



infobrief

Ein Service des *iff* für die
Verbraucherzentralen und den vzbv

01/2022

seit 1995



Von Calvin Fromm*

05.01.2022

Stichwörter

Neo-Broker, Wertpapierdienstleistungen, Wohlverhaltenspflichten, Payments for Order Flow

Neo-Broker gewinnen im Wettbewerb mit etablierten Instituten zunehmend Marktanteile, indem sie mit dem Werbeversprechen eines kostengünstigen bis kostenlosen Handelns von Finanzinstrumenten mithilfe nutzerfreundlicher Smartphone-Applications nicht nur, aber doch in einem nicht unerheblichem Maße auch unerfahrene Anleger:innen für den Wertpapierhandel zu begeistern scheinen. Damit geraten sie nicht nur in den Fokus der Aufsichtsbehörden, sondern auch der Gesetzgeber. Auf welchen bereits bestehenden Rechtsrahmen sie mit ihren Bestrebungen treffen, ist Gegenstand dieses Infobriefes.

A. Einleitung

„Einfach. Sicher. Provisionsfrei.“¹ und „Unbegrenzt“² mit unterschiedlichen Arten von Finanzinstrumenten (§ 2 Abs. 4 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)³ beziehungsweise Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 MiFID II)⁴ zu handeln – so lautet das Werbeversprechen, mit dem sich Neo-Broker an ihre potentiellen Kund:innen wenden.⁵ Ob das Geschäftsmodell dieser FinTechs für etablierte Broker disruptive oder bloß evolutive Wirkung entfaltet,⁶ wird die Zeit zeigen. Schon jetzt ist allerdings erkennbar, dass die damit einhergehenden wirtschaftlichen und rechtlichen Implikationen Neo-Broker sowohl auf nationaler Ebene als auch auf der Ebene der Europäischen Union zunehmend in den Blick der Aufsichtsbehörden⁷ und der Gesetzgeber⁸ rücken. So ruft etwa der aktuelle Koalitions-

* Calvin Fromm, Dipl.-Jur. ist wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Universität Hamburg, Fachgebiet Sozialökonomie, Fachbereich Recht.

¹ Trade Republic Bank, <https://traderepublic.com/de-de>, abgerufen am 16.12.2021.

² Scalable Capital, <https://de.scalable.capital/trading>, abgerufen am 16.12.2021.

³ Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG), BGBl. 1998 I 2708.

⁴ Markets in Financial Instruments Directive II: Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. L 173/349 vom 12.6.2014.

⁵ Vgl. die Werbeversprechen der drei weiteren in Deutschland ansässigen Neo-Broker (BT-Drs. 19/32243, S. 3): finanzen.net zero, <https://www.finanzen.net/zero/>, abgerufen am 16.12.2021: „Investieren kann jetzt jeder [...] und zwar einfach und transparent [und] komplett ohne Gebühren.“; JT Technologies. JustTrade, <https://www.justtrade.com/>, abgerufen am 16.12.2021: „Alles inklusive“; wallstreet.online capital AG. Smartbroker, <https://smartbroker.de/>, abgerufen am 16.12.2021: „Mit dem Testsieger provisionsfrei handeln“.

⁶ Vgl. Braun, Gebührenfreier Börsenhandel. Angriff der Neobroker, 15.11.2021, <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/verbraucher/neobroker-kosten-vergleich-101.html>, abgerufen am 16.12.2021.

⁷ Vgl. ESMA, ESMA warns firms and investors about risks arising from payment for order flow and from certain practices by “zero-commission brokers”, Public Statement, 13.7.2021, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-2749_esma_public_statement_pfof_and_zero-commission_brokers.pdf, abgerufen am 16.12.2021; Frölich/Lembach, Was Neo-Broker versprechen – und halten, BaFinJournal Juni 2021, 24.

⁸ Vgl. im Folgenden unter Abschnitt D.; vgl. auch BT-Drs. 19/32243.



vertrag für Deutschland das Ziel aus, zu einem der führenden Standorte von Neo-Brokern innerhalb Europas zu werden.⁹ Die Frage, auf welchen bereits bestehenden Rechtsrahmen das im Koalitionsvertrag formulierte Anliegen trifft und welche Grenze er Neo-Brokern bereits zieht, ist Gegenstand dieses Infobriefes. Nach einer Darstellung des grundlegenden öffentlich- und zivilrechtlichen Rechtsrahmens (B.) sind hierbei die Wohlverhaltenspflichten nach dem WpHG beziehungsweise nach der MiFIR¹⁰/MiFID II Gegenstand der Untersuchung (C.), bevor ein Ausblick auf den von der Europäischen Kommission als Reaktion auf die so genannten Payments for Order Flow jüngst vorgeschlagenen Art. 39a MiFIR den Abschluss bildet (D.).

B. Grundlegender Rechtsrahmen

I. Definition

Mangels Legaldefinition und aufgrund der derzeit noch überschaubaren Anzahl an wissenschaftlichen Versuchen, den Begriff „Neo-Broker“ zu definieren,¹¹ gilt es, ihn zunächst von dem langjährig verbreiteten Begriff des Online-Discount-Brokers abzugrenzen. Dieser zeichnet sich durch beratungslose Wertpapierdienstleistungen und – mittlerweile selbstverständlich – deren Abwicklung über das Internet aus, wodurch für die Kund:innen geringere Kosten anfallen.¹² Das von den Neo-Brokern beworbene kostengünstige bis kostenlose Handeln von Finanzinstrumenten mithilfe von nutzerfreundlichen Smartphone-Applications¹³ stellt insofern nur eine Steigerung dar, wengleich der schillernde Begriff „Neo-Broker“ und die Wachstumsraten in diesem Segment¹⁴ etwas anderes erwarten lassen. Neu dürfte hierbei insbesondere der Gamification-Ansatz, sprich die Verwendung spielerischer Elemente in spielfremden Kontexten¹⁵ sein, die Neo-Broker zunehmend für unerfahrenere Anleger:innen attraktiv zu machen scheint und sie damit gegebenenfalls einem für sie unangemessenen finanziellen Risiko aussetzt.¹⁶

⁹ SPD/BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN/FDP, Mehr Fortschritt wagen. Bündnis für Freiheit, Gerechtigkeit und Nachhaltigkeit, https://www.spd.de/fileadmin/Dokumente/Koalitionsvertrag/Koalitionsvertrag_2021-2025.pdf, abgerufen am 16.12.2021, S. 172.; vgl. dagegen noch BT-Drs. 19/32243, S. 2 f., wo die alte Bundesregierung die bestehenden Vorgaben zur Regulierung von Neo-Brokern „derzeit“ als hinreichend erachtete.

¹⁰ Markets in Financial Instruments Regulation: Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. L 173/84 vom 12.6.2014.

¹¹ Vgl. etwa *Buck-Heeb*, *Gamestop*, *Neo-Broker* und der Verbraucherschutz, *VuR* 2021, 81: „Darunter versteht man Online-Broker, die sich zumeist auf bestimmte Handelsbereiche spezialisiert haben und mit einem gebührenfreien Handel oder einem solchen zu sehr günstigen Konditionen werben.“

¹² Vgl. BGHZ 142, 345 = NJW 2000, 359, 361; Schimansky/Bunte/Lwowski/*Hannöver/Walz*, *BankR-HdB*, 5. Aufl. 2017, § 110 Rn. 30 m.w.N.; vgl. zu den Anfängen auch *Lasch/Röder*, *Das Börsenangebot der Direktbanken. Eine Analyse des deutschen Marktes*, ZBB 7 (1995), 342; *Pfüller/Westerwelle*, *Das Internet als Kapitalmarkt*, MMR 1998, 171, 173.

¹³ Siehe oben unter Abschnitt A.

¹⁴ *Braun*, *Gebührenfreier Börsenhandel. Angriff der Neobroker*, 15.11.2021, <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/verbraucher/neobroker-kosten-vergleich-101.html>, abgerufen am 17.12.2021.

¹⁵ Ausf. *Sailer*, *Die Wirkung von Gamification auf Motivation und Leistung*, 2016, S. 5-18.

¹⁶ Siehe dazu etwa *Mühl*, *Per Flatrate in den Ruin*, FAZ, 10.9.2020, S. 9; beachte dazu aber, dass sich die Forschung dem Anwendungskontext „Kapitalanlage“ erst allmählich zu widmen beginnt (vgl. nur *Sailer*, *Die Wirkung von Gamification auf Motivation und Leistung*, 2016, S. 47).



Entsprechend wenig Neues lässt beispielsweise die Bundesregierung erkennen, wenn sie Neo-Broker umschreibt als „eine Gruppe von am Markt relativ neuen Onlinebrokern [...], die den Handel mit Wertpapieren und Investmentfonds kostengünstig via Trading-App und/oder Webtrader anbieten und die als Wertpapierfirmen im Sinne [des Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 MiFiD II] und damit als Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Sinne des [§ 2 Abs. 10 WpHG] anzusehen sind.“¹⁷ Zu den gemäß § 1 Abs. 1 Nr. 1 WpHG (vgl. Art. 1 Abs. 1 MiFiD II) dem Anwendungsbereich des WpHG unterfallenden Wertpapierdienstleistungen, die für Neo-Broker relevant sind, gehören insbesondere das Finanzkommissionsgeschäft (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 WpHG) und die Abschlussvermittlung (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 3 WpHG). Während es sich danach bei dem Finanzkommissionsgeschäft um die Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten im *eigenen* Namen für fremde Rechnung handelt, umfasst der Begriff der Abschlussvermittlung die Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten in *fremdem* Namen für fremde Rechnung.

II. Aufsichtsrecht

In öffentlich-rechtlicher Hinsicht war für das Finanzkommissionsgeschäft als Bankgeschäft im Sinne des § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 Kreditwesengesetz (KWG)¹⁸ und die Abschlussvermittlung als Finanzdienstleistung im Sinne des § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 2 KWG insbesondere § 32 Abs. 1 Satz 1 Halbsatz 1 KWG von Relevanz. Hiernach bedurfte es einer schriftlichen Erlaubnis der Aufsichtsbehörde, bevor jemand im Inland gewerbsmäßig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, Bankgeschäfte betreibt oder Finanzdienstleistungen erbringt. Mit dem Inkrafttreten des Wertpapierinstitutgesetz (WpIG)¹⁹ infolge der IFR²⁰ und der IFD²¹ ist die KWG-Erlaubnis laut § 86 Abs. 1 Satz 2 WpIG insoweit gleichwohl gegenstandslos geworden. An ihre Stelle trat im Sinne von § 86 Abs. 1 Satz 1 WpIG die Erlaubnis nach § 15 Abs. 1 Halbsatz 1 WpIG, hinter der die KWG-Erlaubnis nunmehr nach § 15 Abs. 7 Satz 2 WpIG und § 32 Abs. 1 Satz 2 KWG zurücktritt.

III. Zivilrecht

In zivilrechtlicher Hinsicht kommt es auf die Unterscheidung zwischen dem Kommissions- und Stellvertretergeschäft an. Maßstab dafür ist, ob ein Handeln im eigenen oder in fremdem Namen vorliegt.²² Entsprechend der Legaldefinition des Finanzkommissionsgeschäftes ist laut § 383 Abs. 1 HGB derjenige als Kommissionär zu qualifizieren, der es gewerbsmäßig übernimmt, Waren

¹⁷ BT-Drs. 19/32243, S. 2; vgl. BT-Drs. 19/32627, S. 10.

¹⁸ Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz – KWG), BGBl. 1998 I 2776.

¹⁹ Gesetz zur Beaufsichtigung von Wertpapierinstituten (Wertpapierinstitutgesetz – WpIG), BGBl. 2021 I 990.

²⁰ Investment Firm Regulation: Verordnung (EU) 2019/2033 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über Aufsichtsanforderungen an Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010, (EU) Nr. 575/2013, (EU) Nr. 600/2014 und (EU) Nr. 806/2014, ABl. L 314/1 vom 5.12.2019.

²¹ Investment Firm Directive: Richtlinie (EU) 2019/2034 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über die Beaufsichtigung von Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinien 2002/87/EG, 2009/65/EG, 2011/61/EU, 2013/36/EU, 2014/59/EU und 2014/65/EU, ABl. L 314/64 vom 5.12.2019.

²² Vgl. oben unter Abschnitt B. die kursiven Hervorhebungen.



oder Wertpapiere für Rechnung des Kommittenten in eigenem Namen zu kaufen oder zu verkaufen. Hingegen ist laut § 164 Abs. 1 BGB beziehungsweise § 84 Abs. 1 Satz 1 HGB derjenige als Stellvertreter zu qualifizieren, der in fremdem Namen für fremde Rechnung handelt. Überblicksartig stellt sich die Unterscheidung wie folgt dar:

	Im eigenen Namen	Im fremden Namen
Für eigene Rechnung	Eigengeschäft ²³	(Ein gerade im vorliegenden Fall unübliches Rechtsgeschäft)
Für fremde Rechnung	Kommissionsgeschäft (mittelbares Stellvertretergeschäft)	Stellvertretergeschäft

Der Finanzkommissionsvertrag ist als Geschäftsbesorgungsvertrag mit dienstvertraglichen Elementen im Sinne des §§ 675 Abs. 1, 611 Abs. 1 BGB zu qualifizieren,²⁴ wohingegen der Abschlussvermittlungsvertrag ein Maklervertrag (§ 652 Abs. 1 Satz 1 BGB beziehungsweise § 93 Abs. 1 HGB) ist.

Im Hinblick auf Discount-Broker²⁵ stand zudem die Frage im Raum, ob ein stillschweigend geschlossener Beratungsvertrag anzunehmen ist, wenn dieser bereits bei Aufnahme der Geschäftsbeziehung erklärt, sich nur an gut informierte und erfahrene Anleger:innen zu wenden und zur Aufklärung nur durch Übersendung von Informationsbroschüren, nicht aber durch individuelle Hinweise bereit zu sein. Dies verneinte der BGH unter Verweis auf die fehlende Aufklärungsbedürftigkeit von Anleger:innen.²⁶ Somit kann die Konstellation entstehen, dass unerfahrene und damit eigentlich schutzbedürftige Anleger:innen, die sich durch die Werbeversprechen²⁷ zur Kapitalanlage entschließen, sich wegen der spielerischen Darbietung²⁸ überschätzen und sich deshalb als nicht aufklärungsbedürftig ausgeben, keine Schadensersatzansprüche aufgrund eines Beratungsvertrages gegenüber ihrem Neo-Broker geltend machen können.

²³ Vgl. Boos/Fischer/Schulte-Mattler/Schäfer, KWG, CRR, 5. Aufl. 2016, KWG § 1 Rn. 70, der das Eigengeschäft zusätzlich noch vom Eigenhandel abgrenzt, der eine Dienstleistung für andere sei.

²⁴ MüKoBGB/Heermann, 8. Aufl. 2020, BGB § 675 Rn. 86; Schwark/Zimmer/Kumpan, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, WpHG § 2 Rn. 93.

²⁵ Siehe oben unter Abschnitt B.

²⁶ Grundlegend dazu BGHZ 142, 345 = NJW 2000, 359, 361 f.; bestätigt unter anderem durch BGH BKR 2014, 203, 204; NJW-RR 2014, 367, 368; BGHZ 196, 370 = NJW 2013, 3293, 3294; BGH NJW-RR 2004, 484, 484 f.; vgl. BGH BKR 2016, 428, 430 f.; BKR 2016, 341, 343., wonach außerdem keine Warnpflicht des „kundenferneren“ Discount-Brokers besteht, wenn der/die Kund:in fehlerfrei durch das „kundennähere“ Unternehmen beraten wurde.

²⁷ Siehe oben unter Abschnitt B.

²⁸ Siehe oben unter Abschnitt A.



C. Wohlverhaltenspflichten

Mit dem vorangehend beschriebenen Fehlen eines Beratungsvertrages²⁹ ist regelmäßig³⁰ die Ausnahme so genannter „Execution-only“-Geschäfte von den Pflichten des § 63 Abs. 10 WpHG (Art. 25 Abs. 3 MiFID II) verbunden. Vor der Erbringung anderer Wertpapierdienstleistungen als der Anlageberatung (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 7 WpHG) oder der Finanzportfolioverwaltung (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 7 WpHG) hat das Wertpapierdienstleistungsunternehmen von den Kund:innen gemäß § 63 Abs. 10 Satz 1 WpHG eigentlich nämlich alle erforderlichen Informationen dahingehend einzuholen, über welche Kenntnisse und Erfahrungen die Kund:innen in Bezug auf Geschäfte mit bestimmten Arten von Finanzinstrumenten oder Wertpapierdienstleistungen verfügen. Auf dieser Grundlage hat das Wertpapierdienstleistungsunternehmen laut § 63 Abs. 10 Satz 3 und 5 und Abs. 13 Nr. 6 WpHG in Verbindung mit Art. 54 bis 56 DeIVO (EU) 2017/565³¹ die Angemessenheit des gewünschten Finanzinstrumentes oder der Wertpapierdienstleistung zu beurteilen und die Kund:innen auf die Unangemessenheit hinzuweisen.

Von den Pflichten des § 63 Abs. 10 WpHG ist ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 63 Abs. 11 WpHG (Art. 25 Abs. 4 MiFID II) allerdings befreit, wenn es auf Veranlassung des/der Kund:in ein Finanzkommissionsgeschäft oder eine Abschlussvermittlung in Bezug auf „nicht-komplexe“³² Finanzinstrumente (Nr. 1) und grundsätzlich ohne Gewährung eines Darlehens als Wertpapiernebenleistung im Sinne des § 2 Abs. 9 Nr. 2 WpHG (Nr. 2) erbringt. Ferner muss das Wertpapierdienstleistungsunternehmen den/die Kund:in ausdrücklich darüber informieren, dass keine Angemessenheitsprüfung nach § 63 Abs. 10 WpHG vorgenommen wird. Selbst ein:e unerfahrene:r Anleger:in kann grundsätzlich³³ also nicht darauf vertrauen, dass sein/ihr Neo-Broker ihn/sie vor unvorteilhaften Anlageentscheidungen warnt.

I. Redliche, eindeutige und nicht irreführende Informationen

Trotz der Befreiung von den Pflichten des § 63 Abs. 10 WpHG erachtete die alte Bundesregierung die bestehenden Vorgaben zur Regulierung von Neo-Brokern „derzeit“ als hinreichend.³⁴ Dazu gehören zunächst die des § 63 Abs. 6 WpHG (Art. 25 Abs. 3 MiFID II in Verbindung mit Art. 36, 44 DeIVO (EU) 2017/565, § 63 Abs. 13 Nr. 4 WpHG), der die Redlichkeit und Eindeutigkeit aller dem

²⁹ Siehe oben unter Abschnitt B.II.

³⁰ Vgl. Schwark/Zimmer/Rothenhöfer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, WpHG § 63 Rn. 337, der zurecht darauf hinweist, dass ein „Execution only“-Geschäft nicht zwangsläufig die von § 63 Abs. 11 WpHG an ein reines Ausführungsgeschäft gestellten Anforderungen muss.

³¹ Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, ABl. L 87/1 vom 31.3.2017.

³² EBJs/Poelzig, HGB, 4. Aufl. 2020, WpHG §§ 63, 64 Rn. 30.

³³ Vgl. oben unter Abschnitt B.III.

³⁴ BT-Drs. 19/32243, S. 2 f.



Kunden zugänglich gemachten Informationen einfordert (Satz 1 Halbsatz 1), irreführende Informationen verbietet (Satz 1 Halbsatz 2) und Marketingmitteilungen als solche ausgewiesen wissen möchte (Satz 2).

II. Informationen über alle Kosten und Nebenkosten

Des Weiteren ist die in § 63 Abs. 7 WpHG (Art. 24 Abs. 4 und 5 MiFID II in Verbindung mit Art. 38, 39, 42, 45 bis 53, 61 und 65 DeIVO (EU) 2017/565, vgl. § 63 Abs. 13 Nr. 5 WpHG) geregelte Pflicht zur Information über alle Kosten und Nebenkosten zu beachten. Diese Information muss laut § 63 Abs. 7 Satz 1 und 9 WpHG rechtzeitig, gegebenenfalls auf Nachfrage und in verständlicher Form erfolgen. Darüber hinaus muss sie den Anforderungen des § 63 Abs. 7 Satz 3 Nr. 2 WpHG genügen, der zwischen den Kosten der Wertpapierdienstleistungen und -nebenleistungen (lit. a), den Kosten der empfohlenen oder vermarkteten Finanzinstrumente (lit. b) sowie den Zahlungsmöglichkeiten des Kunden (lit. c) differenziert, auch wenn gemäß § 63 Abs. 7 Satz 4 WpHG eine Darstellung in zusammengefasster Weise vonnöten ist.

III. Bestmögliche Ausführung und keine Zuwendungen Dritter

Neben der Pflicht zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen nach § 82 WpHG (Art. 27 MiFID II in Verbindung mit Art. 64 bis 66 DeIVO (EU) 2017/565) ist zudem das in § 70 Abs. 1 Satz 1 WpHG normierte grundsätzliche Verbot von Zuwendungen Dritter von Bedeutung. Ausgenommen davon sind gleichwohl solche Zuwendungen, die sowohl zu qualitativen Verbesserungen beitragen und dem bestmöglichen Interesse der Kund:innen im Sinne des § 63 Abs. 1 WpHG (Art. 24 Abs. 1 MiFID II in Verbindung mit Art. 58, 64, 65 und 67 bis 69 DeIVO (EU) 2017/565, vgl. § 63 Abs. 13 Nr. 1 WpHG) nicht entgegenstehen (Nr. 1) als auch offengelegt werden (Nr. 2).

IV. Ausstrahlungswirkung in das Zivilrecht

Auf die in der Rechtsprechung und im Schrifttum viel diskutierte Frage, inwieweit alle oder zumindest einzelne dieser Wohlverhaltenspflichten ins Zivilrecht ausstrahlen und dadurch bei ihrer Verletzung Schadensersatzansprüche begründen können, sei an dieser Stelle nur hingewiesen, auf eine vertiefte Auseinandersetzung wird hier aber verzichtet.³⁵

D. Payments for Order Flow

Mit Art. 1 Abs. 26 MiFIR-Änderungsvorschlag³⁶ hat die Europäische Kommission nun eine weitere Einschränkung von Zuwendungen Dritter vorgesehen, der über den zuvor dargestellten § 70

³⁵ Für einen ersten Überblick siehe dazu etwa MüKoHGB/Zahrte, 4. Aufl. 2019, Anlageberatung Rn. 109-114.

³⁶ Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 600/2014 as regards enhancing market data transparency, removing obstacles to the emergence of a consolidated tape, optimising the trading obligations and prohibiting receiving payments for forwarding client orders, COM(2021) 727 final – 2021/0385 (COD), 25.11.2021.



Abs. 1 Satz 1 WpHG³⁷ hinausgehen würde. Genauer gesagt würde der dann neu eingefügte Art. 39a MiFIR ausnahmslos verbieten, dass ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen eine Gebühr, Provision oder einen nicht-monetären Vorteil dafür erhält, dass es einen Auftrag zur Ausführung an einen Dritten wie beispielsweise einen Hochfrequenzhändler (vgl. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. d WpHG)³⁸ weiterleitet. Auf diese Weise adressiert die Europäische Kommission das Modell des so genannten Payment for Order Flow (PFOF), um die Qualität der Ausführung von Aufträgen und die Vorhandelstransparenz aller Ausführungsplattformen zu erhöhen, wie sie in der Begründung zu Art. 1 Abs. 26 MiFIR-Änderungsvorschlag ausdrücklich unterstreicht.³⁹ Gleichzeitig ist anzunehmen, dass das Geschäftsmodell nicht weniger Neo-Broker durch dieses Verbot unter Druck geriete, stützt es sich doch zumindest teilweise auf das von ihnen beworbene kostengünstige bis kostenlose Handeln von Finanzinstrumenten,⁴⁰ was sich wiederum auf das PFOF-Modell stützt.⁴¹ Nicht verwunderlich sind daher die kritische Reaktionen zumindest aus der Wirtschaft, die die zuständige Kommissarin Frau McGuinness kurz nach der Vorstellung des Vorschlages wieder etwas zurückrudern ließen.⁴²

E. Fazit

Das von Neo-Brokern praktizierte PFOF-Modell zeigt, dass das Handeln von Finanzinstrumenten nur auf dem ersten Blick kostengünstig bis kostenlos ist. Insofern sei abschließend erneut darauf hingewiesen, dass Wertpapierdienstleistungsunternehmen der in § 63 Abs. 7 WpHG geregelten Pflicht zur Information über alle Kosten und Nebenkosten sowie auf der Pflicht zur Offenlegung von Zuwendungen Dritter nach § 70 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG zu genügen haben. Des Weiteren ist anzuraten, sich vom Gamification-Ansatz nicht dazu verleiten zu lassen, sich beispielsweise aus Unerfahrenheit einem unangemessenen finanziellen Risiko auszusetzen, zumal der Neo-Broker aufgrund der Ausnahme des § 63 Abs. 11 WpHG oftmals nicht vor unvorteilhaften Anlageentscheidungen warnen dürfte.

Angaben dazu, bezüglich welcher Geschäfte eine aufsichtsrechtliche Erlaubnis vorliegt, sind insbesondere in der Unternehmensdatenbank der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unter folgendem Link zu finden: <https://portal.mvp.bafin.de/database/InstInfo/>.⁴³ Sie können auch Anhaltspunkt dafür sein, wie das Rechtsverhältnis zivilrechtlich gegebenenfalls ausgestaltet ist, insbesondere ob der Neo-Broker überhaupt eine Erlaubnis dafür hat, Anlageberatungsgeschäfte zu tätigen. Zudem warnt die BaFin auf ihrer Website regelmäßig vor unerlaubt

³⁷ Siehe oben unter Abschnitt C.

³⁸ MiFIR-Änderungsvorschlag, S. 16.

³⁹ Ebd.

⁴⁰ Siehe oben unter Abschnitt A. und B.

⁴¹ Frölich/Lembach, BaFinJournal Juni 2021, S. 24, 25; hingegen eher zurückhaltend BT-Drs. 19/32243 passim.

⁴² ahe, Brüssel rudert bei PFOF etwas zurück, Börsen-Zeitung, 27.11.2021.

⁴³ Abgerufen am 4.1.2022.



tätigen Unternehmen⁴⁴ und informiert dort neben ihrem Angebot eines Verbrauchertelefons⁴⁵ zu Möglichkeiten, sich zu beschweren oder Streit schlichten zu lassen.⁴⁶

⁴⁴ Siehe dazu BaFin, Suchergebnisse. Meldungen und Maßnahmen in deutscher Sprache zum Thema „Unerlaubte Geschäfte“, https://www.bafin.de/SiteGlobals/Forms/Suche/Expertensuche_Formular.html?cl2Categories_Format=Masnahme+Meldung>s=dateOfIssueOrModification_dt+desc&documentType_=News&sortOrder=dateOfIssueOrModification_dt+desc&cl2Categories_Thema=UnerlaubteGeschaefte&language_=de, abgerufen am 4.1.2022.

⁴⁵ Siehe dazu BaFin, BaFin-Verbrauchertelefon, https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/Verbrauchertelefon/verbrauchertelefon_node.html, abgerufen am 4.1.2022.

⁴⁶ Siehe dazu BaFin, Beschwerden & Streitschlichtung, https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/BeschwerdenStreitschlichtung/beschwerdenstreitschlichtung_node.html, abgerufen am 4.1.2022.