

Marc Nathmann

# FinTech

Herausforderungen bei der Regulierung  
digitaler Geschäftsmodelle anhand von  
Gestaltungen aus dem Wertpapierbereich



**Nomos**

# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	19
Abkürzungsverzeichnis	21
§ 1 Einleitung und Ziele der Untersuchung	29
A. Einleitung	29
I. Bedeutung des digitalen Wandels	29
II. Wechselwirkungen von digitalem Wandel und Recht	30
B. Rechtsstand und Ziele der Untersuchung	31
I. Rechtsstand	31
II. Ziele der Untersuchung	31
1. Kernfragen	31
2. Klassifizierung und Definition von „FinTechs“	32
3. Rechtliche Einordnung der untersuchten Geschäftsmodelle – Status Quo	32
4. Herleitung des Handlungsbedarfs	32
5. Optionen und Thesen künftiger Regulierung	32
III. Aufbau, Vorgehen und Methode	33
1. Aufbau	33
2. Vorgehen und Methode	34
a) Ermittlung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen	34
b) Rechtsvergleich	34
c) Vergleich von EU-Vorhaben mit dem nationalen Status Quo	34
d) Vergleich mit früheren Innovationen	35
§ 2 „FinTechs“ und die Finanzmarktregulierung	36
A. Status Quo	36
I. Digitaler Wandel in der Finanzindustrie	36
II. Der Begriff „FinTech“ als Beschreibung für eine innovative Gruppe von Finanzdienstleistungen	38
1. Innovationselement	38
2. Typisierung von Geschäftsfeldern	44
a) „FinTech“-Geschäftsmodelle	44

b) „FinTech“-Banken	48
3. Zwischenfazit	49
III. Typisierung von wesentlichen „FinTech“-Geschäftsfeldern anhand funktionaler Kriterien	50
1. „RoboAdvisory“ und digitale Vertriebsstrecken	50
a) Generelle Funktionsweise	50
b) Abgrenzung zur digitalen Vertriebsstrecke und automatisierten Portfolioverwaltung	53
c) Akteure	54
2. Automatisierte Finanzportfolioverwaltung	55
a) Generelle Funktionsweise	55
b) Akteure	56
3. Social Trading	57
a) Generelle Funktionsweise	57
b) Akteure	58
aa) Signalgeber	58
bb) Plattformbetreiber	59
4. Crowdfunding	60
a) Grundidee und Zweck	60
b) Echtes Crowdfunding	61
aa) Funktionsweise	61
bb) Verbreitung	63
c) Unechtes Crowdfunding	63
aa) Funktionsweise	63
bb) Akteure	65
d) Peer to Peer Lending	65
e) Spendenbasiertes Crowdfunding	66
5. B2B Services in Abgrenzung zu B2C Services	67
6. Zwischenfazit	71
IV. Grundzüge des Aufsichtsrechts und der Regulierung von Finanzdienstleistungen	74
1. Definition und nähere Ausprägung der Finanzmarktregulierung	74
a) Fehlende Definition „Regulierung“	74
b) Aufsichtskonzept des KWG und jüngere Anpassungen	76
c) Das KWG als Umsetzungsinstrument europarechtlicher Vorgaben	80

2. Ausprägung der Regulierung durch Aufsichtsbehörden – Einfluss des „Soft Law“	82
a) „Soft Law“ als Delegation von Normsetzungskompetenz auf Aufsichtsbehörden	82
aa) Bedeutung der Verwaltungsanweisungen und -praxis der BaFin für Finanzunternehmen	82
bb) Bedeutung der Verwaltungsanweisungen und -praxis der europäischen Aufsichtsbehörden	85
b) „Soft Law“ als verfassungsrechtliches Problem	87
V. Rechtliche Einordnung ausgewählter „FinTech“-Geschäftsmodelle	94
1. Automatisierte Finanzportfolioverwaltung	94
2. „RoboAdvisory“	96
a) Erlaubnispflichten für Betreiber einer Plattform	96
b) Abgrenzung zur Finanzportfolioverwaltung	99
aa) Einmalige Beratung	99
bb) Folgetransaktionen	100
c) Aufsichtsrechtliche Einordnung des Algorithmus	101
d) Abgrenzung zur digitalen Vertriebsstrecke	104
3. Social Trading	105
a) Erlaubnispflichten für Betreiber einer Plattform	105
aa) Fall der Finanzportfolioverwaltung	105
bb) Fall der Anlageberatung bzw. -vermittlung	106
cc) Optionen der erlaubnisfreien Tätigkeit	107
dd) Eigene Stellungnahme	109
b) Aufsichtsrechtliche Einordnung des Signalgebers	111
4. Crowdfunding	111
a) Echtes Crowdfunding	111
b) Unechtes Crowdfunding	114
aa) Erlaubnis- und Registrierungspflichten für Plattformbetreiber	114
bb) Erlaubnispflichten für Teilnehmer	116
cc) Eigene Stellungnahme	116
c) Peer to Peer Lending	120
d) Spendenbasiertes Crowdfunding	120
5. Zwischenfazit	121
a) „FinTechs“ im Regelungsbereich des Aufsichtsrechts	121
b) Aufsichtsrechtliche Grauzonen	123
c) Grauzonen als Resultat des engen Regelungsbereichs des KWG	126

VI. Beispiele für „Regulation light“ unter aktuell geltendem Recht	129
1. Definition von „Regulation light“	129
2. Ausnahmen von der Erlaubnispflicht	130
a) Bereichsausnahme gem. § 2 Abs. 6 Satz 1 Nr. 8 KWG	130
aa) Geschichte, Sinn und Zweck	130
bb) Voraussetzungen und Kreis der Begünstigten	132
b) Haftungsdach	133
aa) Geschichte, Sinn und Zweck	133
bb) Bindung von „FinTechs“ an klassische Akteure – Risiko der Abhängigkeit	135
3. Zulässige Grenzen von Auslagerungen und „Lizenz-Leihe“	136
VII. Bedeutung und Auswirkungen von „FinTechs“ für Finanzmärkte und Gesellschaft	139
1. Entwicklung des „FinTech“-Marktes	139
2. Aktuelle Situation	142
3. Zukunftsprognosen	148
4. Gesellschaftliche Bedeutung im Zeitalter des Internet	152
a) Digitalisierung der Gesellschaft	152
b) Innovationskraft	154
c) Individualisierung von Finanzprodukten und Notwendigkeit von Algorithmen	155
d) Demokratisierung der Finanzmärkte	157
5. Zusammenfassung und Zukunftsausblick	159
B. Bedeutung der Regulierung für „FinTechs“	162
I. Weniger Regulierung als Basis des Geschäftsmodells?	162
1. Zukunftsaussichten wenig oder unregulierter Geschäftsmodelle	162
2. Bedeutung der Kosten der Regulierung	164
a) Kosten der Regulatorik	164
b) Regulatorische Kosten als Kriterium für wirtschaftliches Potential	166
aa) Rahmenbedingungen eines regulierten Marktes	166
bb) Alternative Kostensenkung	167
II. Bedeutung der Aufsichtspraxis	168
III. Nutzen der Regulierung? – Entwicklung einer „FinTech“-Branche	172
1. Flexibilisierung der Geschäftsmodelle	172

2. Vertrauen als notwendiges Element für die Geschäftstätigkeit auf den Finanzmärkten	174
3. Basis für den Europäischen Pass	176
C. Regulierungsvorhaben in Deutschland	177
I. Eingeschränkter nationaler Gestaltungsspielraum vor dem Hintergrund der EU-Regulierung	177
II. Einzelne politische Konzeptionen	180
1. Wahlprogramme 2017	180
2. Rechtspolitische Überlegungen	181
III. Bewertung von Regulierungstendenzen	182
D. „FinTechs“ im internationalen Kontext	184
I. Nutzen und Sinn einer nur nationalstaatlichen Regulierung	184
1. Begrenzte Reichweite des nationalen Rechts	184
2. Probleme einer territorial begrenzten Regulierung und Rechtsdurchsetzung	190
II. Einheitliche Regulierung auf europäischer Ebene als wesentlicher Schritt in Richtung hin zu einer international harmonisierten Lösung	192
1. Übernationale Regulierung als Folge der Internationalisierung	192
2. Europäische Regulierung als Ziel der EU	194
a) Leitlinien der aktuellen EU-Finanzmarktregulierung	194
b) Spezifische Vorhaben für „FinTechs“ – Pläne der EU- Kommission	196
aa) Crowdfunding Regulierung	196
(1) Kern des Regulierungsvorhabens	196
(2) Standpunkt des EU-Parlaments	198
(3) Kritik an dem Regulierungsvorhaben	198
bb) Andere „FinTech“-Geschäftsmodelle	200
c) Standpunkt der ESMA	204
3. EU als Marktumfeld für „FinTechs“	205
4. Zwischenfazit der Regulierungsvorhaben der EU	206
III. Existierende Konzepte (1): „FinTech“-Standort Österreich	212
1. Grenzen der Regelungskompetenz als EU-Mitglied	212
2. Generelle Vorteile der Finanzmärkte in Österreich	213
a) Finanzmarkt Österreich	213
b) „FinTechs“ in Österreich	215
3. Überblick über wesentliche Erlaubnispflichten	216

4. Spezielle Erleichterungen	218
a) Öffnung der Finanzmarktgesetzgebung	218
b) Neue rechtliche Regelung des Crowdfunding	219
5. Regulierungspraxis der FMA	222
6. Internationale Zusammenarbeit	223
7. Zwischenfazit	224
IV. Existierende Konzepte (2): „FinTech“-Standort Schweiz	226
1. Schweizer Finanzmarkt und Finanzstandort	226
2. Regulatorische Vorteile	227
a) Fehlende direkte Bindung an EU-Regelungen	227
b) Erlaubnisfreiheit für wesentliche Aktivitäten	228
c) Technologieneutralität	231
d) Innovationsraum	232
3. Regulierungspraxis der FINMA	232
4. Internationale Zusammenarbeit	234
5. Zwischenfazit	235
V. Existierende Konzepte (3): Nationale „FinTech“-Regulierung in weiteren wichtigen Volkswirtschaften im Überblick	237
1. Vereinigtes Königreich	237
2. Niederlande	238
3. Frankreich	238
4. USA	239
5. Singapur	240
E. Optionen der „FinTech“-Regulierung in der Zukunft	241
I. Sonderregulierung für „FinTechs“ zwischen Stärkung der Innovationskraft und Schutz der Finanzmärkte sowie der Anleger	241
1. Notwendigkeit der „FinTech“-Regulierung?	241
a) Bedeutung und Risiken von „FinTechs“ für Anleger	241
aa) Aufsichtsrecht als Anlegerschutz	241
bb) Grauzonen einer Regulierung	244
(1) Abgrenzung von digitalen Vertriebsstrecken und „FinTechs“	244
(2) Gesonderte Regulierung digitaler Vertriebsstrecken und „FinTechs“?	245
(3) Sonderfall 1: automatisierte Finanzportfolioverwaltung und Social Trading	246
(4) Sonderfall 2: Crowdfunding	250
cc) „FinTechs“ im regulierten Bereich	251

b) Bedeutung und Risiken von „FinTechs“ für die Finanzmärkte	252
aa) „FinTech“ als genereller regulatorischer Sonderfall – technologiebasierte Modelle	252
(1) Neuartige regulatorische Bereiche?	252
(2) Vergleich von „FinTechs“ mit früheren Innovationen	254
bb) Sonderregulierung für Plattformen und deren Betreiber – Disintermediations-Modelle	256
(1) Crowdfunding	256
(2) Peer to Peer Lending	260
(3) Social Trading	261
c) Zwischenfazit und Zukunftsprognose	263
aa) Marktgröße und Potentiale	263
bb) Internationalisierung und branchenfremde Akteure	263
cc) Regulierungstendenzen	265
2. Konvergenz oder Konkurrenz von Regulierungszielen: Förderung von Innovationen versus Schutz der Finanzmärkte und Verbraucherschutz?	267
a) Grenzen des Anlegerschutzes	267
b) Grenzen des Schutzes funktionierender Finanzmärkte	269
aa) Europa- und verfassungsrechtlicher Gestaltungsspielraum	269
(1) Kompetenzen der EU zur Finanzmarktgesetzgebung	269
(2) Begrenzung der EU Kompetenzen durch das GG	272
bb) Langfristige gesellschaftliche Auswirkungen	275
cc) Gewährleistung der Funktionsfähigkeit des Marktes	278
dd) Regulierung als Eingriff in die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte	279
c) „Regulation Light“ – Das Beispiel von „Regulatory Sandbox“-Verfahren	280
aa) Definition und generelle Funktionsweise	280
bb) Praktische Anwendung	283
(1) Europa: UK und die Niederlande	283
(2) Singapur	285



cc) Bewertung der Vor- und Nachteile	286
(1) Bedeutung des Ansatzes	286
(2) Vorteile	287
(3) Nachteile	287
(4) Zwischenfazit	288
II. Eckpunkte für zukünftige Regulierung	289
1. Erweiterung des Definitionskatalogs von finanziellen Transaktionen (in § 1 KWG) um typisierte „FinTech“-Geschäftsmodelle	289
a) Definition der Modelle	289
aa) Erlaubnispflichten	289
bb) Ausnahme für Crowdfunding Investoren und Kapitalnehmer	293
b) Notwendigkeit einer europäisch vereinheitlichten Lösung	294
2. Beaufsichtigter Bereich mit geringeren regulatorischen Anforderungen zur Erprobung von innovativen Geschäftsmodellen	296
a) „Regulatory Sandbox light“ – funktionell-zeitlich abgestufte Erlaubnispflicht gem. § 32 KWG in zwei Stufen	296
aa) Grundsätzliches Vorgehen	296
bb) Umsetzungsoptionen de lege lata	299
b) Freiwillige Selbstverpflichtung als Alternative zu erweiterter hoheitlicher Regulierung	303
c) Feinjustierung und Anpassung bestehender Regulierung – „Small Banking Box“	304
3. Schutzzweck des Bankaufsichtsrechts als Grenze für leichte Regulierung?	305
a) Verbraucherschutz durch Haftungs- / Versicherungsschirm	305
b) Kapitalmarktschutz durch Festlegung maximaler Geschäftsvolumina	307
c) Selbstregulierung durch zivilrechtliche Haftungsregelungen	309
aa) Informationspflichten und Widerruf	309
bb) Gleichordnung als Anreiz zu redlichem Verhalten	310
§ 3 Ergebnisse, Fazit und Ausblick	312
A. Gesamtergebnis	312

B. Wesentliche Einzelergebnisse	313
I. Klassifizierung und Definition von „FinTechs“	313
II. Rechtliche Einordnung der untersuchten Geschäftsmodelle	
– Status Quo	315
1. Einordnung der Geschäftsmodelle	315
2. Optionen der „Regulation Light“	317
III. Handlungsbedarf bei der Regulierung von „FinTechs“	318
1. Aufsichtsrechtliche Erfassung der neuen Akteure auf Ebene der EU	318
2. Begrenzung des „Soft Law“	319
IV. Optionen und Thesen künftiger Regulierung	320
1. Bewertung der Regulierungsvorhaben	320
a) Bewertung existierender Optionen	320
b) Erkenntnisse aus dem Rechtsvergleich	320
c) Verfassungsrechtliche Grenzen einer EU-Regulierung	322
d) Nationaler Rechtsschutz	323
2. Thesen künftiger Regulierung	323
a) Notwendigkeit der Regulierung	323
b) Vorschläge zur Regulierung	324
aa) Erweiterung der Regulierung	324
bb) Einführung einer „regulatory Sandbox light“	326
cc) Feinjustierung der bestehenden Regulierung	327
C. Fazit und Ausblick	327
I. Fazit	327
II. Ausblick	330
Quellenverzeichnis	333
A. Literatur	333
B. Rechtstexte – Verlautbarungen der Aufsichtsbehörden	340
C. Sonstiges	342