

GASTKOMMENTAR

Finanzmarktregulierung lässt Neo-Broker zittern

- EU-Kommission will möglichen Interessenkonflikt unterbinden.

vom 20.01.2022, 16:45 Uhr | Update: 20.01.2022, 19:23 Uhr



Neo-Broker erhalten ihre Vergütung vor allem durch Zahlungen von Handelsplätzen für die Weiterleitung der Kundenaufträge an diese.
© adobe.stock / joyfotoliakid

In der jüngeren Vergangenheit erlebten sogenannte Neo-Broker einen rasanten Aufstieg. Unternehmen wie etwa Trade Republic oder Smartbroker in Deutschland oder Robinhood in den USA bieten ihren Kunden einen verhältnismäßig einfachen digitalen Zugang zum Handel mit Aktien und anderen Finanzinstrumenten zu günstigen Konditionen an. Damit investierten viele, vor allem junge Anleger, erstmals an den Kapitalmärkten.

Im Jahr 2021 wurde vermehrt darüber diskutiert, wie es sein kann, dass Neo-Broker ihren Anlegern den Handel mit Aktien und anderen Finanzinstrumenten zu derart günstigen Konditionen anbieten können. Neo-Broker erhalten ihre Vergütung vor allem durch Zahlungen von Handelsplätzen für die Weiterleitung der Kundenaufträge an diese. Man spricht hier von Payment for Order Flow (PFOF). Im Vergleich zu den klassischen Banken sind die Kosten für den Handel bei Neo-Brokern insbesondere wegen dieser PFOF deutlich geringer.

Gesetzgebungsverfahren läuft

Die Diskussion um die Zulässigkeit von PFOF wurde nun insbesondere vor dem Hintergrund eines möglichen unauflösbaren Interessenkonflikts aufgrund der Gewährung von Zuwendungen ("inducements") durch den Handelsplatz und der Verpflichtung des Neo-Brokers, Kundenaufträge bestmöglich auszuführen ("best execution"), aufgeworfen. Denn aus Sicht der PFOF-Kritiker würden Neo-Broker Kundenaufträge primär nur an die Handelsplätze weiterleiten, von denen sie die höchsten Zuwendungen erhalten, selbst wenn dies die Geld-Brief-Spanne ("bid-ask spread") negativ beeinträchtigen und damit im Vergleich zu anderen Handelsplätzen zu einem höheren Kaufbeziehungsweise Verkaufspreis für den Kunden führen könnte.

Aufgrund dieser Kritik an PFOF hat die EU-Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA am 13. Juli 2021 ein Public Statement veröffentlicht, indem sie warnte, dass die PFOF-Praxis erhebliche Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes aufwirft und oftmals Gesetzesverletzungen vorliegen würden. Wenige Monate später veröffentlichte die EU-Kommission am 25. November 2021 einen Vorschlag zur Ergänzung der geltenden EU-Finanzmarkt-Verordnung ("MiFIR"), die ein generelles Verbot von PFOF vorsieht. Ob ein im Einzelfall bestehender Interessenkonflikt zwischen der Gewährung von Zuwendungen durch den Handelsplatz und dem Kunden des Neo-Brokers aufgelöst werden könnte, wäre nach diesem EU-Kommissionsvorschlag irrelevant. Das PFOF-Verbot ist vorbehaltlos.

Da sich der Vorschlag erst am Anfang des Gesetzgebungsverfahrens befindet, ist das letzte Wort jedoch noch nicht gesprochen, wie auch die zuständige EU-Kommissarin Mairead McGuinness in einem am 26. November 2021 der Frankfurter Allgemeinen Zeitung gegebenen Interview bestätigt hat. Zugleich bekräftigte sie, Neo-Broker nicht abschaffen zu wollen.

Bereits geltende Regulierung

Die jüngsten Vorstöße der EU-Kommission und der geradezu pauschale Hinweis der ESMA auf die Unvereinbarkeit eines PFOF mit dem geltenden EU-Finanzmarktregulierungsrecht sind nicht gerechtfertigt. Denn bereits das geltende Recht statuiert eine differenzierte



Heinrich Nemecek ist Local Partner für Bank- und Kapitalmarktrecht bei White & Case LLP in Frankfurt a. Main. - © privat



Sebastian Sieder ist Associate für Bank- und Kapitalmarktrecht bei Müller Partner Rechtsanwälte in Wien. - © Feel image

umfangreiche Regulierung, die das PFOF angemessen adressieren kann. Diese enthält bereits umfangreiche Regelungen bezüglich Interessenkonflikte, der bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen und Zuwendungen.

Ein Neo-Broker und andere regulierte Unternehmen haben demnach geeignete Vorkehrungen zu treffen, um Interessenkonflikte zu erkennen und zu vermeiden oder zu regeln. Reichen die Verfahren und Maßnahmen, um zu verhindern, dass Interessenkonflikte den Kundeninteressen schaden, nicht aus, so hat das Unternehmen dem Kunden die allgemeine Art und die Ursache von Interessenkonflikten sowie die zur Begrenzung dieser Risiken ergriffenen Maßnahmen offenzulegen, bevor er Geschäfte für den Kunden tätigt. Die Offenlegung als Ultima Ratio wird sehr detailliert vorgegeben.

Das regulierte Unternehmen ist zudem zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen in Bezug auf den Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten verpflichtet. Die Pflicht ist als Organisationsverpflichtung und nicht als Erfolgsverbindlichkeit im Hinblick auf die Erzielung des bestmöglichen Ergebnisses im Einzelfall ausgestaltet. Die bestmögliche Ausführung hat sich bei Privatkunden (am meisten von PFOF betroffen) zudem am Gesamtentgelt zu orientieren. Vor der erstmaligen Erbringung von Wertpapierdienstleistungen muss der Kunde über die Grundsätze der Ausführungspolitik in klarer, ausführlicher und für den Kunden verständlicher Weise informiert werden. Führt ein reguliertes Unternehmen Aufträge für Privatkunden aus, hat er ihnen eine Zusammenfassung der betreffenden Grundsätze zu übermitteln, deren Schwerpunkt auf den ihnen entstehenden Gesamtkosten liegt.

Schließlich müssen die PFOF als Zuwendungen zu einer Qualitätsverbesserung führen. Diese muss durch die Erbringung einer zusätzlichen oder höherwertigen Dienstleistung für den Kunden gerechtfertigt sein. Zudem muss damit zugleich ein materieller Vorteil für diesen einhergehen, und es darf zu keiner Befangenheit des regulierten Unternehmens kommen. Werden Zuwendungen fortlaufend gewährt, muss auch die Qualitätsverbesserung fortlaufend sein. Als solche gesetzlich anerkannt ist die zu einem wettbewerbsfähigen Preis erfolgende Gewährung eines Zugangs zu einer breiten Palette von Finanzinstrumenten, die geeignet sind, den Bedürfnissen des Kunden zu entsprechen, kombiniert etwa mit der Übermittlung periodischer Berichte über Wertentwicklung, Kosten und Gebühren der Finanzinstrumente.

Eingriff in Wettbewerbsfreiheit

Es ist nicht erkennbar, warum ein PFOF-Verbot angesichts dieser differenzierten EU-Finanzmarktregulierung nunmehr erforderlich ist. Sollten die Aufsichtsanforderungen im Einzelfall nicht erfüllt sein, könnte das PFOF bereits nach geltendem Recht ausreichend mit den zuständigen Aufsichtsbehörden zur Verfügung stehenden Maßnahmen adressiert werden. Ein pauschales PFOF-Verbot würde jedem Neo-Broker hingegen von vornherein die Möglichkeit nehmen, darzulegen, dass ihre jeweilige PFOF-Struktur mit dem geltenden Recht in Einklang steht. Dies wäre nicht nur ein sensibler Eingriff in die Wettbewerbsfreiheit, sondern würde zudem das Aufkommen der Neo-Broker im Keim ersticken.