

Rechtshandbuch Robo Advice

Linardatos

2020

ISBN 978-3-406-72943-0

C.H.BECK

schnell und portofrei erhältlich bei
[beck-shop.de](https://www.beck-shop.de)

Die Online-Fachbuchhandlung [beck-shop.de](https://www.beck-shop.de) steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen.

[beck-shop.de](https://www.beck-shop.de) hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird [beck-shop.de](https://www.beck-shop.de) für sein umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

entwicklungen oder Prognosen ist weder aus dem Gesetz noch aus einer Chancen/Risiko Betrachtung zu erblicken.⁹⁶

Da nach Art. 44 Abs. 6 lit. b DelVO 2017/565 die Informationen für eine künftige Wertentwicklung auf angemessenen, durch objektive Daten gestützten Annahmen beruhen müssen, sind der Grundlage für eine Prognose enge Grenzen gesetzt. Art. 44 DelVO (EU) 2017/565 definiert indes nicht, was unter „objektive“ Daten zu verstehen ist. Allgemein wird angenommen, dass der Begriff weit zu fassen ist und mikro- als auch makroökonomische Daten bedeutsam sein können.⁹⁷ Was hierunter im Einzelnen zu verstehen ist, wird indes nicht weiter ausgeführt und bedarf der Auslegung. Die verwendeten Daten müssen zudem realistisch und überprüfbar sein.⁹⁸

b) Angemessene und von objektiven Daten gestützte Annahmen für Informationen über eine künftige Wertentwicklung

Für die Darstellung der Wertentwicklung dürfen nicht rein spekulative und willkürlich erhobene Daten verwendet werden, sondern sie müssen realistisch und überprüfbar sein. Nach welchem Maßstab genau diese Überprüfbarkeit erfolgen muss und wie diese Annahmen zu treffen sind, regelt Art. 44 Abs. 6 lit. b DelVO 2017/565 nicht. Zunächst ist an einer Anwendung des Art. 4 Abs. 1 lit. b DelVO 2016/958 der MAR zu denken. Danach ist unter einer Offenlegung einer Anlageempfehlung nach Art. 3 Abs. 1 UAbs. 34 Ziffer i MAR eine Zusammenfassung aller Bewertungsgrundlagen oder Methoden zur Bewertung eines Finanzinstruments oder des Emittenten eines Finanzinstruments oder zur Festsetzung eines angestrebten Kursziels für ein Finanzinstrument und der ihnen zugrunde gelegten Annahmen sowie eine Angabe und Zusammenfassung aller Änderungen in der Bewertung, den Bewertungsmethoden oder den zugrunde gelegten Annahmen zu verstehen. Der Umfang der Offenlegung richtet sich hiernach an einen verständigen Anleger als Adressaten, was dazu führt, dass die Bewertungsgrundlagen für die Empfehlung im Grundsatz darzulegen, jedoch nicht im Detail zu vermitteln sind.⁹⁹ Ähnliche wie für eine Anlageempfehlung aufgestellte Regelungen sind in Art. 44 DelVO 2017/565 nicht zu entnehmen. Auch der allgemeine Grundsatz der Redlichkeit und Eindeutigkeit sowie Verbot der Irreführung hilft indes nicht weiter. Für eine sinngemäße Anwendung der Vorschrift sprechen der vermeintlich gleiche Zweck von Anlageempfehlung und Prognose, weil sie beide auf ein in der Zukunft gerichtetes Ereignis abzielen. Die Anlageempfehlung nach Art. 3 MAR soll für ein bestimmtes Finanzinstrument unter Berücksichtigung insbesondere von Marktdaten zu einer Einschätzung des Kaufens, Verkaufens oder Haltens des Instruments gelangen. Das gleiche Interesse könnte auch einer Prognose eines einzelnen Finanzinstruments nach Art. 44 Abs. 6 DelVO 2017/565 zugeschrieben werden, weil diese mittelbar eine Information über eine Handlungsempfehlung durch Beschreibung des zukünftigen Kurses abgibt. Anlageempfehlungen im Sinne der MAR unterliegen jedoch aufgrund Ihres Umfangs einem komplexeren Regelungsregime, während Art. 44 Abs. 4 ff. DelVO 2017/565 lediglich die textliche oder graphische

haben. Es ist nicht zulässig, eine Wertentwicklung von Instrumenten etc in Kundeninformationen zu simulieren, deren Zusammensetzung von Ermessensentscheidungen abhängen.

⁹⁶ Anders wohl *Linardatos* → § 4 Rn. 82.

⁹⁷ *Zeidler WM* 2008, 238 (243); *Ellenberger/Clouth/Beule/Rothenhöfer Rn.* 1754.

⁹⁸ *Preuße/Zingel/Altmann § 4 WpDVerO Rn.* 38; *Krimphove/Kruse/Rybarczyk MaComp BT* 3 Rn. 109.

⁹⁹ *MVR MarktmissbrauchsR-HdB/Rothenhöfer § 23 Rn.* 14 ff.

Entwicklung eines Finanzinstrumentes, Finanzindex beschreibt und regelt. Zudem hatte bereits § 4 FinAnV aF ein ähnliches Veröffentlichungsregime vorgesehen, ohne dass dies bei der Überarbeitung der MiFID I und deren Neufassung bei Prognosedarstellungen im Sinne des Art. 44 Abs. 6 DelVO 2017/565 Berücksichtigung gefunden hätte. Eine entsprechende Anwendung würde auch die Pflichten der Unternehmen bei der Verbreitung von Marketinginformation überspannen.

- 81** Daneben ist an eine zumindest sinngemäße Anwendung der Vorschriften aus der PRIIPs-VO und insbesondere an der Darstellung der in Art. 8 Abs. 3 lit. d Ziffer iii PRIIPs-VO, Art. 3 Abs. 1 DelVO 2017/653 und den in Anhang IV aufgeführten mathematischen Grundlagen zur Berechnung von Performance Szenarien zu denken, die nach den vorgenannten Vorgaben im Basisinformationsblatt angegeben werden müssen. Nach Anhang IV der DelVO 2017/653 muss der PRIIPs Hersteller vier verschiedene Performance-Szenarien (optimistisches, mittleres, oder pessimistisches Szenario, Stressszenario) mit einer Spanne möglicher Rendite anzeigen. Dabei legt Anhang IV die Methodik zur Berechnung der einzelnen Szenarien fest. Adressat des Basisinformationsblattes sind Kleinanleger. Mit der Einführung des Basisinformationsblattes soll die Verständlichkeit von verpackten Anlageprodukten und Versicherungsanlageprodukten für Kleinanleger sowie die Vergleichbarkeit solcher Produkte untereinander verbessert werden (ErwG 1 DelVO 2017/653). Da Renditeeinschätzung für Kleinanleger vom besonderen Interesse sind, sollen diese laut ErwG 9 DelVO 2017/653, trotz der Schwierigkeit Renditeschätzungen zu ermitteln und der Schwierigkeit diese zu verstehen, nicht fehlen. Dabei sollen nach ErwG 9 DelVO 2017/653 diese Einschätzungen „auf realistischen Annahmen hinsichtlich möglicher Ergebnisse und der geschätzten Höhe des Marktrisikos der PRIIP beruhen“. Für den Empfänger des Basisinformationsblattes besteht demnach die Möglichkeit zu überprüfen, wie die Performanceszenarien aufgrund der Beschreibung der Methodik in der PRIIPs-VO zu berechnen sind.
- 82** Bei der Darstellung von künftigen Wertentwicklungen einzelner Finanzinstrumente oder wie vorliegend einer Wertpapierdienstleistung (Finanzportfolioverwaltung) im Sinne des Art. 44 Abs. 6 DelVO 2017/565 stimmen die Interessen, die in den Erwägungsgründen der PRIIPs-VO erwähnt werden, nämlich das Interesse von Schätzungen zur Rendite des betreffenden Instruments oder der Dienstleistung, überein. Dabei geben sowohl die DelVO 2017/565 als auch die PRIIPs-VO vor, dass verschiedene Entwicklungsszenarien anzugeben sind, die Darstellung auf objektive Daten bzw. die Renditeeinschätzung auf realistischen Annahmen beruhen soll und deutliche Warnhinweise zum Verlust des Kapitals zu beschreiben sind (Art. 44 Abs. 6 DelVO 2017/565, Art. 8 Abs. 3 d) PRIIPs-VO, ErwG 9 DelVO 2017/653). Ferner deckt sich auch ein weiterer Zweck der PRIIPs-VO mit der DelVO 2017/565 bei der Darstellung künftiger Wertentwicklungen. Ebenso wie bei der PRIIPs-VO steht auch im Rahmen der DelVO 2017/565 bei der Abbildung von Wertentwicklungen die Vergleichbarkeit der Instrumente im Vordergrund, die letztlich der Verbesserung des Anlegerschutzes dienen soll (ErwG 2, 65 f. PRIIPs-VO, ErwG 9 DelVO 2017/653). Während jedoch Art. 8 Abs. 3 lit. d Ziffer iii PRIIPs-VO konkret die Darlegung der zugrunde liegenden Annahmen der Performanceszenarien gebietet und diese nach Art. 3 Abs. 1 DelVO 2017/653 iVm Anhang IV konkret beschreibt, fehlt es einer solchen Regelung in Art. 44 DelVO 2017/565.
- 83** Eine entsprechende Anwendung scheitert indes an einer analogiefähigen Regelungslücke. Die europäische Richtlinien- und Ordnungsgeber haben bei der Neugestaltung der Regeln für den Finanzmarkt bewusst keine Angleichung vorgenommen,

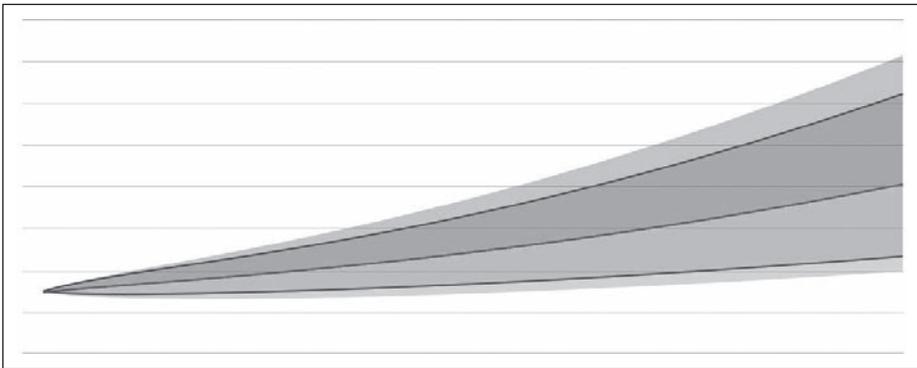
obwohl die PRIIPs-VO die zuvor verabschiedete MiFID II teilweise berücksichtigt. Diese Lücke hätte im Zuge der Finanzmarktreflexen geschlossen werden können, was jedoch offensichtlich nicht gewollt war. Eine analoge Anwendung der PRIIPs-VO auf Prognosedarstellungen nach Art. 44 Abs. 6 DelVO 2017/565 ist folglich abzulehnen.

Es besteht demnach keine aufsichtsrechtliche Pflicht, im Detail die einzelnen Berechnungsmethoden für eine Prognose in der Information offenzulegen. Gleichwohl gebietet es der allgemeine Grundsatz in § 63 Abs. 6 WpHG, dass für den jeweiligen Adressaten die der Prognose unterliegenden Berechnungsmethoden zumindest nachvollziehbar sowie überblicksartig offengelegt werden. Die Nachvollziehbarkeit und ggf. Offenlegung der Bewertungsgrundlagen in einer auf Algorithmen basierenden Prognose entsprechen mittlerweile auch dem Verständnis der BaFin.¹⁰⁰ Vor dem Hintergrund der großen Komplexität der Algorithmen sind überzogene Anforderungen an die Darstellung und Erläuterung zu vermeiden. Vielmehr ist es ausreichend, dass die Funktionsweise und ihre zentralen Parameter dargelegt werden. 84

Die Informationen müssen daher ausreichend und in einer Art und Weise dargestellt sein, dass sie für den Kundenkreis, dem die Informationen zugänglich gemacht werden, verständlich sind.¹⁰¹ Adressat der Offenlegung der Methodik der Prognoseberechnung ist ein verständiger Anleger, sodass tiefgreifende mathematische Vorkenntnisse zum Verständnis und der Nachvollziehbarkeit der Methodik nicht zu verlangen sein dürften. 85

c) Konkrete Darstellung von Wertentwicklungen

Die Darstellung der eigentlichen Wertentwicklung sollte für den Kunden deutlich und nachvollziehbar die Ungewissheit des Eintritts der künftigen Wertentwicklung möglichst konkret abbilden, die ferner durch eine Berechnungsgrundlage nachvollziehbar veranschaulicht werden sollte. Hierfür ist eine graphische Darstellung geeignet, die mit der Anlagedauer in der Regel trichterförmig auseinandergeht und damit zugleich die finanzmathematischen Unsicherheiten in der Zukunft deutlich aufzeigt. 86



¹⁰⁰ BaFin Perspektiven, 1/2018, S. 12: „Jeder einzelne Algorithmus muss aber, genau wie jeder einzelne Mitarbeiter eines Unternehmens, Teil der ordnungsgemäßen Geschäftsorganisation sein. Seine Entscheidungen müssen also innerhalb des Unternehmens und für Dritte nachvollziehbar und damit überprüfbar sein – vor allem dann, wenn sie zentrale und damit risikobehaftete Entscheidungen treffen beziehungsweise diese zumindest vorbereiten. Weder Menschen noch Algorithmen sollten in einem Unternehmen unkontrolliert machen können, was sie wollen.“

¹⁰¹ MaComp BT 3.3.1 Ziffer 2.

- 87 Ferner müssen die Informationen eine deutliche Warnung dahingehend enthalten, dass derartige Prognosen kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen sind, Art. 44 Abs. 6 lit. e DelVO 2017/565.¹⁰² Nach Art. 44 Abs. 4 lit. b und f, Abs. 6 lit. c DelVO 2017/565 iVm BT 3.3.4.1.7 MaComp werden konkrete Anforderungen an die Darstellung von Brutto- und Nettowertentwicklungen gestellt, weil Kosten einen erheblichen Einfluss auf die tatsächliche Wertentwicklung haben können. So können zB hohe Ausgabeaufschläge bei bestimmten Finanzinstrumenten die tatsächliche Wertentwicklung selbst bei einer positiven Rendite negativ beeinflussen. Bei Bruttoangaben sind stets etwaige Provisionen, Gebühren und sonstige Kosten neben der Bruttowertentwicklung anzugeben. Es empfiehlt sich unter der jeweiligen Wertentwicklungsdarstellung einen deutlich sichtbaren Text mit den vorgenannten Anforderungen zu erstellen. Die graphische als auch textliche Gestaltung der Hinweise sollte neben den erwähnten Prognosehinweisen zusätzlich auf eine etwaige steuerliche Behandlung nach Art. 44 Abs. 7 DelVO 2017/565, MaComp BT 3.4 hinweisen.

6. Berichtspflichten

- 88 Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, welches Finanzportfolioverwaltung erbringt, unterliegt nach § 64 Abs. 8, 9 Nr. 5, § 63 Abs. 12 WpHG bestimmten Berichtspflichten. Es ist verpflichtet, Kunden in regelmäßigen Abständen über die erbrachten Wertpapierdienstleistungen Bericht zu erstatten (Art. 60 DelVO 2017/565), bei Überschreitung bestimmter Verlustschwellen zusätzlich zu informieren (Art. 62 DelVO 2017/565) sowie Kunden eine Vermögensaufstellung nach Art. 63 DelVO 2017/565 zur Verfügung zu stellen. Weitere Einzelheiten und Auslegungshilfen ergeben sich darüber hinaus aus den ESMA MiFID II/MiFIR Q&A.¹⁰³

a) Berichtspflichten nach Art. 60 DelVO 2017/565

- 89 Nach Art. 60 Abs. 2 DelVO 2017/565 muss der Anbieter dem Kunden unter anderem über die Bewertung und Zusammensetzung des Portfolios, über die vereinbarte Vergleichsgröße (Benchmark → Rn. 21) und auch über die Einzelheiten zu den während des Berichtszeitraums abgeschlossenen Geschäften nach Maßgabe des Art. 59 Abs. 4 lit. c bis l DelVO 2017/565 informieren. Den Bericht legt der Dienstleister dem Kunden in der Regel alle drei Monate beginnend mit dem Abschluss des Vermögensverwaltungsvertrages auf einem dauerhaften Datenträger vor.¹⁰⁴
- 90 Der Anbieter kann dem Kunden demnach den Bericht mittels Briefpost oder, wenn die Voraussetzungen des Art. 3 DelVO 2017/565 erfüllt sind (→ Rn. 27), auf einem anderen dauerhaften Datenträger als Papier zur Verfügung stellen, dh zB E-Mail, elektronisches Postfach etc. Daneben eröffnet Art. 60 Abs. 3 lit. a DelVO 2017/565 dem Anbieter eine weitere Möglichkeit zur Erfüllung seiner Berichtspflichten. Danach bedarf es keiner periodischen Aufstellung im Sinne des Abs. 2, wenn der Kunde Zugriff auf ein Online-System hat, welches selbst als dauerhafter Datenträger zu qualifizieren ist, und dieses System gewährleistet, dass er auf aktuelle Aufstellungen seines Portfolios sowie den Informationen nach Art. 63 Abs. 2 DelVO 2017/565 leicht Zugriff hat.

¹⁰² Vgl. auch MaComp BT 3.3.4.2.

¹⁰³ ESMA Q&A MiFID II/MiFIR, Topic 8: Post-sale reporting.

¹⁰⁴ Assmann/Schneider/Mülberr WpHG/Koller § 64 Rn. 88; Schwark/Zimmer/Rothenhöfer § 63 WpHG Rn. 374.

Zudem hat der Dienstleister nachzuweisen, dass der Kunde mindestens einmal im berichtenden Quartal eine Bewertung des Portfolios aufgerufen hat.

Konkret bedeutet dies vorbehaltlich etwaiger Ausnahmen in den nachfolgenden 91 Absätzen des Art. 60 DelVO 2017/565, dass der Dienstleister dem Kunden in einer passwortgeschützten Onlineumgebung alle relevanten Informationen fortlaufend und aktuell zur Verfügung stellen kann, ohne an die Übermittlung eines periodischen Berichts verpflichtet zu sein. Der Anbieter kann daher seinen Onlineauftritt derart gestalten, dass er seinen Informationspflichten nach Art. 60 Abs. 2 DelVO 2017/565 nachkommt und zugleich weitere möglicherweise nützliche Informationen dem Kunden zur Verfügung stellt. Der Kunde hat die Möglichkeit – je nach Ausgestaltung der Anlagestrategie sowie des Portfoliomanagements – unter Echtzeitbedingungen die Entwicklung seines Portfolios zu verfolgen und ggf. einzugreifen¹⁰⁵ zu können. Dennoch muss der Anbieter sicherstellen, dass er bestimmte Informationen nach Maßgabe des Art. 60 Abs. 2 DelVO 2017/565 dem Kunden zusammenfassend für den Berichtszeitraum auch in einer Onlineumgebung anzeigen kann. In Betracht kommen kann zB die Möglichkeit über Regler in der Onlineumgebung definierte Zeiträume einzustellen oder als sog. Grundeinstellung (**Default**) den jeweiligen Berichtszeitraum anzuzeigen. Der Kunde sollte seine Berichte zB als PDF-Datei abrufen, um sie auf einem persönlichen Computer abzuspeichern oder auch ausdrucken zu können.

Verlangt ein Kunde zusätzlich nach Art. 60 Abs. 4 DelVO 2017/565 eine Aufstellung 92 jeder Transaktion, dann hat das Unternehmen ihm neben den einzelnen Abrechnungen die Berichte alle zwölf Monate auf einem dauerhaften Datenträger vorzulegen (Art. 60 Abs. 3 lit. b DelVO 2017/565).¹⁰⁶

Es bietet sich an, die Berichtspflichten nach Art. 60 Abs. 2 DelVO 2017/565 dem 93 Grunde nach in den Vermögensverwaltungsvertrag aufzunehmen und insbesondere die Grundlagen der Orientierungsgröße (Benchmark) darzulegen (→ Rn. 21).

b) Verlustreporting nach Art. 62 DelVO 2017/565

Nach Art. 62 Abs. 1 DelVO 2017/565 ist der Anbieter verpflichtet, den Kunden dar- 94 auf hinzuweisen, wenn der Gesamtwert des Portfolios im jeweiligen Berichtszeitraum um zehn Prozent gefallen ist sowie anschließend bei jedem Wertverlust in zehn Prozent Schritten (**Verlustreporting**). Sonderregelungen bei Geschäften mit kreditfinanzierten Finanzinstrumenten enthält Art. 62 Abs. 2 DelVO 2017/565. Weitere Auslegungshilfen finden sich in den Q&A der ESMA,¹⁰⁷ die insbesondere zur Ermittlung der zehn Prozent Schwelle Unterstützung bieten.

So ist der Anbieter bspw. gehalten, vom Kunden initiierte Abflüsse aus dem Port- 95 folio während des Berichtszeitraums bei der Betrachtung der Zehn-Prozent-Schwelle zu berücksichtigen.¹⁰⁸ Die Berechnung einer weiteren Unterschreitung des Portfoliowertes (wiederum zehn Prozent) ergibt sich grds. aus dem Anfangsvermögen des

¹⁰⁵ *Eingriff* ist dabei nicht im Sinne von Kauf- oder Verkaufsauftrag zu verstehen, sondern vielmehr als Möglichkeit einer (*online, telefonischen*) Kontaktaufnahme mit dem Vermögensverwalter, einer Strategieänderung oder Beendigung der Finanzportfolioverwaltung.

¹⁰⁶ Wird die Finanzportfolioverwaltung und auch das Depotgeschäft von einem Unternehmen erbracht, entfällt die Verpflichtung nach Art. 59 DelVO 2017/565 nach jeder Transaktion zu berichten, es sei der Kunde vereinbart etwas anderes. Sind Vermögensverwalter und Depotbank nicht identisch, obliegt grds. auch der Depotbank den Pflichten nach Art. 59 DelVO 2017/565.

¹⁰⁷ ESMA Q&A MiFID II/MiFIR, Topic 8: Post-sale reporting.

¹⁰⁸ ESMA Q&A MiFID II/MiFIR, Topic 8: Post-sale reporting, Q&A 2.

jeweiligen Berichtszeitraum.¹⁰⁹ Fügt der Kunde Geldbeträge dem Portfolio während eines Berichtszeitraum hinzu, dann berührt dieser zusätzliche Betrag die Betrachtung für die Ermittlung der Schwelle nicht. Werden die hinzugefügten Geldbeträge jedoch in Finanzinstrumente investiert, müssen diese bei der Berechnung der Zehn-Prozent-Schwelle berücksichtigt werden.¹¹⁰ In Ergänzung zu den ESMA MiFID II/MiFIR Q&A¹¹¹ ändert sich dann auch die Bezugsgröße für die weiteren Schwellen.

- 96 Aus § 63 Abs. 12 S. 2 iVm S. 1 WpHG ergibt sich, dass das Verlustreporting dem Kunden auf einem dauerhaften Datenträger zu übermitteln ist. Nicht ausreichend ist daher ein bloßer Hinweis in einem Online Auftritt mittels Pop-up oÄ. Natürlich bleibt es dem Anbieter unbenommen, neben dem aufsichtsrechtlich gebotenen Reporting weitere Verlustschwellen, nach denen er bei Unterschreitung den Kunden informiert, im Vermögensverwaltungsvertrag zu vereinbaren. Denkbar ist auch eine grafische oder auch mediale Gestaltung bei Eintritt eines bestimmten Verlusts als zusätzliche Information. Zu beachten ist jedoch auch hier, dass die aufsichtsrechtlichen Verpflichtungen klar und transparent sein müssen und nicht in einer Vielzahl von nicht verpflichtenden Informationen untergehen dürfen.

c) Vermögensaufstellung nach Art. 63 DelVO 2017/565

- 97 Nach Art. 63 Abs. 1 DelVO 2017/565 schuldet der Dienstleister dem Kunden mindestens einmal im Quartal eine Aufstellung der betreffenden Finanzinstrumente und Gelder. Näheres zum Inhalt der Aufstellung ergibt sich aus Art. 63 Abs. 2 DelVO 2017/565.
- 98 Wie erwähnt (→ Rn. 71) können die Vermögensaufstellung nach Art. 63 Abs. 2 DelVO 2017/565 sowie der Bericht nach Art. 60 DelVO 2017/565 zusammen mit der regelmäßigen Geeignetheitserklärung nach § 64 Abs. 8 WpHG erstellt und mittels dauerhaftem Datenträger dem Kunden zur Verfügung gestellt werden.

V. Besondere Organisationspflichten bei der digitalen Vermögensverwaltung

1. Allgemeines

- 99 Neben den allgemeinen Organisationspflichten eines Unternehmens bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen (vgl. ua §§ 80, 83 WpHG, § 9 WpDVerOV), obliegen dem Anbieter besondere Pflichten im Rahmen einer digitalen Vermögensverwaltung. Die rechtliche Grundlage dieser Organisationspflichten bei einer automatisierten Geeignetheitsprüfung ist in Art. 16 Abs. 2, Art. 25 Abs. 2 MiFID II, Art. 21 DelVO 2017/565 sowie in Nr. 82 ESMA-Leitlinien zur Eignung zu finden.

2. Pflichten bei Verwendung von Algorithmen

- 100 Die besonderen Organisationspflichten bei der automatisierten Geeignetheitsprüfung (**erster Algorithmus** → Rn. 58, 66) sind zu unterscheiden von den grundsätz-

¹⁰⁹ ESMA Q&A MiFID II/MiFIR, Topic 8: Post-sale reporting, Q&A 7.

¹¹⁰ ESMA Q&A MiFID II/MiFIR, Topic 8: Post-sale reporting, Q&A 4; Assmann/Schneider/Mülbert WpHG/Koller § 64 Rn. 91.

¹¹¹ ESMA Q&A MiFID II/MiFIR, Topic 8: Post-sale reporting, Question/Answer 7.

lichen Pflichten, die im Rahmen der eigentlichen Portfolioverwaltung durch einen Algorithmus erbracht werden (**zweiter Algorithmus** → Rn. 66), wobei für beide die vorgenannten Leitlinien zur Anwendung gelangen.¹¹² Für beide Algorithmen hat der Anbieter entsprechende Regeln aufzustellen sowie geeignete Systeme und Kontrollen einzurichten, die „zweckdienlich sind und zu zufriedenstellenden Ergebnissen führen“.¹¹³ Unter Berücksichtigung der jeweiligen Art und Weise der Ermittlung der Geeignetheit, der (teil-/voll-) automatisierten Anlagestrategie sowie der Portfolioverwaltung hat der Anbieter darauf zu achten, dass ein hinreichender Detaillierungsgrad zB bei der Steuerung einzelner Finanzinstrumente in Verbindung mit der Strategie des Kunden sichergestellt wird (**Individualisierung**).¹¹⁴

Zu den besonderen Pflichten des Wertpapierdienstleistungsunternehmens beim Einsatz von Algorithmen zählen ua eine angemessene Dokumentation des Systemdesigns, in dem eine detaillierte Beschreibung des Algorithmus wie auch die entsprechenden Entscheidungsregeln und -bäume aufgeführt werden. Ferner sollte der Dienstleister über dokumentierte Prüfstrategien verfügen, in denen Tests des Algorithmus festgelegt und insbesondere der Umgang mit Fehlern beschrieben werden. Im Hinblick auf IT-Sicherheit hat er Strategien zu entwickeln, einzuführen sowie zu überwachen, um das System bzw. den Algorithmus vor dem unbefugten Zugriff Dritter zu schützen. Selbstverständlich hat der Dienstleister die Pflicht, die eingesetzten Algorithmen fortlaufend zu überarbeiten und zu aktualisieren, wobei darauf zu achten ist, dass sich etwaige Veränderungen im Rahmen der vertraglich vereinbarten Anlagerichtlinien bewegen. Anderenfalls kann es sich um eine wesentliche Vertragsänderung handeln, die den (beidseitigen) Abschluss eines neuen Vermögensverwaltungsvertrags bedarf. Der Anbieter eines Robo Advice sollte genügend technische wie auch menschliche Ressourcen zur Verfügung stellen, um den Algorithmus überwachen und ggf. zeitnah ändern zu können. Schließlich sind entsprechende Kontrollmechanismen (Compliance) einzuführen, um einen rechtskonform arbeitenden Algorithmus zu gewährleisten.¹¹⁵

Herzstück einer digitalen Vermögensverwaltung ist der Algorithmus, der nach der Ermittlung der geeigneten Anlagestrategie (erste Algorithmus → Rn. 58, 66) die Kundenportfolios mit den *geeigneten* Finanzinstrumenten bestückt (zweite Algorithmus → Rn. 66). Das vom Wertpapierdienstleistungsunternehmen eingesetzte, auf einem Algorithmus basierende System zur Steuerung der Kundenportfolios gleicht die Zusammensetzung der einzelnen Portfolios mit der vereinbarten Anlagestrategie fortlaufend ab und nimmt *automatisch* Anpassungen an diesem vor.¹¹⁶ Der Algorithmus berechnet auf Grundlage gängiger finanzmathematischer Modelle (wie zB GARCH, Copula-Funktion etc) die für das Portfolio unter Berücksichtigung der jeweiligen Anlagestrategie insoweit optimale Zusammensetzung.

¹¹² Nr. 74 ff. ESMA-Leitlinien zur Eignung; Robo Advice unter den Organisationspflichten in einer entsprechenden Anwendung des § 80 Abs. 2 WpHG (algorithmischer Handel Art. 4 Abs. 1 Nr. 39 MiFID II) zu subsumieren, geht indes zu weit, da bereits nicht mehr vom Sinn und Zweck der Vorschrift gedeckt; in diese Richtung aber *Möslein/Lordt* ZIP 2017, 793 (803).

¹¹³ Nr. 76 ESMA-Leitlinien zur Eignung.

¹¹⁴ Nr. 77 ESMA-Leitlinien zur Eignung.

¹¹⁵ Nr. 82 ESMA-Leitlinien zur Eignung.

¹¹⁶ Das Portfoliomanagement kann natürlich auch komplett durch (menschliche) Portfoliomanager übernommen werden, ohne dass sich an dem grds. Charakter des Robo Advice etwas ändert. Abzulehnen ist die Ansicht, dass es sich zugleich um algorithmisches Handeln nach § 80 Abs. 2 WpHG handeln soll. Hierfür ist nichts ersichtlich; so aber: *Madel*, Robo Advice, S. 235 ff.

- 103** Etwaige Programmier- oder Modellfehler im Algorithmus können daher erhebliche Auswirkungen auf eine Vielzahl von Portfolien und das gesamte Geschäftsmodell des Anbieters haben. Während das Risiko zB einer individuellen fehlerhaften anleger- und anlagegerechten Beratung mittels einer digitalen Vermögensverwaltung minimiert werden kann, steigt zugleich das Risiko für den Anbieter von Kunden aufgrund eines möglicherweise fehlerhaften Algorithmus in Anspruch genommen zu werden.
- 104** Vor diesem Hintergrund stellt sich auch die Frage, ob und wie Anbieter eines Robo Advice die Algorithmen unter Berücksichtigung etwaiger Geschäftsgeheimnisse offenlegen sollen. Sinnvoll erscheinen jedenfalls in einem sog. *White Paper* die Grundsätze einer digitalen Vermögensverwaltung nebst Algorithmen abstrakt zu beschreiben und Kunden ggf. auf Nachfrage zur Verfügung zu stellen.
- 105** Weitere Organisationspflichten – zB der Einsatz qualifizierter Mitarbeiter, Ergreifen von Schutzmaßnahmen vor dem Zugriff unbefugter Dritter auf die IT (zB Webtools, Webseiten etc) und Systeme, das Aufstellen von Regeln und Maßnahmen zur Sicherstellung der notwendigen Aufzeichnung und Aufbewahrung – sind Teil der allgemeinen Organisationspflichten.


beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG