

Robo-Advisor unter Berücksichtigung der neuen finanzmarktrechtlichen Rahmenbedingungen in der Schweiz

Master-Thesis

im Studiengang MAS Business Law

von

Lucie Fryzek

Eingereicht beim Referenten Dr. iur. Pascal Zysset

am 4.Juli 2019

I. Einleitung

1. Vorwort

Im Rahmen der Digitalisierung bieten immer mehr Unternehmen technologische Finanzinnovationen, sog. Fintech, an. Eine dieser Innovationen sind Robo-Advisor, welche erstmals in den USA aufkamen.¹ Jungunternehmen (sog. Start-up), wie Betterment und Wealthfront, konnten sich rasch als Robo-Advisor im US-amerikanischen Markt etablieren. Der Erfolg blieb nicht unbemerkt und etablierte Vermögensverwalter wie BlackRock, Vanguard, Charles Schwab sowie Fidelity haben Robo-Advisor entwickelt oder aufgekauft.² Heute bieten auch Unternehmen in der Schweiz Robo-Advisor an. Investomat, Descartes Finance, True Wealth, Elvia e-invest, Simplewealth aber auch integrierte Lösungen wie SaxoSelect sind einige der Plattformen, welche in der Schweiz um Marktanteile kämpfen. Das verwaltete Vermögen von Schweizer Robo-Advisor lag im Jahr 2018 bei etwa CHF 300 Mio.³ Im Vergleich zum verwalteten Vermögen in der Schweiz per Ende 2017 macht dies 0.0136 % aus.⁴ Robo-Advisor sind unterschiedlich ausgestaltet. Dies hat einen direkten Einfluss auf die zu beachtenden Anforderungen nach dem neuen Finanzmarktrecht, insbesondere dem Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und dem Finanzinstitutsgesetz (FINIG).

Mark Branson, der Direktor der FINMA, betonte schon früh, dass die FINMA das Ziel verfolgt, Innovationen zu fördern und aufgesetzte Regeln technologieneutral zu gestalten.⁵ Aufgrund der Einführung des FIDLEG sowie FINIG entstehen neue Anforderungen an Robo-Advisor aber auch Herausforderungen für die FINMA, die Aufsicht effizient zu gestalten. Im Rahmen dieser Arbeit wird auf Robo-Advisor und die damit verbundenen Vorteile sowie Risiken eingegangen. Daraufhin werden die wichtigsten Anforderungen der neuen Gesetze aufgezeigt, welche am unmittelbarsten für Robo-Advisor gelten. Anschliessend wird ebenfalls auf die internationale Entwicklung von Gesetzen und regulatorischen Anforderungen eingegangen. Ziel dieser Master-Thesis ist es anhand der ausgearbeiteten Literatur aufzuzeigen, in wie weit sich das neu organisierte Finanzmarktrecht auf Robo-Advisor auswirkt. In dieser Master-Thesis wird aus Gründen der einfacheren Lesbarkeit die männliche Form verwendet, sie schliesst aber selbstverständlich in gleichem Masse die weibliche Form mit ein.

¹ MAUME, S. 10 f.; TERTILT/SCHOLZ, S. 10.

² MAUME, S. 11; WEBER/BAISCH, Regulierung, S. 1067; IOSCO, Research Report, S. 25 f.

³ AGNESENS, Performance. Im Vergleich verwaltete der Robo-Advisor von Vanguard etwa USD 115 Mrd. oder derjenige von Charles Schwab etwa USD 33 Mrd.

⁴ IFZ und AMP, Study, S. 33 f.; Das verwaltete Vermögen durch Banken, Fondsleitungen, Effektenhändler sowie von beaufsichtigten Vermögensverwaltern in der Schweiz per Ende 2017 betrug CHF 2'208 Mrd.

⁵ BRANSON, Technologischer Wandel.

2. Definition Robo-Advisor

Robo-Advisor sind meist webbasierte Plattformen, welche durch ihre Software (i.d.R. durch einen Algorithmus) verschiedene Dienstleistungen, oft in Form der Anlageberatung, anbieten.⁶ In einem ersten Schritt erstellt der Robo-Advisor anhand eines vorgegebenen webbasierten Fragebogens ein Kunden- und Risikoprofil. Die Anzahl der Fragen und Tiefe der Abfrage variiert stark zwischen den Anbietern.⁷ Daten von Finanzprodukten werden durch den Algorithmus bewertet und der Robo-Advisor stimmt das Finanzprodukt mit dem Kunden- sowie Risikoprofil ab, um einen Anlagevorschlag zu generieren.⁸ Eine Studie des IFZ und des Kompetenzzentrums Banking Trends & Innovation der Swisscom hat ergeben, dass Robo-Advisor eine hohe Automatisierung sowie Standardisierung aufweisen und auf eine Beratung durch Personen weitgehend verzichtet wird.⁹

Neben hybriden Robo-Advisor, bei welchen weiterhin ein Kundenberater mit dem Kunden interagiert, wird generell zwischen drei verschiedenen Typen unterschieden¹⁰:

- i. Als eine Art von Vermögensverwalter übernehmen gewisse Robo-Advisor nicht nur die Anlageberatung, sondern eruiieren aufgrund von Kundenpräferenzen ein Portfolio, in welches der Robo-Advisor auch selbständig investiert. Die Software kann in diesem Rahmen auch die Portfolio-Optimierung mit Umschichtungen der Anlagen und damit die Zurückführung an die Ziel-Allokation (auch Rebalancing genannt) übernehmen;
- ii. Als Anlageberater kann ein Robo-Advisor ein Portfolio aufgrund von eingegebenen Kundenpräferenzen und Risikoprofil zusammenstellen. Der Kunde erhält Anlagevorschläge, trifft die Anlageentscheidung jedoch selbst;
- iii. Als letzte Erscheinungsform stellen einige Robo-Advisor lediglich vordefinierte Musterportfolios zur Verfügung. Dies geschieht mit keiner oder nur geringer Identifizierung des Kunden und seiner Präferenzen.

⁶ MAUME, S. 12.

⁷ LINARDATOS, S. 216; WEBER/BAISCH, Regulierung, S. 1066.

⁸ BAKER/DELLAERT, S. 729; LINARDATOS, S. 216; RINGE/RUOF, S. 4 f.

⁹ Swisscom und IFZ, S. 17.

¹⁰ MAUME, S. 12; TERTILT/SCHOLZ, S. 12.

Aufgrund der verschiedenen Ausgestaltung der Robo-Advisor überrascht es nicht, dass es für den Begriff "Robo-Advisor" noch keine einheitliche gesetzliche Definition gibt. Eine erste Abgrenzung erlauben die verschiedenen Definitionen von Aufsichtsbehörden, welche in den letzten Jahren publiziert wurden. Die US-amerikanische Behörde FINRA bezeichnet Robo-Advisor als digitale Anlageberatungsinstrumente, die von einem Finanzexperten zur Unterstützung des Anlageberatungsprozesses oder von einem Kunden für die eigene Anlagetätigkeit genutzt werden. Dabei geht FINRA davon aus, dass Robo-Advisor eine oder mehrere Kernaktivitäten bei der Verwaltung eines Portfolios übernehmen.¹¹ Die ASIC spricht bei Robo-Advice (der Beratungstätigkeit eines Robo-Advisor) von der automatisierten Finanzproduktberatung unter Einsatz von Algorithmen ohne eine direkte Mitwirkung eines Menschen.¹² Die BaFin versteht unter dem Begriff Robo-Advisor eine automatisierte Anlageberatung, welche nebst Musterportfolios auch Anlageempfehlungen und -vorschläge abgibt.¹³ Das JC-ESA definiert Robo-Advisor als eine Beratung der Verbraucher ohne oder mit wenig menschlichem Eingriff. Nach der Auffassung des JC-ESA werden die Robo-Advisor selbst durch computergestützte Algorithmen und/oder Entscheidungsbäume unterstützt.¹⁴

FINRA ist die einzige Behörde, welche unter Robo-Advisor ebenfalls Systeme subsumiert, die einen Finanzexperten beim Anlageberatungsprozess unterstützen. Die BaFin fügt in ihrer Definition zu den Dienstleistungen des Robo-Advisor als einziger Regulator ebenfalls die Abgabe von Musterportfolios hinzu. Die weiteren Definitionen sehen von diesen beiden Komponenten ab.

Robo-Advisor sind somit Plattformen für die Anlageberatung sowie die Vermögensverwaltung, welche aufgrund der persönlichen Präferenzen des Kunden eine automatisierte Anlageempfehlung von Finanzprodukten abgeben oder die Anlageentscheidung treffen. Dabei wird auf eine menschliche Interaktion weitestgehend verzichtet. Systeme, welche einen Finanzexperten bei der Anlageberatung unterstützen oder welche lediglich Musterportfolios publizieren, sind nicht von dem Terminus Robo-Advisor umfasst.

¹¹ FINRA, Report, S. 2. Als Kernaktivitäten bei digitalen Anlageberatungsinstrumenten bezeichnet die FINRA: „(i) customer profiling, (ii) asset allocation, (iii) portfolio selection, (iv) trade execution, (v) portfolio rebalancing, (vi) tax-loss harvesting and (vii) portfolio analysis.“

¹² ASIC, Consultation Paper, S. 6.

¹³ BaFin, Robo-Advice.

¹⁴ JC-ESA-Report N 20.

3. Technologische Umgebung der Robo-Advisor

Wie bereits erwähnt, verwenden Robo-Advisor i.d.R. Algorithmen für die Erbringung ihrer Dienstleistungen. Ein Algorithmus ist ein Software-Code. Dieser versucht aufgrund eines vorgegebenen Modells die Auswahl des richtigen Produkts für ein Kundenprofil zu optimieren.¹⁵ Eine hohe Qualität der Dienstleistung wird nur erzielt, wenn eine genügende Vielzahl an Finanzprodukten inklusive deren Attribute zur Verfügung stehen sowie die relevanten Daten der Kunden vorhanden und eruiert sind.¹⁶

Robo-Advisor bieten ihren Kunden die Dienstleistungen meist über eine Webseite oder eine Mobile-Applikation an. Unabhängig von der eingesetzten Technologie müssen Robo-Advisor ihren Kunden eine sichere Plattform anbieten, welche spezifische Anforderungen im Rahmen der E-Governance einhalten können. Speziell zu beachten haben Robo-Advisor Anforderungen an die: i) Systemsicherheit (u.a. Cybersecurity), ii) Akzeptanzfähigkeit, iii) Transaktionskosten, und iv) Protokollierung.¹⁷ Die Entwicklung der Systemsicherheit der Robo-Advisor sowie die Akzeptanz wird entscheidend sein für die weitere Entwicklung der Robo-Advisor in den kommenden Jahren. Robo-Advisor werden nur erfolgreich sein, wenn sie das Vertrauen der Kunden gewinnen und beibehalten können.¹⁸

4. Vorteile und Risiken von Robo-Advisor

Die automatisierte Anlageberatung eines Robo-Advisor bietet mehrere Vorteile. Robo-Advisor zeichnen sich durch einen kundenfreundlichen Zugang zu ihren Dienstleistungen aus.¹⁹ Sie erlauben ihren Nutzern rund um die Uhr den Zugriff auf ihre Plattform und damit Dienstleistungen, meist durch einen Online-Zugriff.²⁰ Die jederzeit ermöglichte Einsicht in das eigene Portfolio trifft die Kundenbedürfnisse von heute.²¹ Durch die automatisierten Abläufe und Entscheidungsfindungen kann die Anlageberatung zu tieferen Kosten als die traditionelle Anlageberatung angeboten werden.²² Eine Studie des IFZ hat Modellportfolios eines klassischen Schweizer Robo-Advisor für den Zeitraum von 2000 bis 2018 repliziert mit dem Ergebnis, dass (je nach Risikoprofil) nach Abzug der Kosten die Modellportfolios um bis zu 2 % per annum besser

¹⁵ BAKER/DELLAERT, S. 734; Siehe auch FINRA, Report, S. 3. Es wird davon ausgegangen, dass gewisse Robo-Advisor auf der "Modern Portfolio Theory" von Professor Harry Markowitz basieren und einen passiven, indexbasierten Ansatz für Investitionen implementieren, während andere ein aktives Investmentmanagement verfolgen.

¹⁶ BAKER/DELLAERT, S. 737; FINRA, Report, S. 5.

¹⁷ WEBER, E-Governance, S. 163.

¹⁸ RINGE/RUOF, S. 11.

¹⁹ RINGE/RUOF, S. 8.

²⁰ RINGE/RUOF, S. 8; JC-ESA-DP N 34.

²¹ LINARDATOS, S. 216.

²² MAUME, S. 2; RINGE/RUOF, S. 7; WEBER/BAISCH, Regulierung, S. 1069 f.; JC-ESA-DP N 31; IOSCO, Research Report, S. 30; Swisscom und IFZ, S. 17.

rentiert haben als vergleichbare Strategiefonds. Dieses Übertreffen der Rendite sei, gemäss der Studie, vor allem in Kostenvorteilen begründet.²³ Ein Robo-Advisor erlaubt weiter einem breiteren Publikum den Zugang zu Finanzdienstleistungen durch tiefere Mindestanlagesummen als traditionelle Vermögensverwalter oder Anlageberater.²⁴ In der Schweiz sehen Robo-Advisor aber teilweise noch hohe Mindestanlagesummen vor (vgl. Anhang I). Die automatisierten Abläufe ohne menschliches Eingreifen in die Entscheidungsfindung verspricht bei der Beratung einen unvoreingenommenen Ansatz, weil Fehler bei der Allokation der Finanzinstrumente aufgrund von Gefühlen oder Vorurteilen eliminiert werden.²⁵ Es wäre allerdings naiv anzunehmen, dass Robo-Advisor immun gegen falsche Anreize in ihrer Allokation sind, welche auch in der Vergangenheit Vermittler oder Berater von Finanzprodukten beeinflusst haben. Die Architektur der regelbasierten Algorithmen eines Robo-Advisor wird durch Menschen programmiert. Diese könnten selbst motiviert sein, die Algorithmen so zu programmieren, dass die Ergebnisse für das Unternehmen hinter dem Robo-Advisor und nicht für den Anleger am besten geeignet sind.²⁶

Den positiven Eigenschaften der Robo-Advisor stehen bestimmte potentielle Risiken gegenüber. Zurzeit scheinen die Modelle, welche der Beratung von Robo-Advisor unterliegen, vereinheitlicht zu sein.²⁷ Wenn immer mehr Anleger ihr Vermögen nach gleichen oder ähnlichen Modellen anlegen, entstehen potenzielle Solvabilitäts- und Systemrisiken, wobei grosse Teile der Anleger potenziell korrelierte Verluste erleiden könnten.²⁸ Aus einer von der IOSCO durchgeführten Umfrage geht hervor, dass die überwiegende Mehrheit von Robo-Advisor Investmentfonds sowie Exchange Traded Funds empfehlen.²⁹ Der Markt der Exchange Traded Funds bietet viele Produkte an, wodurch die Konzentration auf diese Produkte eine gewisse Diversität der Empfehlungen sichert und Solvabilitäts- und Systemrisiken nur bedingt zu befürchten sind.³⁰ Aber auch die Robo-Advisor selbst könnten diesen Bedenken begegnen, indem die Algorithmen ausgebaut und erweitert werden (zu denken ist auch an Weiterentwicklungen der Robo-Advisor aufgrund maschinellem Lernen oder künstlicher Intelligenz), um Dank makroökonomischen Daten Marktbewegungen oder sogar das Auftreten von Schocks hervorzusehen.³¹

²³ AGNESENS, Performance.

²⁴ BLOCH/MINS, S. 171; EDWARDS, S. 9; ASIC, Consultation Paper, S. 6; JC-ESA-DP N 32; JC-ESA-Report N 5.

²⁵ RINGE/RUOF, S. 9 f.

²⁶ BAKER/DELLAERT, S. 732; EDWARDS, S. 9; FINRA, Report, S. 6; JC-ESA-DP N 57 ff.

²⁷ MAUME, S. 21.

²⁸ BAKER/DELLAERT, S. 732 f.; EDWARDS, S. 15; RINGE/RUOF, S. 18.

²⁹ MAUME, S. 4; RINGE/RUOF, S. 4 f.; IOSCO, Automated Advice, S. 9.

³⁰ MAUME, S. 38 f.

³¹ RINGE/RUOF, S. 24.

Neben den makroprudenziellen Risiken ergeben sich auch mikroprudenzielle Risiken. Die Mehrheit der Kunden von Robo-Advisor sind Privatpersonen. Es kann zu Fehleingaben bei der Ermittlung des Risikoprofils von diesen Kunden kommen, da die Kunden teilweise nur begrenzt in der Lage sind mit allen Informationen sachgerecht umzugehen³² oder für sie wichtige Informationen nicht lesen, da diese als "Kleingedrucktes" und daher als nicht relevant empfunden werden³³. Weiter haben Privatpersonen i.d.R. nur begrenzte Möglichkeiten Anlageentscheidungen zu hinterfragen. Zudem findet die Kategorisierung der Kunden durch Robo-Advisor oft aufgrund simpler Fragebögen statt, wodurch individuelle Präferenzen womöglich nicht berücksichtigt werden und das Risikoprofil nicht dem Kunden entspricht.³⁴ Diese Risiken können zu Fehlallokationen sowie Verlusten führen, welche für die Kundenbasis nicht tragbar sind.

5. Abgrenzung

Diese Arbeit konzentriert sich auf diejenige Robo-Advisor, welche einem Kunden direkt die Anlageempfehlung abgeben oder das Portfolio verwalten. Interne Systeme, welche bei der Erbringung von Anlageberatung oder Vermögensverwaltung als Unterstützung genutzt werden, werden nicht untersucht. Nicht weiter beachtet werden des Weiteren die regulatorischen Anforderungen für Plattformen, die als "Execution-only-Plattformen" ausgestaltet sind oder durch Musterportfolios allgemeine Anlageempfehlungen zur Verfügung stellen. Rechtliche Fragestellungen zur Haftung und Strafbarkeit der Robo-Advisor, Datenschutz und geistiges Eigentum sowie technische Aspekte sind nicht Bestandteil dieser Master-Thesis. Auch auf die Sorgfaltspflichten nach dem GWG wird nicht im Detail eingegangen.

³² JC-ESA-Report N 69.

³³ RINGE/RUOF, S. 33.

³⁴ JC-ESA-Report N 69.