv wird das Steuerprivileg vor allem im Vertrieb genutzt, um die vermeintlichen Vorteile von kapitalbildenden Versicherungen zu betonen.
- Im Bereich der privaten Altersvorsorge sorgen die gesetzlichen Rahmenbedingungen dafür, dass vorrangig in versicherungsförmige Produkte angelegt wird (circa 11 Millionen von 15 Millionen Verträgen). Der verfassungsrechtlich notwendige Steuerabzug bei der Einzahlung sowie die ergänzende Zulagen-Förderung werden über die Produktzertifizierung nur für Produkte mit 100-Prozent-Garantie und einer lebenslangen Rente gewährt. Infolge der Zinswende in den Jahren 2021 und 2022 und den Auswirkungen auf Anleihekurse haben daher viele dem Anschein nach „sicherheitsorientierte“ Altersvorsorgeprodukte empfindliche Verluste erlitten.

Verbraucherinnen, die sich entgegen des Steuerprivilegs dafür entscheiden, in Finanzinstrumenten anzulegen, erwerben dabei regelmäßig Produkte, die in anderen Mitgliedstaaten hergestellt und zugelassen sind. So stammen die allermeisten in Deutschland für Verbraucher:innen verfügbaren ETF aus Luxemburg oder Irland.

Q30: Schafft der derzeitige Rechtsrahmen das richtige Gleichgewicht zwischen dem Schutz von Kleinanlegern und der Möglichkeit, informierte Anlagerisiken einzugehen?

Nein. Für die große Mehrzahl an Verbraucher:innen schafft der derzeitige Rechtsrahmen kein angemessenes Schutzniveau. Demgegenüber haben Verbraucher:innen, die ihre Anlageentscheidungen selbst treffen können, keinerlei Probleme, auch hohe oder sehr hohe Anlagerrisiken einzugehen. Aus Sicht des vzbv führt daher kein Weg daran vorbei, die Beratung und Information zu Finanzanlagen konsequent auf unabhängige Füße zu stellen.

Impressum

Herausgegeben von:
Verbraucherzentrale Bundesverband e.V.
Rudi-Dutschke-Straße 17, 10969 Berlin

T +49 30 25800-0
info@vzbv.de
vzbv.de

Für den Inhalt verantwortlich:
Team Finanzmarkt

Der Verbraucherzentrale Bundesverband e.V. ist im Deutschen Lobbyregister und im europäischen Transparenzregister registriert. Sie erreichen die entsprechenden Einträge hier und hier.