

Inhaltsverzeichnis

1. Teil: Einführung und Grundlagen des Robo-Advisors	23
§ 1 Robo-Advisor: Eine neue Form der Finanzdienstleistung	25
A. Einführung – Die Digitalisierung des Finanzsektors	25
I. Robo-Advisor als neue Form der Finanzdienstleistung	28
1. Begriff des Robo-Advisors	29
a) Die FinTech-Unternehmen	29
b) Der Begriff des Robo-Advisors	31
2. Kritische Würdigung des Begriffs des Robo-Advisors	33
II. Vorteile und Risiken des digitalen Finanzdienstleisters	36
1. Vorteile	36
a) Vorteile für den Finanzintermediär	36
aa) Kostenvorteile für den Anbieter	37
bb) Erweiterung der Anlegerreichweite	38
cc) Qualitätsvorteile	39
b) Vorteile für den Anleger	41
aa) Kostenvorteile für den Anleger	41
bb) Zugangsvorteile	42
cc) Qualitätsvorteile	44
2. Risiken	46
a) Risiken für Finanzintermediäre	46
aa) Unsachgemäße oder fehlerhafte Software	47
bb) Unklare rechtliche Rahmenbedingungen	49
b) Risiken für den Anleger	50
aa) Risiken, die vom Anbieter ausgehen	51
bb) Risiken, die vom Anleger ausgehen (mangelnde Sorgfalt)	54
cc) Unsachgemäße oder fehlerhafte Software	54
dd) Datenschutz	55
ee) Interessenkonflikte	56
III. Entwicklung und Verbreitung	60
1. Vor der Finanzkrise 2008	60

2. Finanzkrise 2008 und der erste digitale Finanzdienstleister	61
3. Erster deutscher digitale Finanzdienstleister	63
4. Zukünftige Entwicklung in Deutschland, Europa und den USA	63
a) Der deutsche und europäische Markt und deren Entwicklung	63
b) Der US-amerikanische Markt und deren Entwicklung	67
B. Geschäftsmodelle der digitalen Finanzdienstleister	69
I. Die Generationen von digitalen Finanzdienstleistern	69
1. Die erste Generation	69
2. Die zweite Generation	70
3. Die dritte Generation	71
4. Die vierte Generation	72
II. Allgemeines Geschäftsmodell	72
1. Selbsteinschätzung des Kunden auf digitaler Plattform	72
2. Algorithmusbasiertes Kundenportfolio	73
3. Umsetzung der Anlage	74
4. Portfolioumschichtung (Rebalancing)	75
5. Gebühren/Entgelt	75
III. Anlageberatung am Beispiel der bevestor-GmbH	76
1. Allgemeines	76
2. Konkretes Geschäftsmodell	76
a) Anlagestrategien/Risikoklassen	78
b) Anlagevermittlung nach der Anlageberatung oder bei Direktkauf	79
3. Vertragsdurchführung	79
4. Vergütung bei bevestor	79
IV. Finanzportfolioverwaltung am Beispiel von Scalable Capital Vermögensverwaltungs-GmbH	80
1. Allgemeines	80
2. Konkretes Geschäftsmodell	81
3. Vertragsdurchführung	82
4. Vergütung bei Scalable Capital	83
V. Anlagevermittlung am Beispiel von bevestor	83
1. Konkretes Geschäftsmodell	84
VI. Organisation der digitalen Finanzdienstleister	84

VII. Abgrenzung zum Social Trading	87
§ 2 Rechtliche und ökonomische Grundlagen	89
A. Rechtliche Grundlagen	89
I. Europäische Rechtsquellen	90
1. Europarechtliche Vorgaben	90
2. Delegierte Rechtsakte	93
3. Sonstige europäische Rechtsquellen	94
II. Deutsche Rechtsquellen	97
1. WpHG, KWG, GewO und FinVermV	97
2. BaFin-Merkblätter	99
3. Vertragsrecht	101
4. Sonstige deutsche Rechtsquellen	101
III. Zusammenfassung	102
B. Ökonomische Grundlagen	102
I. Finanzdienstleistungen als Kontraktgut mit Vertrauenseigenschaften	104
1. Güterkategorisierung der Finanzdienstleistungen	104
II. Die Prinzipal-Agenten-Theorie	107
1. Der menschliche Finanzdienstleister als Agent	108
a) Hidden Characteristics (<i>Adverse Selektion</i>)	109
b) Hidden Actions (<i>Moral Hazard</i>)	111
c) Hidden Information (<i>Moral Hazard</i>)	112
III. Prinzipal-Roboter-Beziehung bzw. Prinzipal-Roboter- Agenten-Beziehung	112
IV. Informationsdefizite bei digitalen Finanzdienstleistungen im Sinne der Prinzipal-Roboter-Agenten-Beziehung	113
1. Hidden Characteristics	114
2. Hidden Actions	115
3. Hidden Information	116
V. Folgen und ausgewählte Möglichkeiten einer Reduzierung von Informationsasymmetrien	116
1. Selbstheilungsmechanismen des Marktes	117
a) Abbau von Informationsasymmetrien durch die Marktteilnehmer	117
aa) Screening bei digitalen Finanzdienstleistern	118

bb) Signaling bei digitalen Finanzdienstleistern	120
(1) Reputation bei digitalen Finanzdienstleistern	120
(2) Garantieversprechen bei digitalen Finanzdienstleistern	122
(3) Selbstbehalt (Selbstselektion)	123
(a) Ergebnisorientierte Selbstbindung bei digitalen Finanzdienstleistern	124
(b) Verhaltensorientierte Selbstbindung bei digitalen Finanzdienstleistern	126
b) Zusammenfassung	127
2. Abbau von Informationsasymmetrien durch wirtschaftspolitische Maßnahmen	127
3. Ergebnis und Problemstellung bei digitalen Finanzdienstleistern	128
2. Teil: Aufsichtsrechtliche Qualifikation der Erscheinungsformen von digitalen Finanzdienstleistern	129
§ 3 Digitale Finanzdienstleister als Anlageberater	131
A. Rechtliche Grundlagen	131
I. Aufsichtsrechtliche Regelungen	131
II. Zivilrechtliche Regelungen	131
B. Digitale Finanzdienstleister als Anlageberater	132
I. Abgabe einer Empfehlung gegenüber dem Anleger oder dessen Vertreter	132
1. Grundlagen	132
2. Empfehlung durch einen Algorithmus	134
II. Persönliche Empfehlung	135
1. Tatsächliche Prüfung der persönlichen Umstände	135
a) Begriff der persönlichen Verhältnisse	136
b) Umfang der Abfrage der persönlichen Verhältnisse	138
c) Persönliche Empfehlung durch den Algorithmus	139
d) Ergebnis	140
2. Eindruck der Beachtung der persönlichen Verhältnisse	141
a) Eindruck der persönlichen Verhältnisse bei digitalen Finanzdienstleistern	141

b) Ausschluss durch AGB und Disclaimer	142
aa) Ausschluss der aufsichtsrechtlichen Anlageberatung durch AGB	143
bb) Zerstörung des Anscheins der Anlageberatung durch Disclaimer	143
III. Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten	145
1. Grundlagen	145
a) Begriff des Geschäfts	145
b) Finanzinstrumente	145
c) Begriff der Bestimmtheit	146
aa) Anzahl der verfügbaren Produkte und Grad der Eingrenzung	147
bb) Bedeutung für Digitale Finanzdienstleister	147
2. Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten bei digitalen Finanzdienstleistern	149
IV. Keine Bekanntgabe der Empfehlung über Informationsverbreitungskanäle oder für die Öffentlichkeit	150
1. Grundlagen	150
2. Empfehlung auf der Internetplattform der digitalen Finanzdienstleister	151
V. Keine Finanzportfolioverwaltung	152
VI. Erlaubnispflichten	154
1. Erlaubnispflicht nach § 32 KWG	154
a) Digitaler Finanzdienstleister als Teil einer Bank	155
b) Unabhängige digitale Anbieter	155
2. Erlaubnispflicht nach § 34 f GewO	156
a) Bereichsausnahme nach § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 KWG	157
aa) Anlageberatung und/oder Anlagevermittlung	157
bb) Personenkreis im Sinne des § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 lit. a bis lit. e KWG	157
cc) Finanzinstrumente im Sinne des § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 KWG	158
C. Zivilrechtliche Einordnung	159
I. Zustandekommen des Beratungsvertrages	159
1. Allgemeines	159
2. Zustandekommen des Beratungsvertrags bei digitalen Finanzdienstleistern	160

II. Verbraucherrechtliche Besonderheiten	161
1. Verbrauchereigenschaft	162
2. Verbrauchervertrag	162
§ 4 Digitale Finanzdienstleister als Anlagevermittler	165
A. Rechtliche Grundlagen	165
I. Aufsichtsrechtliche Regelung	165
II. Abgrenzung zur Anlageberatung	166
1. Grundlagen der Abgrenzung	166
2. Anwendung der Grundsätze bei digitalen Finanzdienstleistern	169
a) Erwartungen des Anlegers	169
b) Anlageberatung auch ohne Fragebogen?	171
c) Zwischenergebnis	172
III. Zivilrechtliche Regelungen	172
B. Anlagevermittlung ohne Beantwortung des Fragebogens	173
I. Vermittlungstätigkeit	173
1. Vermittlung bei digitalen Finanzdienstleistern	175
II. Geschäfte für die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten	175
1. Anschaffung und Veräußerung	175
2. Finanzinstrumente	176
III. Erlaubnis	177
C. Zivilrechtliche Einordnung	177
I. Anlagevermittlungsvertrag	177
II. Zustandekommen	178
1. Allgemeines	178
2. Zustandekommen des Auskunftsvertrages bei digitalen Finanzdienstleistern	179
III. Verbraucherrechtliche Besonderheiten	179
§ 5 Digitale Finanzdienstleister als Finanzportfolioverwalter	181
A. Rechtliche Grundlagen	181
I. Aufsichtsrechtliche Regelungen	181
II. Zivilrechtliche Regelungen	182

B. Digitale Finanzdienstleister als Finanzportfolioverwalter	182
I. Verwaltung einzelner Vermögen	183
1. Rechtliche Vorgaben	183
a) Individuelle oder kollektive Verwaltung	183
b) Standardisierte Vermögensverwaltung	185
II. Dauerhaftigkeit	185
III. Verwaltung fremden Vermögens	186
1. Vertretermodell/Vollmachtsmodell	187
2. Treuhandmodell	187
3. Treuhandmodell bei digitalen Finanzdienstleistern in Deutschland	188
IV. Finanzinstrumente	189
V. Dispositionsbefugnis	189
1. Anlagerichtlinien	190
VI. Abgrenzung zur Anlageberatung und Anlagevermittlung	191
VII. Erlaubnis	192
C. Zivilrechtliche Einordnung	192
I. Vermögensverwaltungsvertrag	192
II. Beratungsvertrag	193
1. Allgemeines	193
2. Ausschluss der Beratung	195
III. Verbraucherrechtliche Besonderheiten	196
 § 6 Einordnung digitaler Finanzdienstleister in den USA	197
A. US-amerikanisches Kapitalmarktrecht („Securities Laws“)	197
I. Die Struktur des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts	197
II. Bundesgesetze	199
1. Investment Advisers Act von 1940	200
a) Verpflichtungen des Investment Advisers nach dem IAA 1940	201
b) Streit über die Erfüllung der Duty of Care bei digitalen Finanzdienstleistern	201
2. Securities Exchange Act von 1934	204
3. Investment Company Act von 1940	205
III. Die SEC als Bundesaufsichtsbehörde der USA	205
IV. Die FINRA als SRO	207
V. Richtlinien und Konkretisierungen	208

B. Regulierung von digitalen Finanzdienstleistern nach dem Securities Law	208
I. Registrierung als Investment Adviser nach dem IAA von 1940	209
1. Allgemeines	209
a) Das Konzept der Fiduciary Duties	210
2. Folgen für den digitalen Finanzdienstleister	212
II. Digitale Finanzdienstleister als Broker-Dealer nach dem SEA 1934	212
III. Digitale Finanzdienstleister unter dem ICA 1940	213
1. Begriff der „Investment Company“	213
2. Ausnahmeregelungen nach dem ICA 1940 (Safe Harbour)	214
3. Digitale Finanzdienstleister unter der Ausnahmeregelung	216
3. Teil. Gesetzliche Verhaltens- und Aufklärungspflichten von digitalen Finanzdienstleistern im Vergleich zu den Regulierungsansätzen der US-amerikanischen Aufsichtsbehörden	217
§ 7 Grundlagen der Verhaltenspflichten aus §§ 63 ff WpHG und der FinVermV	219
A. Anlegerkategorisierung	219
I. Allgemeines	219
1. Professionelle Kunden	220
2. Privatkunden	221
II. Anlegerkategorisierung bei digitalen Finanzdienstleistern	221
B. Rahmenvereinbarung	224
I. Allgemeines	224
II. Rahmenvereinbarungen bei digitalen Finanzdienstleistern	225
C. Finanzanlagenvermittlerverordnung	225

§ 8	Abbau von Informationsdefiziten bei digitalen Finanzdienstleistern durch die allgemeine Interessenwahrungspflicht nach § 63 Abs. 1 WpHG	227
A.	Verhaltensbezogene Selbstbindung (ehrlich, redlich, professionell, im besten Interesse)	228
I.	Ehrlich und redlich	230
II.	Professionell	231
1.	Allgemeine Sachkenntnisse (know your product)	232
2.	Spezielle Sachkenntnisse hinsichtlich des Finanzinstruments	233
3.	Ökonomische Analyse	233
B.	Im besten Interesse des Anlegers	233
C.	Analyse der allgemeinen Sorgfaltspflicht bei digitalen Finanzdienstleistern	235
I.	Ehrliches, redliches und professionelles Verhalten bei digitalen Finanzdienstleistern	235
1.	Problemstellung	235
2.	Ehrlich	237
3.	Redlich	237
a)	Regulierungsansätze aus den USA	238
b)	Übertragung auf deutsches Recht	238
4.	Professionell	239
II.	Das bestmögliche Interesse bei digitalen Finanzdienstleistern	240
III.	Kritische Würdigung	242
1.	Der „ehrliche“ Algorithmus nach § 63 Abs. 1 WpHG	243
2.	Der „redliche“ Algorithmus	243
3.	Der „professionelle“ Algorithmus	243
4.	Zusammenfassung	244
§ 9	Abbau der Informationsdefizite bei digitalen Finanzdienstleistern durch die Informationsoffnenlegung	245
A.	Informationspflichten aus § 63 Abs. 6 WpHG	247
I.	Zugänglichmachen von Informationen	248
II.	Anforderungen an die Informationen	248
1.	Redlichkeit	249

2. Eindeutigkeit	249
3. Nicht irreführend	250
4. Grafische Darstellung von zukünftiger Wertentwicklung	250
III. Besonderheiten der Offenlegung bei digitalen Finanzdienstleistern	
1. Offenlegungspflichten nach dem IAA 1940	252
2. Situation in Deutschland	253
3. Kritische Würdigung	254
4. Konkrete Darstellung von Wertentwicklungen bei digitalen Finanzdienstleistern	255
	256
B. Abbau von Informationsdefiziten durch Pflichtinformationen vor oder bei der Erbringung der Wertpapierdienstleistung, § 63 Abs. 7 WpHG	257
I. Information über das Wertpapierdienstleistungsunternehmen	258
II. Informationen über die Wertpapierdienstleistung	260
1. Besondere Vorgaben bei der Finanzportfolioverwaltung	261
2. Situation bei digitalen Finanzdienstleistern	262
III. Informationen über Finanzinstrumente	262
IV. Informationen über Ausführungsplätze	263
V. Informationen über Kosten und Nebenkosten	264
1. Grundlagen	264
2. Pauschalgebühren bei digitalen Finanzdienstleistern (Bundling)	265
VI. Besondere Informationspflichten, § 64 Abs. 1 WpHG	266
VII. Sonderinformationspflicht bei digitalen Finanzdienstleistern in den USA, Deutschland und Europa	267
1. Sonderinformationspflichten bei digitalen Finanzdienstleistern in den USA	267
a) Besondere Informationspflichten nach der SEC	267
b) Sonderpflicht bzgl. Rebalancing nach der FINRA	268
2. Sonderinformationspflichten für digitale Finanzdienstleister nach der ESMA	269
3. Kritische Analyse	271
a) Kein Anspruch auf Offenlegung der Funktionsweise und Parameter des Algorithmus	272
b) Situation in den USA	273
c) Übertragung auf Deutschland	274

C. Abbau der Informationsdefizite bei digitalen Finanzdienstleistern durch die Offenlegung von Interessenkonflikten	278
I. Grundlagen	278
1. Offenlegung von Interessenkonflikten in den USA	278
2. Offenlegung von Interessenkonflikten in Deutschland	281
II. Interessenkonflikte bei Digitalen Finanzdienstleistern	282
1. Interessen des digitalen Finanzdienstleisters	282
2. Interessen der Unternehmen	283
3. Kundeninteresse	284
4. Interessenkonflikte bei der Nutzung eines Algorithmus	284
a) Interessenkonflikte durch Programmierung des Algorithmus	285
aa) Ausschließlich eigene Produkte und/oder Produkte der verbundenen Unternehmen	287
bb) Absatzverpflichtungen und -interessen als Interessenkonflikt	287
b) Interessenkonflikte, die das Design des Algorithmus beeinflussen	289
c) Zwischenfazit	289
III. Offenlegung und Vermeidung von Interessenkonflikten bei digitalen Finanzdienstleistern	289
1. Art und Weise sowie Umfang der Offenlegungspflicht im Vergleich zum Zivilrecht	289
2. Regulierungsansätze aus den USA	291
a) Regulierungsansätze der Aufsichtsbehörden	291
b) Weitere Regulierungsansätze in der US-amerikanischen Literatur	292
3. Regulierungsansätze in Deutschland und Europa	294
4. Kritische Analyse	295
D. Abbau der Informationsdefizite durch Offenlegung von Zuwendungen	296
I. Offenlegung von Zuwendungen nach § 70 WpHG	296
II. Begrenztes Zuwendungsverbot bei der Finanzportfolioverwaltung, § 64 Abs. 7 WpHG	298
1. Monetäre Zuwendungen	299
2. Zuwendungen der depotführenden Bank	300
3. Nichtmonetäre Zuwendungen	301

E. Kundenexploration und Geeignetheitsprüfung	303
I. Allgemeines	303
1. Rechtslage in den USA (Duty of Care)	303
a) Geeignete Beratung für den Anleger („Suitable Advice“)	304
b) Sicherstellung der bestmöglichen Ausführung („Best Execution“)	305
c) Laufende Beratungs- und Kontrollpflicht	306
2. Rechtslage in Deutschland	306
II. Informationen über den Zweck der Geeignetheitsprüfung	307
III. Einholung von Kundeninformationen	308
1. Anforderungen an den Online-Fragebogen in den USA	308
a) Anforderungen nach der SEC	308
b) Bedenken und Anforderungen der FINRA	309
2. Anforderungen an den Online-Fragebogen in Deutschland und Europa	310
3. Kenntnisse und Erfahrungen	313
4. Kritische Würdigung	316
IV. Umfang der Kundenexploration	317
1. Erforderliche Informationen	317
2. Zuverlässigkeit der Kundeninformationen	323
3. Aktualisierung der Kundenangaben	326
V. Geeignetheitsprüfung	327
1. Geeignetheitsprüfung durch den Algorithmus	328
a) Erster Schritt der Geeignetheitsprüfung	329
b) Zweiter Schritt der Geeignetheitsprüfung	329
c) Konkrete Geeignetheitsprüfung konkreter Finanzinstrumente	330
VI. Exploration und Geeignetheitsprüfung nach § 16 Abs. 1 und 2 FinVermV	331
F. Portfolioumschichtungen durch den Algorithmus, § 64 Abs. 3 S. 3 WpHG, Art. 54 Abs. 11 Delegierte VO 2017/565	332
G. Geeignetheitserklärung	333
I. Allgemeines	333
II. Die Geeignetheitserklärung bei digitalen Finanzdienstleistern	334

III. Inhalt, Form und Zeitpunkt der Geeignetheitserklärung	334
1. Inhalt	334
2. Form	336
3. Zeitpunkt	337
IV. Geeignetheitserklärung nach § 18 FinVermV	338
H. Laufende Geeignetheitsprüfung bei der Finanzportfolioverwaltung	339
I. Berichtspflichten, Art. 60 ff. Delegierte VO 2017/565	340
I. Regelmäßige Berichte, Art. 60 Delegierte VO 2017/565	341
II. Berichte über Wertverluste, Art. 62 Delegierte VO 2017/565	342
III. Kundenfinanzinstrumente und Kundengelder, Art. 63 Delegierte VO 2017/565	344
§ 10 Abbau der Informationsdefizite bei digitalen Finanzdienstleistern durch verhaltensbezogene und erfolgsbezogene Selbstbindung	345
A. Organisatorische Pflichten nach § 80 Abs. 1 WpHG	346
I. Vorkehrungen für Kontinuität und Regelmäßigkeit der Wertpapierdienstleistung	347
1. Folgen für digitale Finanzdienstleister	348
2. Abwälzung der Sicherheit der technischen Infrastruktur auf den Kunden	349
II. Vermeidung von Interessenkonflikten	350
1. Erkennen eines potentiellen Interessenkonflikts	351
2. Maßnahmen zur Bewältigung von Interessenkonflikten	353
3. Situation in den USA (conflicts of interests)	354
III. Vermeidung von Interessenkonflikten durch den Algorithmus	354
IV. Vermeidung von Interessenkonflikten durch vertragliche Abreden	355
V. Einrichtung und Aufrechterhaltung eines Compliance-Systems	357
1. Besondere Compliance-Funktion. Situation in den USA	358
a) Regulierungsansätze der SEC	358
b) Regulierungsansätze der FINRA	359
2. Besondere Compliance-Funktion. Situation in Deutschland	361

3. Kritische Analyse	362
B. Organisationspflichten bei algorithmischen Handel nach § 80	
Abs. 2 WpHG	363
I. Algorithmen von digitalen Finanzdienstleistern	364
1. Anlageberatung und Anlagevermittlung	365
2. Finanzportfolioverwaltung	365
II. Stellungnahme	366
C. Aufzeichnungspflichten nach § 83 WpHG	367
I. Allgemeines	367
II. Aufzeichnung bei elektronischer Kommunikation	368
§ 11 Abbau von Informationsdefiziten durch Anwendung der Regelungen für Mitarbeiter auf algorithmusbasierte Wertpapierdienstleistung	371
A. Der Algorithmus als „Mitarbeiter“ nach § 87 WpHG und § 63	
Abs. 3, 5 WpHG	371
I. Allgemeines	371
II. Algorithmus als Mitarbeiter bei digitalen Finanzdienstleistern	373
1. Problemstellung	373
2. Die Geschäftsleitung als Mitarbeiter der Anlageberatung und Finanzportfolioverwaltung	374
3. Der Algorithmus als Mitarbeiter im Sinne des § 87 Abs. 1, 3 WpHG	375
a) Mitarbeitereigenschaft	375
4. Verstehen der Eigenschaften und Wirkungen der Finanzinstrumente, § 63 Abs. 5 WpHG	377
a) Allgemeines	377
b) Erfüllung bei digitalen Finanzdienstleistern	379
5. Die für den Algorithmus verantwortlichen Personen (Prinzipal-Roboter-Agenten-Theorie)	382
a) Verantwortliche Personen hinter dem Algorithmus	383
b) Spezielle Qualifikationsanforderungen an Mitarbeiter	384
aa) Ansätze in Europa und Deutschland	384
bb) Ansätze in den USA	385
cc) Kritische Würdigung	385

III. Vergütungsstrukturen bei digitalen Finanzdienstleistern	387
§ 12 Allgemeine Wohlverhaltens- und Organisationspflichten nach der FinVermV	389
I. Allgemeine Verhaltenspflichten, § 11 FinVermV	389
II. Vermeidung, Regelung und Offenlegung von Interessenkonflikten, Vergütung § 11a FinVermV	390
III. Informationspflichten, §§ 12 ff. FinVermV	393
1. Grundsatz der Informationspflicht, § 14 FinVermV	393
2. Statusbezogene Informationspflichten, § 12 FinVermV	393
3. Informationen über Vergütungen und Zuwendungen, § 12a FinVermV	394
4. Informationen über Risiken, Kosten und Nebenkosten	394
IV. Aufzeichnungspflichten	396
1. Allgemeine Aufzeichnungspflicht, § 22 FinVermV	396
2. Besondere Aufzeichnungspflicht, § 18a FinVermV	396
V. Zielmarktverpflichtungen nach § 16 Abs. 3b FinVermV	398
VI. Bedeutung der Änderung für digitale Finanzdienstleister	400
4. Teil. Zusammenfassung der gewonnenen Erkenntnisse in Thesen	401
Literaturverzeichnis	411