
Provisionsverbot und Kleinanlegerstrategie

Plädoyer für eine Koexistenz von Provision und Honorar
bei Altersvorsorgeprodukten

- *Jochen Ruß, Alexander Kling und Andreas Seyboth*
- *April 2023*

Autoren

Prof. Dr. Jochen Ruß

Jochen Ruß ist Geschäftsführer der Gesellschaft für Finanz- und Aktuarwissenschaften mbH, Prof. für Aktuarwissenschaften am Institut für Versicherungswissenschaften der Universität Ulm, Lehrbeauftragter an der Ludwig-Maximilians-Universität München und Beirat des Munich Risk and Insurance Center.

Prof. Dr. Alexander Kling

Alexander Kling ist Partner der Gesellschaft für Finanz- und Aktuarwissenschaften mbH, Prof. für Aktuarwissenschaften am Institut für Versicherungswissenschaften der Universität Ulm, Lehrbeauftragter an der Ludwig-Maximilians-Universität München sowie Dozent der Deutschen Aktuarvereinigung (DAV). Er ist Aktuar DAV.

Dr. Andreas Seyboth

Andreas Seyboth ist Geschäftsführer der Gesellschaft für Finanz- und Aktuarwissenschaften mbH. Er ist Aktuar DAV.

Gesellschaft für Finanz- und Aktuarwissenschaften mbH

Lise-Meitner-Str. 14

89081 Ulm

Sitz und Registergericht Ulm, HRB 3014 | USt-IdNr. DE161390148

Geschäftsführer: Dr. Andreas Reuß, Prof. Dr. Jochen Ruß, Dr. Andreas Seyboth

Vorsitzender des Kuratoriums: Prof. Dr. Hans-Joachim Zwiesler

<http://www.ifa-ulm.de>

Auftraggeber

Wir bedanken uns beim Bundesverband Deutscher Vermögensberater e.V. (BDV), in dessen Auftrag wir die vorliegende Studie erstellen konnten.

Copyright

Diese Studie ist urheberrechtlich geschützt. Nachdruck und Vervielfältigung (auch auszugsweise) ist nur mit schriftlicher Zustimmung der Gesellschaft für Finanz- und Aktuarwissenschaften mbH zulässig.

Gender-Hinweis

In dieser Studie wird ausschließlich aus Gründen der besseren Lesbarkeit das generische Maskulinum verwendet. Dies bezieht sich zugleich auf die männliche, die weibliche und andere Geschlechteridentitäten, welche ausdrücklich mitgemeint sind, soweit die Aussagen dies erfordern.

Disclaimer

Die in dieser Studie verwendeten Informationen wurden sorgfältig recherchiert. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Inhalte sowie für zwischenzeitliche Änderungen übernimmt die Gesellschaft für Finanz- und Aktuarwissenschaften mbH keine Gewähr.

Informationsstand: April 2023

Inhalt

1	Executive Summary	4
2	Hintergrund der aktuellen Diskussion und Motivation unserer Studie	7
3	Fehlinterpretationen und methodische Schwächen der Kantar-Studie	11
3.1	Einordnung der Kantar-Studie	11
3.2	Im Rahmen der Studie vorgenommener Kostenvergleich	12
3.3	Veranschaulichung der Fehlinterpretation anhand eines Beispiels	17
3.4	Exkurs: Anmerkungen zu einer aktuellen Studie	19
4	Provision vs. Honorar: Qualitative Aussagen auf Basis struktureller Unterschiede.....	21
4.1	Das Provisionsmodell.....	21
4.2	Honorarmodelle	22
4.3	Strukturelle Aussagen zum Preisunterschied zwischen Provision und Honorar	22
4.3.1	Provision vs. Honorar nach Zeitaufwand	23
4.3.2	Provision vs. pauschales Honorar	23
4.3.3	Provision vs. volumenabhängiges Honorar p.a.	24
5	Quantitative Illustration anhand ausgewählter Beispiele	25
5.1	Provision vs. Honorar nach Zeitaufwand.....	25
5.2	Provision vs. pauschales Honorar	30
5.3	Provision vs. volumenabhängiges Honorar p.a.	32
6	Fazit	36
	Literatur	38

1 Executive Summary

Hintergrund

Die Frage, ob provisionsbasierte Beratung bei Finanzprodukten stärker reguliert oder gar verboten werden sollte, wird immer wieder kontrovers diskutiert – aktuell auf EU-Ebene im Zuge der Einführung der EU-Kleinanlegerstrategie. Insbesondere die zuständige EU-Kommissarin Mairead McGuinness möchte in diesem Zuge ein EU-weites Provisionsverbot einführen. **Begründet wird die Forderung eines Verbots immer wieder mit Ergebnissen der sogenannten Kantar-Studie und ausschließlich mit Kostenargumenten.** Dies ist in zweifacher Hinsicht problematisch.

Das erste Problem liegt darin, dass Argumente jenseits einer reinen Kostenbetrachtung, die gegen ein Provisionsverbot sprechen, komplett ausgeblendet werden. Beispielsweise ist zu beachten, dass honorarbasierte Beratung genauso wie provisionsbasierte Beratung grundsätzlich die Möglichkeit von Fehlanreizen und Interessenskonflikten bietet. Darüber hinaus bewirkt das Provisionssystem wünschenswerte gesamtwirtschaftliche Umverteilungseffekte, da größere Verträge stärker belastet werden als kleinvolumige Verträge und somit einen Teil der Beratung von weniger wohlhabenden Verbraucher subventionieren. Ferner kann in Ländern mit Provisionsverbot beobachtet werden, dass diejenigen Verbraucher, die Beratung am dringendsten benötigen, nicht bereit bzw. in der Lage sind, alternative Beratungsvergütungen wie Honorare zu bezahlen.

Das zweite Problem liegt darin, dass die in der öffentlichen Diskussion häufig angeführten Kostenargumente gar nicht aus der Kantar-Studie abgeleitet werden können, sondern auf einer Fehlinterpretation dieser Studie beruhen.

Fehlinterpretation der Kantar-Studie

Die Kantar-Studie liefert keinen quantitativen Beitrag zur Frage, ob für Verbraucher, die bei finanziellen Entscheidungen Beratung wünschen, eine nicht mit Provisionen finanzierte Form der Beratung besser geeignet wäre. Sie zeigt lediglich, dass ausgewählte Fonds, in welche Vergütungen für den Vertrieb eingepreist sind, teurer sind als ausgewählte Fonds, bei denen das nicht der Fall ist. Diese Aussage ist banal – sie wurde aber fälschlicherweise als Nachteil provisionsbasierter Beratung verstanden und fälschlicherweise auch auf den Bereich der Versicherung übertragen.

Tatsächlich hat die Kantar-Studie weder irgendeine Aussage in Bezug auf Provisionen bei Versicherungsprodukten getroffen noch überhaupt Analysen hierzu durchgeführt. Der Vergleich in der Studie umfasst vielmehr nur Fonds und schließt Versicherungsprodukte explizit aus. Er macht keine Aussage zu langlaufenden Produkten, die wie Versicherungs-/Altersvorsorgeprodukte typischerweise umfangreichere Beratung benötigen, die mit Kosten verbunden ist. **Es wird insbesondere kein Vergleich vorgenommen, ob die Kosten bei einer provisionsbasierten**

Vergütung der Beratung höher oder niedriger sind als bei anderen Formen der Beratung.

Unabhängig von der Tatsache, dass die Ergebnisse der Studie falsch interpretiert wurden, weist die Kantar-Studie einige methodische Schwächen, Inkonsistenzen, etc. auf, welche die Aussagekraft weiter stark einschränken.

Argumente für eine Koexistenz von Provision und Honorar

Selbst wenn man ausschließlich mit Kosten der Beratung argumentiert und alle anderen Argumente außer Acht lässt, muss man bei fachlich korrekter Betrachtung zum Schluss kommen, dass eine Koexistenz von Provision und Honorar wünschenswert ist.

Provisionen sind in der Regel proportional zum Vertragsvolumen. Bei Honoraren sind folgende Modelle vorherrschend:

1. einmaliges (und ggf. regelmäßiges) Honorar nach Zeitaufwand
2. einmaliges (und ggf. regelmäßiges) pauschales Honorar
3. volumenabhängiges Honorar p.a.

Schon aus der unterschiedlichen Struktur der Vergütung kann man qualitativ ableiten, dass im Vergleich zu den beiden erstgenannten Honorarmodellen (die bei typischen Altersvorsorgeverträgen vorherrschen) das Provisionsmodell für eher kleine Verträge günstiger ist. Das Honorarmodell ist hingegen für eher größere Verträge günstiger.

Gerade finanziell weniger gut gestellte Verbraucher, die typischerweise mit eher geringen Beiträgen für das Alter vorsorgen und die von der EU-Kleinanlegerstrategie eigentlich besonders geschützt werden sollten, profitieren von der Existenz des Provisionssystems, das im Zuge eben dieser Kleinanlegerstrategie verboten werden soll.

Vergleicht man das dritte Honorarmodell, welches meist bei Anlage größerer Beträge zum Tragen kommt, mit dem Provisionsmodell, so kann man aus der Struktur der Vergütung ableiten, dass in diesem Fall das Provisionsmodell bei längeren Laufzeiten, das Honorarmodell hingegen bei kurzen Laufzeiten günstiger ist.

Bereits ohne Berechnungen ist ersichtlich, dass in manchen Fällen eine honorarfinanzierte Beratung für die Verbraucher günstiger ist, in anderen Fällen eine provisionsfinanzierte Beratung. Keines der beiden Modelle kann stets günstiger sein, was ein schlagendes Argument für eine Koexistenz darstellt.

Quantitative Ergebnisse

Um eine Indikation abzuleiten, für welche Typen von Verbrauchern welche Form der Beratungsvergütung kostengünstiger ist, haben wir anhand typischer Beispiele verschiedener Vergütungsmodelle quantitative Analysen durchgeführt. **Hier hat sich deutlich ergeben, dass für Verbraucher, die regelmäßig eher kleine Summen**

sparen (die also im Rahmen der EU-Kleinanlegerstrategie besondere Beachtung erhalten müssten) provisionsbasierte Modelle meist kostengünstiger sind als Honorarmodelle.

Wir verwenden exemplarisch einerseits die Kosten der Provisionsberatung des größten deutschen Lebensversicherers, die wir als Unterschied zwischen dessen Bruttotarif (der Provisionen bezahlt) und dessen Nettotarif (der keine Provisionen bezahlt) berechnen, und andererseits ein Honorarmodell mit marktüblichen Stundensätzen und typischem Zeitaufwand für eine vollständige, gesetzeskonforme und qualitativ hochwertige Altersvorsorgeberatung und laufende Betreuung. **In diesem Fall ist beispielsweise für eine Vertragslaufzeit von 20 (bzw. 30) Jahren das Provisionsmodell günstiger, sofern der monatliche Beitrag, der in das Altersvorsorgeprodukt investiert wird, geringer ist als 186 € (bzw. 129 €).**

Auch eine Variation des Stundensatzes (höher bzw. niedriger) und der laufenden Betreuung (häufiger oder gar nicht) ändert nichts daran, dass der Beitrag, unterhalb dessen das Provisionsmodell günstiger ist, stets in einer Größenordnung liegt, die für zahlreiche Verbraucher mit eher geringeren finanziellen Möglichkeiten relevant sein dürfte.

Eine Untersuchung von Honorarmodellen mit pauschalen Honorarsätzen zeigte einerseits, dass es gar nicht einfach ist, Gebührenordnungen von Honorarberatern zu finden. Andererseits lassen die angebotenen Modelle selbst innerhalb der Gebührenordnung eines Anbieters sowohl eher günstige als auch (teilweise sehr) hochpreisige Modelle zu. Auch unter Verwendung dieser Modelle bestätigt sich die Aussage, dass der Beitrag, unterhalb dessen das Provisionsmodell günstiger ist, für zahlreiche Verbraucher relevant ist.

Typische Größenordnungen von volumenabhängigen Honoraren p.a. führen bei Laufzeiten, die in der Altersvorsorge typisch sind, stets zu einer höheren Renditereduktion als die Kosten einer provisionsfinanzierten Beratung.

Insgesamt unterstreichen unsere quantitativen Ergebnisse eindrucksvoll, dass eine Koexistenz von Provisions- und Honorarmodellen erstrebenswert ist.

2 Hintergrund der aktuellen Diskussion und Motivation unserer Studie

Leistungs- und Kostentransparenz in der Altersvorsorge: Trotz Fortschritten noch verbesserungswürdig

Der demografische Wandel stellt eine große Herausforderung für die Altersvorsorge in Deutschland dar. Mit den zunehmenden Herausforderungen, vor denen die gesetzliche Rentenversicherung steht,¹ steigt die Bedeutung der kapitalgedeckten (betrieblichen und privaten) Vorsorge entsprechend an. Dabei ist es wichtig sicherzustellen, dass Verbraucher bedarfsgerechte Produkte zu einem angemessenen Preis erwerben. Zahlreiche Regulierungsinitiativen in den vergangenen Jahren waren vom Gedanken geprägt, hierzu durch erhöhte Transparenz beizutragen: So sollen beispielsweise Produktinformationsblätter die Transparenz erhöhen, indem sie eine schnelle Übersicht über die wichtigsten Produkteigenschaften liefern. Daneben gab es zahlreiche Regulierungen zur Leistungstransparenz, insbesondere den Ausweis von sogenannten Risikoklassen bzw. Chance-Risiko-Klassen. Sie sollen ermöglichen, dass die Chancen und Risiken eines Produkts passend zum Bedarf des Verbrauchers, insbesondere zur Risikoneigung und Risikotragfähigkeit gewählt werden. Und auch die Kostentransparenz wurde erhöht, insbesondere durch die Verpflichtung zum Ausweis von sogenannten Gesamtkostenquoten bzw. Effektivkosten. Dies soll dazu beitragen, dass Verbraucher die Kosten eines Produkts einfach erfassen können und nur Produkte erwerben, die einen angemessenen Preis aufweisen.

All diese Regulierungen sind grundsätzlich sinnvoll, weisen aber noch erhebliches Verbesserungspotenzial auf, da insbesondere die Darstellungen in den verschiedenen Typen von Produktinformationsblättern nur bedingt miteinander vergleichbar sind.²

Debatte um Regulierung von Provisionen in Deutschland

Während nach unserer Wahrnehmung weitestgehend Konsens darüber besteht, dass eine hohe Leistungs- und Kostentransparenz grundsätzlich sinnvoll ist, dass aber vieles noch nicht optimal umgesetzt ist, wird die Frage, ob die Art und Höhe von zulässigen Kosten reguliert werden sollen, deutlich kontroverser diskutiert. In diesem Kontext findet immer wieder eine Diskussion um Provisionen (also eine vom Produkthanbieter direkt bezahlte Vertriebsvergütung) statt. Insbesondere die Frage, ob das „System“ einer Vergütung von Beratung mittels Provisionen per se „zu teuer“ ist, tauchte in den

¹ Dies haben wir in Ruß et al. (2022) ausführlich und allgemeinverständlich dargelegt.

² Zu den verschiedenen Typen gehören für versicherungsförmige Produkte beispielsweise ein Produktinformationsblatt für zertifizierte, also staatlich geförderte Produkte gemäß Altersvorsorge-Produktinformationsblattverordnung (AltvPIBV) oder das EU-weit verpflichtende Basisinformationsblatt nach PRIIP-Verordnung (PRIIP-KID) für Versicherungsanlageprodukte. Die mangelnde Vergleichbarkeit haben wir in Kapitel 3 von Ruß et al. (2018) erläutert und festgestellt: „Die Vielzahl von (bestenfalls bedingt miteinander vergleichbaren) Aussagen zu Kosten von Produkten schafft vermutlich nicht nur Transparenz, sondern in vielen Fällen auch Verwirrung.“

vergangenen Jahren in unterschiedlichsten Facetten immer wieder in der politischen Diskussion auf.

In Deutschland wurde vor einigen Jahren die gesetzliche Einführung eines allgemeinen Provisionsdeckels für Lebensversicherungen diskutiert. Es gab bereits einen diesbezüglichen Referentenentwurf des Bundesministeriums der Finanzen.³ Dieser wurde jedoch nach intensiver Diskussion nicht umgesetzt. Stattdessen trat zum 1.7.2022 ein Provisionsdeckel für die Restschuldversicherung in Kraft.⁴ Ankündigungen der BaFin, einen sogenannten „Provisionsrichtwert“ einzuführen,⁵ mündeten nach starker Kritik an diesem Vorhaben in einem Ende Oktober 2022 zur öffentlichen Konsultation gestellten Entwurf eines „Merkblatts zu wohlverhaltensaufsichtlichen Aspekten bei kapitalbildenden Lebensversicherungsprodukten“⁶, welches keine explizite Provisionsregulierung mehr vorsieht, aber versucht, Kriterien festzulegen, welche erwarteten Renditen Produkte nach Kosten mindestens aufweisen müssen, um Verbrauchern einen angemessenen Kundennutzen zu bieten.

In Summe besteht derzeit nach unserem Kenntnisstand in Deutschland keine Absicht, eine direkte Regulierung oder gar ein Verbot von Provisionen einzuführen.

Debatte um Regulierung von Provisionen in der EU und „Kantar-Studie“

Auf europäischer Ebene wird hingegen derzeit die Umsetzung der EU-Kleinanlegerstrategie⁷ vorbereitet. Insbesondere die zuständige EU-Kommissarin Mairead McGuinness möchte in diesem Zuge ein EU-weites Provisionsverbot einführen. Dies wird extrem kontrovers diskutiert. Befürworter eines Provisionsverbots stützen ihre Argumentation dabei immer wieder auf Ergebnisse einer aktuellen im Auftrag der Europäischen Kommission von Kantar public in Kooperation mit Milieu und CEPS erstellten Studie (im Folgenden als Kantar-Studie bezeichnet).⁸ Diese Argumentation basiert allerdings auf einer offensichtlichen Fehlinterpretation der Studienergebnisse: Die Studie zeigt nämlich lediglich, dass ausgewählte Fonds, in welche Vergütungen für den Vertrieb eingepreist

³ Vgl. „Entwurf eines Gesetzes zur Deckelung der Abschlussprovision von Lebensversicherungen und von Restschuldversicherungen“; im Bearbeitungsstand 18.4.2019 verfügbar unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/19_Legislaturperiode/2019-04-18-Provisionsdeckelung/1-Referentenentwurf.pdf?blob=publicationFile&v=3. Abgerufen am 24.3.2023.

⁴ Vgl. den neuen § 50a VAG, welcher mit Art. 19 des Schwarmfinanzierung-Begleitgesetzes eingeführt wurde.

⁵ Vgl. z.B. Aussage von Frank Grund bei der Jahrespressekonferenz der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) am 3. Mai 2022 – Im Videomitschnitt der Veranstaltung unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Videos/DE/video_jpk2022.html bei ca. 1:04:00. Abgerufen am 24.3.2023.

⁶ Vgl. https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Konsultation/2022/kon_08_22_Konsultation_wohlverhaltensaufsichtliche_Aspekte_iv_produkte.html. Abgerufen am 30.3.2023.

⁷ Strategie zur Förderung der Investitionen von Kleinanlegerinnen und Kleinanlegern; Englisch: Retail Investment Strategy (RIS).

⁸ Vgl. European Commission et al. (2023).

sind, teurer sind, als ausgewählte Fonds, in denen das nicht der Fall ist. Diese Aussage ist banal. Die Studie liefert keinen quantitativen Beitrag zur Frage, ob für Verbraucher, die bei finanziellen Entscheidungen Beratung wünschen, eine nicht mit Provisionen finanzierte Form der Beratung besser geeignet wäre. Wenn die Studie zur Begründung eines Provisionsverbots in der Versicherung hergenommen werden, so zieht man also aus der Erkenntnis, dass manche Fonds, in welche Vergütungen für den Vertrieb eingepreist sind, mehr kosten als andere Fonds, bei welchen dies nicht der Fall, ist den unzulässigen Schluss, dass provisionsfinanzierte Beratung in der Versicherung ungünstiger ist als andere Formen der Beratung. Diese Frage wurde aber im Rahmen der Kantar-Studie gar nicht analysiert.

Inhalt und Aufbau dieser Studie

Wir beschränken unsere qualitativen und quantitativen Analysen in dieser Studie auf typische versicherungsförmige Altersvorsorgeprodukte. Da in der aktuellen Diskussion um ein Provisionsverbot ausschließlich Kostenargumente aus der Kantar-Studie herangezogen werden, stehen folgende drei Aspekte im Fokus unserer Studie:

1. Wir werden in Kapitel 3 erläutern, warum es eine Fehlinterpretation der Ergebnisse der Kantar-Studie darstellt, wenn aus den dort durchgeführten Kostenanalysen abgeleitet wird, dass eine provisionsbasierte Beratung zu teuer ist. Darüber hinaus werden wir in diesem Kapitel darlegen, dass die quantitativen Analysen, welche die Kantar-Studie für Fonds durchgeführt hat, einige methodische Schwächen, Inkonsistenzen, etc. aufweisen, welche die Aussagekraft auch jenseits der Fehlinterpretation der Ergebnisse stark einschränken.
2. Wir werden in Kapitel 4 anhand qualitativer Argumente erläutern, dass eine Koexistenz verschiedener Vergütungsmodelle für Beratung wünschenswert ist – insbesondere eine Koexistenz von provisionsbasierter und honorarbasierter Beratung. Wir werden dabei insbesondere erläutern, dass aufgrund der unterschiedlichen Struktur der Vergütungsmodelle kein Modell pauschal und für alle Verbraucher kostengünstiger sein kann.
3. In Kapitel 5 werden wir anhand typischer Beispiele verschiedener Vergütungsmodelle eine quantitative Indikation ableiten, für welche Typen von Verbrauchern welche Form der Beratungsvergütung kostengünstiger ist. Wir zeigen insbesondere, dass für Verbraucher, die regelmäßig eher kleine Summen sparen (die also im Rahmen der EU-Kleinanlegerstrategie besondere Beachtung erhalten müssten), provisionsbasierte Modelle meist kostengünstiger sind als Honorarmodelle.

Es gibt neben den in unserer Studie dargelegten Argumenten zahlreiche weitere Gründe, die gegen eine Regulierung oder gar ein Verbot von Provisionen sprechen, auf die wir hier nicht eingehen. An dieser Stelle möchten wir neben der Bemerkung, dass es grundsätzlich sinnvoller wäre, erst die oben genannten Schwächen der „milderen“ Maßnahmen der Transparenzregulierung auszuräumen, bevor über das deutlich schärfere

Schwert eines Verbots nachgedacht wird, nur kurz drei ausgewählte Punkte anführen. Wir verweisen für weitere Aspekte sowie weitere Details zu den drei genannten Punkten auf unsere immer noch aktuelle Studie „Regulierung von Provisionen: Ziele, Risiken und Nebenwirkungen provisionsbegrenzender Regulierung in der Lebensversicherung in Deutschland“ aus dem Jahr 2018.⁹

- **Interessenskonflikte:** Jedes Vergütungssystem bietet grundsätzlich die Möglichkeit von Fehlanreizen und Interessenskonflikten. Dies gilt für provisionsbasierte Beratung genauso wie für honorarbasierte Beratung. Das Problem, das aus Interessenskonflikten resultiert, muss durch Regulierung reduziert und Fehlverhalten sanktioniert werden, statt ein System zu verbieten und dabei zu übersehen, dass andere Systeme grundsätzlich ähnliche Probleme aufweisen können.
- **Umverteilungseffekt:** Das dem Provisionssystem immanente Prinzip der Umsatzabhängigkeit beinhaltet eine viel zu wenig beachtete soziale Komponente, die zu wünschenswerten gesamtwirtschaftlichen Umverteilungseffekten führt: Größere Verträge, die meist von wohlhabenderen Kunden abgeschlossen werden, werden in absoluten Beträgen stärker belastet als kleinvolumige Verträge und subventionieren somit einen Teil der Beratung weniger wohlhabender Kunden.¹⁰
- **Akzeptanz und Beratungslücke (Advice Gap):** Bei der Honorarberatung lassen sich gesamtwirtschaftlich zu wenige Kunden beraten. Dies liegt grundlegend daran, dass Honorarzahungen gerade Kunden mit niedriger Zahlungsbereitschaft (bzw. Zahlungsfähigkeit) abschrecken, während es im Provisionsmodell keine finanzielle Hürde gibt, Beratung in Anspruch zu nehmen. Man spricht hier von einer Beratungslücke (englisch: Advice Gap), die ein wesentliches Risiko honorarbasierter Beratung darstellt. Dies kann in Ländern mit Provisionsverbot auch tatsächlich beobachtet werden: Diejenigen Verbraucher, die Beratung am dringendsten benötigen (dies sind Verbraucher mit eher geringem Einkommen und Vermögen und tendenziell eher geringer finanzieller Bildung), sind nicht bereit bzw. in der Lage, alternative Beratungsvergütungen wie Honorare zu bezahlen.¹¹

⁹ Vgl. Ruß et al. (2018), insbesondere Abschnitte 4.2.2, 4.2.3 bzw. 4.2.6 in Verbindung mit 6.3 zu den drei im Folgenden genannten Punkten. Die Texte in den folgenden drei Punkten sind teilweise wörtliche Zitate aus Ruß et al. (2018).

¹⁰ Vgl. Stoughton et al. (2011), S. 950.

¹¹ Neben den in Ruß et al. (2018) zu diesem Thema genannten Quellen verweisen wir auf eine aktuelle repräsentative Studie, die im Auftrag der auf Honorarberatung spezialisierten Quirin Privatbank in Deutschland durchgeführt wurde (vgl. Puls, 2023). Nur 33 % der dort Befragten sind bereit, ein marktübliches Honorar für eine Beratung zu bezahlen, während 39 % angeben, nach einem Provisionsverbot keine Beratung mehr in Anspruch nehmen zu wollen (28 % wissen nicht, wie sie sich verhalten würden).

3 Fehlinterpretationen und methodische Schwächen der Kantar-Studie

3.1 Einordnung der Kantar-Studie

Studieninhalte

Bei der im Auftrag der Europäischen Kommission erstellten Kantar-Studie handelt es sich um ein sehr umfangreiches internationales Studienwerk, das auf 357 Seiten zuzüglich Anlagen in einem „Final report“ dokumentiert wurde. Ausgangspunkt dieser Studie ist das Postulat, dass Finanzmärkte zu komplex seien und dass sich daraus für Kleinanleger Probleme ergeben. Aufgrund der Komplexität der Finanzmärkte wird insbesondere vermutet, dass Entscheidungen von Kunden weniger ihren eigenen Interessen dienen als denen von Produktanbietern und Vermittlern.¹²

Vor diesem Hintergrund betrachtet die Studie die regulatorischen Rahmenbedingungen über den ganzheitlichen Prozess der Entscheidungsfindung von Kleinanlegern hinweg – von der Suche nach Informationen bis zur erhaltenen Beratung. Die Untersuchungen werden dabei in drei Themenbereiche untergliedert:

- Offenlegung („Disclosure“): Hierunter fallen beispielsweise die Regelungen zu Produktinformationsblättern (KID/KIID).
- Anreizsystem der Vermittlung und die Beratung („Inducements and investment advice“): In diesem Themenfeld geht es unter anderem um die Frage, wie eine sinnvolle Verbraucherschutzregulierung (z.B. in Bezug auf die Information über abhängige/unabhängige Beratung) aussehen sollte, um die Informationsasymmetrien zwischen Berater und Kunde zu beherrschen.
- Prüfung auf Angemessenheit und Eignung („Suitability assessment, demands and needs test“): Hier sind insbesondere die einschlägigen Regelungen aus IDD und MIFID II Gegenstand der Betrachtung, die dazu führen sollen, dass den Kleinanlegern nur angemessene und geeignete Produkte angeboten werden.

Für alle drei Themenbereiche wird die Situation in einer Vielzahl an EU-Ländern recherchiert.

- Die Studie versucht die Bedeutung des jeweiligen Themenbereiches zu erfassen („Relevance“).
- Die Studie diskutiert die Kohärenz der bestehenden regulatorischen Anforderungen („Coherence“), deren Wirksamkeit („Effectiveness“) sowie das Kosten-Nutzen-Verhältnis („Efficiency“); und

¹² Vgl. European Commission et al. (2023), S. 8.

- geht der Frage nach, inwieweit bereits getroffene Maßnahmen auf EU-Ebene einen positiven Beitrag zur Milderung der wahrgenommenen Probleme leisten („EU added value“).

Der größte Teil der Kantar-Studie hat deshalb mit den Ergebnissen, die von Befürwortern eines Provisionsverbot zitiert werden, gar nichts zu tun. Tatsächlich ist der Kostenvergleich, der die Forderung nach einem Provisionsverbot stützen soll, nur ein (eher kleiner) Punkt unter vielen, mit denen sich die Studie auseinandersetzt.¹³

Kantar-Beurteilung der Effizienz von Regelungen zum Anreizsystem bei der Vermittlung von Finanzprodukten

Obwohl der in der Kantar-Studie vorgenommene Kostenvergleich nur ausgewählte Fonds betrachtet und zahlreiche Schwächen aufweist, wie wir im folgenden Abschnitt 3.2 erläutern, und obwohl sich die Studienautoren einiger dieser Schwächen offensichtlich bewusst sind, stellt die Studie im Rahmen ihrer Betrachtungen zum Anreizsystem der Vermittlung sehr pauschal fest, dass Vertriebsvergütungen, welche aus indirekten Vertriebskosten von Investmentprodukten finanziert werden, zu höheren Produktkosten für die Kunden führen und dass dies nahelegt, dass Kunden in diesem Prozess möglicherweise nicht die in Bezug auf die Kosten optimalen Produkte erwerben.¹⁴ Wir werden im weiteren Verlauf sehen, dass es – selbst wenn diese Aussage korrekt wäre – eine massive Fehlinterpretation dieser Aussage darstellen würde, wenn hieraus irgendwelche Schlussfolgerungen für Provisionen, insbesondere Provisionen bei typischen Versicherungsprodukten, gezogen werden.

3.2 Im Rahmen der Studie vorgenommener Kostenvergleich

Die Zahlen in der öffentlichen Diskussion

Die (korrigierte Fassung der) Kantar-Studie erwähnt in ihrer Executive Summary auf S. 25, dass Investmentprodukte („products“ bzw. „investment products“), bei welchen der Produkthanbieter Vertriebsvergütungen aus den Produkten finanziert („inducements“), im Durchschnitt 24-26 % teurer sind als ihre Pendanten ohne eine solche Vergütung.¹⁵ Als Konsequenz wird von den Studienautoren festgehalten, dass die unter MIFID II implementierten Regularien (noch) nicht dazu geführt haben, dass Kunden aufgrund niedrigerer Provision ein besseres Preis-Leistungsverhältnis erhalten.¹⁶ Es ist naheliegend, dass diese Aussage in der Diskussion missverstanden wird als Nachteil provisionsbasierter Beratung – auch im Bereich der Versicherung. **Beim genauen**

¹³ Die hierzu relevanten Informationen finden sich im Wesentlichen auf S. 170-182 der Studie.

¹⁴ Vgl. European Commission et al. (2023), S. 20.

¹⁵ Eine frühere Fassung der Studie nannte aufgrund eines in der Korrektur nicht näher spezifizierten Fehlers hier einen Wert von 35 %, siehe unten.

¹⁶ Vgl. European Commission et al. (2023), S. 25. Die detaillierten Ergebnisse sind dann auf S. 180 f festgehalten. Einige der Informationen und Texte finden sich dann nochmals auf S. 276 f.

Hinsehen hat die Studie aber weder irgendeine Aussage in Bezug auf Provisionen bei Versicherungsprodukten getroffen noch überhaupt Analysen hierzu durchgeführt. Da diesbezüglich Fehlinterpretationen aufgrund der von den Studienautoren gewählten Formulierungen zu erwarten waren, ist es den Studienautoren durchaus anzulasten, dass sie sich nicht um eine differenziertere und klarere Darstellung bemüht haben. Insbesondere auch vor dem Hintergrund, dass die Studie ihrerseits fehlende Transparenz der Produkthanbieter und Vermittler kritisiert.

Keine Übertragbarkeit der Ergebnisse auf Versicherungsprodukte möglich

Provisionszahlungen aus Versicherungsprodukten wurden im Rahmen der Studie nicht analysiert.¹⁷ Der Kostenvergleich umfasst vielmehr nur einen **Vergleich der Kosten ausgewählter Fonds** (UCITS und AIF), die indirekte Vertriebskosten aufweisen, mit den Kosten ausgewählter Fonds ohne indirekte Vertriebskosten.

Unter indirekten Vertriebskosten werden dabei diejenigen Vertriebskosten verstanden, die der Produkthanbieter an den Vermittler vergütet und entsprechend aus den Produktkosten finanzieren muss. Hierunter fallen nach unserem Verständnis also Provisionszahlungen bei Versicherungen und sogenannte Kickback-Zahlungen bei Fonds.

Unter direkten Vertriebskosten versteht die Studie solche Kosten, die der Vermittler unabhängig vom Produkthanbieter dem Kunden in Rechnung stellt. Sie nennt explizit Transaktionskosten und „Fund Entry Fees“.¹⁸ Es ist für uns aus dem Studientext nicht genau erkennbar, welche Kosten hierunter fallen; für die folgenden Argumentation spielt dies aber keine Rolle.

Was sagt der Kostenvergleich überhaupt aus?

Der Vergleich zeigt lediglich auf, dass länderübergreifend im Rahmen der Studie ausgewählte Fonds mit indirekten Vertriebskosten für die Kunden ein insgesamt höheres Kostenniveau aufweisen als ausgewählte Fonds ohne indirekte Vertriebskosten.

- Der Vergleich umfasst nur Fonds und schließt Versicherungsprodukte explizit aus.
- Der Vergleich macht somit auch keine Aussage zu langlaufenden Produkten, die wie Versicherungs-/Altersvorsorgeprodukte typischerweise umfangreichere Beratung benötigen, die mit Kosten verbunden ist.
- Der Vergleich ist rein kostenbasiert. Die Frage, ob die Produkte mit höheren Kosten evtl. höhere Performance-Chancen nutzen konnten, wird nicht untersucht (vgl. etwa die Diskussion der Berechtigung aktiv gemanagter Fonds im Vergleich zu ETFs mit niedrigerem Kostenniveau).

¹⁷ Vgl. European Commission et al. (2023), S. 181.

¹⁸ Vgl. European Commission et al. (2023), S. 173.

- Es wird insbesondere auch kein Vergleich vorgenommen, ob die Kosten bei einer provisionsbasierten Vergütung der Beratung höher oder niedriger sind als bei anderen Formen der Beratung. **Aus den Studienergebnissen kann somit insbesondere nicht abgeleitet werden, ob provisionsfinanzierte Beratung teurer oder günstiger ist als alternative Beratungsmodelle.**

Dem kurzen Statement in der Executive Summary der Kantar-Studie sind solche Einschränkungen naturgemäß nicht zu entnehmen.

Wichtige Einschränkungen bei der Interpretation des Kostenvergleichs für Fondsprodukte

Unabhängig von dem genannten Risiko von Fehlinterpretationen weisen die zugrundeliegenden quantitativen Analysen, welche die Kantar-Studie für Fonds durchgeführt hat, einige **methodische Schwächen, Inkonsistenzen, etc.** auf, welche die **Aussagekraft weiter stark einschränken**. Hierzu gibt auch die Studie selbst zahlreiche erläuternde Hinweise.

Länderergebnisse Deutschland und Luxemburg

Neben dem „internationalen“ Ergebnis, dass Fonds, bei welchen indirekte Vertriebskosten anfallen, im Durchschnitt 24-26 % teurer sind als ihre Pendanten ohne solche Kosten, nennt die Studie auch Zahlen u.a. für Deutschland und Luxemburg, die für den deutschen Fondsmarkt besonders relevant sein sollten.¹⁹ Bereits der Blick auf diese beiden Länderergebnisse im Kostenvergleich macht deutlich, dass sich die Ergebnisse der Kantar-Studie keinesfalls für die Diskussion provisionsbasierte vs. honorarbasierter Beratung eignen. **Während die meisten anderen in der Kantar-Studie betrachteten Länder eine Vorteilhaftigkeit der Fonds ohne indirekte Vertriebskosten (also ohne Provisionen/Kickbacks) zeigen, sind die Fonds mit Provisionen/Kickbacks im Falle Deutschland um 25 % günstiger und im Falle Luxemburgs sogar um fast 60 %!** Diese Zahlen wirken unplausibel und sind in der Studie nicht kommentiert. Sie mögen der (nicht repräsentativen) Fondsauswahl oder einer Fehlinterpretation der erhaltenen Daten geschuldet oder schlicht ein Rechenfehler sein. Wenn man der Logik folgt, mit der die Zahlen der Kantar-Studie in der aktuellen Diskussion als Argument für ein Provisionsverbot interpretiert werden, so müsste man analog die Abschaffung der Honorarberatung für Deutschland und Luxemburg verlangen. Dies kann natürlich aus den Analysen genauso wenig abgeleitet werden wie die Zahlen der Kantar-Studie in der Diskussion um den provisionsbasierten Vertrieb herangezogen werden können.

¹⁹ Vgl. European Commission et al. (2023), S. 180.

Schwierigkeiten bei der Kostenerhebung und Interpretation

Auf die Schwierigkeit der Erhebung der Parameter für einen Kostenvergleich weist die Studie mehrfach hin.²⁰ Selbst bei den Fonds, welche dem Kostenvergleich zugrunde gelegt wurden, werden oft nur maximal mögliche (und nicht derzeit tatsächlich erhobene) Kosten oder gar keine Vertriebskostenhöhe angegeben. **Nur für gut 50 % der Investmentfonds war die exakte Höhe indirekter Vertriebskosten verfügbar.**²¹ **Die möglichen Konsequenzen auf die Aussagekraft der Ergebnisse werden in der Studie nicht thematisiert.**

Die Schwierigkeiten bei der Erhebung und Interpretation der Kosten zeigen sich unter anderem auch darin, dass in der ersten Version der Studie angegeben wurde, dass unter den betrachteten Fonds diejenigen mit indirekten Vertriebskosten um 35 % höhere Kosten als diejenigen ohne indirekte Vertriebskosten aufwiesen. Dies stellte sich als Fehler heraus und musste auf 24-26 % korrigiert werden.²²

Kleine Grundgesamtheit

Da es sich bei der Kantar-Studie bewusst **nicht** um eine „repräsentative Umfrage“ handelt, ist auch die Untersuchungsbasis vergleichsweise klein. Bei den gezeigten Zahlen handelt es sich deshalb nicht um „durchschnittliche“ bzw. „typische“ Ergebnisse. Der o.g. Kostenvergleich von Fonds basiert beispielsweise nur auf 176 Fonds. Aus Deutschland gingen in den Vergleich nur 5 Fonds ohne indirekte Vertriebskosten und 8 Fonds mit solchen Kosten ein.²³ Angesichts der Vielzahl der tatsächlich am Markt verfügbaren Produkte wurde also nur ein sehr kleiner Ausschnitt betrachtet. **Mit einer derart kleinen Stichprobe könnte ein korrektes Ergebnis allenfalls zufällig zustande kommen.**

Keine repräsentative Produktauswahl

Die Studie weist explizit darauf hin, dass die Auswahl der analysierten Produkte „zweckorientiert“ und nicht repräsentativ erfolgte.²⁴ Entsprechend vorsichtig muss mit der Interpretation präziser Zahlenangaben umgegangen werden. Im Kostenvergleich der Fonds sind ETFs und kostengünstige Money Market Funds in der Gruppe der Produkte ohne indirekte Vertriebskosten überrepräsentiert. Ein Teil des Kostenunterschieds (in nicht bekannter und nicht kommentierter Höhe) erklärt sich damit bereits aus der Produktauswahl und nicht aus der Tatsache, dass ein Produkt indirekte Vertriebskosten

²⁰ Vgl. z.B. European Commission et al. (2023), S. 170 oder S. 181.

²¹ Vgl. European Commission et al. (2023), S. 178.

²² Vgl. European Commission et al. (2023), S. 3.

²³ Vgl. European Commission et al. (2023), S. 179 f.

²⁴ Vgl. European Commission et al. (2023), S. 180.

vorsieht oder nicht.²⁵ **Allein aufgrund dieses Effekts müsste also die bereits nach unten korrigierte Zahl von 24-26 % weiter reduziert werden.**

Wechselnde Zusammensetzung der verglichenen Produkte

Große Vorsicht ist auch erforderlich bei der Interpretation der Studienergebnisse aufgrund der wechselnden Zusammensetzung der verglichenen Produkte. Zur beispielhaften Verdeutlichung: Table.5-21 zeigt die durchschnittlichen Kosten je Produktkategorie (Aktien, Bonds, UCITS, AIF, IBIP sowie Personal/Individual Pension Products). Im direkt folgenden Table.5-22 werden dann Kosten je Land ausgewiesen. Nur bei genauem Hinsehen stellt man fest, dass in der ersten Tabelle 452 Produkte und in der zweiten 334 (andere) Produkte in den Vergleich gingen, da der Ländervergleich auf einem „Produktkorb“ bestehend aus beispielhaft gewählten 5 Aktien, 5 Bonds, 8 UCITS und 5 AIFs beruht.²⁶ In Table.5-26 schließlich, welcher Basis für den Kostenvergleich von Produkten mit und ohne indirekte Vertriebskosten ist, finden sich nur noch Zahlen von insgesamt 176 UCITS und AIFs. **Versicherungsprodukte sind in keinem der beiden Ländervergleiche enthalten. Derartige Informationsdarstellung lädt zur Fehlinterpretation ein.**

Weitere Einschränkungen bei der Interpretation internationaler Studien

Versicherungsmärkte in einzelnen EU-Staaten können sich erfahrungsgemäß sehr stark unterscheiden. Unterschiedliche steuerliche Rahmenbedingungen, Produkteigenschaften und auch Begrifflichkeiten machen länderübergreifende Vergleiche jenseits aller Sprachbarrieren äußerst schwierig. Ohne starke lokale Expertise aus jedem einzelnen betrachteten Land ist es aus unseren Erfahrungen fast nicht möglich, zuverlässige Aussagen zu treffen. Dessen sollte man sich immer bewusst sein, wenn man auf Basis internationaler Vergleichsstudien Entscheidungen trifft. Einschränkungen und Disclaimer – wie sie auch in der Kantar-Studie an zahlreichen Stellen enthalten sind und oben beispielhaft aufgezeigt wurden – werden dabei zu oft übersehen.

Exemplarisch möchten wir an dieser Stelle deshalb noch auf zwei andere Punkte hinweisen, die man in Bezug auf Deutschland ohne genaueres Hinterfragen aus der Studie entnehmen könnte:

- Figure.4-14 der Studie behauptet, dass deutsche Versicherungsunternehmen praktisch keine „insurance-based investment products“ (sog. IBIPs) anbieten.²⁷ Tatsächlich ist es aber so, dass der größte Teil der Lebensversicherungsprodukte in Deutschland IBIPs sind.
- Aus Table.6-3 wird der Leser fälschlicherweise schließen, dass unabhängige Beratung („independent advice“) in Deutschland nur von 1.700 Honorarberatern

²⁵ Vgl. European Commission et al. (2023), S. 180.

²⁶ Vgl. European Commission et al. (2023), S. 176.

²⁷ Vgl. European Commission et al. (2023), S. 81.

angeboten wird und ein Markt von (ebenfalls unabhängigen) Maklern gar nicht existiert.²⁸

Nach unseren Erfahrungen mit internationalen Vergleichen ist es sehr wahrscheinlich, dass man an vielen weiteren Stellen der Studie, die wir nicht detailliert betrachtet haben, weil sie mit der Fragestellung unserer Studie nichts zu tun haben, auf vergleichbare Ungereimtheiten stoßen wird.

3.3 Veranschaulichung der Fehlinterpretation anhand eines Beispiels

Sieht man von allen im vorhergehenden Abschnitt genannten Punkten ab, die eine Nutzung der Ergebnisse des Kostenvergleichs in der Kantar-Studie als Argument gegen provisionsbasierten Vertrieb verbieten, so bleibt die Auseinandersetzung mit der Feststellung der Studie zur fehlenden Effizienz des Anreizsystems der Vermittlung: die pauschale Aussage der Studienautoren, dass „Inducements“ (hierunter fallen Provision) dazu führen sollen, dass Kunden nicht die für sie optimalen (d.h. kostengünstigsten) Produkte erwerben.

Indirekte, im Produktpreis enthaltene Vertriebskosten, leisten einen Beitrag zur Finanzierung der Beratung. Erhält der Berater keine solche Vergütung, muss er diese auf anderem Wege finanzieren oder kann keine Beratung erbringen. Die Kantar-Studie berücksichtigt dies nicht, denn sie vergleicht nur die Kosten von ausgewählten Produkten, die eine spezielle Form der Vertriebsvergütung beinhalten, mit den Kosten von Produkten, die diese spezielle Form der Vertriebsvergütung nicht beinhalten – ohne die Kosten alternativer Formen der Vertriebsvergütung überhaupt zu diskutieren.

Für Verbraucher mit ausreichender finanzieller Bildung kann dies ein sachgerechter Vergleich sein. Der Kunde tauscht Produktkosten gegen selbst investierte Recherche-Zeit. Für Verbraucher, die auf Beratung angewiesen sind, ist ein solcher Vergleich offensichtlich nicht sachgerecht. Mit einem „nackten“ Produkt ohne Beratung können diese Verbraucher nichts anfangen. Obgleich der Ausgangspunkt der Kantar-Studie wie zu Beginn des Kapitels erwähnt darin besteht, dass die Finanzmärkte komplex sind, geht die Studie also mit ihrer pauschalen Aussage implizit davon, dass Beratung – also die aktive Hilfe zur Überwindung dieser Komplexität – nichts kostet.

Dass dies nichtzutreffend ist, ist ein eigentlich völlig banaler Aspekt. In Bezug auf Finanzprodukte wird er dennoch ganz offensichtlich oft nicht verstanden. Wir möchten ihn deshalb im nun folgenden Abschnitt anhand eines bildlichen Vergleichs etwas plastischer machen.

²⁸ Vgl. European Commission et al. (2023), S. 234. Neben der Tatsache, dass in Deutschland offenbar nur Honorarberater im Rahmen der Studie als „unabhängig“ angesehen werden, ist auch die Aussage der Studie interessant, dass die niedrigen Marktanteile der unabhängigen Berater nach Aussage der lokalen Aufsichtsbehörden und Verbraucherschutzorganisationen darin begründet sind, dass Kunden den Wert (separat) bezahlter Beratung nicht erkennen (vgl. S. 234).

Ein Beispiel außerhalb der Finanzbranche

Um zu erläutern, warum es unsinnig ist, einen einfachen Kostenvergleich von Produkten mit und ohne Provision als Argument für ein Provisionsverbot heranzuziehen, möchten wir ein Beispiel heranziehen, welches gar nichts mit Finanzprodukten zu tun hat:

Beispiel zur Erläuterung der Fehlinterpretation

Stellen wir uns vor, ein Möbelhaus bietet Möbel zu einem Preis an, der die Dienstleistung des Möbelaufbaus beim Verbraucher zu Hause bereits beinhaltet. Ein Verbraucher, der handwerklich begabt ist und die Möbel selbst aufbauen kann, ist grundsätzlich in der Lage, ein Möbelstück ohne diese Dienstleistung zu kaufen. Er kann seine eigene Zeit in den Möbelaufbau investieren, um Geld zu sparen, und kann vermutlich auch ganz gut einschätzen, ob die Variante „selbst Aufbauen“ für ihn die bessere ist. Ganz anders ist die Situation für einen Verbraucher, der nicht handwerklich begabt ist. Er hat nur die Wahl, ein Möbelstück inklusive Aufbau zu kaufen oder ein Möbelstück ohne Aufbau. Im letzteren Fall muss er sich die Dienstleistung des Aufbaus woanders zukaufen. Es würde niemanden überraschen, dass eine Studie, welche Preise von Möbeln analysiert, herausfindet, dass Möbel, deren Preise den Aufbau bereits beinhalten, teurer sind als Möbel, die ohne Aufbau verkauft werden. Niemand käme aber auf die Idee, auf Basis dieses Ergebnisses zu schließen, dass für den Verbraucher der Erwerb des Möbelstücks inklusive Aufbau stets nachteilig ist und dass man Möbelhäusern verbieten müsse, Möbel zu einem Preis inklusive Aufbau anzubieten.

Zurück zu Finanzprodukten: Manche Anbieter von Finanzprodukten bieten ihre Produkte zu einem Preis an, der die Dienstleistung der Beratung bereits beinhaltet (Produkte mit Provisionen). Ein Verbraucher, der finanziell gut gebildet ist und bedarfsgerechte Finanzprodukte selbst recherchieren kann, ist grundsätzlich in der Lage, Finanzprodukte ohne die Beratung zu kaufen. Er kann seine eigene Zeit in die Recherche bedarfsgerechter Produkte investieren, um Geld zu sparen, und kann vermutlich auch ganz gut einschätzen, ob die Variante „selbst Recherchieren“ für ihn die bessere ist. Ganz anders ist die Situation für einen Verbraucher, der über weniger finanzielle Bildung verfügt. Er hat nur die Wahl, ein provisioniertes Finanzprodukt inklusive der Beratungsleistung zu kaufen oder ein nicht provisioniertes Finanzprodukt zu kaufen und sich dann die Beratung woanders zuzukaufen. Es dürfte eigentlich niemanden überraschen, dass eine Studie, welche die Preise von Finanzprodukten analysiert, herausfindet, dass Finanzprodukte, deren Preise die Beratung bereits beinhalten, teurer sind als Finanzprodukte, deren Preise keine Beratung beinhalten. Niemand sollte daher auf die Idee kommen, auf Basis dieses Ergebnisses zu schließen, dass für den Verbraucher eine provisionsfinanzierte Beratung stets nachteilig ist und dass man Anbietern von Finanzprodukten verbieten müsse, provisionierte Finanzprodukte anzubieten.

Das separate Kaufen der Beratungsleistung ist naturgemäß nicht in allen Fällen systematisch günstiger und von besserer Qualität, wie wir in den folgenden beiden Kapiteln qualitativ erläutern bzw. quantitativ belegen werden.

3.4 Exkurs: Anmerkungen zu einer aktuellen Studie

Unmittelbar vor Fertigstellung unserer Studie wurde eine Studie der Universität Regensburg veröffentlicht, die behauptet nachzuweisen, dass Verbraucher in Ländern, in denen ein Provisionsverbot vorherrscht, im Schnitt eine um 1,7 % höhere Rendite p.a. erzielen als in Ländern ohne Provisionsverbot.²⁹ Auch wenn wir aufgrund der Kurzfristigkeit nicht ausführlich hierzu Stellung nehmen können, möchten wir dennoch folgende Anmerkungen machen, da es sich bei besagter Studie um ein Paradebeispiel einer wissenschaftlich anmutenden Analyse zu handeln scheint, die ausschließlich von einer politischen Agenda und nicht von Fakten getrieben ist:

Die Studie versucht vereinfacht dargestellt, die (mit eigenen Kalkulationen approximierte) Rendite der Vermögen privater Haushalte in einem Land mit einem einfachen linearen Regressionsmodell ausgewählten erklärenden Faktoren zuzuordnen. Diese Faktoren sind grobe makroökonomische Größen (z.B. der Prozentsatz der Bevölkerung, der in einem Arbeitsverhältnis steht, oder der Anteil der Frauen in der Bevölkerung) sowie eine Variable, die beschreibt, ob im jeweiligen Land im jeweiligen Jahr ein Provisionsverbot vorherrschte oder nicht.

Schon der gesunde Menschenverstand sollte einem sagen, dass es problematisch ist, die Entwicklung grober makroökonomischer Variablen zwischen 1997 und 2020 zu betrachten und die Unterschiede in einer Größe (Rendite der Vermögen privater Haushalte) auf die Existenz eines Provisionsverbot (eingeführt zwischen 2005 und 2019 und in manchen Ländern nur teilweise³⁰) zurückzuführen.

Ebenfalls sagt einem der gesunde Menschenverstand, dass die Rendite aller Vermögen privater Haushalte naturgemäß primär getrieben ist durch die bereits seit längerem investierten Gelder und nicht durch die erst nach dem Provisionsverbot investierten Gelder. Wenn es keine Möglichkeit gibt, die Rendite der nach Inkrafttreten des Provisionsverbots investierten Gelder von den davor investierten Geldern zu trennen, ist die Fragestellung mit den gewählten Methoden³¹ allenfalls dann zu beurteilen, wenn die betrachteten Provisionsverbote so weit in der Vergangenheit liegen, dass die davor investierten Gelder die Gesamtrendite der Vermögen privater Haushalte nur noch zu einem geringen Teil beeinflussen. Schon diese Argumente hätten die Autoren vor Beginn ihrer Analysen von ihrem Vorhaben abhalten müssen.

Die Aussagekraft von Analysen, die versuchen, mikroökonomische Fragestellungen mit makroökonomischen Daten zu beantworten, ist vorsichtig formuliert grundsätzlich gering. In diesem Fall sind darüber hinaus die makroökonomischen Faktoren so grob, dass

²⁹ Vgl. Sebastian et al. (2023).

³⁰ In Dänemark gilt das Provisionsverbot lediglich für die vormals 210 Makler, in Australien gilt es erst ab 2019.

³¹ Dass die gewählten Methoden per se in diesem Fall problematisch sind, ergibt sich beispielsweise aus Imai und Kim (2021) oder De Chaisemartin und d'Haultfoeuille (2020).

sie vermutlich nur einen sehr geringen Teil der jeweils erzielten Rendite erklären können, sodass nahezu jede zusätzlich hinzugenommene Variable einen Teil der Rendite erklären wird. Eine andere Auswahl der makroökonomischen Faktoren würde dazu führen, dass der Variable „Provisionsverbot“ ein deutlich größerer, deutlich geringerer oder sogar ein negativer Teil der erzielten Rendite zugeschrieben wird.

4 Provision vs. Honorar: Qualitative Aussagen auf Basis struktureller Unterschiede

4.1 Das Provisionsmodell³²

Die Provision ist gekennzeichnet durch zentrale Prinzipien, die auch im HGB festgehalten sind:³³

- Erfolgsabhängigkeit (§§ 87 Abs. 1 HGB, 87a Abs. 1 HGB, 92 Abs. 3 HGB): Anspruch auf Provision besteht nur, wenn es zum Vertragsabschluss kommt.
- Schicksalsteilung (§ 87a Abs. 1 HGB, § 92 Abs. 4 HGB): Der Anspruch auf Provision hängt an der Zahlung der Prämie durch den Versicherungsnehmer.
- Orientierung an üblichen Sätzen (§ 87b Abs. 1 HGB), sofern es keine ausdrückliche Provisionsvereinbarung gibt.
- Umsatzabhängigkeit (§ 87b Abs. 2 HGB): Grundlage der Provision ist die Versicherungsprämie, sodass sich die Höhe der Provision am Volumen des Vertrages orientiert.

Die Provision wird vom Versicherungsunternehmen und nicht vom Versicherungsnehmer an den Vermittler bezahlt. Der Versicherer finanziert die Provision dann durch in den Vertrag einkalkulierte Kosten.

Typischerweise besteht die Provision aus den Bestandteilen „Abschlussprovision“, die sofort bei Vertragsabschluss fällig wird, sowie „Bestandsprovision“, die während der gesamten Laufzeit regelmäßig bezahlt wird.³⁴ Die Abschlussprovision soll dabei in erster Linie den Beratungsaufwand im Zusammenhang mit dem Vertragsabschluss entlohnen und ist im Falle eines frühen Vertragsstornos zumindest teilweise wieder zurückzubezahlen. Die Bestandsprovision soll den Aufwand zur laufenden Betreuung des Versicherten kompensieren.³⁵

³² Die Abschnitte 4.1 und 4.2 orientieren sich an Abschnitten 4.1.1 und 4.1.2 in Ruß et al. (2018).

³³ Vgl. Beenken und Radtke (2013), S. 34. Wir merken an, dass historisch der Begriff „Courtage“ für die Vergütung des Maklers und der Begriff „Provision“ für die Vergütung des gebundenen Vermittlers eingeführt wurde, vgl. Umhau (2003), S. 9-14. Der Begriff der Provision wird heute auch als Oberbegriff für beide Arten von Vermittlervergütungen verwendet. Wir verwenden deshalb im weiteren Verlauf ausschließlich den Begriff „Provision“.

³⁴ Vgl. Beenken und Radtke (2013), S. 34.

³⁵ Vgl. Beenken und Schiller (2015), S. 530.

4.2 Honorarmodelle

Im Unterschied zur Provision wird das Honorar in der Regel direkt vom Versicherungsnehmer an den Berater bezahlt. Weiterhin entfällt das Kriterium der Schicksalsteilung, da das Honorar zusätzlich zu den Prämien fällig wird, die in den Altersvorsorgevertrag fließen. Somit ist auch eine (teilweise) Rückerstattung des Honorars im Stornofall meist nicht vorgesehen.³⁶

In der öffentlichen Diskussion wird ferner oft nicht unterschieden zwischen der Honorarberatung und der Honorarvermittlung.³⁷ Bei der Honorarberatung ist das Honorar als Kompensation für die Beratungsleistung zu verstehen. Der Kunde schuldet dem Honorarberater das Beratungshonorar unabhängig davon, ob es im Zuge der Beratung zu einem Vertragsabschluss kommt. Bei der Honorarvermittlung hingegen wird das Honorar nur dann geschuldet, wenn es im Zuge der Beratung auch zu einem Vertragsabschluss kommt. Das Modell der Honorarvermittlung liegt somit ökonomisch deutlich näher am Provisionsmodell als das Modell der Honorarberatung, da bei letzterer auch das Kriterium der Erfolgsabhängigkeit entfällt.

Das Honorar kann grundsätzlich als aufwandsbezogenes Honorar (beispielsweise ein Stundensatz) oder als pauschales Honorar vereinbart werden. Hier gibt es dann auch keine Umsatzabhängigkeit. Insbesondere bei der Honorarvermittlung ist auch ein sich am Vertragsvolumen orientierendes Honorar denkbar.³⁸ In einem solchen Fall liegt die Honorarvermittlung sehr nahe an einem Provisionsmodell. Insbesondere bei Wertpapieranlagen sind auch Honorarmodelle anzutreffen, die ein jährliches Honorar abhängig vom jeweils aktuellen Gesamtwert der entsprechenden Anlagen vorsehen (volumenabhängiges Honorar p.a.).

4.3 Strukturelle Aussagen zum Preisunterschied zwischen Provision und Honorar

Wir betrachten (in diesem Kapitel qualitativ und in Kapitel 5 quantitativ) drei verschiedene Honorarmodelle, die wir mit dem Provisionsmodell vergleichen:

1. einmaliges (und ggf. regelmäßiges) Honorar nach Zeitaufwand (Anzahl der Stunden multipliziert mit einem Stundensatz)
2. einmaliges (und ggf. regelmäßiges) pauschales Honorar (verschiedene pauschale Eurobeträge für unterschiedliche Beratungssituationen)
3. volumenabhängiges Honorar p.a. (jährliche Vergütung des Beraters in Form eines Prozentsatzes des zum jeweiligen Zeitpunkt vorhandenen Vermögens)

³⁶ Vgl. Beenken und Schiller (2015), S. 533.

³⁷ Vgl. Beenken und Radtke (2013), S. 46 f. oder Beenken und Wende (2016), S. 5.

³⁸ Vgl. Beenken und Radtke (2013), S. 47 f.

Diese drei Modelle vergleichen wir jeweils mit einem Provisionsmodell, bei welchem (wie bei Versicherungsprodukten mit Sparprozess üblich) zu Vertragsbeginn ein gewisser Prozentsatz der Beitragssumme sowie ggf. zusätzlich eine laufende Vergütung als Provision bezahlt werden.

Auch ohne konkrete Berechnungen durchzuführen, lässt sich alleine aus der Struktur des jeweiligen Honorarmodells ableiten, für welche Art von Verträgen (kurze oder lange Laufzeit, niedrige oder hohe Volumina) das Honorarmodell teurer bzw. preiswerter ist als das Provisionsmodell. Insbesondere kann hieraus bereits abgeleitet werden, dass die Annahme, dass das Honorarmodell stets günstiger ist, schlicht falsch ist.

4.3.1 Provision vs. Honorar nach Zeitaufwand

Die Abschlussprovision wird in der Regel als Prozentsatz der Beitragssumme ermittelt. Laufende Bestandsprovisionen werden oft als Prozentsatz jedes Beitrags oder des bereits angesparten Guthabens bestimmt. Provisionen sind also umso höher, je höher der Beitrag ist. Bei Verträgen gegen laufende Beitragszahlung (die bei Kleinanlegern³⁹ mehrheitlich anzutreffen sind) ist die Provision darüber hinaus umso höher, je länger die Vertragslaufzeit ist. Da der Zeitaufwand für eine vollständige und gesetzeskonforme Beratung hingegen kaum vom Beitragsvolumen und von der geplanten Laufzeit abhängen dürfte, ist das nach Zeitaufwand ermittelte Honorar von diesen Größen weitestgehend unabhängig. **Das Provisionsmodell ist somit offensichtlich immer dann günstiger, wenn der Beitrag eher gering ist. Umgekehrt ist ein nach Zeitaufwand vergütetes Honorarmodell immer dann günstiger, wenn der Beitrag eher hoch ist.** Der Beitrag, unterhalb dessen das Provisionsmodell günstiger ist, ist dabei für kurze Laufzeiten höher als für lange Laufzeiten.

Die genauen Grenzen, ab denen das Honorarmodell günstiger bzw. teurer wird, hängen von der konkreten Ausgestaltung der jeweiligen Vergütungsmodelle und dem tatsächlichen Zeitaufwand ab. Wir werden dies in Kapitel 5 für ausgewählte Beispiele konkret berechnen. Bereits ohne weitere Berechnungen ist aber ersichtlich, dass keines der beiden Modelle stets günstiger sein kann.⁴⁰

4.3.2 Provision vs. pauschales Honorar

Ein pauschal vereinbartes Honorar ist offensichtlich unabhängig vom Beitragsvolumen und von der geplanten Laufzeit. Daher gilt das in Abschnitt 4.3.1 Gesagte auch für ein pauschales Honorar entsprechend.

³⁹ Wir erinnern daran, dass das Provisionsverbot im Kontext der EU-Kleinanlegerstrategie diskutiert wird.

⁴⁰ Man mag einwenden, dass ein nach tatsächlich angefallenen Stunden berechnetes Honorar „gerechter“ ist als eine vom Beitragsvolumen abhängige Provision. Diese Argumentation übersieht allerdings, dass dann der in Kapitel 2 erwähnte gesamtwirtschaftlich wünschenswerte Umverteilungseffekt verloren geht und das Risiko der ebenfalls in Kapitel 2 erwähnten Beratungslücke entsteht.

4.3.3 Provision vs. volumenabhängiges Honorar p.a.

Insbesondere bei höhervolumigen Vermögensanlagen (also gerade nicht bei typischen Altersvorsorgeverträgen mit monatlicher überschaubarer Sparrate) und insbesondere bei Banken ist ein weiteres Honorarmodell anzutreffen, bei dem die Höhe des Honorars als jährlicher Prozentsatz des gesamten angelegten Vermögens ermittelt wird.⁴¹ Hier kann man sich die strukturellen Aussagen, welches Modell in welchen Situationen günstiger ist, am einfachsten klarmachen, wenn man die Renditereduktion betrachtet, die aus der Vergütung resultiert:⁴² Eine Provision in Prozent der Beitragssumme bewirkt eine umso geringere Renditereduktion, je länger die Laufzeit des Vertrags ist (unabhängig von der Beitragshöhe). Wenn als Honorar jedes Jahr derselbe Prozentsatz des angelegten Vermögens entnommen wird, so wird die Rendite ungefähr⁴³ um diesen Prozentsatz reduziert (unabhängig von Laufzeit und Beitragshöhe). **Hier ist also c.p. offensichtlich das Provisionsmodell für lange und das Honorarmodell für kurze Laufzeiten günstiger.**

Auch hier hängt die konkrete Laufzeit unterhalb (oberhalb) derer das Honorarmodell günstiger (teurer) ist von der konkreten Ausgestaltung der Vergütungsmodelle ab. **Bereits ohne weitere Berechnungen ist aber auch hier ersichtlich, dass keines der beiden Modelle stets günstiger sein kann.**

⁴¹ Dies geht oft mit einem Mindestbetrag p.a. einher, der dieses Vergütungsmodell für kleinere Summen von vorneherein unattraktiv macht, vgl. auch Fußnote 54.

⁴² Bei den Modellen in den Abschnitten 4.3.1 und 4.3.2 sind sowohl Honorar als auch Provision zu Vertragsbeginn fällig. In solchen Situationen können einfach Eurobeträge miteinander verglichen werden. In Abschnitt 4.3.3 vergleichen wir jedoch eine Provision zu Vertragsbeginn mit einem Honorar, das jedes Jahr anfällt. In solchen Fällen, bei denen Zahlungen nicht zum selben Zeitpunkt anfallen, sind Vergleiche von Eurobeträgen nicht aussagekräftig.

⁴³ Die Abweichung hängt insbesondere vom Zeitpunkt und Frequenz ab, zu dem das Honorar entnommen wird (Anfang oder Ende der Periode; Jährlich der volle Prozentsatz oder monatlich 1/12 des vereinbarten Prozentsatzes, etc.).

5 Quantitative Illustration anhand ausgewählter Beispiele

Um die in Kapitel 4 qualitativ hergeleiteten Argumente anhand konkreter Zahlenwerte zu illustrieren, betrachten wir in diesem Kapitel ausgewählte konkrete Modelle für provisionsbasierte sowie honorarbasierte Vergütung und leiten hieraus Indikationen ab, für welche Typen von Verbrauchern welches Modell günstiger ist.

5.1 Provision vs. Honorar nach Zeitaufwand

Annahmen zum Stundensatz bei der Honorarberatung

Übliche Stundensätze von Honorarberatern sind nicht transparent verfügbar. Ein Stundensatz von 150 € zzgl. gesetzl. MwSt. wird oft als „üblich“ genannt, allerdings ist nicht immer klar, wie aktuell solche Aussagen sind, und sie basieren nicht auf offiziellen Erhebungen.⁴⁴ Der Verbund Deutscher Honorarberater teilte uns darüber hinaus auf Anfrage mündlich mit, dass eine Umfrage unter seinen Mitgliedsunternehmen einen durchschnittlichen Stundensatz von 183 € zzgl. gesetzl. MwSt. ergeben hat.⁴⁵

Um die Spannweite der in der Praxis anzutreffenden Werte abzubilden, verwenden wir in diesem Abschnitt als Basisszenario ein Stundenhonorar von 150 € und betrachten zusätzlich, wie sich die Ergebnisse für einen niedrigeren (100 €) bzw. höheren (200 €, jeweils zzgl. gesetzl. MwSt.) Stundensatz verändern.⁴⁶

⁴⁴ Beenken und Heuser (2021), S. 66 sprechen (ohne dies durch eine Quelle zu belegen) von „üblichen Stundensätzen um 100 bis 150 Euro“. Exemplarisch nennen wir folgende Ergebnisse einer Internet-Recherche: Unter <https://unabhaengiger-finanzberater.de/honorarberatung-unserer-verquetungsmodell/> heißt es: „Die Kosten liegen hier bei rund 120 – 250,- €/Std. zzgl. gesetz. MwSt. im Branchendurchschnitt. Unser Stundensatz liegt bei 150,- € zzgl. gesetz. MwSt.“ Unter <https://gafib.de/content/74/63/honorarberatung-verguetung> findet sich die Aussage: „Die Stundensätze in der Honorarberatung liegen im Branchenschnitt bei ca. 150 € zzgl. USt. pro Stunde mit üblicher Schwankungsbreite von 120-180 € pro Stunde.“ Unter <https://depotstudent.de/so-viel-kostet-honorarberatung-beim-finanzberater/>: „Die Stundensätze von Honorarberatern liegen meist zwischen 100 € und 250 € (inkl. MwSt.). Häufig sind es etwa 180 € pro Stunde (inkl. MwSt.).“ Unter <https://www.maiwerk-finanzpartner.de/blog/faq-items/was-kostet-eine-honorarberatung/>: „Im Schnitt liegt der Stundensatz eines Honorarberaters bei 150 € zzgl. 19 % Steuer – aber es kann durchaus seine Berechtigung haben, wenn ein Berater 250 € pro Stunde ansetzt, sollte die Qualität stimmen.“

⁴⁵ Diese Zahl findet sich auch in einigen Presseartikeln, vgl. z.B. <https://www.pfefferminzia.de/cdu-finanz-experte-brodesser-im-gespraech-wird-ein-provisionsverbot-kommen-letzten-endes-nein/>. Abgerufen am 6.4.2023.

⁴⁶ Niedrigere Stundensätze finden sich bei einer Beratung durch Verbraucherzentralen, vgl. Beenken und Heuser (2021), S. 34ff. Da hier aber nach unserem Kenntnisstand kein Vertragsabschluss möglich ist, die niedrigeren Stundensätze überhaupt nur durch Förderung mit öffentlichen Mitteln möglich sind (und somit auch keine beliebige Skalierbarkeit gegeben wäre), gehen wir hierauf im weiteren Verlauf nicht ein.

Annahmen zum Zeitaufwand bei der Honorarberatung

Auch die Frage, welcher Zeitaufwand für eine vollständige, gesetzeskonforme und qualitativ hochwertige Altersvorsorgeberatung entsteht, ist nicht eindeutig zu beantworten. Informationen des Auftraggebers dieser Studie aus einer Umfrage unter seinen Mitgliedern zu Tätigkeiten und typischem Zeitbedarf im Kontext eines Beratungsprozesses legen einen Zeitaufwand von ca. 7,5 Stunden für eine vollständige Altersvorsorgeberatung nahe.⁴⁷ Der Verbund Deutscher Honorarberater nannte uns einen Wert von typischerweise 6-8, höchstens aber 10 Stunden. Schätzungen aus England gehen von 9 Stunden aus⁴⁸ und liegen damit ebenfalls in einer vergleichbaren Größenordnung. Wir verwenden daher in diesem Abschnitt als Basisszenario einen Zeitaufwand von 7,5 Stunden.

Bei langfristigen Verträgen wie in der Altersvorsorge ist es darüber hinaus wichtig, dass die Verbraucher laufend betreut werden. Wir gehen daher im Basisszenario zusätzlich von einem regelmäßigen Beratungsaufwand von 2 Stunden alle 5 Jahre aus und betrachten zusätzlich, wie sich die Ergebnisse ohne laufende Betreuung bzw. bei doppelt so häufiger laufender Betreuung (2 h alle 2,5 Jahre) verändern.

Annahmen zu den Kosten einer Provisionsberatung

Die Kosten, die einem Verbraucher für eine Provisionsberatung insgesamt entstehen, lassen sich bei versicherungsförmigen Altersvorsorgeprodukten am einfachsten quantifizieren, indem man den Kostenunterschied zwischen einem Bruttotarif (Altersvorsorgeprodukt, in welches Provisionen einkalkuliert sind) und dem zugehörigen Nettotarif (das ansonsten identische Altersvorsorgeprodukt, welches in der Honorarberatung angeboten wird) betrachtet. Aus diesem Kostenunterschied muss der Versicherer nämlich sowohl die Abschlussprovision als auch eventuelle laufende sogenannte Bestandsprovisionen zur Vergütung der laufenden Betreuung des Kunden finanzieren.

Wir haben zwei deutsche Lebensversicherer gebeten, uns diese Kostenunterschiede mitzuteilen, und haben die Werte von beiden Versicherern erhalten. Darüber hinaus haben wir für weitere Lebensversicherer den entsprechenden Kostenunterschied recherchiert. Wir verwenden im weiteren Verlauf die Werte der Allianz Lebensversicherungs-AG (im Folgenden: Allianz), einem der beiden Versicherer, der uns die Werte mitgeteilt hat, da dies zum einen der mit Abstand größte deutsche Lebensversicherer ist und da hier die Höhe des relevanten Kostenunterschieds im Mittelfeld der betrachteten Versicherer liegt.

⁴⁷ Diese Zahlen haben wir auch in Ruß et al. (2018) zugrunde gelegt. Dort finden sich in Abschnitt 4.3.1 weitere Informationen hierzu.

⁴⁸ Vgl. HM Treasury, 2016, S. 21.

Vorgehensweise bei der Berechnung

Wir haben in Abschnitt 4.3.1 gesehen, dass bei einem Vergleich einer Provision mit einem nach Zeitaufwand ermittelten Honorar c.p. das Honorarmodell für hohe Beiträge günstiger ist, das Provisionsmodell hingegen für geringe Beiträge. Wir berechnen nun den sogenannten „neutralen Beitrag“, für den beide Beratungsmodelle aus Kundensicht gleich teuer sind. Unterhalb des neutralen Beitrags ist das Provisionsmodell günstiger, und oberhalb des neutralen Beitrags ist das Honorarmodell günstiger.

Zur Bestimmung des neutralen Beitrags verwenden wir die Renditereduktion, die durch das bezahlte Honorar bzw. die Kosten der Provisionsberatung verursacht wird. Hierzu rechnen wir für das Provisionsmodell den eben erläuterten Kostenunterschied zwischen einem Brutto- und einem Nettotarif in eine Renditereduktion um. Dies ist diejenige Renditereduktion, die der Verbraucher aufgrund der Vertriebsvergütung im Provisionsmodell erleidet. Analog rechnen wir für das Honorarmodell die oben hergeleiteten Kosten (geschätzte Anzahl von Stunden multipliziert mit einem typischen Stundensatz sowohl für die Beratung zu Beginn als auch für den regelmäßigen Betreuungsaufwand) in eine Renditereduktion um. Der neutrale Beitrag kann nun für jede betrachtete Vertragslaufzeit als derjenige Beitrag berechnet werden, für den die beiden Renditereduktionen übereinstimmen. Für diesen Beitrag sind also provisionsfinanzierte und honorarbasierende Beratung genau gleich teuer. Unterhalb des neutralen Beitrags ist das Provisionsmodell günstiger, oberhalb hingegen das Honorarmodell.

Ergebnisse für laufenden Beitrag

Abbildung 1 zeigt den neutralen Beitrag für einen Vergleich des Provisionsmodells der Allianz mit verschiedenen Honorarmodellen in Abhängigkeit der Laufzeit des Produkts. Die durchgezogene blaue Linie beschreibt das Basisszenario (einmalige Beratung im Umfang von 7,5 h bei Vertragsabschluss sowie eine laufende Beratung im Umfang von 2 h alle 5 Jahre für einen Stundensatz von 150 € zzgl. gesetzl. MwSt.).

Bei Vertragslaufzeiten bis 18 Jahren liegt der neutrale Beitrag, unterhalb dessen das Provisionsmodell günstiger ist, über 200 € pro Monat. Bei einer Laufzeit von 20 bzw. 30 Jahren beträgt der neutrale Beitrag 186 € bzw. 129 €. Mit zunehmender Laufzeit sinkt der neutrale Beitrag. Er liegt aber auch bei sehr langen Laufzeiten noch über 100 € pro Monat (erst bei einer Laufzeit von 40 Jahren sinkt er auf 98 €).

Es ist daher davon auszugehen, dass die Altersvorsorgeverträge zahlreicher Verbraucher ein Volumen aufweisen, für das eine provisionsbasierte Beratung günstiger ist als eine Honorarberatung. Dies dürfte insbesondere die meisten finanziell weniger gut gestellten Verbraucher betreffen, die typischerweise mit eher geringen Beiträgen für das Alter vorsorgen und die von der EU-Kleinanlegerstrategie eigentlich besonders geschützt werden sollten. Dass das Provisionsystem im Zuge eben dieser Kleinanlegerstrategie verboten werden soll, ist nicht nachvollziehbar.

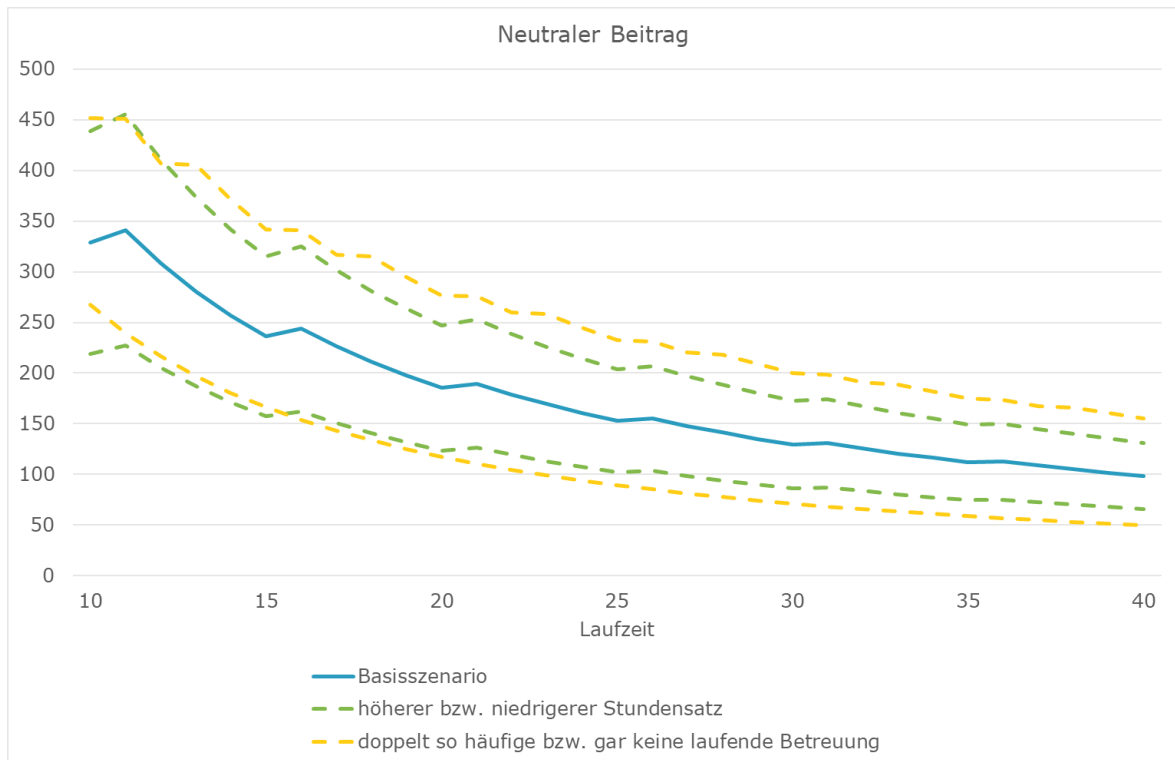


Abbildung 1 Neutraler monatlicher Beitrag für einen Vergleich des Provisionsmodells der Allianz mit verschiedenen Honorarmodellen nach Stundensatz in Abhängigkeit der Laufzeit des Produkts⁴⁹

Wir haben unsere Berechnungen neben dem Basisszenario auch für weitere Honorarmodelle durchgeführt: Die beiden gestrichelten grünen Linien zeigen die Ergebnisse für einen veränderten Stundensatz von 200 € bzw. 100 € (jeweils zzgl. gesetzl. MwSt.). Erwartungsgemäß fällt der neutrale Beitrag, bis zu dem das Provisionsmodell günstiger ist, entsprechend höher bzw. niedriger aus. Auffällig ist, dass der neutrale Beitrag selbst beim niedrigen Stundensatz noch so hoch ist, dass für zahlreiche Verbraucher das Provisionssystem die günstigere Alternative darstellt: Bis zu einer Laufzeit von 26 Jahren liegt er über 100 €. Selbst bei einer Laufzeit von 35 Jahren liegt er noch bei 75 €.

Die beiden gestrichelten gelben Linien zeigen die Ergebnisse unter der Annahme, dass der Verbraucher eine laufende Beratung doppelt so häufig wie im Basisszenario beziehungsweise überhaupt nicht in Anspruch nimmt. Die Ergebnisse sind ähnlich zu denen, die sich bei einem erhöhten bzw. reduzierten Stundensatz ergeben.

⁴⁹ Die „Zacken“ in den dargestellten Linien ergeben sich aus der Annahme, dass alle 5 (bzw. in der oberen gelben Linie alle 2,5) Jahre im Zuge der laufenden Betreuung ein Honorar anfällt. Die untere gelbe Linie beschreibt das Szenario, in dem auf laufende Betreuung verzichtet wird. Diese Linie weist daher keine Zacken auf.

Insgesamt unterstreichen die quantitativen Ergebnisse eindrucksvoll, dass eine Koexistenz von Provisions- und Honorarmodellen erstrebenswert ist.

Ergebnisse für Einmalbeitrag

Abbildung 2 zeigt dasselbe Ergebnis wie Abbildung 1 für einen Verbraucher, der einmalig eine größere Summe anlegt (Einmalbeitrag). Die durchgezogene blaue Linie beschreibt also erneut das Basisszenario (einmalige Beratung im Umfang von 7,5 h bei Vertragsabschluss sowie eine laufende Beratung im Umfang von 2 h alle 5 Jahre für einen Stundensatz von 150 € zzgl. gesetzl. MwSt.).

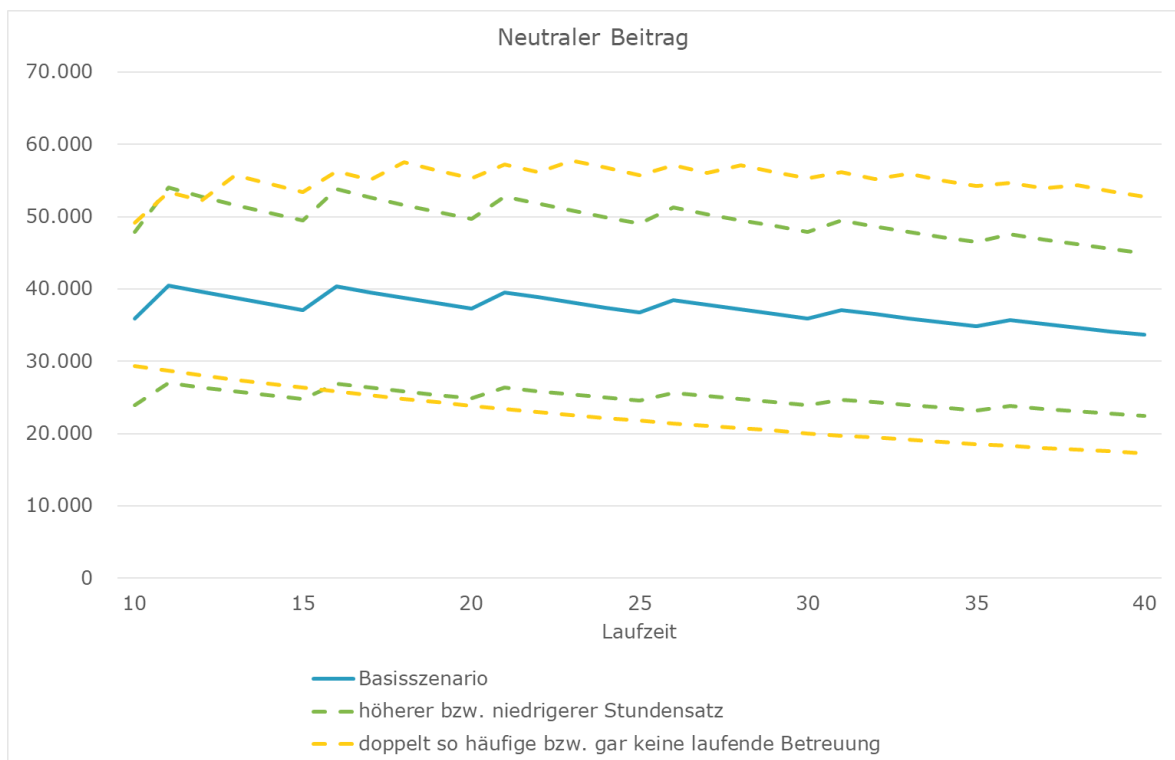


Abbildung 2 Neutraler Einmalbeitrag für einen Vergleich des Provisionsmodells der Allianz mit verschiedenen Honorarmodellen nach Stundensatz in Abhängigkeit der Laufzeit des Produkts

Der neutrale Beitrag, unterhalb dessen das Provisionsmodell günstiger ist, liegt meist zwischen 35.000 € und 40.000 €.

Wird das Honorarmodell mit dem höheren Stundensatz oder mit einer häufigeren laufenden Betreuung unterstellt, so liegt der neutrale Beitrag um oder sogar über 50.000 €. Unter der Annahme des niedrigeren Stundensatzes liegt der neutrale Beitrag in der Größenordnung von 25.000 €. Unter der Annahme, dass der Verbraucher gar keine laufende Beratung in Anspruch nimmt, liegt er bei kürzeren Laufzeiten bei knapp 30.000 €, bei längeren Laufzeiten bei knapp 20.000 €.

Auch diese Ergebnisse zeigen die Vorteilhaftigkeit des Provisionsmodells für Kleinanleger und unterstreichen, dass eine Koexistenz von Provisions- und Honorarmodellen erstrebenswert ist.

5.2 Provision vs. pauschales Honorar

Pauschalmodelle scheinen in der Praxis häufiger vorzukommen als Stundensätze.⁵⁰ Die konkret angesetzten pauschalen Honorarsätze und die in einer Pauschale beinhalteten Beratungselemente unterscheiden sich dabei von Anbieter zu Anbieter stark. Transparente und verständliche Preislisten sind jedoch kaum verfügbar. Eine Internetrecherche hat nur zwei konkrete und verständliche Gebührenordnungen mit Pauschalhonoraren ergeben. Die eine stammt vom Bundesverband unabhängiger Honorarberater gemeinnütziger e.V., welcher jedoch von der Stiftung Warentest auf der „Warnliste Geldanlage“ unter der Rubrik „Unseriöse Beratung, insbesondere Finanzberatung“ geführt wird.⁵¹ Die andere, welche wir in diesem Abschnitt zugrunde legen, stammt von der maiwerk Finanzpartner GmbH & Co. KG.⁵²

Annahmen zur Höhe pauschal vergüteter Honorarberatung

Die Preis-Leistungsübersicht von maiwerk Finanzpartner listet unter der Überschrift „Altersvorsorgeberatung“ die Dienstleistungen „Status quo Analyse“, „Strategieberatung“, „Produktvorschläge“, „Vermittlung (pro Vertrag)“ sowie „Altersvorsorge UPDATE“ auf. Unter der Überschrift „Altersvorsorgebetreuung“ gibt es die Dienstleistungen „Serviceportal“ sowie „Serviceportal PLUS“.

Offensichtlich können diese Leistungen je nach Bedarf kombiniert werden. Unsere Interpretation ist, dass die schlankeste sinnvolle Lösung aus einer Kombination der Pakete Status Quo Analyse, Produktvorschläge und Abschluss sowie der laufenden Betreuung in Form des Serviceportals besteht. Hieraus ergeben sich Gesamtkosten von 2* 595 € +200 € (inkl. MwSt.) zu Beginn sowie 14,90 € pro Monat. Dies bezeichnen wir im Folgenden als „Modell A“.

Wir betrachten zusätzlich ein „Modell B“, bei dem der Verbraucher zusätzlich die Strategieberatung bucht und die laufende Betreuung in Form des Serviceportal PLUS bevorzugt. Hieraus ergeben sich Gesamtkosten von 3* 595 € +200 € (inkl. MwSt.) zu Beginn sowie 39,90 € pro Monat.

⁵⁰ So heißt es unter <https://qafib.de/content/74/63/honorarberatung-verquetung>: „Meist werden jedoch Pauschalvereinbarungen je nach Auftragsumfang und Komplexität getroffen, um die Kalkulierbarkeit der Kosten für Mandanten-innen zu erleichtern.“

⁵¹ Vgl. <https://www.test.de/Warnliste-Geldanlage-Unserioese-Firmen-und-Finanzprodukte-1131965-0/>. Die Hintergründe für die Warnung werden hier und in anderen Presseartikeln erläutert: <https://www.test.de/Finanzberatung-Dubioser-Verband-von-Honorarberatern-5907492-0/> sowie ganz aktuell in einer lesenswerten Recherche <https://www.fondsprofessionell.de/news/vertrieb/headline/recherche-ominoeser-beraterverband-bringt-die-branche-gegen-sich-auf-223565/>. Abgerufen jeweils am 12.4.2023.

⁵² Vgl. <https://www.maiwerk-finanzpartner.de/preise/>. Abgerufen am 3.4.2023.

Auch wenn es – insbesondere für Verbraucher mit geringer finanzieller Bildung – bei langfristigen Sparprozessen vermutlich nicht sinnvoll ist, auf eine laufende Betreuung komplett zu verzichten, betrachten wir zusätzlich noch ein „Modell C“, welches auf die laufende Betreuung verzichtet, ansonsten jedoch mit Modell A übereinstimmt.

Annahmen zu den Kosten einer Provisionsberatung und Vorgehensweise bei der Berechnung

Wir verwenden dieselben Annahmen zu den Kosten einer Provisionsberatung und dieselbe Vorgehensweise bei der Berechnung wie in Abschnitt 5.1.

Ergebnisse für laufenden Beitrag

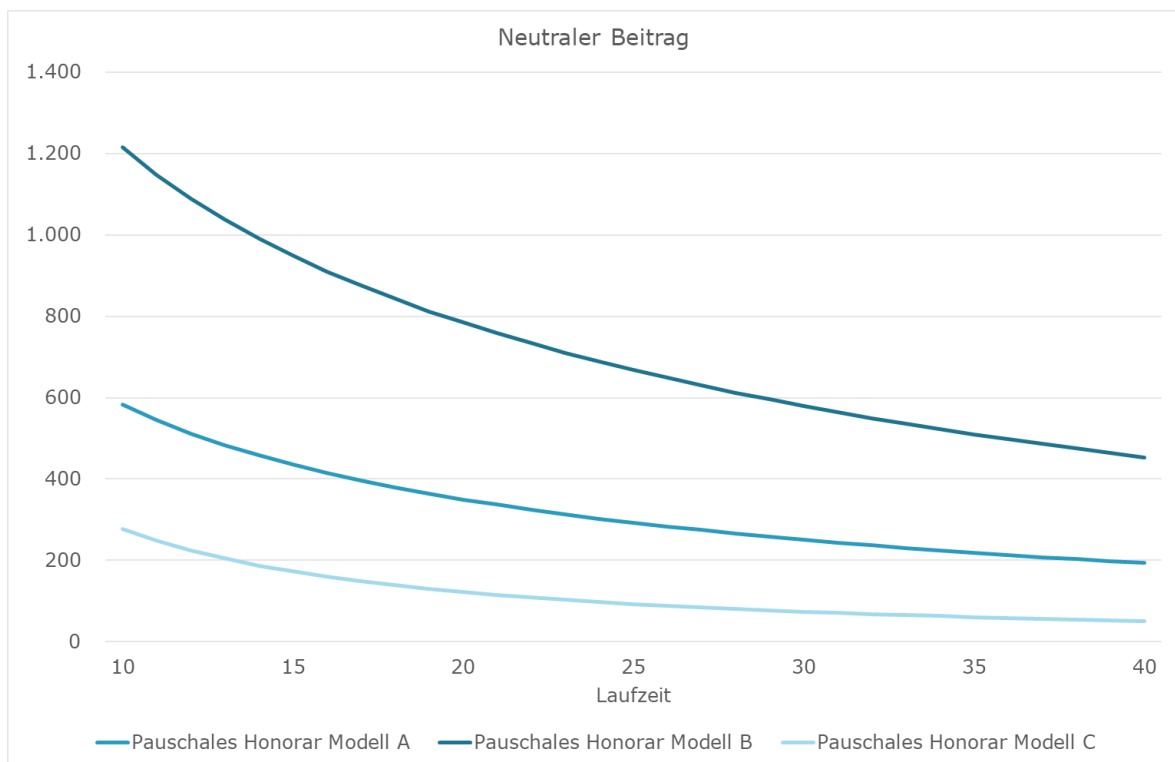


Abbildung 3 Neutraler monatlicher Beitrag für einen Vergleich des Provisionsmodells der Allianz mit verschiedenen pauschalen Honorarmodellen in Abhängigkeit der Laufzeit des Produkts

Abbildung 3 zeigt den neutralen Beitrag für einen Vergleich des Provisionsmodells der Allianz mit den drei erläuterten pauschalen Honorarmodellen der Firma maiwerk in Abhängigkeit der Laufzeit des Produkts. Es fällt auf den ersten Blick auf, dass die drei betrachteten Modelle zu extrem unterschiedlichen Ergebnissen führen. Unter derselben Preis-Leistungsübersicht ist einerseits ein relativ preiswertes Honorar (Modell C, dessen Sinnhaftigkeit allerdings aufgrund des vollkommenen Verzichts auf laufende Betreuung insbesondere für die langfristige Altersvorsorge hinterfragt werden muss), andererseits sind aber auch eher hochpreisige Honorarmodelle (Modelle A und B) möglich. Auffällig

ist außerdem, dass Modell A bei Vertragslaufzeiten bis 30 Jahren erst bei monatlichen (!) Beiträgen von über 500 € günstiger ist als das Provisionsmodell. Auffällig ist auch, dass eine günstige Beratung nur möglich scheint, wenn auf regelmäßige Betreuung verzichtet wird.

Ergebnisse für Einmalbeitrag

Abbildung 4 zeigt dasselbe Ergebnis wie Abbildung 3 für einen Einmalbeitrag. Aufgrund der Erkenntnisse aus der Analyse von Verträgen gegen laufenden Beitrag ist es wenig überraschend, dass sich bei den Modellen A und B auch sehr hohe Einmalbeiträge ergeben, unterhalb derer das Provisionsmodell günstiger ist. Bei Modell A liegt der entsprechende Wert stets über 60.000 €, bei Modell B sogar stets über 120.000 €. Lediglich im Modell C, bei dem auf laufende Betreuung verzichtet wird, ergeben sich moderatere Beträge in der Größenordnung von 20.000 € - 30.000 €.

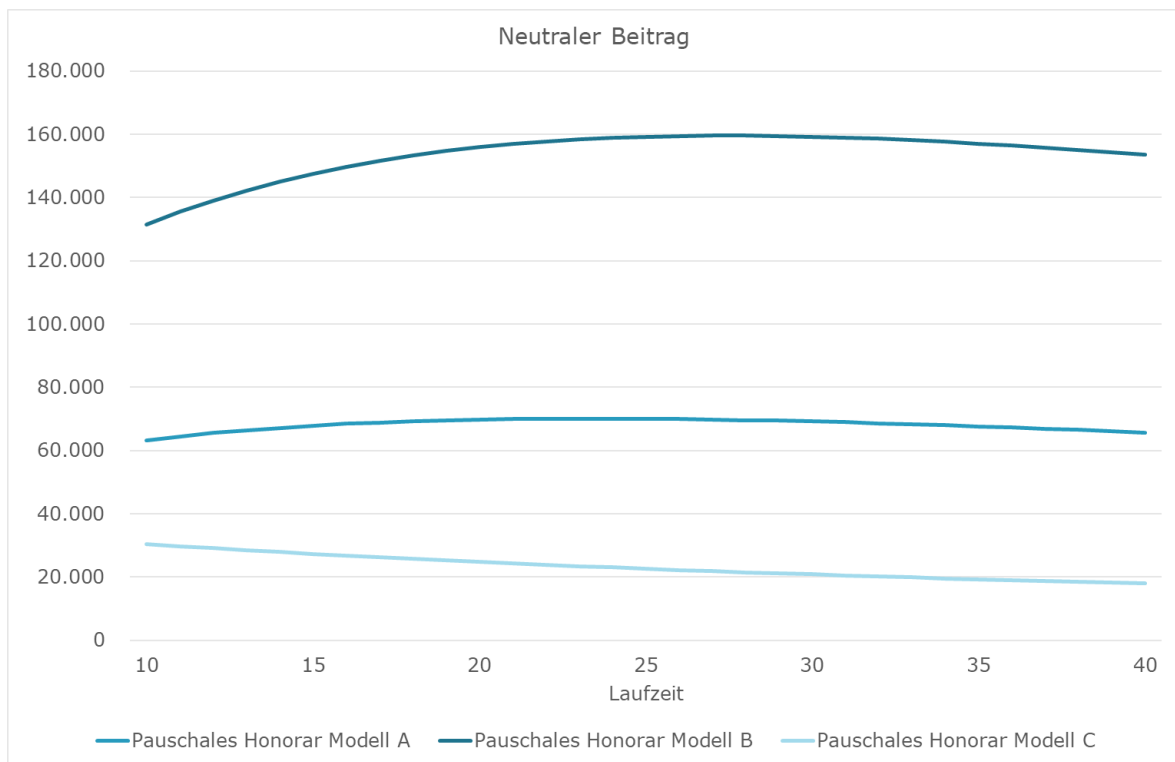


Abbildung 4 Neutraler Einmalbeitrag für einen Vergleich des Provisionsmodells der Allianz mit verschiedenen pauschalen Honorarmodellen in Abhängigkeit der Laufzeit des Produkts

5.3 Provision vs. volumenabhängiges Honorar p.a.

Typische Größenordnung eines volumenabhängigen Honorars p.a.

Wie bereits erläutert kommt ein volumenabhängiges Honorar p.a. meist bei höhervolumigen Vermögensanlagen zum Tragen. Es ist also bei typischen Altersvorsorgeverträgen

mit monatlicher überschaubarer Sparrate eher nicht relevant, sodass wir hierauf nur kurz eingehen. Das dem Verbraucher in Rechnung gestellte Honorar wird dabei als Prozentsatz p.a. des zum jeweiligen Zeitpunkt insgesamt vorhandenen Vermögens bestimmt.

Das bereits erwähnte Unternehmen maiwerk verwendet hierfür beispielsweise einen gestaffelten Honorarsatz von 1 % p.a. bei einem Anlagevolumen bis zu 500.000 €, 0,75 % p.a. bis zu 2.500.000 € und darüber hinaus 0,5 % p.a.. Schon die Wahl dieser Grenzen zeigt, dass wir hier gerade nicht von Kleinanlegern reden.

Die Quirin-Privatbank sagt auf ihrer Internetseite, die Vergütung sei „abhängig von dem Volumen, der Komplexität und den individuellen Anforderungen Ihrer Vermögensanlage. Weitergehende Informationen erhalten Sie von unseren Beraterinnen und Beratern an allen Standorten.“ Sie nennt in diesem Zusammenhang exemplarisch konkrete Werte von 1,68 % p.a. und von 1,28 % p.a., die somit vermutlich zumindest die Größenordnung der Gebühren beschreiben, die für typische Kunden zur Anwendung kommen.⁵³

Auch für die volumenabhängigen Honorarmodelle ist es schwierig, sich auf Basis öffentlicher Informationen einen auch nur ungefähren Marktüberblick zu verschaffen. Die beiden genannten Beispiele scheinen aber nach Gesprächen mit Marktteilnehmern in einer durchaus üblichen Größenordnung zu liegen.⁵⁴

Insgesamt kann man also davon ausgehen, dass ein typisches volumenabhängiges Honorar p.a. bei sehr großen Anlagebeträgen in der Größenordnung von 0,5 % p.a. liegt. Bei moderateren Volumina dürfte es 1 % p.a. übersteigen. Wie bereits in Abschnitt 4.3.3 erläutert, entspricht dieser Prozentsatz im Wesentlichen der Renditereduktion, die durch das Honorar ausgelöst wird.

⁵³ Vgl. <https://www.quirinprivatbank.de/preismodell-exklusiv>. Abgerufen am 11.4.2023.

⁵⁴ Auch unter <https://de.bergfuerst.com/ratgeber/honorarberatung> heißt es beispielsweise: „Die Kosten können auch von der Größe des Vermögens abhängig gemacht werden. In diesem Fall sind 0,5-2 % gängig.“ Sogar in der Kantar-Studie wird erwähnt, dass in Holland nach der Einführung des Provisionsverbots Banken zwischen 0,6 % p.a. und 1,5 % p.a. des vorhandenen Vermögens in Verbindung mit Mindestgebühren verlangen, vgl. European Commission et al. (2023), S. 294. Die Autoren schienen ähnliche Schwierigkeiten wie wir zu haben, überhaupt Informationen über die Höhe von Gebühren der Honorarberatung zu erhalten. Sie schreiben auf Seite 298, dass es in den Niederlanden für die Studienautoren schwierig war an Informationen zu gelangen, da diese nur bestehenden Kunden zur Verfügung gestellt werden.

Vergleich der Kosten einer provisionsfinanzierten Beratung mit einem volumenabhängigen Honorar p.a.

Abbildung 5 zeigt die Renditereduktion, die durch die Kosten einer provisionsfinanzierten Beratung bei der einmaligen Anlage eines größeren Betrags (Einmalbeitrag) bei den Tarifen der Allianz ausgelöst wird (blaue Linie). Zum weiteren Vergleich geben wir zusätzlich die analoge Renditereduktion an, die ein Verbraucher zu tragen hat, wenn er außerhalb eines Versicherungsvertrags einen größeren einmaligen Betrag in Fonds anlegt und einen typischen Ausgabeaufschlag von 5 % bezahlt, welcher dann die Provision des Beraters finanziert (grüne Linie). Diese Renditereduktion ist dann mit den oben genannten volumenabhängigen Honorarsätzen p.a. zu vergleichen, welche ja eine Renditereduktion in ebendieser Höhe auslösen.

Die Renditereduktionen, die aus den Kosten der Provision resultieren, liegen alle zwischen gut 0,1 % und gut 0,5 %. Bei Laufzeiten ab 20 Jahren, die für die Altersvorsorge typisch sind, liegen sie stets unter 0,3 %.

Insbesondere bei kleineren Volumina (wobei „klein“ wie wir oben gesehen haben, oft Beträge bis 500.000 € bezeichnet) bewirkt ein volumenabhängiges Honorar p.a. mit mehr als 1 % eine deutlich höhere Renditereduktion als die in der Grafik dargestellte Renditereduktion, die aus den Kosten einer provisionsfinanzierten Beratung entsteht (je nach Laufzeit nur gut 0,1 % bis gut 0,5 %). Ein solches Honorarmodell dürfte daher höchstens bei sehr kurzen (in der Grafik nicht dargestellten) Laufzeiten vorteilhaft sein, welche für die Altersvorsorge kaum relevant sind.

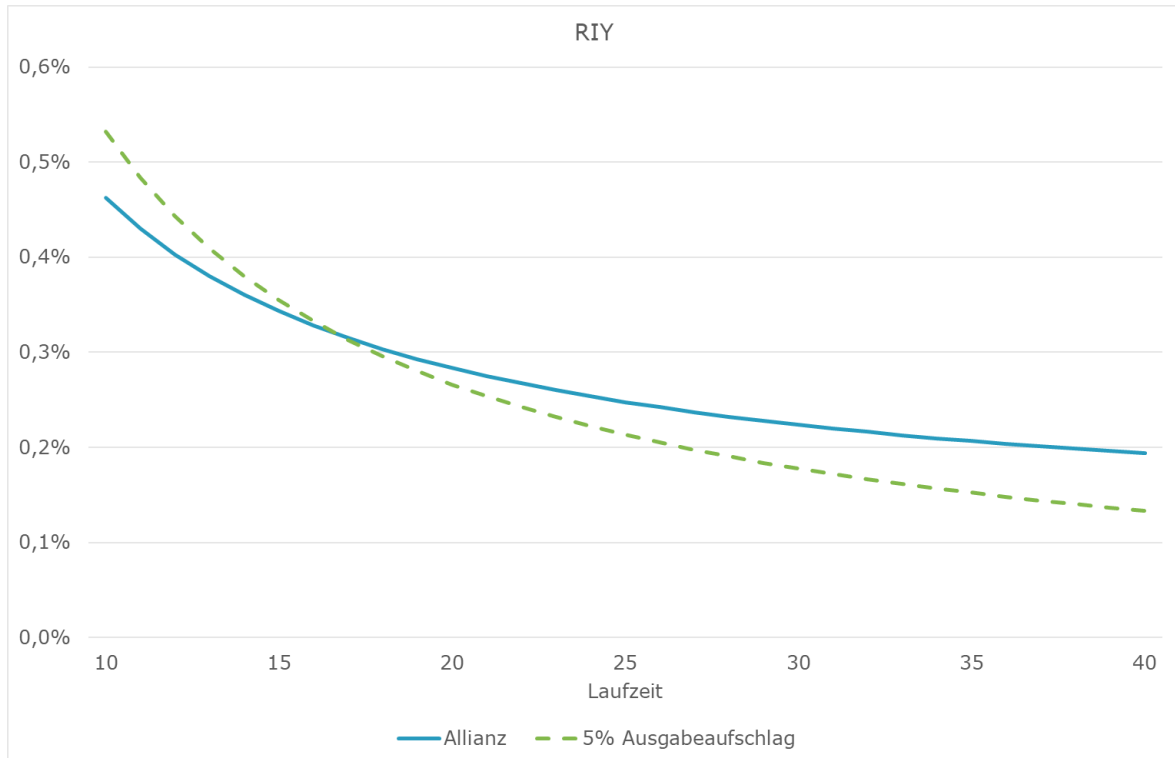


Abbildung 5 Renditereduktion, die durch die Kosten einer provisionsfinanzierten Beratung im Provisionsmodell der Allianz ausgelöst wird (blaue Linie) sowie Renditereduktion, die durch die Kosten eines Ausgabeaufschlags von pauschal 5 % des angelegten Betrags ausgelöst wird (grüne Linie) in Abhängigkeit der Laufzeit des Produkts

In diesem Kontext wird oft angeführt, dass Verbraucher, die sich für ein volumenabhängiges Honorar p.a. entscheiden, in manchen Fällen Teile der Management-Fee (Fondsverwaltungsgebühren) der zugrundeliegenden Investmentfonds zurückbekommen. Allerdings ist hierbei zu beachten, dass auch im Rahmen von fondsgebundenen Versicherungsprodukten diejenigen Teile der Fondsverwaltungsgebühren, welche die Fondsgesellschaft dem Versicherer zurückerstattet, zu mindestens 50 % in die Überschussbeteiligung der Kunden fließen müssen (und bei immer mehr Versicherern inzwischen zu 100 % weitergegeben werden). Rückerstattungen von Fondsverwaltungsgebühren in üblicher Höhe können also den Preisunterschied zwischen den typischen Kosten der Honorarberatung mit volumenabhängiger Vergütung p.a. und den Kosten üblicher Provisionsmodelle nicht ausgleichen, sofern in beiden Modellen dieselben Fonds verwendet werden.

6 Fazit

Die Provision ist hierzulande die etablierte Form der Vergütung in der Versicherungsvermittlung. Dass das Provisionsmodell in der Vergangenheit zu Fehlanreizen und exzessiven Vergütungen geführt hat, ist bekannt. Umgekehrt haben unsere Recherchen im Rahmen dieser Studie gezeigt, dass auch Honorarmodelle nicht immer transparent und nicht immer günstig sein müssen. Fehlsteuerungen zu vermeiden ist und bleibt daher ein überaus wichtiges Ziel der Regulierung. Dies gilt unabhängig davon, in welcher Form Beratung vergütet wird. **Gravierende Marktineffizienzen in der provisionsfinanzierten Vermittlung von Lebensversicherungen und Altersvorsorgeprodukten, welche die drastische Maßnahme eines Provisionsverbotes rechtfertigen könnten, sind in Deutschland jedenfalls nicht zu beobachten.**

In der Debatte um die Regulierung von Provisionen beobachten wir eine Entwicklung, die sowohl aus wissenschaftlicher Sicht kritisch zu beurteilen ist als auch zu massiven negativen Auswirkungen für Verbraucher führen kann: **Studienergebnisse, welche bewusst pauschal und verkürzt formuliert werden, um eine gewünschte politische Agenda zu verfolgen, werden als Grundlage zur Entscheidungsfindung herangezogen.** Die Kantar-Studie ist hierfür ein klassisches Beispiel. Kaum jemand, der in den Entscheidungsprozess involviert ist, wird die Studie wirklich vollständig lesen, sodass nur verkürzte Zitate in Erinnerung bleiben, die man dann irgendwann für wissenschaftlich fundiert hält. Dem ist aber nicht so:

- Die Studie erhebt selbst gar keinen Anspruch der Wissenschaftlichkeit. Die Auswahl der Vergleichsobjekte ist „zweckorientiert“ und nicht repräsentativ.
- Der immer wieder zitierte Kostenvergleich der Studie zum Kostennachteil eines Provisionsmodells basiert nur auf der Kostenstruktur ausgewählter (!) Fonds (!). Die Studie trifft keinerlei Aussage in Bezug auf Provisionen bei Versicherungsprodukten und enthält auch keinerlei Analysen hierzu.
- Argumente jenseits einer reinen Kostenbetrachtung, welche gegen ein Provisionsverbot sprechen, werden komplett ausgeblendet.
- **Die Kantar-Studie liefert vor allem keinen quantitativen Beitrag zu der für die Entscheidung eigentlich relevanten Frage, ob für Verbraucher, die bei finanziellen Entscheidungen Beratung wünschen, eine nicht mit Provisionen finanzierte Form der Beratung besser geeignet wäre.**

In unserer vorliegenden Studie haben wir Provisions- und Honorarmodelle qualitativ und quantitativ miteinander verglichen, und zwar primär am Beispiel von Lebensversicherungsprodukten in Deutschland.

Wenn man rein auf finanzielle Vorteilhaftigkeit schaut, haben beide Modelle ihre Daseinsberechtigung. Es hat sich sehr deutlich gezeigt, dass für Verbraucher, die regelmäßig eher kleine Summen sparen (die also im Rahmen der EU-Kleinanlegerstrategie besondere Beachtung erhalten müssten)

provisionsbasierte Modelle meist kostengünstiger sind als Honorarmodelle. Für die Anlage großer Summen sind dagegen Honorarmodelle meist kostengünstiger. Selbst wenn man also ausschließlich mit Kosten der Beratung argumentiert und alle anderen validen Argumente außer Acht lässt, **muss man bei fachlich korrekter Betrachtung zum Schluss kommen, dass eine Koexistenz von Provision und Honorar wünschenswert ist.** Die Behauptung, dass ein Modell stets dem anderen Modell überlegen ist, ist schlicht unsinnig.

Neben den rein kostenbasierten Argumenten gibt es zahlreiche weitere Gründe, die für eine Koexistenz von Provision und Honorar sprechen. Diese haben wir in einer früheren Studie ausführlich dargelegt.

Unsere quantitativen Ergebnisse zum Umfang der Vorteilhaftigkeit eines der Modelle sind selbstverständlich abhängig von den getroffenen Annahmen (z.B. Provisionsatz und Höhe des Beratungshonorars). Während die konkreten Zahlen, insbesondere der Beitrag, unterhalb dessen das Provisionsmodell für Verbraucher kostengünstiger ist, natürlich von den konkreten Annahmen abhängen, ist die Struktur der Ergebnisse robust: Bis zu einer gewissen Beitragsschwelle hat das Provisionsmodell kostenmäßige Vorteile und oberhalb dieser Schwelle wird das Honorarmodell günstiger. **Damit stellt das Provisionsmodell sicher, dass auch Verbraucher mit kleinen Volumina sinnvoll beraten werden können und wirkt insbesondere dem in der Praxis beobachteten Advice Gap entgegen.** Hierunter versteht man die Tatsache, dass in Ländern mit Provisionsverbot finanziell eher schlechter gestellte Verbraucher, die eher kleinere Summen anlegen möchten, keine Beratung mehr erhalten bzw. nicht bereit sind, die dafür anfallenden Kosten zu bezahlen.

Unbedachte Regulierungen bergen stets Risiken. Im vorliegenden Fall könnten diese dazu führen, dass gerade diejenigen Verbraucher, die Beratung am dringendsten benötigen, diese nicht mehr erhalten oder nicht mehr finanzieren können, dass also gerade denjenigen Verbrauchern Schaden zugefügt wird, die durch die Regulierung eigentlich geschützt werden sollten. Dies würde dem Ziel eines angemessenen Altersvorsorgeniveaus der Bevölkerung und eines angemessenen Kleinanlegerschutzes entgegenwirken.

Literatur

- Beenken, M. und Heuser M (2021): Provisions- oder Honorarberatung - Was erwarten die Kunden? Band 1 der Schriftenreihe des Deutschen Instituts für Vermögensbildung und Alterssicherung (DIVA), Marburg.
- Beenken, M. und Radtke, M. (2013): Betriebswirtschaftliche Konsequenzen eines Systemwechsels in der Vergütung von Versicherungsvermittlern. Studie für den Bundesverband Deutscher Versicherungskaufleute e.V. (BVK) (Stand: 16.10.2013).
- Beenken, M. und Schiller, J. (2015): Die Angemessenheit selbständiger Vergütungsvereinbarungen in der Lebensversicherung. recht und schaden, 42(11), 529-537.
- Beenken, M. und Wende, S. (2016): Nettotarifangebot deutscher Versicherungsunternehmen. Mitteilungen, Universität zu Köln, Institut für Versicherungswissenschaft, 1/2016.
- De Chaisemartin, C. und d'Haultfoeuille, X. (2020). Two-way fixed effects estimators with heterogeneous treatment effects. *American Economic Review*, 110(9), 2964-2996.
- European Commission, Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, Uličná, D., Vincze, M., Mosoreanu, M. (2023). *Disclosure, inducements, and suitability rules for retail investors study: final report*, Publications Office of the European Union.
<https://data.europa.eu/doi/10.2874/459190>
- HM Treasury (2016): FAMR Financial Advice Market Review – Final Report. March 2016.
- Imai, K. und Kim, I. (2021). On the Use of Two-Way Fixed Effects Regression Models for Causal Inference with Panel Data. *Political Analysis*, 29(3), 405-415. doi:10.1017/pan.2020.33
- Puls (2023): Das Beratungs-Bezahl-Paradoxon deutscher Bankkunden. Ergebnisse einer repräsentativen Studie zu den Themen Provisionen, Honorare und Bezahlung von Bankberatung von puls Marktforschung GmbH im Auftrag der Quirin Privatbank.
https://www.quirinprivatbank.de/system/images/6179/original/2023_03_16_Quirin_Privatbank_Studie_Provisionsberatung_2023.pdf. Abgerufen am 30.3.2023.
- Ruß, J., Kling, A., Seyboth, A. (2022): Thesen zur Zukunft der Altersvorsorge in Deutschland. <https://www.ifa-ulm.de/Zukunft-Altersvorsorge.pdf>. Abgerufen am 23.3.2023.

Ruß, J., Schiller, J., Seyboth, A. (2018): Regulierung von Provisionen: Ziele, Risiken und Nebenwirkungen provisionsbegrenzender Regulierung in der Lebensversicherung in Deutschland. <https://www.ifa-ulm.de/Studie-Provisionen.pdf>. Abgerufen am 30.3.2023.

Sebastian, S., Noth, L. und Grafe, A.: The Effect of Commission Bans on Household Wealth: Evidence from OECD Countries. https://epub.uni-regensburg.de/54035/1/Sebastian-Noth-Grafe_Commission-Ban.pdf. Abgerufen am 12.4.2023.

Stoughton, N. M., Wu, Y. und Zechner, J. (2011): Intermediated investment management. *Journal of Finance*, 66(3), 947-980.

Umhau, Gerd: Vergütungssysteme für die Versicherungsvermittlung im Wandel. Karlsruhe 2003. ISBN 3-89952-029-7.