

Die Grenzen der Robo Advisors

Eine rechtliche Einordnung der Geschäftsmodelle in
Deutschland

Inhalt

Einleitung	3
Definition der Anlageberatung und Abgrenzung	4
Rechtliche Analyse der Robo Advisors und Einordnung	8
Modell 1 - Automatisierte Finanzportfolioverwaltung	9
Modell 2 - Automatisierte Anlageberatung	12
Modell 3 - Automatisierte Vermögensverwaltung für Selbstentscheider	14
Modell 4 - Automatisierte Beratung für Selbstentscheider	17
Bewertung der Ergebnisse und Fazit	19

Einleitung

Der Trend, weg von der klassischen Anlageberatung durch einen Berater in der Bankfiliale, hin zu einer toolgestützten Selbstberatung, bei der sich der Kunde selbst über das Internet informiert, ist seit einigen Jahren erkennbar. Die Entwicklung der Selbstberatungstools, sogenannte Robo Advisors, wurde in den Anfängen hauptsächlich von FinTechs getrieben. Mittlerweile sind die meisten Banken mit eigenen Lösungen oder einer Kooperation in das Geschäft eingestiegen. Sie sehen die Anlageberatung als eine ihrer Kernkompetenzen an und damit ein wichtiges Geschäftsmodell als bedroht.

In der folgenden Analyse soll der Fragestellung nachgegangen werden, inwiefern die in Deutschland verfügbaren Robo Advisors tatsächliche Anlageberatung nach der Definition des Gesetzgebers und den Aufsichtsbehörden durchführen oder ob aufgrund der Regulatorik keine „echte“ Anlageberatung mit dem Kunden stattfindet. Im Falle letzteres wird hier die These aufgestellt, dass es aktuell eine „unsichtbare“ regulatorische Grenze gibt, die die Anbieter dazu zwingt, den Bereich Anlageberatung zu umgehen und stattdessen als einfache Produktvermittler mit intelligenten Produktsuchen am Markt zu agieren. Die Untersuchung soll zeigen, wie sich die Anbieter aus regulatorischer Sicht positionieren und welches Geschäftsmodell dabei verfolgt wird. Zusätzlich treten bei dieser Diskussion weitere Fragen auf. Sind die Kosten der Regulatorik für die Anbieter schlicht zu hoch oder ist die aktuelle Gesetzeslage für die automatisierte Beratung über das Internet ungeeignet und gibt es entsprechenden Handlungsbedarf der Aufsicht und des Gesetzgebers? Schließlich ist es aus Sicht des Kunden wünschenswert, dass ihm über die Selbstberatungstools der gleiche oder sogar höhere Leistungsumfang zur Verfügung steht wie über die klassische Anlageberatung in einer Filiale.

Definition der Anlageberatung und Abgrenzung

Eine genaue Definition der Anlageberatung hat der Gesetzgeber im Kreditwesengesetz (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1a KWG) hinterlegt. Diese wurde durch die Aufsichtsbehörden in Form der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Deutschen Bundesbank in einem Merkblatt weiter detailliert. Der folgende Abschnitt und die Abbildung 1 fassen die wesentlichen Aspekte zusammen.

Der Tatbestand der Anlageberatung liegt vor, wenn folgende vier Punkte erfüllt sind:

1. **Persönliche Empfehlung auf Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten:** Die Empfehlung des Anbieters muss sich immer auf ein Geschäft mit einem konkreten Finanzinstrument beziehen. Eine allgemeine Empfehlung von Anlageklassen z.B. Aktien ist hierfür nicht ausreichend.
2. **Empfehlung gegenüber Kunden oder deren Vertretern:** Die Anlageempfehlung des Anbieters muss gegenüber dem Kunden oder einem Vertreter ausgesprochen werden. Dies setzt einen Beratungsvertrag zwischen Anbieter und Kunde voraus.
3. **Empfehlung auf Basis der Prüfung der persönlichen Umstände oder Darstellung der Empfehlung als geeignet:** Die Empfehlung des Anbieters gegenüber dem Kunden muss auf Basis der Prüfung der persönlichen Umstände des Kunden erfolgen. Hierfür ist es bereits ausreichend, wenn der Kunde in allgemeiner Form über seine finanziellen Verhältnisse Auskunft erteilt. Alternativ kann der Anbieter auch nur darstellen, dass die Empfehlung für den Kunden geeignet ist, d.h. die persönlichen Umstände berücksichtigt hat.
4. **Empfehlung erfolgt nicht ausschließlich über Informationsverbreitungskanäle oder ist für die Öffentlichkeit bestimmt:** Die Empfehlung muss gegenüber einem individuellen und bestimmbareren Personenkreis abgegeben werden, um den Tatbestand der Anlageberatung zu erfüllen. Es ist nicht ausreichend, wenn die Empfehlung ausschließlich über z.B. Hörfunk oder Fernsehen bekannt gemacht wird.

Weiterhin muss der Anbieter die Organisations- und Verhaltenspflichten des WpHG erfüllen, um in der Anlageberatung tätig zu werden. Neben der generellen Erlaubnis sind die Verhaltenspflichten Nr. 2 und Nr. 3 für die folgenden Abschnitte relevant.

1. **Erlaubnispflicht:** (§ 32 Abs. 1 Satz 1 KWG) Eine Erlaubnis durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ist erforderlich, wenn der Anbieter gewerbsmäßige Anlageberatung in Deutschland durchführen möchte.
2. **Melderegister:** (§34d WpHG) Die Anbieter müssen ihre Mitarbeiter, die in der Anlageberatung tätig sind, bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht registrieren. Dadurch soll sichergestellt werden, dass die Anbieter nur ausreichend qualifiziertes Personal einsetzen. Weiterhin dient es als zentrales Register für die Erfassung von Verbraucherbeschwerden gegenüber Anlageberatern.
3. **Beratungsprotokoll:** (§34 Abs. 2a WpHG) Die Beratung muss durch den Anlageberater protokolliert und dem Kunden ausgehändigt werden. Das Protokoll erfordert die Unterschrift des Beraters.

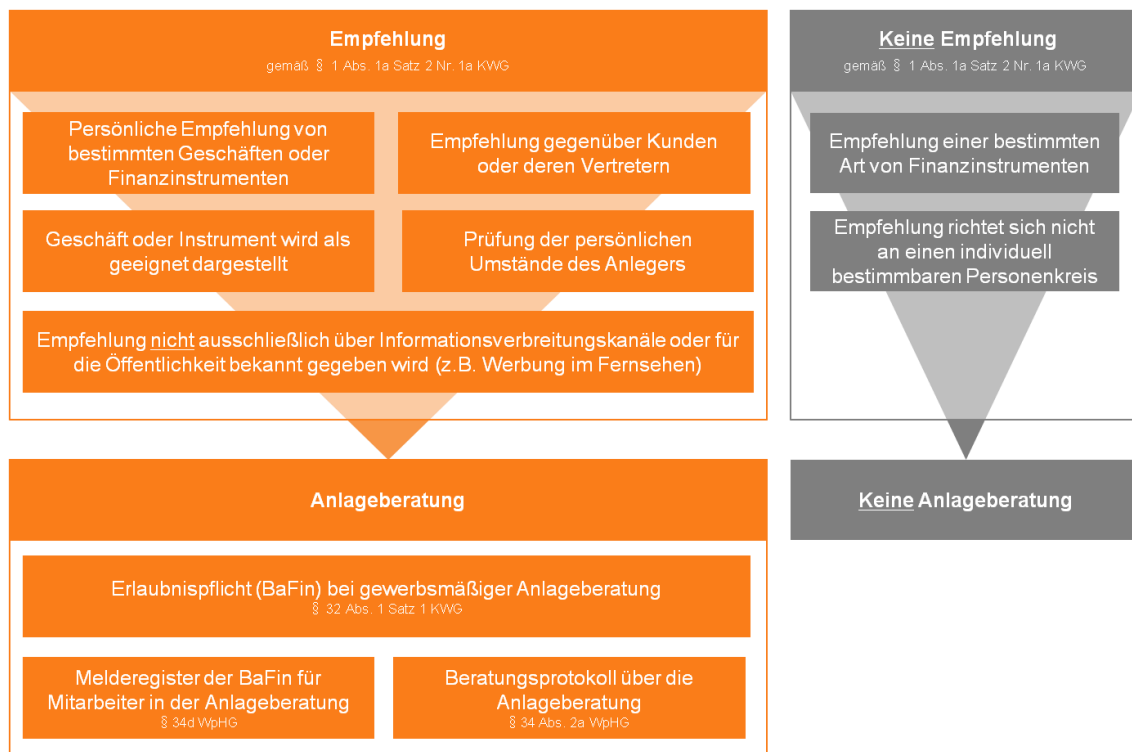


Abbildung 1: Anlageberatung und die Voraussetzungen für die Anlageberatung nach KWG und WpHG

Für die Analyse und Auswertung der durch die Robo Advisors angebotenen Form der Anlageberatung im folgenden Kapitel ist es erforderlich, die Funktionsweise der aktuellen Anlageberatung in der Filiale zu erläutern. Im Wesentlichen besteht sie aus drei Schritten: **Datenerhebung und Analyse, Beratung und Empfehlung und Dokumentation**

1. Datenerhebung und Analyse

Die Datenerhebung umfasst die Themen Anlageziele, finanzielle Verhältnisse und Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden, d.h. die persönlichen Umstände des Kunden. Im Anschluss daran erfolgt die Analyse und Evaluierung der Gesamtsituation des Kunden.

Der Themenkomplex „**Anlageziele**“ (Geeignetheitsprüfung) umfasst die Punkte:

- Ziel der Anlage, d.h. Altersvorsorge, Vermögensaufbau (z.B. Immobilie oder Studium), Liquiditätsaufbau oder Spekulation
- Risikobereitschaft des Anlegers
- Zeithorizont und Höhe der Anlage

Der Punkt „**finanzielle Verhältnisse**“ (Geeignetheitsprüfung) umfasst die Fragestellungen:

- Vorhandenes Vermögen in Wertpapieren, Immobilien oder sonstigen Geldvermögen
- Regelmäßige Einkünfte (z.B. Gehalt oder Miete)
- Regelmäßige Verpflichtungen (z.B. Miete oder Unterhaltszahlungen)

Die Punkte „**Kenntnisse und Erfahrungen**“ (Geeignetheitsprüfung, Angemessenheitsprüfung) des Kunden beinhalten die Fragen:

- Erfahrungen mit Finanzinstrumenten und –dienstleistungen
- Zeitraum der Erfahrung, Anzahl der getätigten Geschäfte und Höhe der eingesetzten Beträge

2. Beratung

Im Anschluss an die Datenerhebung und die Analyse erfolgt das Beratungsgespräch. Hierbei müssen dem Kunden für jedes Finanzinstrument Informationen in Form von Produktinformationsblättern zur Verfügung gestellt werden, die es dem Kunden ermöglichen, sich ein genaues Bild über die besprochenen Finanzinstrumente zu machen. Sie müssen folglich Informationen über die Risiken, die Funktionsweise, die Kostenstruktur sowie mögliche Erträge unter unterschiedlichen Marktbedingungen enthalten.

3. Empfehlung und Dokumentation

Im letzten Schritt erfolgt durch den Anlageberater die konkrete Empfehlung von einem oder mehreren Finanzinstrumenten für den Kunden sowie, sofern gewünscht, der Kauf des jeweiligen Wertpapiers. Zwingend erforderlich ist hierbei die Aushändigung des während der Beratung erstellten Beratungsprotokolls sowie der Produktinformationsblätter der gekauften Anlageprodukte.

Zur besseren Abgrenzung und Einordnung der Anlageberatung zu anderen Finanzdienstleistungen dient die folgende Darstellung (Abbildung 2). Zusätzlich wird zum besseren Verständnis die Angemessenheitsprüfung und Geeignetheitsprüfung gemäß WpHG beschrieben und eine detailliertere Abgrenzung der Anlageberatung zur Finanzportfolioverwaltung vorgenommen.

	Dienstleistung	Abgrenzungsmerkmal	Rechtsrahmen
Steigende Anforderungen an die Verhaltenspflichten von Finanzdienstleistern	Reines Ausführungsgeschäft	Entscheidungsspielraum beim Kunden, keine Angemessenheitsprüfung & keine Geeignetheitsprüfung	§ 31 Abs. 7 WpHG
	Beratungsfreies Geschäft	Entscheidungsspielraum beim Kunden, Angemessenheitsprüfung & keine Geeignetheitsprüfung	§ 31 Abs. 5 WpHG
	Anlagevermittlung	Entscheidungsspielraum beim Kunden, Angemessenheitsprüfung & keine Geeignetheitsprüfung	§ 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 4 WpHG
	Anlageberatung	Entscheidungsspielraum beim Kunden, Angemessenheitsprüfung & Geeignetheitsprüfung	§ 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 9 WpHG
	Finanzportfolioverwaltung	Entscheidungsspielraum beim Vermögensverwalter, Angemessenheitsprüfung & Geeignetheitsprüfung	§ 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 7 WpHG

Abbildung 2: Abgrenzung der Finanzdienstleistungen nach WpHG

Angemessenheitsprüfung: (§ 31 Abs. 5 WpHG) Der Anbieter ist verpflichtet, die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden über Finanzinstrumente einzuholen. Er muss sicherstellen, dass die vorhandenen Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden ausreichen, um die Risiken der jeweiligen Finanzinstrumente beurteilen zu können.

Geeignetheitsprüfung: (§ 31 Abs. 4 WpHG) Der Anbieter muss sicherstellen, dass die gewählten Empfehlungen zu den persönlichen Umständen (Wünsche und Ziele) des Kunden passen, d.h. passt der Anlagevorschlag zu den Anlagezielen, den finanziellen Verhältnissen sowie den Kenntnissen und Erfahrungen des Kunden.

Abgrenzung der Finanzportfolioverwaltung zur Anlageberatung

Für den Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 3 KWG) stellt die BaFin ein entsprechendes Merkblatt zur Verfügung. Der Tatbestand umfasst die 4 Merkmale: Verwaltung von einzelnen Vermögen, für andere und nicht auf eigene Rechnung, angelegt in Finanzinstrumente und mit einem Entscheidungsspielraum beim Vermögensverwalter.

Wie in Abbildung 2 dargestellt besteht der entscheidende Unterschied zwischen der Anlageberatung und der Finanzportfolioverwaltung darin, dass der Entscheidungsspielraum bei der Anlage beim Vermögensverwalter und nicht beim Kunden liegt. Ein weiteres Merkmal ist die Tatsache, dass es sich nicht um eine einmalige Anlageempfehlung gegenüber dem Kunden handelt, sondern dass man von einer gewissen Dauerhaftigkeit der Beratung ausgehen kann.

Rechtliche Analyse der Robo Advisors und Einordnung

Die 13 untersuchten FinTechs aus Deutschland lassen sich in vier Modelle einordnen. Innerhalb dieser Modelle gibt es verschiedene rechtliche Konstrukte bzw. Geschäftsmodelle der Anbieter. Die gewählten rechtlichen Konstrukte sind teilweise sehr ähnlich oder sogar identisch. Abbildung 3 dient der Übersicht der verschiedenen Modelle und der jeweiligen Untervarianten. Die Einordnung der Anbieter erfolgt durch Auswertung und Analyse der verfügbaren Informationen auf den Webseiten der Anbieter, d.h. AGBs, Impressum, FAQ, Produktbeschreibung sowie Eigendarstellung und Abgleich der gewonnenen Erkenntnisse mit den Gesetzestexten sowie weiterer Literatur. Des Weiteren wurden nur Anbieter berücksichtigt, die den Robo Advice Ansatz verfolgen.

- **Automatisierte Finanzportfolioverwaltung (Modell 1):** Die Anbieter erfüllen den Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung gemäß § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 3 KWG.
- **Automatisierte Anlageberatung (Modell 2):** Die Anbieter erfüllen den Tatbestand der Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1a KWG.
- **Automatisierte Vermögensverwaltung für Selbstentscheider (Modell 3):** Die Anbieter stellen Funktionalitäten einer Vermögensverwaltung, die der Kunde selbstständig nutzen kann, zur Verfügung, erfüllen aber nicht den Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung.
- **Automatisierte Beratung für Selbstentscheider (Modell 4):** Die Anbieter stellen dem Kunden eine Anlageberatung zur Verfügung, erfüllen aber nicht den Tatbestand der Anlageberatung.

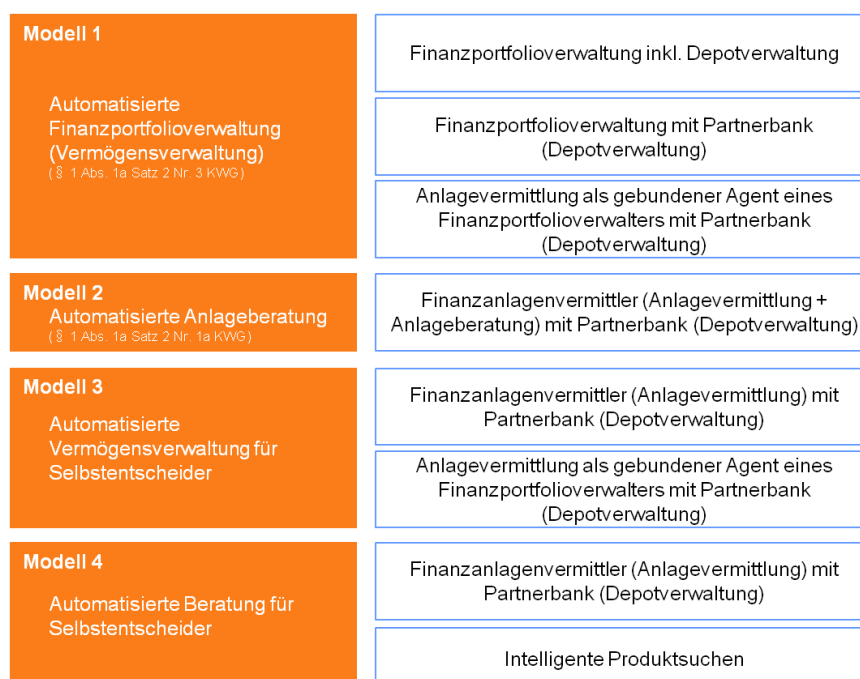


Abbildung 3: Übersicht der Modelle in Deutschland

Im Folgenden werden die einzelnen Modelle detaillierter dargestellt und die rechtliche Einordnung anhand eines Schaubildes veranschaulicht.

Modell 1 - Automatisierte Finanzportfolioverwaltung

Anbieter in diesem Modell lassen sich klar der Finanzportfolioverwaltung gemäß § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 3 KWG zuordnen, d.h. es handelt sich um keine Anlageberatung. Der Kunde schließt bei der Registrierung mit einem der beteiligten Akteure einen Vermögensverwaltungsvertrag ab. Im Rahmen der automatisierten Finanzportfolioverwaltung lassen sich 3 Varianten unterscheiden:

Finanzportfolioverwaltung inkl. Depotverwaltung



Abbildung 4: Finanzportfolioverwaltung inkl. Depotverwaltung

Das FinTech verfügt in dieser Variante (Abbildung 4) über eine Erlaubnis durch die BaFin gemäß § 32 Abs. 1 Satz 1 KWG, die Finanzdienstleistungen Finanzportfolioverwaltung und das Depotgeschäft gewerbsmäßig zu betreiben und bietet dies auch als gemeinsame Leistung gegenüber dem Kunden an. Der Kunde schließt in diesem Falle einen Vermögens- und Depotverwaltungsvertrag mit dem FinTech. Anbieter wie beispielweise Fintego und Quirion betreiben dieses Modell. Sie sind von Banken kreierte Marken. Im Falle von Fintego ist es die European Bank for Financial Services GmbH (ebase®), die wiederum eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der comdirect bank AG ist. Hinter der Marke Quirion steht die quirin bank AG. Die Sutor Bank hingegen bietet das Produkt unter dem eigenen Namen an.

Finanzportfolioverwaltung mit Partnerbank (Depotverwaltung)



Abbildung 5: Finanzportfolioverwaltung mit Partnerbank (Depotverwaltung)

In der zweiten Variante in diesem Modell (Abbildung 5) verfügt das FinTech über eine Erlaubnis, Finanzportfolioverwaltung zu erbringen. Die Verwahrung und Verwaltung des Depots wird über eine Partnerbank erbracht. Der Kunde schließt folglich einen Vermögensverwaltungsvertrag mit dem FinTech und einen Depotverwaltungsvertrag mit einer Partnerbank ab. Die beiden betrachteten Anbieter sind Scalable mit der Partnerbank Baader Bank AG sowie Whitebox, die eine Kooperation mit der Bank für Investments und Wertpapiere AG (biw) abgeschlossen hat.

Anlagevermittlung als gebundener Agent eines Finanzportfolioverwalters mit Partnerbank (Depotverwaltung)



Abbildung 6: Anlagevermittlung als gebundener Agent eines Finanzportfolioverwalters mit Partnerbank (Depotverwaltung)

In der letzten Variante gibt es drei Akteure. Das FinTech agiert hier als vertraglich gebundener Agent eines Kreditinstituts oder eines Wertpapierhandelsunternehmens gemäß § 2 Abs. 10 Satz 1 KWG. Als gebundener Agent darf das FinTech nur die Finanzdienstleistungen Anlagevermittlung, Platzierungsgeschäft oder Anlageberatung ausüben und diese Dienstleistungen dürfen ausschließlich im Auftrag und unter Haftung des haftungsgebenden Unternehmens erbracht werden. Weiterhin müssen die vertraglich gebundenen Agenten in einem Register der BaFin mit den relevanten Eckdaten z.B. das haftende Unternehmen hinterlegt werden. Die untersuchten FinTechs erbringen nur die Dienstleistung Anlagevermittlung. Das haftungsgebende Unternehmen hingegen ist ein Vermögensverwalter, der über eine entsprechende Erlaubnis verfügt. Der dritte Akteur ist die Partnerbank, die sich um das Depotgeschäft kümmert. Im Falle des Anbieters LIQID ist die HQ Trust GmbH der haftungsgebende Vermögensverwalter und die Deutsche Bank AG ist für die Depotverwaltung zuständig.

Modell 2 - Automatisierte Anlageberatung

FinTechs in diesem Modell erfüllen den Tatbestand der Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1a KWG und schließen mit dem Kunden einen Anlageberatungsvertrag ab. Im Rahmen der automatisierten Anlageberatung lässt sich nur eine Variante erkennen:

Finanzanlagenvermittler (Anlagevermittlung + Anlageberatung) mit Partnerbank (Depotverwaltung)

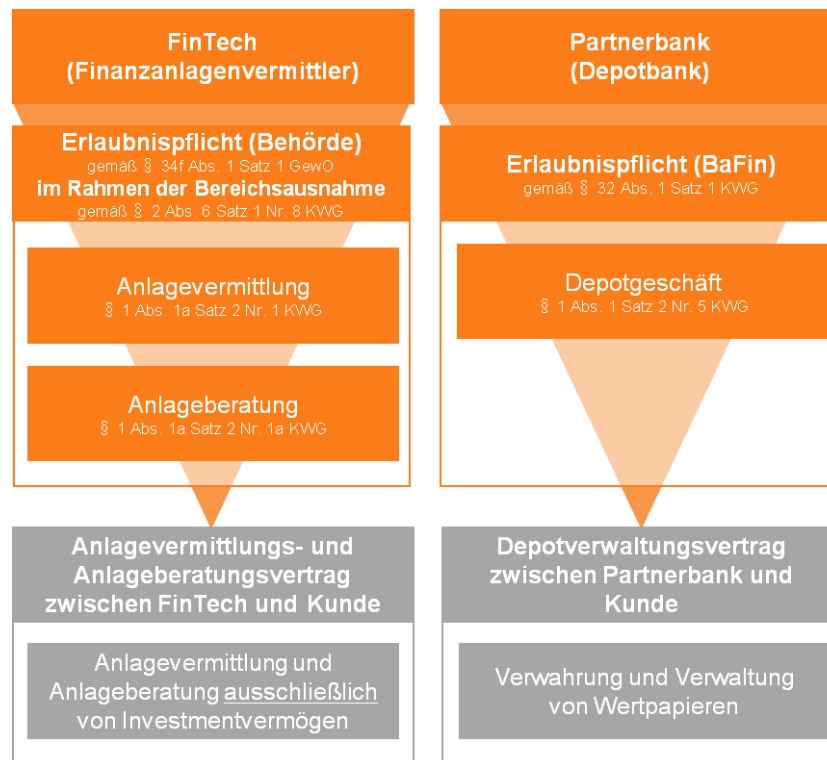


Abbildung 7: Finanzanlagenvermittler (Anlagevermittlung + Anlageberatung) mit Partnerbank (Depotverwaltung)

Die in Abbildung 7 beschriebene Variante beinhaltet wieder nur 2 Akteure. In diesem Falle tritt das FinTech als Finanzanlagenvermittler gemäß § 34f Abs. 1 Satz 1 GewO auf und die Partnerbank übernimmt das Depotverwaltungsgeschäft. Finanzanlagenvermittler können im Rahmen der Bereichsausnahme gemäß § 2 Abs. 6 Satz 1 Nr. 8 KWG die Finanzdienstleistungen Anlagevermittlung und Anlageberatung erbringen. Voraussetzung hierfür ist, dass die zuständige Behörde, meistens die Industrie- und Handelskammer, eine Erlaubnis erteilt hat und ausschließlich Anteile oder Aktien an Investmentvermögen vertrieben werden. Der Gesetzgeber begründet diese Ausnahme damit, dass Investmentvermögen standardisierter als andere Wertpapiere ist und die Unternehmen, für die die Vermittlung erfolgt, bereits der Aufsicht (BaFin) unterliegen. Zusätzlich muss vor Tätigkeitsaufnahme ein Eintrag im Vermittlerregister der zuständigen Behörde gemäß § 11a Abs. 1 GewO hinterlegt werden und es gelten umfangreiche Wohlverhaltens- sowie Informations-, Beratungs- und Dokumentationspflichten angelehnt an das Wertpapierhandelsgesetz (6. Abschnitt WpHG).

Ein Beispiel für dieses Modell ist VisualVest, hinter dem die Union Investment steht. Das Depotgeschäft übernimmt in diesem Falle die Union Investment Service Bank AG. VisualVest schließt mit dem Kunden

einen Anlagevermittlungs- und Anlageberatungsvertrag ab. Das Depot wird in diesem Falle von der Union Investment Service Bank AG verwaltet. Auch wenn das Angebot von VisualVest auf den ersten Blick wie eine Art Vermögensverwaltung aussieht, ist es aus rechtlicher Sicht keine Finanzportfolioverwaltung gemäß § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 3 KWG. Der Anbieter schließt klar jegliche Art von Portfolioüberwachung aus und betont die Eigenverantwortung des Kunden bei der Anpassung des Portfolios und daraus resultierendem anderen Anlage- oder Risikoprofil. Dies gilt auch bei Änderungen der VisualVest Portfolios durch den Anbieter und des Rebalancing Services von VisualVest, die regelmäßige Wiederherstellung der durch den Kunden gewählten Allokation des Portfolios. Im Falle einer Änderung eines VisualVest Portfolios wird der Kunde hierüber in seinem Account informiert und kann die Änderungen durch entsprechende Kauf- und Verkaufsaufträge für sein Portfolio umsetzen. Ähnlich gelagert funktioniert der Rebalancing Service. Der Kunde erhält einmal pro Jahr eine entsprechende Meldung und kann die Gewichtung und Zusammensetzung seines Portfolios durch einen Auftrag über VisualVest wieder in die ursprüngliche gewählte Allokation versetzen, d.h. die Hoheit über das eigene Portfolio liegt immer beim Kunden.

Da für Robo Advisors grundsätzlich die gleichen regulatorischen Anforderungen gelten wie für Berater in den Filialen, trifft VisualVest auch das Thema Beschwerderegister und Beratungsprotokoll. Die BaFin hat sich zu beiden Themen eindeutig geäußert. Das Beratungsprotokoll muss von einem Mitarbeiter unterschrieben werden, dem die automatisierte Beratung zuzurechnen ist. Das gleiche gilt für das Melderegister für Anlageberater. Die Person, der die Anlageberatung zuzurechnen ist, muss der BaFin gemeldet werden. VisualVest verzichtet aktuell auf ein Beratungsprotokoll und begründet dies auf der ehemaligen Projektseite von trnd.com (Plattform für Produkttests). Die dort aufgeführte Argumentation erscheint vor diesem Hintergrund tendenziell fragwürdig zu sein.

Modell 3 - Automatisierte Vermögensverwaltung für Selbstentscheider

Die untersuchten Unternehmen in diesem Modell bieten dem Kunden Funktionalitäten einer Vermögensverwaltung. Die Entscheidung über die Anlage liegt immer beim Kunden selbst und nicht beim Anbieter, d.h. der Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung gemäß § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 3 KWG liegt nicht vor. Im Rahmen der automatisierten Vermögensverwaltung für Selbstentscheider lassen sich zwei Varianten erkennen:

Finanzanlagenvermittler (Anlagevermittlung) mit Partnerbank (Depotverwaltung)

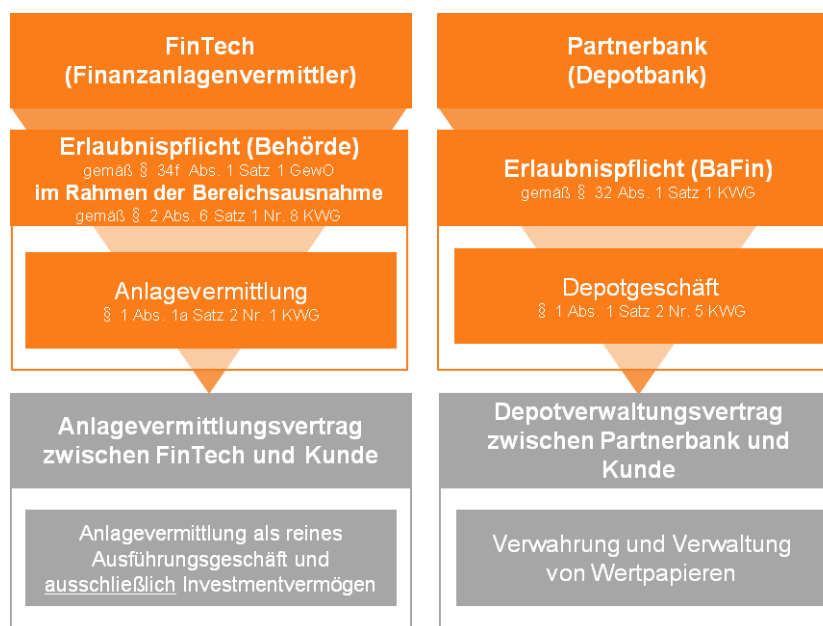


Abbildung 8: Finanzanlagenvermittler (Anlagevermittlung) mit Partnerbank (Depotverwaltung)

Die erste Variante (Abbildung 8) in diesem Modell unterscheidet sich zur Variante in Abbildung 7 nur in einem Punkt. Das FinTech betreibt im Rahmen der Bereichsausnahme nur die Anlagevermittlung und verzichtet auf die Finanzdienstleistung Anlageberatung. Die betrachteten Unternehmen sind Vaamo, mit der Depotbank FIL Fondsbank GmbH, und Ginmon, für die die DAB Bank, eine eingetragene Marke der BNP Paribas S.A. Niederlassung Deutschland, die Depotgeschäfte übernimmt.

Sowohl Vaamo als auch Ginmon sehen sich nur als reine Technologieplattformen, die dem Kunden über die Plattform eine selbstständige Vermögensverwaltung ermöglichen. Als Zielgruppe wird dabei der erfahrene und informierte Anleger ausgemacht, der seine Kauf und Verkaufsentscheidungen eigenständig trifft. Die Plattform soll den Kunden bei seiner Anlageentscheidung nur unterstützen und leitet die Aufträge des Kunden als reines Ausführungsgeschäft (Execution only) im Rahmen der Vermittlung als Bote an die depotführende Bank weiter.

Das angebotene Rebalancing funktioniert bei Ginmon wie bei VisualVest, d.h. einmal pro Jahr hat der Kunde die Möglichkeit, die ursprüngliche Allokation seinen Portfolios durch einen Auftrag wieder

herzustellen. Bei Vaamo erteilt der Kunde bei anfänglicher Vertragsschließung einen Auftrag, damit die depotführende Bank automatisch einmal pro Jahr ein Rebalancing durchführt. Auch hier fehlt, wie bei VisualVest, der Entscheidungsspielraum bei der Umsetzung der Anlageentscheidung beim Anbieter, weshalb der Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung auszuschließen ist.

Interessanter hingegen ist der Punkt, wo sich Ginmon und Vaamo von VisualVest unterscheiden und weshalb die beiden Erstgenannten keine Anlageberatung erbringen, sie aber bei VisualVest ganz klar vorliegt. Zum einen schließen beide Anbieter die Anlageberatung pauschal über ihre AGBs aus und zum anderen begründen sie den Ausschluss auch darin. Vaamo argumentiert, dass hier zwar die Anlageziele des Kunden abfragt werden, aber keine Informationen über deren finanziellen Verhältnisse, Kenntnisse und Erfahrungen eingeholt werden. Somit wird keine Anlageberatung durchführt. Ginmon hingegen schreibt, dass es keine Geeignetheitsprüfung des durch den Kunden gewählten Portfolios durchführt und somit keine Anlageberatung vorliegt. Beide Argumentationsketten sind gewagt. Die BaFin hat sich relativ deutlich dazu geäußert, ab wann der Tatbestand der Anlageberatung vorliegt. Empfiehlt der Anbieter dem Kunden nach Beantwortung von Fragen ein bestimmtes Finanzinstrument, oder ein Portfolio mit konkreter Auflistung und Anzahl der zu kaufenden Finanzinstrumente, dann liegt gemäß BaFin der Tatbestand der Anlageberatung vor. Ob der Tatbestand der Anlageberatung vorliegt, bemisst sich also nicht daran, welche Kundenangaben eingeholt werden, sondern wie konkret der Anlagevorschlag ist. Es ist als unwahrscheinlich anzusehen, dass durch Weglassen bestimmter Fragen, oder ausschließen bestimmter Prüfungen, der Tatbestand der Anlageberatung umgangen werden kann.

Anlagevermittlung als gebundener Agent eines Finanzportfolioverwalters mit Partnerbank (Depotverwaltung)

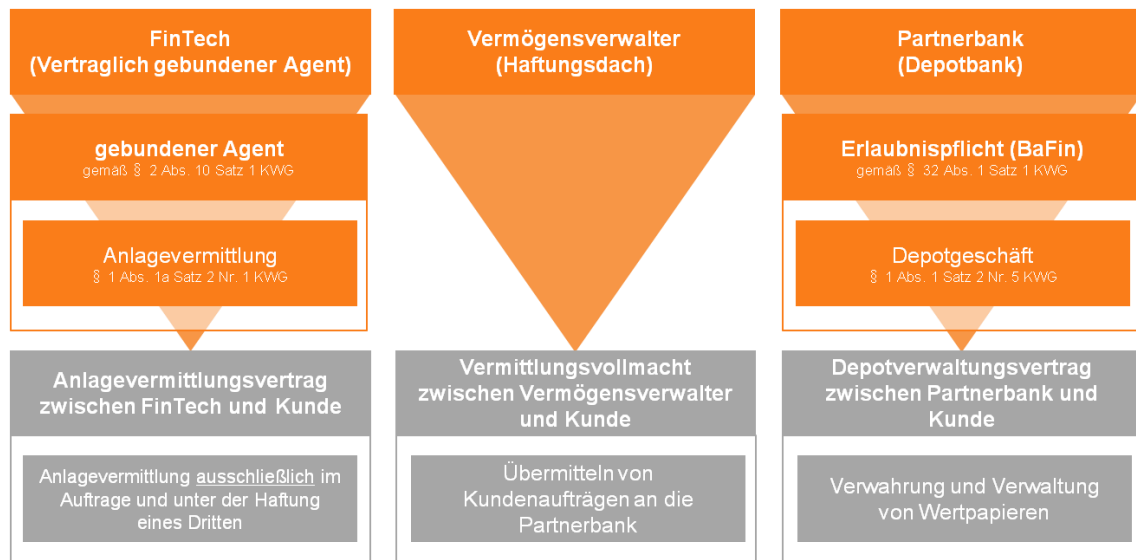


Abbildung 9: Anlagevermittlung als gebundener Agent eines Finanzportfolioverwalters mit Partnerbank (Depotverwaltung)

Die Variante in Abbildung 9 unterscheidet sich von der Variante in Abbildung 6 darin, dass zwischen dem Kunden und dem Vermögensverwalter kein Vermögensverwaltungsvertrag geschlossen wird. Es gibt jedoch genauso wie bei der anderen Variante einen Vermögensverwalter, der das Haftungsdach für das FinTech stellt. Der Kunde erteilt dem Vermögensverwalter eine Vollmacht, damit dieser die Aufträge, welche der Kunde über die Plattform (FinTech) erteilt hat, an die Depotbank im Namen des Kunden zur Ausführung weiterleitet. Ein Anbieter mit diesem Modell ist beispielsweise Cashboard. Das Haftungsdach stellt die HPM Hanseatische Portfoliomanagement GmbH. Die Depotbank ist die European Bank for Financial Services GmbH (ebase®).

Cashboard sieht sich genauso wie Ginmon und Vaamo nur als Technologieplattform, welche die Aufträge des Kunden entgegennimmt und weiterleitet. Über die allgemeinen Geschäftsbedingungen werden Finanzdienstleistungen wie Anlageberatung und Finanzportfolioverwaltung ausgeschlossen. Ähnliche wie bei den zuvor untersuchten FinTechs kann der Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung ausgeschlossen werden, da der Entscheidungsspielraum bei der Anlageumsetzung auf Seiten des Vermögensverwalters bzw. des FinTechs fehlt. Schwieriger wird es bei der Fragestellung, warum Cashboard als gebundener Agent keine Anlageberatung erbringt. Cashboard schließt das zwar genauso wie Vaamo und Ginmon über die AGBs aus, das ändert aber nichts daran, dass ein konkreter Anlagevorschlag dem Kunden unterbreitet wird und somit angenommen werden muss, dass der Tatbestand der Anlageberatung vorliegt.

Modell 4 - Automatisierte Beratung für Selbstentscheider

Das Modell enthält Anbieter, die ihren Kunden eine automatisierte Beratung anbieten und auch gegenüber dem Kunden Anlageempfehlungen aussprechen, den Tatbestand der Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1a KWG aber ausschließen oder nicht erfüllen. Im Rahmen der Beratung für Selbstentscheider lassen sich 2 Varianten unterscheiden:

Finanzanlagenvermittler (Anlagevermittlung) mit Partnerbank (Depotverwaltung)

Die erste Variante in diesem Modell entspricht aus rechtlicher Sicht Abbildung 8. Das FinTech ist als Finanzanlagenvermittler tätig und betreibt im Rahmen der Bereichsausnahme § 2 Abs. 6 Satz 1 Nr. 8 KWG und in Verbindung mit der Erlaubnis gemäß § 34f Abs. 1 Satz 1 GewO die Finanzdienstleistung Anlagevermittlung. Ein beispielhaftes FinTech in diesem Modell ist Easyfolio. Die Depotbank mit der Easyfolio zusammenarbeitet ist in diesem Falle auch die European Bank for Financial Services GmbH (ebase®). Easyfolio bietet dem Kunden aber auch die Möglichkeit, die angebotenen Portfolios in Form von Fonds über andere Banken zu erwerben. Es besteht somit keine Notwendigkeit, mit der Depotbank eine Vertragsbeziehung einzugehen.

Easyfolio schließt über seine AGBs nicht nur die Anlageberatung sondern auch die Anlagevermittlung aus und bezeichnet das eigene Portal als reine Informationsquelle für den Anleger. Dies widerspricht den Informationen, die sich im Impressum wiederfinden und Easyfolio als Finanzanlagenvermittler definiert. Beim Thema Anlageberatung ist es ähnlich wie bei den zuvor analysierten FinTechs. Der Kunde erhält nach Beantwortung verschiedener Fragen einen konkreten Anlagevorschlag. Es erscheint deshalb auch hier als fragwürdig, ob das Ausschließen der Anlageberatung bei einer rechtlichen Prüfung standhalten würde.

Intelligente Produktsuchen

Beim AnlageAssistent der comdirect bank AG und beim AnlageFinder von maxblue, ein Angebot der Deutsche Bank Privat- und Geschäftskunden AG, gibt es kein besonderes rechtliches Konstrukt. Hinter beiden Angeboten steht ein Kreditinstitut mit den entsprechenden Genehmigungen. Nach der Beantwortung verschiedener Fragen hat der Kunde die Möglichkeit, ein Depot mit den gewählten Produkten bei den Instituten zu eröffnen. Beide definieren ihre Angebote als intelligente Produktsuchen. Anstatt über die AGBs, wird über ein Hinweis auf der Webseite die Anlageberatung ausgeschlossen. Ähnlich wie bei den FinTechs wird argumentiert, dass nur wenige oder keine Fragen zu den persönlichen Umständen des Kunden gestellt werden und somit keine Anlageberatung vorliegen kann. Auch hier ist fraglich, ob diese Argumentationskette rechtlichen Bestand hätte. Zumindest das Tool der comdirect bietet am Ende konkrete Anlagevorschläge an. Anders hingegen verfährt maxblue. Das Tool schlägt dem Kunden ein Portfolio mit einer Gewichtung verschiedener Assetklassen vor und der Kunde bekommt pro Assetklasse eine Menge von Produkten, größer als eins, angeboten. Der Kunde muss dann pro Assetklasse Produkte aus der vorgeschlagenen Menge auswählen. Da es sich hierbei nicht um einen konkreten Anlagevorschlag handelt, sondern der Kunde aus einer vorgeschlagenen Menge bestimmte

Produkte auswählt, ist das Angebot der Deutschen Bank eher als intelligente Produktsuche einzustufen. Das Angebot der comdirect hingegen erfüllt wahrscheinlich den Tatbestand der Anlageberatung.

Bewertung der Ergebnisse und Fazit

Ausgehend von der Fragestellung, inwiefern die in Deutschland verfügbaren Robo Advisors überhaupt Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1a KWG erbringen, kann nach Analyse und Auswertung der Anbieter festgestellt werden, dass nur einer von 13 Anbietern Anlageberatung im Sinne des Gesetzes anbietet (Abbildung 10). Sechs der untersuchten FinTechs offerieren dem Kunden eine Vermögensverwaltung und erbringen Finanzportfolioverwaltung gemäß § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 3 KWG. Im Modell automatisierte Vermögensverwaltung für Selbstentscheider befinden sich 3 Anbieter. Diese bewerben ihre Angebote als Vermögensverwaltung und bieten dem Kunden Funktionalitäten einer Vermögensverwaltung an, erfüllen aber nicht den Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung. Im Grunde übernimmt der Kunde als Selbstentscheider, unterstützt durch die Plattform, seine Vermögensverwaltung selbst. Die Anbieter erbringen stattdessen die Finanzdienstleistung Anlagevermittlung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 KWG) entweder als Finanzanlagenvermittler oder als vertraglich gebundener Agent. Im letzten Modell, der automatisierten Beratung für Selbstentscheider, wird zwar eine Art Beratung durchgeführt, aber letztendlich aus rechtlicher Sicht keine Anlageberatung erbracht. Hier agieren die Anbieter entweder als Finanzanlagenvermittler und bieten Anlagevermittlung an oder sehen ihre Angebote als intelligente Produktsuche und bieten überhaupt keine Finanzdienstleistung gemäß KWG an.

Modell 1 Automatisierte Finanzportfolioverwaltung (Vermögensverwaltung) (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 3 KWG)	Finanzportfolioverwaltung inkl. Depotverwaltung	
	Finanzportfolioverwaltung mit Partnerbank (Depotverwaltung)	
	Anlagevermittlung als gebundener Agent eines Finanzportfolioverwalters mit Partnerbank (Depotverwaltung)	
Modell 2 Automatisierte Anlageberatung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1a KWG)	Finanzanlagenvermittler (Anlagevermittlung + Anlageberatung) mit Partnerbank (Depotverwaltung)	
Modell 3 Automatisierte Vermögensverwaltung für Selbstentscheider	Finanzanlagenvermittler (Anlagevermittlung) mit Partnerbank (Depotverwaltung)	
	Anlagevermittlung als gebundener Agent eines Finanzportfolioverwalters mit Partnerbank (Depotverwaltung)	
Modell 4 Automatisierte Beratung für Selbstentscheider	Finanzanlagenvermittler (Anlagevermittlung) mit Partnerbank (Depotverwaltung)	
	Intelligente Produktsuchen	

Abbildung 10: Rechtliche Einordnung der Robo Advisors
(Stand Juni 2016)

Die Anbieter im Modell automatisierte Vermögensverwaltung gehen teilweise sehr offen damit um, warum sie die Finanzdienstleistung Finanzportfolioverwaltung anstatt die Dienstleistung Anlageberatung anbieten. Zum einen werden die Vorteile des Geschäftsmodells betont und zum anderen werden die erhöhten regulatorischen Anforderungen in der Anlageberatung (z.B. Beratungsprotokoll und Produktinformationsblatt) als Grund genannt. Außerdem wird die Anlageberatung als konfliktträchtig (z.B.

Haftung) angesehenen. Die damit häufig verbundene Unzufriedenheit auf Kundenseite aufgrund von enttäuschten Erwartungen soll vermieden werden. Die Vermögensverwaltung mit ihrem vollumfänglichen Betreuungsansatz (Portfolioüberwachung und -verwaltung) hingegen ist aus Sicht der Anbieter besser geeignet, die Bedürfnisse und Erwartungen der Kunden zu erfüllen.

Interessant sind die Anbieter der letzten beiden Modelle. Die Anbieter sehen sich selbst als neutrale Technologieplattformen, die den Kunden bei seinen Entscheidungen mit einem passenden Werkzeug unterstützen und Vermittlungsleistung anbieten. Die Geschäftsmodelle sind so aufgesetzt, dass sie ausschließlich die Finanzdienstleistung Anlagevermittlung erbringen und keine weiteren erlaubnispflichtigen Dienstleistungen wie z.B. die Anlageberatung oder die Finanzportfolioverwaltung. Diese werden anhand von Hinweisen auf den Webseiten und der Allgemeinen Geschäftsbedingungen ausgeschlossen und teilweise darin sogar begründet. Die Argumentationskette ist meist sehr ähnlich. Die drei Themenblöcke Anlageziele, finanzielle Verhältnisse, Kenntnisse und Erfahrung werden in den Fragenkatalogen der Robo Advisors nicht vollumfänglich abgefragt oder es werden gezielt einzelne Bereiche wie z.B. die finanziellen Verhältnisse des Kunden ausgelassen. Auf dieser Grundlage argumentiert das Unternehmen, dass keine Anlageberatung vorliegen könne. Schließlich werden die für eine rechtlich konforme Anlageberatung erforderlichen Fragen nicht gestellt und sofern diese Fragen nicht gestellt werden, liegen die erforderlichen Informationen nicht vor, um eine Geeignetheits- oder Angemessenheitsprüfung bei der Anlageberatung durchführen zu können.

Die BaFin hat sich hierzu bereits sehr deutlich geäußert. Für die Aufsicht ist nicht die Anzahl der gestellten Fragen relevant, sondern wie konkret die Anlageempfehlung ist, d.h. ob dem Kunden ein Wertpapier oder ein Portfolio mit konkreten Wertpapieren empfohlen wird und ob der Kunde den Eindruck hat, dass seine persönlichen Umstände durch den Anbieter berücksichtigt wurden. Vor diesem Hintergrund erscheint es tendenziell zweifelhaft, dass die Anbieter Vaamo, Ginmon, Cashboard und Easyfolio nicht den Tatbestand der Anlageberatung erfüllen. Ähnlich verhält es sich beim AnlageFinder der comdirect in der Gruppe der intelligenten Produktsuchmaschinen. Zu einem sehr ähnlichen Ergebnis kommt der Produkttest der Zeitschrift ÖKO-Test „Computergestützte Geldanlage – Viel heiße Luft“ (06/2016). Die BaFin hat auf diese Problematik mittlerweile reagiert. Sie erweitert ihre Informationen für Unternehmensgründer und FinTechs auf ihrer Webseite kontinuierlich und veranstaltete am 28. Juni 2016 eine Konferenz zum Thema. Neben dem Austausch über die aktuelle Regulierung wurde evaluiert, ob die aktuelle Rechtslage für die automatisierte Beratung über das Internet noch zeitgemäß ist und welche Anpassungen vorgenommen werden sollten. Die durchgeführte Analyse zeigt auf jeden Fall deutlich, dass es zwischen den Anbietern und der Aufsicht noch Klärungsbedarf gibt.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die These von einer unsichtbaren regulatorischen Grenze zutreffend ist. Die untersuchten Anbieter geben sich große Mühe, ihr Geschäftsmodell bzw. das rechtliche Konstrukt so zu wählen, dass der Tatbestand der Anlageberatung und die damit verbundene Haftung umgangen werden. Zusätzlich ist das einzige verbliebene FinTech (VisualVest), das die Anlageberatung anbietet, kein wirkliches Start-up sondern ein Angebot der Union Investment.

Eine weitere Erkenntnis ist, dass keines der untersuchten FinTechs ohne eine klassische Bank als Partner in ihrem Geschäftsmodell auskommt. Ausnahmen bilden nur Angebote hinter denen bereits ein Kreditinstitut steht. Bei der Hälfte der untersuchten FinTechs kann sowieso nicht vom klassischen FinTech Start-up gesprochen werden, da es sich schlicht um Angebote oder Marken der großen Geldhäuser handelt. Die verbliebenen Anbieter wählen meist ein Geschäftsmodell mit dem geringstmöglichen regulatorischen Aufwand und einer möglichst geringen Haftung gegenüber dem Kunden. Es erscheint fraglich, ob FinTechs überhaupt in der Lage sind - ohne eine klassische Bank als Partner - die hohen regulatorischen Hürden zu überwinden und die damit verbundenen Aufwände zu tragen. Es sieht eher danach aus, dass die FinTechs die Technologie und die Banken den nötigen regulatorischen Rechtsrahmen zur Verfügung stellen.

Quellen

Masterarbeit: „Selbstberatungstools bei Banken – Entwicklung eines Anforderungsmodells für die automatisierte Online-Selbstberatung der B2C-Anlageberatung“ (August 2015)

Whitepaper syracom AG: „Robo Advisors - Revolution oder Evolution – FinTechs in Deutschland – Innovative Geschäftsmodelle für Banken und Finanzdienstleistungen“ (April 2016)

Unternehmensgründer und FinTechs: https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/fintech_node.html

Workshop 3: Robo-Advice - Anforderungen der Aufsicht an die automatisierte Wertpapierberatung (28.06.2016): https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Rede_Vortrag/dl_160628_BaFin-Tech2016_Workshop_3.html?nn=7846960

Merkblatt - Hinweise zum Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung (Stand: Juni 2014):
https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091208_tatbestand_finanzportfolioverwaltung.html

Gemeinsames Informationsblatt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der Deutschen Bundesbank zum Tatbestand der Anlageberatung (Stand: Juli 2013):
https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/dl_mb_110513_anlageberatung_neu.html

Merkblatt - Hinweise zum Tatbestand der Anlagevermittlung (Stand: Juli 2013):
https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html

Grundlagen zum Berufszugang und zur Berufsausübung: <http://www.frankfurt-main.ihk.de/finanzplatz/finanzdienstleister/brancheninformationen/neuregelungen/finanzanlagenvermittler/#10>

Projektseite Visualvest: <http://www.trnd.com/de/projekte/visualvest/info>

Computergestützte Geldanlage (ÖKO-Test Juni 2016):
<http://www.oekotest.de/cgi/index.cgi?artnr=107907&bernr=21&seite=00>

Ersteller



Frieder Kneer
Consultant



Hendrik Kurz
Managing Director

Frieder Kneer

Otto-von-Guericke-Ring 15

65205 Wiesbaden (Germany)

Tel: +49 6122 9176-0

frieder.kneer@syracom.de

www.syracom.de