

Anlageberatung im Wandel

Ansätze für ein neues Regulierungs- und Aufsichtsregime

Philipp Eckhardt und Anastasia Kotowski



Wenn sich Verbraucher über eine Finanzanlage informieren oder beraten lassen wollen, treffen sie heutzutage auf verschiedene Akteure, darunter Finanzdienstleistungsinstitute, Finanzanlagenvermittler und Finfluencer. Oft ist ihnen jedoch nicht bewusst, dass diese Akteure unterschiedlich streng reguliert sind und keiner einheitlichen Aufsicht unterliegen. Dies führt regelmäßig zu Debatten über die damit verbundenen Risiken für den Anlegerschutz, mögliche Wettbewerbsverzerrungen oder auch potenzielles Arbitrageverhalten. In dieser cep-Studie soll der bestehende Regulierungs- und Aufsichtsrahmen daher genauer betrachtet und einige Ansätze für eine Reform des Rahmens diskutiert werden.

- ▶ Grundsätzlich ist es ein gutes Zeichen, dass Verbraucher über eine Vielzahl an Kanälen an Finanzinformationen gelangen und sich bei der Kapitalanlage unterstützen lassen können. Es zeugt von intensivem Wettbewerb und niedrigen Markteintrittshürden. Die derzeit bestehende fragmentierte Regulierungs- und Aufsichtslandschaft ist jedoch weniger nachvollziehbar, insbesondere aus Verbrauchersicht.
- ▶ Nicht zuletzt das Aufkommen von Finfluencern macht eine Angleichung der bestehenden Regulierungsstandards erforderlich. Diese Konvergenz sollte möglichst auf europäischer Ebene unter dem MiFID-Dach erfolgen und alle in der Studie betrachteten Marktakteure einbeziehen.
- ▶ Die künftige Regulierung der Marktteilnehmer sollte u.a. für einheitliche Wettbewerbsbedingungen sorgen, Arbitrageverhalten erschweren, ein einheitliches Anlegerschutzniveau etablieren, eine Weitung und Konkretisierung der Definition der Anlageberatung vorsehen sowie das Primat der Verhältnismäßigkeit wahren.
- ▶ Es bedarf einer gründlichen Prüfung, ob die derzeitige Fragmentierung bzw. das Fehlen einer adäquaten Aufsicht noch zeitgemäß ist. Dabei ist insbesondere über eine Verlagerung von Aufsichtskompetenzen und den Neuaufbau von Aufsichtsverantwortlichkeiten nachzudenken.

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung.....	3
2	Europarechtliche Vorgaben zur Anlageberatung.....	4
3	Regulierung und Aufsicht.....	5
3.1	Regulierung und Aufsicht über Anlageberater bzw. Finanzdienstleistungsinstitute	5
3.2	Regulierung und Aufsicht über Finanzanlagenvermittler bzw. Honorar-Anlageberater	5
3.3	Regulierung und Aufsicht über Finfluencer.....	7
3.4	Erstes Zwischenfazit	10
3.5	Geltende Anforderungen zum Anlegerschutz.....	10
3.5.1	Grundprinzipien der Anlageberatung.....	10
3.5.2	Umgang mit Interessenkonflikten	10
3.5.3	Anforderungen an die Vergütung von Beschäftigten.....	11
3.5.4	Produktfreigabeverfahren und Zielmarktorientierung	11
3.5.5	Prüfung der Geeignetheit und Angemessenheit.....	12
3.5.6	Transparenzanforderungen.....	13
3.5.7	Umgang mit Zuwendungen bzw. Provisionen.....	14
3.5.8	Umgang mit Zuwendungen bzw. Provisionen bei unabhängiger bzw. Honorarberatung.....	15
3.5.9	Bereitstellung von Informationen und Marketingmitteilungen.....	16
3.6	Zweites Zwischenfazit	16
4	Schlussfolgerungen	17

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Wesentliche Unterschiede in der Regulierung und Aufsicht.....	10
Tabelle 2:	Zuwendungs- bzw. Provisionsregelungen	15
Tabelle 3:	Leitprinzipien für ein angemessenes Regulierungs- und Aufsichtsregime.....	20

1 Einleitung

Seit vielen Jahren wird moniert, dass in der EU und auch in Deutschland zwar viel, aber vielfach falsch gespart wird. Während andere Jurisdiktionen oftmals geringere Sparquoten aufweisen, werden die Gelder, die dann doch gespart werden, häufig profitabler angelegt. Während die Europäer und insbesondere die Deutschen eine starke Präferenz für Tagesgeld- und Festgeldkonten haben und die Anlage in potenziell renditeträchtigeren Wertpapieren (z.B. Aktien, Anleihen) eher scheuen, sieht das in anderen Ländern wie den USA ganz anders aus. Nicht erst seit der Vorstellung der EU-Kleinanlegerstrategie oder der Vorschläge der Bundesregierung zur Stärkung der privaten Altersvorsorge gibt es daher verstärkt Bemühungen, an dieser Situation etwas zu ändern und die Kapitalmarktteilnahme zu steigern.

Ein Baustein, damit dies gelingen kann, ist Vertrauen, und zwar insbesondere Vertrauen in diejenigen Akteure, die den Bürgerinnen und Bürgern Informationen zu Finanzanlagen zur Verfügung stellen, Finanzprodukte vermitteln und sie bei der Anlageentscheidung unterstützen und beraten. Doch worauf stützt sich dieses Vertrauen? Ein wesentlicher Anker dürfte eine angemessene Regulierung von und Aufsicht über die Marktakteure sein, die die Anleger einerseits befähigt, profunde Anlageentscheidungen zu treffen, und sie andererseits vor bestimmten Risiken und Gefahren angemessen schützt. Und von solchen Akteuren gibt es heutzutage mehr denn je, was grundsätzlich für einen lebendigen Wettbewerb auf dem Markt für Anlageberatung spricht. Diese reichen von Finanzdienstleistungsinstituten über Finanzanlagenvermittler und Honorar-Anlageberater bis hin zu sogenannten Finfluencern, die über die sozialen Medien insbesondere das jüngere Publikum ansprechen und Anlageempfehlungen aussprechen.

Doch sind (potenzielle) Anleger, gleich wem sie das Vertrauen bei der Kapitalanlage schenken, immer angemessen geschützt bzw. sind ihre Interessen immer gleichermaßen gewahrt? Nicht zuletzt durch das Aufkommen von Finfluencern gibt es daran zunehmend Zweifel. Und auch die unterschiedliche regulatorische und aufsichtliche Behandlung von Anlageberatern/Finanzdienstleistungsinstituten auf der einen und Finanzanlagenvermittlern/Honorar-Anlageberatern führt regelmäßig zu Debatten, die sich nicht allein um den Anlegerschutz drehen, sondern auch um Fragen rund um das „Level-Playing-Field“, d.h. um das Gebot einheitlicher Wettbewerbsbedingungen, oder auch rund um Aufsichts- bzw. Regulierungsarbitrage.

In dieser cepStudie wollen wir uns diesen Fragestellungen vertiefter widmen und eruieren, ob der derzeit geltende Regulierungs- und Aufsichtsrahmen auf diese noch die richtigen Antworten liefert, angesichts einer Branche, die sich im stetigen Wandel befindet. Dabei sollen insbesondere Ansätze und Leitplanken für ein angemessenes Regulierungs- und Aufsichtsregime entwickelt werden. Im Fokus der Studie stehen dabei drei Gruppen von Akteuren, die bei der Anlagevermittlung und -beratung in Deutschland bereits eine wesentliche Rolle spielen (Anlageberater, Finanzdienstleistungsinstitute, Finanzanlagenvermittler, Honorar-Anlageberater) bzw. zunehmend wichtiger werden (Finfluencer). In Kapitel 2 widmen wir uns dazu zunächst den Vorschriften im Europarecht, welche für die Tätigkeit der Anlageberatung zentral sind. In Kapitel 3 werfen wir sodann einen Blick auf die verschiedenen Regulierungs- und Aufsichtsregime für Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute (3.1), Finanzanlagenvermittler/Honorar-Anlageberater (3.2), und Finfluencer (3.3). Nach einem ersten Zwischenfazit (3.4) gehen wir in Kapitel 3.5 auf die Gemeinsamkeiten und Unterschiede bei den für die verschiedenen Akteure geltenden Anlegerschutzvorschriften ein und ziehen anschließend ein zweites Zwischenfazit (3.6). Kapitel 4 (Schlussfolgerungen) entwickelt schließlich ein grobes Konzept für ein künftiges Regulierungs- und Aufsichtsregime.

2 Europarechtliche Vorgaben zur Anlageberatung

Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute, Finanzanlagenvermittler, Honorar-Finanzanlageberater und Finfluencer unterliegen in Deutschland und der EU jeweils unterschiedlich strengen Regulierungs- und Aufsichtsregimen. Eine maßgebliche, wenn auch nicht alleinige Ursache bzw. Quelle dieser Unterschiede ist dabei das europäische Recht, und insbesondere die EU-Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)¹. Denn die MiFID definiert nicht nur, was unter einer „Anlageberatung“ zu verstehen ist, sondern bestimmt etwa auch darüber, welche Akteure für die Erbringung einer Anlageberatung eine Erlaubnis oder eine Zulassung benötigen bzw. welche und bei welcher Aufsichtsinstanz. Zudem etabliert sie ein Optionsrecht für die Mitgliedstaaten, bestimmte Akteure von den EU-Vorgaben auszunehmen und für sie nationale Sonderregeln vorzusehen, und sie damit von den EU-weit einheitlichen Wohlverhaltens- und Organisationspflichten für erfasste Anlageberater teils auszunehmen.

Besonders relevant für die weitere Diskussion sind dabei insbesondere

- die in der MiFID etablierte „*fakultative Ausnahme*“ (Art. 3 Abs. 1 lit. b der MiFID), wonach Mitgliedstaaten die Option eingeräumt wird, bestimmte Personen, die eine Anlageberatung zu übertragbaren Wertpapieren und Anteilen von Organismen für gemeinsame Anlagen anbieten², von der Richtlinie auszunehmen. Dieses, auch von Deutschland ausgeübte Optionsrecht erlaubt eine regulatorische und aufsichtliche Behandlung von Finanzanlagenvermittlern und Honorar-Finanzanlageberatern, die von jener für Anlageberater bzw. Finanzdienstleistungsinstituten abweicht, wobei für letztere die MiFID-Vorgaben zur Anlageberatung und zur Zulassung vollständig Anwendung finden (s. dazu Kapitel 3.1 und 3.2);
- die Definition der „Anlageberatung“ als die „Abgabe *persönlicher Empfehlungen* an einen Kunden entweder auf dessen Aufforderung oder auf Initiative der Wertpapierfirma, die sich auf ein oder mehrere Geschäfte mit Finanzinstrumenten beziehen“ (Art. 4 Abs. 1 Nr. 4 der MiFID). Die Definition ist insbesondere mit Blick auf die derzeitige, weitgehende Nicht-Anwendbarkeit des MiFID-Regimes auf Finfluencer entscheidend (s. dazu Kapitel 3.3).

¹ 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.

² Die Ausnahme können sie nur gewähren, wenn sie für die Personen der Herkunftsmitgliedstaat sind, diese nicht zur Erbringung anderer Wertpapierdienstleistungen berechtigt sind und die auf nationaler Ebene zugelassen und geregelt sind [Art. 3 Abs. 1 lit. b der MiFID].

3 Regulierung und Aufsicht

3.1 Regulierung und Aufsicht über Anlageberater bzw. Finanzdienstleistungsinstitute

Personen, die eine Anlageberatungstätigkeit im Sinne der MiFID-Richtlinie erbringen und dies gewerbsmäßig oder in einem Umfang tun, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, bedürfen hierfür grundsätzlich der Zulassung³. Üblicherweise erfüllen „Finanzdienstleistungsinstitute“ im Sinne des §1 Abs. 1a Satz 1 des Kreditwesengesetzes (KWG)⁴, die eine Anlageberatung anbieten, diese Voraussetzungen.⁵ Ist dies der Fall, benötigen sie – wie Banken – nach § 32 KWG eine schriftliche Erlaubnis der BaFin und unterliegen auch der laufenden Aufsicht der BaFin.

Um eine solche Erlaubnis nach § 32 KWG zu erlangen, müssen Finanzdienstleistungsinstitute einige Voraussetzungen erfüllen. Dies betrifft insbesondere den Nachweis eines Anfangskapitals, Angaben zur fachlichen Eignung und persönlichen Zuverlässigkeit des Geschäftsleiters, der Nachweis eines tragfähigen Geschäftsplans oder auch Angaben zu engen Verbindungen des Instituts mit anderen Personen oder Unternehmen.⁶

Anlageberater bzw. Finanzdienstleistungsinstitute, die eine § 32 KWG-Lizenz benötigen, haben grundsätzlich die Möglichkeit persönliche Empfehlungen im Hinblick auf alle Finanzinstrumente im Sinne des KWG/WpHG abgeben zu dürfen. Dies umfasst z. B. Aktien, Anleihen, Derivate, Zertifikate, Fonds oder auch strukturierte Produkte. Zudem können sie von einem EU-Pass profitieren, d.h. sie können mit der Erlaubnis der zuständigen Aufsichtsbehörde ihres Herkunftsmitgliedstaats (also z.B. der BaFin) ihre Dienstleistungen auch in einem anderen EU-Mitgliedstaat erbringen – entweder durch Etablierung einer Zweigniederlassung oder im grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehr – und benötigen hierfür keine erneute Erlaubnis einer Behörde des Zielmitgliedstaats. Dies ist möglich, da für die betroffenen Berater bzw. Institute die europaweit einheitlichen MiFID-Vorschriften zu beachten sind. Anlageberater und -vermittler, die eine Volllizenz der BaFin nach § 32 KWG benötigen, unterliegen dem gesamten Katalog an Pflichten, die die MiFID-Richtlinie für die Wertpapierdienstleistung der Anlageberatung vorsieht und die in Deutschland im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) verankert sind.⁷ Auf diese Pflichten wird im Detail in Kapitel 3.5 eingegangen.

3.2 Regulierung und Aufsicht über Finanzanlagenvermittler bzw. Honorar-Anlageberater

Neben Anlageberatern bzw. Finanzdienstleistungsinstituten, die eine KWG-Lizenz benötigen, gibt es in Deutschland eine Gruppe von Vermittlern, die hiervon befreit sind. Diese Ausnahme rührt aus Art. 3 Abs. 1 lit. b der MiFID-Richtlinie und ermöglicht den Mitgliedstaaten primär im Inland tätige Unternehmen mit begrenzten Aktivitäten von der Anwendung des umfangreichen Katalogs an EU-Vorschriften auszunehmen. Dies wurde im deutschen Recht in § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 KWG verankert.

³ Siehe dazu auch Art. 5 der MiFID-Richtlinie.

⁴ Finanzdienstleistungsinstitute sind „Unternehmen, die Finanzdienstleistungen für andere gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbringen, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, und die keine Kreditinstitute sind. Als Finanzdienstleistungen gelten u.a. auch die Anlagevermittlung und die Anlageberatung.

⁵ Aiquinted (2025), BAFIN aktualisiert ihre Hinweise zum Tatbestand der Anlageberatung – Bedeutung für Investmentfonds, AIFM & KVGen. Fabienne Wirtz-Moscariello.

⁶ Deutsche Bundesbank, Erlaubnisverfahren, s. [hier](#).

⁷ TaylorWessing (2019), Anlageberater und Anlagevermittler: Zwei Aufsichtsregime für dieselbe Tätigkeit, Dr. Verena Ritter-Döring and Charlotte Dreisigacker-Sartor, 2. Mai 2019.

Die Vorschrift etabliert eine Ausnahme von der KWG-Lizenzpflicht für bestimmte Unternehmen, die zwar „materiell“ die Voraussetzungen erfüllen, um als Finanzdienstleistungsinstitut nach § 1 Abs. 1a KWG zu gelten, deren Tätigkeitsbereich sich jedoch auf bestimmte Aktivitäten beschränkt. So können all jene Unternehmen auf eine KWG-Lizenz verzichten, die u.a. (a) nur Anlageberatung oder Anlagevermittlung im Sinne des § 1 Abs. 1a KWG⁸ und sonst keine andere Finanz- oder Bankdienstleistung erbringen, (b) nur zu einer begrenzten Auswahl an Finanzinstrumenten (z.B. Vermögensanlagen, Investmentfonds) eine Beratung bzw. Vermittlung anbieten, und (c) sich kein Besitz oder Eigentum an Kundengeldern oder Anteilen von Kunden bei der Erbringung ihrer Dienstleistung verschaffen.⁹ Beschränkt sich ein Unternehmen in einer solchen Weise, ist es nicht zwingend ein Finanzdienstleistungsinstitut und benötigt mithin keine Erlaubnis nach § 32 KWG.

Begründet wird die Ausnahme auf zweierlei Weise. Erstens wird argumentiert, dass die Finanzinstrumente, zu denen beraten bzw. vermittelt werden darf, „stärker als andere Wertpapiere standardisiert sind“. Zweitens seien „die Institute oder Unternehmen, für die die Vermittlung erfolgt,“ bereits selbst einer Aufsicht unterworfen.¹⁰

Statt der § 32 KWG-Erlaubnis benötigen Vermittler, die gewerbsmäßig zu den genannten Finanzinstrumenten Anlagevermittlung oder Anlageberatung erbringen wollen, eine andere Erlaubnis. Statt einer BaFin-Lizenz genügt bei ihnen eine Erlaubnis durch die Gewerbebehörden im Sinne des § 34f der Gewerbeordnung (GewO). Wird diese erteilt, können die Vermittler als sogenannte Finanzanlagenvermittler tätig werden. Die Aufsicht über Finanzanlagenvermittler weicht dabei von Bundesland zu Bundesland ab. Teilweise erfolgt die Aufsicht über die Gewerbebehörden direkt, teilweise übernehmen diese Aufgabe jedoch auch die Industrie- und Handelskammern (IHKs).

Um eine Erlaubnis als Finanzanlagenvermittler zu erhalten, muss dieser zunächst seine Hauptniederlassung in Deutschland haben. Zudem darf die Erlaubnis nur erteilt werden, wenn der Antragsteller die erforderliche Zuverlässigkeit besitzt, er geordnete Vermögensverhältnisse vorweisen kann, über eine Berufshaftpflichtversicherung verfügt, und die nötige Sachkunde nachweisen kann, insbesondere durch eine vor der Industrie- und Handelskammer erfolgreich abgelegten Prüfung.^{11,12}

Finanzanlagenvermittler, die nach § 34f der Gewerbeordnung (GewO) zugelassen werden, können mithin nur zu einer begrenzten Auswahl an Finanzinstrumenten Anlageberatung bzw. -vermittlung erbringen. Sie können auch nicht ohne Weiteres einen EU-Pass nutzen, um grenzüberschreitend tätig zu werden, da die in der MiFID-Richtlinie verankerten EU-Passregelungen für sie keine Anwendung finden. Gleichwohl gelten für sie die strengen Vorgaben der MiFID-Richtlinie nicht unmittelbar, da sie über die fakultative Ausnahme nicht in deren Geltungsbereich fallen. Statt den MiFID-Vorgaben, die im WpHG verankert sind, greifen stattdessen die Regelungen der sogenannten Finanzanlagenvermittlungsverordnung (FinVermV), die sich zumindest teilweise an den MiFID-Vorgaben anlehnen. Bei einzelnen Vorgaben der FinVermV wird auch auf Vorschriften der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 verwiesen, welche die MiFID konkretisiert, sodass die Vorschriften 1:1 auch für Finanzanlagenvermittler gelten.

⁸ Dagegen erfordert die Abschlussvermittlung (§ 1 Abs. 1a Nr. 2 KWG) eine Erlaubnis nach § 32 KWG.

⁹ BaFin (2017), Merkblatt zur Bereichsausnahme für die Vermittlung von Investmentvermögen und Vermögensanlagen, 16.04.2015, Stand: geändert am 02.11.2017, s. [hier](#).

¹⁰ BaFin (2025), Merkblatt - Hinweise zum Tatbestand der Anlageberatung, 10.02.2025, s. [hier](#).

¹¹ § 34f Abs. 2 der GewO.

¹² Michael Bickel (2025), Finanzanlagenvermittler nach § 34f GewO: Voraussetzungen und Registrierung, s. [hier](#).

Ähnliches gilt für sogenannte Honorar-Finanzanlageberater nach § 34h der Gewerbeordnung. Darunter sind Anlageberater zu verstehen, die ebenfalls unter die Bereichsausnahme des § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 KWG fallen und Anlageberatung erbringen, „ohne von einem Produktgeber eine Zuwendung zu erhalten oder von ihm in anderer Weise abhängig zu sein“. Sie dürfen nicht gleichzeitig als Finanzanlagenvermittler auftreten und müssen eine hinreichende Anzahl von auf dem Markt angebotenen Finanzanlagen bei ihren Empfehlungen berücksichtigen. Insbesondere dürfen sie ihre Beratung nur von den Anlegern, denen sie diese anbieten, vergüten lassen¹³.¹⁴ Auch diese Honorar-Finanzanlageberater unterliegen der Gewerbeordnung, werden von Gewerbeämtern bzw. den IHKs beaufsichtigt und haben die FinVermV zu beachten. Auf die Regelungen der FinVermV wird im Detail in Kapitel 3.5 eingegangen.

3.3 Regulierung und Aufsicht über Finfluencer

Die Aktivitäten von Finfluencern – d.h. Akteure und Personen, die über das Internet und insbesondere über die sozialen Medien, Video- und Online-Plattformen Inhalte zu Finanzthemen teilen, verbreiten und dabei regelmäßig die Intention verfolgen, die Konsumenten ihrer Inhalte (z.B. die Nutzer eines sozialen Mediums, Follower) zu beeinflussen und ggf. zu einem bestimmten Handeln im Hinblick auf das Finanzthema anzuregen¹⁵ – gewinnen immer mehr an Bedeutung. Das zeigen mittlerweile zahlreiche Publikationen und Umfragen.

Damit gehen jedoch nicht nur Chancen einher, sondern auch Risiken, insbesondere im Hinblick auf den Verbraucher- bzw. Kleinanlegerschutz und die Wahrung der Integrität der Anlagemärkte. Jedoch gibt es bis dato – Stand März 2026 – keine Vorschriften auf EU und nationaler Ebene, die spezifisch die Tätigkeiten von Finfluencern adressieren oder die Finfluencer selbst einer Regulierung unterziehen. Bisher greifen nur bestimmte Vorschriften, die für andere Zwecke und vor einem anderen Hintergrund konzipiert wurden, direkt oder indirekt für Finfluencer, sofern jeweils bestimmte Voraussetzungen erfüllt sind. Dazu zählen etwa Vorschriften zu unlauteren Handelspraktiken, zur Verhinderung von Marktmissbrauch, zum elektronischen Geschäftsverkehr oder zu audiovisuellen Mediendiensten.¹⁶

Breit diskutiert wird mittlerweile, ob Finfluencer die Anforderungen der MiFID-Richtlinie erfüllen müssen. In diesem Zusammenhang spielt vordergründig die Frage eine Rolle, ob Finfluencer, wenn sie Anlagen empfehlen, die Dienstleistung einer „Anlageberatung“ im Sinne der MiFID erbringen. Diese wird dort legaldefiniert als „die Abgabe *persönlicher Empfehlungen* an einen Kunden entweder auf dessen Aufforderung oder auf Initiative der Wertpapierfirma, die sich auf ein oder mehrere Geschäfte mit Finanzinstrumenten beziehen“.¹⁷ Für die Frage, ob Finfluencer nun in diesem Sinne eine Anlageberatung erbringen, ist in erster Linie von Bedeutung, ob es sich bei den Informationen, die sie bereitstellen, um „persönliche Empfehlungen“ handelt oder nicht. In der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565¹⁸, welche die MiFID auf Level 2 konkretisiert, wird dieser Aspekt der Definition einer Anlageberatung weiter ausbuchstabiert. Um als „persönliche Empfehlung“ gewertet zu werden, muss eine

¹³ Eine Ausnahme gilt nur, wenn die empfohlene oder eine gleichwertig geeignete Finanzanlage ohne diese Zuwendung nicht verfügbar ist. In diesem Fall müssen die erhaltenen Zuwendungen unverzüglich und vollständig an den Kunden weitergegeben werden.

¹⁴ § 34h der GewO.

¹⁵ Deutsches Institut für Vermögensbildung und Alterssicherung (DIVA), DIVA-Marktkommentar, Finfluencer in der Wertschöpfungskette der Finanzberatung Prof. Dr. Oliver Schellenberger, 4. Februar 2026.

¹⁶ S. dazu Europäischer Wirtschafts- und Sozialausschuss (2023), Werbung durch Influencer, Stellungnahme, 13. Juli 2023.

¹⁷ Art. 4 Ziffer 4 der MiFID.

¹⁸ 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.

Empfehlung an eine Person in dessen Eigenschaft als (potenzieller) Anleger oder eine von diesem Anleger beauftragte Person gerichtet sein und entweder als für die betreffende Person geeignet dargestellt werden¹⁹ oder sich auf eine Prüfung der Verhältnisse der betreffenden Person stützen²⁰, und etwa auf den Kauf, Verkauf, Zeichnung, Tausch, Rückkauf, Halten oder Übernahme eines bestimmten Finanzinstruments abzielen. Zudem gilt, dass eine Empfehlung, die ausschließlich gegenüber der Öffentlichkeit abgegeben wird, keine persönliche Empfehlung sein kann.^{21,22} Die Frage, ob Finfluencer eine Anlageberatung erbringen oder nicht, ist insofern von Relevanz, als dass sie im ersteren Fall in den Geltungsbereich der MiFID fallen und sich sodann vor der Erbringung ihrer Dienstleistungen von einer zuständigen nationalen Aufsichtsbehörde zulassen müssten.²³ Sowohl die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) als auch die BaFin haben sich in den letzten Monaten und Jahren näher mit Abgrenzungsfragen im Hinblick auf die Anlageberatung befasst, und insbesondere dazu, ob Finfluencer diese Dienstleistung erbringen:

In einem Aufsichtsbriefing zur Definition der Anlageberatung nach der MiFID stellt die ESMA u.a. klar, dass eine Empfehlung „grundsätzlich“ eine persönliche Empfehlung sein kann, auch wenn sie ausschließlich über Vertriebskanäle wie das Internet abgegeben wird. Hier verweist sie etwa an E-Mail-Korrespondenzen, in dessen Rahmen persönliche Empfehlungen an bestimmte Personen gerichtet werden. Auch können „in bestimmten Fällen“ Empfehlungen zu Finanzinstrumenten, „die über Internet-Websites, Anlage-Apps und/oder soziale Medien (einschließlich über Influencer)“ abgegeben werden als „persönliche Empfehlungen“ gelten. Hier nennt sie etwa Fälle, bei denen eine „Webseite, E-Mail-Korrespondenz oder private Nachrichten“ dazu genutzt werden, Informationen personalisiert und gezielt an eine bestimmte Person zu richten.²⁴ Auch wenn ein Finfluencer seinen Followern empfiehlt, bestimmte Transaktionen oder Geschäfte zu tätigen und die Empfehlung personalisiert etwa über „Direktnachrichten“ oder über eine Q&A-Funktion erfolgt, kann dies als Anlageberatung gelten. Ob Empfehlungen über Q&A-Funktionen „persönlich“ einzuordnen sind, hängt wiederum von mehreren Faktoren ab, wozu die ESMA insbesondere die Zielgruppe der Funktion, den Inhalt der Nachricht und die verwendete Sprache zählt. Hier sei in jedem Fall eine Einzelfallbetrachtung nötig.²⁵ Neben persönlichen Direktnachrichten und Q&A-Funktionen erwähnt die ESMA zudem Blogs, Vlogs sowie Livestreams als potenzielle Orte, innerhalb welchen Finfluencer konkrete persönliche Empfehlungen abgeben und sie daher nach der MiFID (Art. 25 Abs. 1) zur Einhaltung von Vorschriften zu Kenntnissen und Kompetenzen verpflichtet sein können.²⁶

Bereits im Februar 2025 hat die BaFin ein Merkblatt zur Anlageberatung veröffentlicht. Darin geht sie explizit auf die Frage ein, ob die Aktivitäten von Finfluencern den Tatbestand der Anlageberatung

¹⁹ Laut F. Möslein (2025) kann der Tatbestand der Geeignetheit bereits als verwirklicht gelten, „wenn eine Empfehlung zumindest den Eindruck erweckt, dass sie die persönlichen Umstände des Kunden berücksichtigt“. Jedoch ist regelmäßig nicht der Finfluencer selbst dafür, dass ein Kunde eine bestimmte Empfehlung angezeigt bekommt, sondern etwa die die Algorithmen der sozialen Netzwerke [Möslein, F. (2025)]

²⁰ Laut F. Möslein (2025) ist dies typischerweise nicht der Fall, wenn Finfluencer „auf YouTube- oder Instagram-Kanälen allgemeine Anlagetipps geben oder sogar bestimmte Finanzinstrumente anpreisen“. Denn Finfluencer erwecken selten den Anschein eine Empfehlung „auf Grundlage einer allgemeinen Exploration des individuellen Followers“ abzugeben. [Möslein, F. (2025)]

²¹ Art. 9 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565.

²² Hierzu schreibt F. Möslein (2025), dass Ratschläge an ein breites Publikum keine Anlageberatung darstellen. Wie bei einer Berichterstattung in Zeitung und Fernsehen, sind sie „nicht direkt an einzelne Personen gerichtet“. [Möslein, F. (2025)]

²³ In Deutschland hieße dies etwa, dass Finfluencer einer Zulassung durch die BaFin oder durch die Gewerbeämter bedürften.

²⁴ ESMA Supervisory briefing on understanding the definition of advice under MiFID II 11 July 2023 ESMA35-43-3861

²⁵ ESMA (2022), ESMA Final Report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection, 29. April 2022, ESMA35-42-1227.

²⁶ ESMA (2022).

erfüllen (könnten). Die BaFin geht in dem Merkblatt insbesondere auch auf die Frage ein, wann eine Empfehlung eine „persönliche Empfehlung“ darstellt. Sie kommt dabei zu dem Schluss, dass Finfluencer regelmäßig keine Anlageberatung erbringen. Denn bei ihren Aktivitäten gäbe es regelmäßig²⁷ keinen „unmittelbaren Kontakt“ zu den Followern; folglich findet keine „Abgabe von persönlichen Empfehlungen an Kunden“ statt, denn die Empfehlung wird nicht auf eine „Prüfung der persönlichen Umstände des Anlegers gestützt“ oder als „für ihn geeignet dargestellt“, und eine Bekanntgabe von Empfehlungen „ausschließlich über Informationsverbreitungs Kanäle“ oder in einer Form, die als „für die Öffentlichkeit“ bestimmt gelten kann und mithin nicht für einen „bestimmbaren Personenkreis“. In einem Schreiben vom 30. Juli 2025 führt die BaFin zusätzlich aus, dass „solange [...] der Finfluencer nicht wenigstens vorgibt, die persönliche Situation des Kunden bei seiner Anlageempfehlung berücksichtigt zu haben, liegt tatbestandlich keine Anlageberatung vor“. Allerdings betont sie, dass sie eine Erlaubnispflicht prüfen würde, wenn sich „ein Finfluencer die individuellen wirtschaftlichen Umstände eines Followers darlegen lassen“ würde, „um auf dieser Basis eine konkrete Anlageempfehlung für diese Person zu geben“.²⁸ In einem jüngst veröffentlichten Bericht der BaFin über die Risiken, die für die BaFin im Jahr 2026 als wesentlich gelten, führt sie ferner aus, dass Finfluencer dann „aufsichtsrechtlichen Vorgaben [unterliegen], wenn sie Anlageberatung erbringen oder Anlageempfehlungen aussprechen“, es aber nicht die Aufgabe der BaFin sei „Finfluencer unmittelbar zu beaufsichtigen“.²⁹ Und auch gegenüber der Presse betont die BaFin, dass „Finfluencer grundsätzlich keine Erlaubnis benötigen und daher auch nicht der Aufsicht durch die BaFin unterliegen“.³⁰

Über die separaten Einordnungen der ESMA und der BaFin hinaus, haben auch die Finanzaufsichtsbehörden der EU-Mitgliedstaaten, inklusive der BaFin, und unter Einbeziehung der ESMA, Anfang 2026 ein Factsheet über Finfluencer veröffentlicht und sich dazu geäußert, wann Finfluencer Anlageberatung erbringen und eine Zulassung bei der für sie zuständigen nationalen Aufsichtsbehörde benötigen³¹. In dem Factsheet wird insbesondere betont, dass eine Anlageberatung dann vorliegen kann, wenn Finfluencer anderen Personen sagen, in was sie investieren oder was sie vermeiden sollen. Um nicht als anlageberatende Akteure zu gelten, sollten Finfluencer „keine personalisierten Empfehlungen dazu [abgeben], welche Finanzprodukte gekauft, verkauft oder gehalten werden sollen“. Zudem wird hervorgehoben, dass eine öffentliche Äußerung darüber, „ob der Kurs einer Aktie oder eines Kryptoassets steigen oder fallen wird“ oder die „Bereitstellung von Schulungs- oder Bildungsinhalten“ eine Beratung sein kann, und dass die Nutzung von Haftungsausschlüssen hier nicht vor einer solchen Einstufung schützt.³²

Abschließend lässt sich mithin im Hinblick auf Finfluencer festhalten, dass diese derzeit in der Regel weder von der BaFin, von den Gewerbebeamten, IHK oder sonstigen (Finanz-)Aufsichtsinstanzen beaufsichtigt werden.

²⁷ BaFin (2025), Merkblatt – Hinweise zum Tatbestand der Anlageberatung, 10. Februar 2025.

²⁸ BaFin (2025), Bescheid der BaFin offengelegt nach Informationsfreiheitsgesetz zur Regulierung von Finfluencern, 30. Juli 2025.

²⁹ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2026), Bericht: Risiken im Fokus der BaFin 2026 – Investitionen in Kryptowerte und der Einfluss sozialer Medien auf das Anlageverhalten, 28. Januar 2026

³⁰ Welt (2026), Merkblatt für Finfluencer Zwischen Schutzauftrag und Bevormundung – die erstaunliche Ermahnung der Finanzaufseher, Lea M. Oetjen, 13. Januar 2026.

³¹ Dazu heißt es wörtlich: „Die Abgabe personalisierter Empfehlungen entspricht der Anlageberatung und ist eine erlaubnispflichtige Wertpapierdienstleistung.“ [ESMA (2026), ESMA Factsheet: Finfluencer – Tipps für eine verantwortungsvolle Werbung, 9. Januar. 2026]

³² ESMA (2026).

3.4 Erstes Zwischenfazit

Anlageberater bzw. Finanzdienstleistungsinstitute, Finanzanlagenvermittler und Honorar-Finanzanlagenberater, sowie Influencer werden in der EU und insbesondere in Deutschland in ganz unterschiedlicher Weise reguliert und beaufsichtigt. Die folgende Tabelle gewährt einen groben Überblick über die wesentlichen Unterschiede (Tabelle 1)

Tabelle 1: Wesentliche Unterschiede in der Regulierung und Aufsicht

	Anlageberater / Finanzdienstleistungsinstitute	Finanzanlagenvermittler / Honorar-Anlageberater	Influencer
Zuständige Aufsichtsinstanz	BaFin	Gewerbeämter/IHKst	In der Regel unbeaufsichtigt
Erlaubnis nach	§ 32 KWG	§ 34f und § 34h GewO	In der Regel nicht notwendig
Produktpalette	Alle Finanzinstrumente	Nur bestimmte Finanzinstrumente	Keine Beschränkung
EU-Pass	Nutzung möglich	Nutzung nicht möglich	Nicht von Relevanz
Geltende Anforderungen zum Anlegerschutz	MiFID bzw. WpHG	Vorwiegend FinVermV, teilweise Anlehnung an MiFID sowie Verweis auf Delegierte VO zur MiFID	Keine Pflichten nach MiFID / WpHG oder FinVermV

Quelle: Eigene Darstellung

3.5 Geltende Anforderungen zum Anlegerschutz

Wie oben beschrieben und in Tabelle 1 aufgezeigt, gelten für die verschiedenen Akteure ganz unterschiedliche Anforderungen zum Schutz der Anleger. Im Folgenden soll auf die Unterschiede noch detaillierter eingegangen werden.

3.5.1 Grundprinzipien der Anlageberatung

Für Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute gilt, dass eine Anlageberatung grundsätzlich ehrlich, redlich, professionell und im bestmöglichen Interesse der Kunden erfolgen muss.³³ Ähnlich dazu gilt für Finanzanlagenvermittler/Honorar-Anlageberater die Pflicht, seine Tätigkeit mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit im bestmöglichen Interesse des Anlegers auszuüben.³⁴ Für Influencer wurden bis dato keine solche allgemeine Verhaltenspflicht festgelegt.

3.5.2 Umgang mit Interessenkonflikten

Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute müssen Regelungen zum Umgang mit Interessenkonflikten nach WpHG beachten. So müssen sie organisatorische Vorkehrungen zur Erkennung, Vermeidung und Regelung von Interessenkonflikten treffen. Sie müssen mithin Maßnahmen umsetzen, die dies sicherstellen. Das Spektrum an Interessenkonflikten kann u.a. solche umfassen, die zwischen einerseits ihm selbst³⁵ und andererseits seinen Kunden oder zwischen seinen Kunden bestehen. Die Ursache eines Interessenkonflikts kann dabei u.a. auch in der Annahme von Zuwendungen Dritter liegen. Reichen die organisatorischen Vorkehrungen zur Erkennung, Vermeidung und Regelung von Interessenkonflikten nicht aus, um damit einhergehende Risiken für die Beeinträchtigung von Kundeninteressen zu begrenzen, sind sie verpflichtet, den Kunden die allgemeine Art und Herkunft von Interessenkonflikten

³³ § 63 Abs. 1 WpHG, Art. 24 Abs. 1 MiFID.

³⁴ § 11 FinVermV.

³⁵ Inklusiv der „Geschäftsleitung, seiner Mitarbeiter, vertraglich gebundenen Vermittler und [...] verbundenen Personen und Unternehmen.“

offenzulegen und müssen diese auch über ihre Schritte zur Begrenzung der Risiken der Beeinträchtigung der Kundeninteressen informieren.^{36,37}

Ganz ähnliche Vorgaben haben auch Finanzanlagenvermittler/Honorar-Anlageberater nach der FinVermV zu beachten. So müssen sie Maßnahmen ergreifen, um Interessenkonflikte zu erkennen und zu vermeiden. Ist eine Vermeidung nicht möglich, müssen sie Vorkehrungen treffen, dass die Anlegerinteressen nicht beeinträchtigt werden. Ist weder eine Vermeidung der Interessenkonflikte möglich noch lassen sich die Interessen der Anleger wahren, müssen sie die allgemeine Art oder die Quellen von Interessenkonflikten vor einem Geschäftsabschluss eindeutig offenlegen.³⁸

Für Finfluencer wurden bis dato keine Anforderungen zum Umgang mit Interessenkonflikten festgelegt.

3.5.3 Anforderungen an die Vergütung von Beschäftigten

Die Vergütung von Mitarbeiter darf bei Anlageberatern/Finanzdienstleistungsinstituten laut WpHG nicht mit der Pflicht kollidieren, im bestmöglichen Interesse der Kunden zu handeln und es darf keine Anreize für das Empfehlen eines bestimmten Finanzinstruments geben, obwohl andere Instrumente den Kundenbedürfnissen eher entsprechen.³⁹ Eine analoge Regelung für Finanzanlagenvermittler/Honorar-Anlageberater findet sich in der FinVermV.⁴⁰ Es besteht hier mithin ein Gleichklang der Anforderungen.

Für Finfluencer wurden bis dato keine Anforderungen zum Umgang mit der Mitarbeitervergütung festgelegt.

3.5.4 Produktfreigabeverfahren und Zielmarktorientierung

Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute können grundsätzlich jene sein, die Finanzinstrumente konzipieren und/oder jene, die sie vermarkten und vertreiben. Treten sie als Konzepture auf, dann müssen sie sicherstellen, dass die Finanzinstrumente so ausgestaltet sind, dass sie den Bedürfnissen eines bestimmten Zielmarktes entsprechen. Hierfür müssen sie ein Produktfreigabeverfahren implementieren, in dessen Rahmen sie für jedes Finanzinstrument für Endkunden innerhalb der jeweiligen Kundengattung einen bestimmten Zielmarkt (z.B. Kundentypen, Verlusttragfähigkeit, Anlageziele, Nachhaltigkeitspräferenzen) festlegen, wobei auch die Risiken für den avisierten Zielmarkt zu bewerten sind. Sie müssen ferner eine Vertriebsstrategie festlegen und darauf achten, dass die Strategie für den Vertrieb der Finanzinstrumente mit dem Zielmarkt vereinbar ist. Sie müssen „zumutbare Schritte“ unternehmen, um sicherzustellen, dass das Finanzinstrument an den bestimmten Zielmarkt vertrieben wird und eine laufende Produktüberwachung vornehmen. Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute, die als Hersteller auftreten, müssen den Vertreibern der von ihnen konzipierten Finanzinstrumente, Informationen zu den Instrumenten, zum Produktfreigabeverfahren und zum avisierten Zielmarkt bereitstellen. Reine Vertreter müssen dafür sorgen, sich diese Informationen zu verschaffen. Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute müssen die Finanzinstrumente, die sie anbieten oder empfehlen, verstehen und müssen in der Lage sein, deren Vereinbarkeit mit den Bedürfnissen der

³⁶ § 63 Abs. 2 WpHG, Art. 23 MiFID.

³⁷ § 80 WpHG, Art. 16 MiFID.

³⁸ § 11a Abs. 1 FinVermV.

³⁹ § 63 Abs. 3 WpHG, Art. 24 Abs. 10 MiFID.

⁴⁰ § 11a Abs. 2 FinVermV.

Kunden unter Berücksichtigung des Zielmarktes beurteilen zu können. Sie dürfen Finanzinstrumente nur anbieten oder empfehlen, wenn dies im Interesse der Kunden liegt.⁴¹

Demgegenüber treten Finanzanlagenvermittler in der Regel nicht als Hersteller von Finanzinstrumenten auf, sondern vertreiben diese nur. Sie müssen daher kein eigenständiges Produktvergabeverfahren implementieren. Stattdessen müssen sie sich auf die Festlegung des Zielmarkts durch den Hersteller stützen und müssen diesen mit den jeweiligen Anlegern abzugleichen. Hierfür müssen sie die nötigen Informationen vom Hersteller beschaffen und diese prüfen. Wie Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute muss auch er die Merkmale sowie den Zielmarkt der Finanzanlage verstehen, und muss in der Lage sein, die Vereinbarkeit einer Finanzanlage mit den Bedürfnissen des Anlegers unter Berücksichtigung des Zielmarktes beurteilen zu können. Er darf sodann nur Finanzanlagen empfehlen, die im Interesse des Anlegers liegen.⁴²

Mithin haben Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute zumeist die Pflicht, eigenständige Produktfreigabeverfahren zu implementieren, detaillierte Zielmarktbestimmungen vorzunehmen und strenge Produktüberwachungs- und Dokumentationsprozesse zu etablieren. Auf der anderen Seite müssen Finanzanlagenvermittler in der Regel kein eigenes umfassendes Produktfreigabeverfahren nutzen und können sich weitgehend auf Vorarbeiten der Hersteller von Finanzinstrumenten etwa bei der Zielmarktbestimmung stützen.

Für Finfluencer gelten bis dato keine Anforderungen zur Produktfreigabe bzw. zur Festlegung von und Orientierung an Zielmärkten.

3.5.5 Prüfung der Geeignetheit und Angemessenheit

Grundsätzlich gilt, dass, im Rahmen einer Anlageberatung, die Geeignetheit des jeweiligen Finanzinstruments im Hinblick auf den einzelnen Kunden geprüft werden muss. Diese Verpflichtung gilt sowohl für Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute als auch für Finanzanlagenvermittler/Honorar-Anlageberater. Während die diesbezüglichen Vorgaben für Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute im WpHG verankert sind⁴³ und direkt auf Regelungen der MiFID⁴⁴ und der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565⁴⁵ basieren, gelten für Finanzanlagenvermittler/Honorar-Anlageberater die Vorschriften der FinVermV⁴⁶, wobei die MiFID-Vorgaben in wesentlichen Teilen auch in der FinVermV nachvollzogen wurden. Für beide Gruppen gelten mithin gleichartige Regeln mit Blick auf die Prüfung der Geeignetheit und Angemessenheit.

Für beide Gruppen gilt daher der gleiche Grundsatz: Bei einer Beratung ist eine umfassende Geeignetheitsprüfung durchzuführen. Beide Gruppen müssen beim Anleger Informationen über dessen Kenntnisse und Erfahrungen, die finanziellen Verhältnisse einschließlich ihrer Fähigkeit, Verluste verkraften zu können, sowie zu ihren Anlagezielen und ihrer Risikobereitschaft einholen.^{47,48} Diese Informationen dienen als Basis, um die Geeignetheit einer Finanzanlage einschätzen zu können. Diese gilt nur dann als geeignet, wenn sie den persönlichen Verhältnissen des Kunden Rechnung trägt. Der Umfang der Erhebung von Informationen richtet sich nach der Art des Kunden, dem Umfang der

⁴¹ § 80 Absatz 9-11 und § 63 Abs. 4 und 5 WpHG, Art. 16 und 24 MiFID.

⁴² § 16 Abs. 3b FinVermV i.V.m. § 80 Absatz 9 WpHG.

⁴³ § 64 Abs. 3 und 4 WpHG.

⁴⁴ Art. 25 der MiFID.

⁴⁵ Art. 54 und 55 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565.

⁴⁶ § 16-18 FinVermV.

⁴⁷ Art. 25 Abs. 2 MiFID, § 64 Abs. 3 WpHG.

⁴⁸ § 16 Abs. 1 FinVermV.

Dienstleistung sowie der Komplexität und den Risiken des in Betracht gezogenen Produkts oder Geschäfts.⁴⁹ Die Komplexität und das Risiko eines Finanzinstruments bestimmt dabei auch über die Gründlichkeit der erforderlichen Erhebung und Prüfung der Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden. Eine Empfehlung muss drei kumulativen Kriterien genügen: Sie muss den Anlagezielen des Kunden entsprechen, finanziell für ihn tragfähig sein und vom Kunden in ihren Risiken verstanden werden können.⁵⁰

Zudem müssen beide Gruppen den Anlegern bei einer Anlageberatung noch vor Vertragsschluss eine Erklärung über die Geeignetheit der Empfehlung („Geeignetheitserklärung“) zur Verfügung stellen, in der u.a. erläutert werden muss, wie die Präferenzen, Anlageziele und sonstigen Merkmale des Kunden bei ihrer Beratung berücksichtigt wurden.^{51,52} Für Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute, die explizit eine regelmäßige Geeignetheitsbeurteilung vornehmen, gilt ferner, dass sie die Geeignetheit der abgegebenen Empfehlungen mindestens einmal jährlich überprüfen müssen, wobei die Prüfung je nach Risikoprofil des Kunden und der Art der empfohlenen Finanzinstrumente noch häufiger stattzufinden hat.⁵³ Für Finanzanlagenvermittler/Honorar-Anlageberater, die die Geeignetheit von empfohlenen Finanzanlagen regelmäßig beurteilen, gibt es eine solche konkrete Intervallvorgabe hingegen nicht. Er muss dem Anleger nur regelmäßig Berichte über die Geeignetheit der Anlage zur Verfügung stellen.⁵⁴

Bei einer reinen Anlagevermittlung ist bei beiden Gruppen keine Geeignetheitsprüfung notwendig. Ausreichend ist dann eine sogenannte Angemessenheitsprüfung. Dabei wird nicht geprüft, ob das Produkt optimal zu den Anlagezielen oder zur finanziellen Situation passt. Entscheidend ist vielmehr, ob der Kunde über ausreichende Kenntnisse und Erfahrungen verfügt, um die Risiken des Finanzinstruments verstehen zu können. Kommt die vermittelnde Partei zu der Auffassung, dass ein vom Kunden gewünschtes Finanzinstrument für diesen nicht angemessen ist, muss sie ihn darauf hinweisen und wenn sie die erforderlichen Informationen nicht erhält, muss sie ihn informieren, dass keine Angemessenheitsprüfung möglich ist.^{55,56}

Für Finfluencer gelten bis dato keine ähnlich gelagerten Anforderungen im Hinblick auf die Prüfung der Geeignetheit und Angemessenheit einer Finanzanlage, da sie, wie bereits ausgeführt, bis dato in der Regel kein erlaubnispflichtiges Anlageberatungs- oder Anlagevermittlungsgeschäft erbringen.

3.5.6 Transparenzanforderungen

Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute sowie Finanzanlagenvermittler/Honorar-Anlageberater haben grundsätzlich sehr ähnliche Transparenzanforderungen zu erfüllen. Beide Gruppen müssen ihren Kunden rechtzeitig vor Geschäftsabschluss verständliche Information über sich, die angebotenen bzw. empfohlenen Finanzanlagen, die Anlagestrategien und die Kosten und Nebenkosten, d.h. u.a. zu den Kosten und Nebenkosten der Beratung, der angebotenen oder empfohlenen Finanzinstrumente und zu Zahlungsmöglichkeiten des Kunden einschließlich etwaiger Zahlungen durch Dritte, bereitstellen. Auch müssen die Angaben etwa geeignete Warnhinweise zu den Risiken, die mit dieser Art von Finanzinstrumenten oder den einzelnen Anlagestrategien verbunden sind, sowie ob die Art eines

⁴⁹ Art. 55 Abs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565.

⁵⁰ Art. 54 Abs. 2 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565.

⁵¹ Art. 25 Abs. 6 MiFID, § 64 Abs. 4 WpHG.

⁵² § 18 Abs. 1 FinVermV.

⁵³ Art. 54 Absatz 13 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565.

⁵⁴ § 18 Abs. 3 FinVermV.

⁵⁵ Art. 25 Abs. 3 MiFID, § 63 Abs. 10 WpHG.

⁵⁶ § 16 Abs. 2 FinVermV

Finanzinstruments für Privatkunden oder professionelle Kunden bestimmt ist, enthalten. Finanzanlagenvermittler/Honorar-Anlageberater müssen darüber hinaus besondere Angaben zu den Risiken machen. So müssen sie etwa Auskünfte über das Ausmaß der Schwankungen der Preise (Volatilität) dieser Art von Finanzanlagen machen. Beide Gruppen müssen so informieren, dass der Anleger „nach vernünftigem Ermessen“ Art und Risiken der angebotenen oder nachgefragten Anlage verstehen kann und auf dieser Basis eine Entscheidung treffen kann.⁵⁷

Darüber hinaus müssen Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute Kunden vor einer Beratung in Kenntnis setzen, ob es sich bei einer Beratung um eine „unabhängige“ Honorar-Anlageberatung handelt oder nicht. Auch müssen sie über den Umfang seiner Beratung – umfangreiche vs. beschränkte Palette an Finanzinstrumente – Auskunft geben und ob die Beratung auf Finanzinstrumente beschränkt ist, die von Anbietern oder Emittenten stammen, zu denen sie eine enge Verbindung haben, wodurch die Unabhängigkeit der Beratung gefährdet sein könnte. Zudem müssen sie darüber informieren, ob sie die Geeignetheit der empfohlenen Finanzinstrumente regelmäßig prüfen.⁵⁸

Für Finanzanlagenvermittler/Honorar-Anlageberater nach §34h der Gewerbeordnung ist das Label „Unabhängigkeit“ nicht von Relevanz. Sie müssen zwar statusbezogene Angaben – Finanzanlagenvermittler vs. Honorar-Anlageberater – machen, allerdings ohne hierfür eine „(Un-)Abhängigkeit“ herauszustellen. Und auch wenn letztere ihre Empfehlung auf eine hinreichende Anzahl von auf dem Markt angebotenen Finanzanlagen zu stützen haben, müssen sie hierzu keine explizite Angabe machen.

Für Finfluencer gelten bis dato keine ähnlich gelagerten Transparenzanforderungen.

3.5.7 Umgang mit Zuwendungen bzw. Provisionen

Sowohl für Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute als auch für Finanzanlagenvermittler/Honorar-Anlageberater gelten Beschränkungen im Hinblick auf die Annahme von Zuwendungen, d.h. von Provisionen, Gebühren und sonstige Geldleistungen sowie von nicht-monetären Vorteilen.⁵⁹

So gilt für Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute nach dem WpHG grundsätzlich ein Verbot der Annahme bzw. Gewährung von Zuwendungen von bzw. an Dritte. Zulässig sind Zuwendungen nur dann, wenn⁶⁰

- diese darauf ausgelegt sind, die Qualität der für den Kunden erbrachten Dienstleistung für den Kunden zu verbessern,
- diese der ordnungsgemäßen Erbringung der Dienstleistung im bestmöglichen Kundeninteresse nicht entgegenstehen, und
- die Existenz, Art und der Umfang der Zuwendung dem Kunden vorab offengelegt wird.

Es besteht zusätzlich die Pflicht zum Nachweis, dass eine erhaltene oder gewährte Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden zu verbessern. Erhält der Anlageberater/das Finanzdienstleistungsinstitut fortlaufend Zuwendungen, gilt ferner eine Pflicht, den Kunden zumindest jährlich über die tatsächliche Höhe der angenommenen oder gewährten Zuwendungen zu unterrichten.⁶¹

⁵⁷ § 63 Abs. 7 WpHG, Art. 24 Abs. 4 MiFID, §13 Abs. 2 FinVermV.

⁵⁸ § 64 Abs. 1 WpHG, Art. 24 Abs. 4 MiFID, §12 FinVermV.

⁵⁹ § 70 WpHG, Art. 24 MiFID, § 17 und §17a FinVermV.

⁶⁰ § 70 Abs. 1 WpHG, Art. 24 MiFID.

⁶¹ § 70 Abs. 1 WpHG, Art. 24 MiFID.

Auch für Finanzanlagenvermittler greifen nach der FinVermV Beschränkungen im Hinblick auf die Annahme von Zuwendungen. Auch für sie gilt grundsätzlich ein Verbot der Annahme bzw. Gewährung von Zuwendungen von bzw. an Dritte. Zulässig sind Zuwendungen bei ihnen nur dann, wenn

- diese sich nicht nachteilig auf die Qualität der Vermittlung und Beratung auswirken,
- dies der ordnungsgemäßen Erbringung der Dienstleistung im bestmöglichen Kundeninteresse nicht entgegenstehen, und
- die Existenz, Art und der Umfang der Zuwendung dem Kunden vorab offengelegt wird.

Für Finanzanlagenvermittler besteht jedoch keine Nachweispflicht im Hinblick auf die Erfüllung der Qualitätsanforderung und auch die jährliche Unterrichtungspflicht über fortlaufende Zuwendungen besteht nicht.⁶²

Für Finfluencer bestehen, sofern sie keine Anlageberatung im Sinne der MiFID-Richtlinie erbringen, keine Anforderungen mit Blick auf Zuwendungen. Sie unterliegen somit in der Regel diesbezüglich keinen Beschränkungen.

Tabelle 2: Zuwendungs- bzw. Provisionsregelungen

	Anlageberater / Finanzdienstleistungsinstitute	Finanzanlagenvermittler / Honorar-Anlageberater	Finfluencer
Grundprinzip	Verbot	Verbot	kein Verbot
Zuwendung erlaubt, wenn sie	<ul style="list-style-type: none"> - die Qualität der Dienstleistung verbessert, - das Kundeninteresse gewahrt bleibt, - offengelegt wird. 	<ul style="list-style-type: none"> - nicht nachteilig auf Qualität der Dienstleistung wirkt, - das Kundeninteresse gewahrt bleibt, - offengelegt wird. 	Immer
Nachweispflicht	Ja, bezüglich Qualitätsverbesserung	Nein	Nein
Jährliche Unterrichtungspflicht	Ja, bei fortlaufenden Zuwendungen	Nein	Nein

Quelle: Eigene Darstellung

3.5.8 Umgang mit Zuwendungen bzw. Provisionen bei unabhängiger bzw. Honorarberatung

Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute können als „unabhängige“ Honorar-Anlageberater arbeiten, wenn sie eine ausreichende Palette von auf dem Markt angebotenen Finanzinstrumenten in ihrer Beratung berücksichtigen – d.h. hinreichende Streuung hinsichtlich der Art der Instrumente, der Emittenten oder der Anbieter und keine Beschränkung auf Emittenten oder Anbieter mit einer engen Verbindung zum Berater/Institut – und sie sich allein vom Kunden vergüten lassen. Nichtmonetäre Vorteile von Dritten sind grundsätzlich verboten. Monetäre Zuwendungen dürfen jedoch ausnahmsweise angenommen werden, wenn „das empfohlene Finanzinstrument oder ein in gleicher Weise geeignetes Finanzinstrument ohne Zuwendung nicht erhältlich ist“. Nach dem WpHG müssen sie die Zuwendungen „so schnell wie nach vernünftigem Ermessen möglich, nach Erhalt und in vollem Umfang“ an den Kunden auskehren und müssen die Kunden über die ausgekehrten monetären Zuwendungen unterrichten. Unabhängige Anlageberater müssen auch organisatorisch „durch entsprechende Grundsätze“ sicherstellen, dass jegliche „monetäre Zuwendungen“ dem jeweiligen Kunden zugewiesen und an diesen weitergegeben werden. Empfehlen sie im Rahmen einer unabhängigen Honorar-

⁶² § 17 FinVermV.

Anlageberatung Geschäfte in Finanzinstrumenten, deren Anbieter oder Emittent sie selbst sind oder zu denen eine enge Verbindung oder wirtschaftliche Verflechtung besteht, müssen sie ihre Kunden rechtzeitig darüber informieren und auch über eigenes Gewinninteresse oder das Interesse eines verbundenen oder wirtschaftlich verflochtenen Unternehmens.⁶³

Auch Honorar-Anlageberater nach § 34h der Gewerbeordnung dürfen sich eine Beratung in der Regel nur von den Anlegern vergüten lassen und müssen eine hinreichende Anzahl von auf dem Markt angebotenen Finanzanlagen berücksichtigen. Sie dürfen ebenfalls ausnahmsweise Zuwendungen annehmen, wenn „die empfohlene Finanzanlage oder eine in gleicher Weise geeignete Finanzanlage“ ohne Zuwendung nicht erhältlich ist“⁶⁴. Nach der FinVermV muss er dem Anleger dann die „Existenz, Art und Umfang“ der Zuwendung in umfassender, zutreffender und verständlicher Weise“ offenlegen, und er muss diese Zuwendungen „unverzüglich und ungemindert“ an den Kunden auskehren.⁶⁵ Für Honorar-Anlageberater nach § 34h der Gewerbeordnung greift jedoch das Label der „Unabhängigkeit“ der Beratung nicht.

3.5.9 Bereitstellung von Informationen und Marketingmitteilungen

Sowohl Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute als auch Finanzanlagenvermittler/Honorar-Anlageberater müssen Anforderungen im Hinblick auf die Bereitstellung von Informationen erfüllen, was auch Marketing- bzw. Werbemitteilungen einschließt. Die Informationen bzw. Mitteilungen müssen „redlich und eindeutig sein und dürfen nicht irreführend sein“. Marketing- bzw. Werbemitteilungen müssen kenntlich gemacht werden.^{66,67} Finanzanlagenvermittler/Honorar-Anlageberater müssen darüber hinaus dafür sorgen, dass wichtige Aussagen oder Warnungen „nicht verschleiert oder abgeschwächt dargestellt werden“.⁶⁸ Im Zuge der EU-Kleinanlegerstrategie werden diese Vorgaben für Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute noch verschärft. In diesem Zuge werden auch Vorgaben zu Marketingmitteilungen und -Strategien für Finfluencer etabliert.

3.6 Zweites Zwischenfazit

Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute sowie Finanzanlagenvermittler/Honorar-Anlageberater unterliegen strengen Anlegerschutzbestimmungen etwa im Hinblick auf den Umgang mit Interessenkonflikten, bei der Transparenz gegenüber ihren Kunden, bei der Prüfung der Geeignetheit und Angemessenheit einer Finanzanlage oder auch bezüglich der Regulierung von Zuwendungen/Provisionen. Dabei orientieren sich die für Finanzanlagenvermittler/Honorar-Anlageberater geltenden Bestimmungen aus der Gewerbeordnung und insbesondere der FinVermV vielfach an jenen die für Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute nach dem WpHG bzw. der MiFID gelten. Sie fallen jedoch bei genauem Hinsehen für Finanzanlagenvermittler/Honorar-Anlageberater oftmals nicht ganz so streng aus, wie bei Anlageberatern/Finanzdienstleistungsinstituten. Für letztere sind die Vorgaben nicht allein durch weitergehende Level 2-Gesetzgebung (Delegierte Verordnungen) häufig granularer ausbuchstabiert, sondern auch – zumindest teilweise – in der Substanz strenger. Beispiele sind hier der Umgang mit der „unabhängigen“ Beratung, als Gegenstück zu einer somit als „abhängigen“ Anlageberatung betitelten Beratung, aber auch etwa der strengere Grundsatz, wonach Zuwendungen eine Dienstleistungen in seiner Qualität verbessern müssen, um ggf. erlaubt zu sein (im Gegensatz zum Grundsatz

⁶³ § 64 Abs. 5 und § 80 Abs. 8 WpHG, Art. 24 MiFID.

⁶⁴ § 34h Abs. 3 GewO.

⁶⁵ § 17a der FinVermV.

⁶⁶ § 63 Abs. 6 WpHG, Art. 24 Abs. 3 MiFID.

⁶⁷ § 14 der FinVermV

⁶⁸ § 14 der FinVermV

einer nicht nachteiligen Wirkung). Auch im Hinblick auf die Geeignetheits- und Angemessenheitsprüfung zeigen sich Unterschiede. Der Blick auf Finfluencer signalisiert wiederum ein Fehlen nahezu jeglicher, ähnlich gelagerter Anlegerschutzbestimmungen, zumindest dann, wenn sie die Tätigkeit einer Anlageberatung nach WpHG bzw. MiFID nicht erbringen (was eher selten ist). Damit haben Finfluencer bis dato in der Regel keine Vorgaben des Finanzmarktrechts zu erfüllen, wie sie für Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute bzw. für Finanzanlagenvermittler/Honorar-Anlageberater gelten.

4 Schlussfolgerungen

Verbraucher bzw. (potenzielle) Anleger haben heutzutage eine Vielzahl von Möglichkeiten, an Informationen zu gelangen, die sie bei der Kapitalanlage unterstützen. Auch können sie unter einer Vielzahl von Akteuren wählen, die ihnen Finanzprodukte direkt oder indirekt vermitteln oder ihnen mittel- oder unmittelbar eine Beratung anbieten. Dies ist zunächst grundsätzlich ein positives Zeichen. Denn es zeugt von einem intensiven Wettbewerb, niedrigen Markteinstiegschürden und einer großen Auswahl für Verbraucher bzw. Anleger. Monopolartige Tendenzen wie in anderen Branchen sind nicht zu erkennen. Gleichwohl stellt sich regelmäßig die Frage, ob alle Akteure, die sich auf den Anlagevermittlung- und beratungsmärkten tummeln, auf demselben Spielfeld agieren und nach denselben Spielregeln mitspielen dürfen, d.h. ob sie bei gleicher oder ähnlicher Tätigkeit auch den gleichen Regeln unterworfen sind. Diese Frage stellt sich nicht erst, seitdem Finfluencer eine zunehmend wichtige Rolle spielen – laut einer Umfrage der BaFin aus dem Jahr 2024 haben bereits 53% der Verbraucher in den Generationen Y⁶⁹ und Z⁷⁰ über Finfluencer Informationen zu Finanzprodukten erhalten⁷¹ –, sondern sie ist auch im Verhältnis Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute vs. Finanzanlagenvermittler/Honorar-Anlageberater immer wieder virulent. Auch stellt sich die Frage, ob Verbrauchern bzw. Anlegern jeweils hinreichend bewusst ist, wie streng oder weniger streng die verschiedenen Akteure reguliert und beaufsichtigt sind bzw. in welchen Konstellationen sie besser oder weniger gut vor etwaigen Risiken geschützt sind.

Grundsätzlich liefert das europäische Recht mit der MiFID-Richtlinie hier die richtigen Antworten. Denn mit der Richtlinie wurden bereits europaweit einheitliche Leitplanken für die Anlagevermittlung und -beratung geschaffen, die den Ablauf dieser Tätigkeiten vorzeichnen, die Pflichten für alle Marktakteure festlegen und detaillierte Rechtsvorschriften zur Zulassung sowie zur Wahrung des Anlegerschutzes etablieren. Durch die Neuregelungen der EU-Kleinanlegerstrategie (s. [cepStudie](#)), auf die sich die EU-Gesetzgeber im Dezember 2025 vorläufig geeinigt haben⁷², werden diese Leitplanken nochmals verfeinert, vereinheitlicht und teilweise verschärft.⁷³ Für die der Richtlinie unterfallenden Unternehmen ergibt sich mithin ein stark europäisch geprägtes und verhältnismäßig intrusives Regulierungs- und Aufsichtsumfeld. Dem steht für Finanzanlagenvermittler und Honorar-Anlageberater ein Umfeld gegenüber, dass sich zwar im Hinblick auf den Anlegerschutz bereits stark an den MiFID-Vorgaben orientiert, ansonsten jedoch eher national oder gar regional geprägt ist, insbesondere bei Betrachtung der zuständigen Aufsichtsinstanzen. Für Finfluencer ist eine regulatorische oder aufsichtliche Behandlung ähnlicher Prägung bis dato nahezu inexistent.

⁶⁹ Unter der Generation Y fallen Menschen, die zwischen 1981 und 1996 geboren wurden [BaFin (2024), Generation Y und Z setzen auf Finfluencer, BaFin Journal, 23. September 2024, geändert am 15.10.2024].

⁷⁰ Unter der Generation Z fallen Menschen, die zwischen 1997 und 2012 geboren wurden [BaFin (2024)].

⁷¹ BaFin (2024).

⁷² Rat der Europäischen Union (2025), Anlagestrategie für Kleinanleger: Rat und Parlament einigen sich auf Paket zur Stärkung der Verbraucher bei gleichzeitiger Förderung der Märkte, Pressemitteilung, 18. Dezember 2025.

⁷³ Bisher gibt es hier nur ein vorläufiges Trilogieergebnis. Das finale Verhandlungsergebnis liegt noch nicht vor. Daher werden die im Rahmen der Kleinanlegerstrategie vorgenommenen Änderungen in dieser cepStudie noch nicht besprochen.

Eine Lösung aus dieser, teilweise nicht zu rechtfertigenden fragmentierten Regulierungs- und Aufsichtslandschaft, die insbesondere aus Sicht der Verbraucher bzw. von Kleinanlegern als kaum nachvollziehbar gelten kann, wäre mithin eine stärkere Angleichung der Regulierungs- und Aufsichtsstandards über alle Marktakteure hinweg. Dies würde nicht nur etwaiges Arbitrageverhalten erschweren und für einheitlichere Wettbewerbsbedingungen („level playing field“) sorgen, sondern böte auch den Verbrauchern bzw. Anlegern Gewissheit, dass alle Akteure denselben Regelungen, etwa zur Zuverlässigkeit, Sachkunde und zu den Wohlverhaltens- und Informationspflichten, unterworfen sind und sie jeweils in einer Weise geschützt wären, die als gleichwertig betrachtet werden kann.

Eine solche Angleichung müsste und sollte auch nicht zwingend bedeuten, dass für jeden Sachverhalt die vermeintlich höchsten (derzeit geltenden) Standards für alle angestrebt werden müssen („Race to the top“), etwa mit Blick auf die Vorgaben zu Zuwendungs- bzw. Provisionsverboten bzw. -beschränkungen⁷⁴. Vielmehr wäre entscheidend, dass es sich um einheitliche Standards handelt, die harmonisiert im EU-Recht verankert wären. Letzteres wäre nicht nur im Sinne der Etablierung eines Binnenmarkts für Kapital und dem grenzüberschreitenden Charakter der Kapital- und Finanzmärkte sachdienlich. Auch werden laufend neue Vorschriften auf EU-Ebene etabliert oder bestehende EU-Regeln überarbeitet – man denke hier etwa an die Neuregelungen der EU-Kleinanlegerstrategie oder zahlreiche nachhaltigkeitsbezogene Vorgaben (z.B. Verordnung über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten (SFDR) –, die jedes Mal und gesondert, falls erwünscht, auf nationaler Ebene, für vom EU-Recht befreite Akteure nachvollzogen werden müssen. Zudem wäre eine unterschiedliche, mitgliedstaatliche Regulierung von und Aufsicht etwa über Finfluencer fragwürdig, da deren Dienste ohne größere Hürden über die sozialen Medien leicht über Grenzen hinweg erbracht werden können, und Finfluencer ihre Dienste mithin oft nicht national, regional oder gar lokal begrenzen.

Bei einer – europäisch gedachten – Angleichung der Regulierungs- und Aufsichtsregime käme es darauf an, unter Berücksichtigung der folgenden Leitprinzipien, eine angemessene Balance zu schaffen. Das Regulierungs- und Aufsichtsregime sollte (s. auch Tabelle 3)

- darauf ausgelegt sein, (potenzielle) Anleger – etwa über Maßnahmen zur Stärkung der finanziellen Bildung⁷⁵ – zu befähigen, eigenverantwortliche Anlageentscheidungen zu fällen. Dafür bedarf es Instrumente und Anreize, die sie auf dem Weg unterstützen, zu mündigen Verbrauchern zu werden. (Potenzielle) Anleger sollten in die Lage versetzt werden, zumindest in gewissem Maße die Chancen und Risiken einer Kapitalanlage eigenständig abzuwägen und auch die Potenziale und Gefahren der Nutzung verschiedener Anlagevermittlungs- und -beratertypen erkennen und bewerten zu können. Letzteres kann beispielsweise bedeuten, dass Anleger besser darüber aufgeklärt werden, dass Finfluencer tendenziell riskantere Anlagen empfehlen, ohne ihnen jedoch vorzuschreiben, wie sie mit dieser Information umzugehen haben. Es sollte Anleger befähigen, ohne sie jedoch zu bevormunden und weder zu riskantem Verhalten anzuregen noch übervorsichtiges Agieren zu propagieren;
- grundsätzlich alle Unternehmen und Personen, die die Tätigkeit einer Anlageberatung erbringen, einbeziehen, wobei Anlageberatung sowohl breiter als derzeit definiert sein sollte, sodass auch bestimmte Tätigkeiten von Finfluencern erfasst wären, als auch präziser, damit eine klare Abgrenzung

⁷⁴ In der Vergangenheit hat sich das cep mehrmals kritisch zu regulatorischen Hürden für die provisionsbasierte Beratung ausgesprochen. Denn „nur im Wettbewerb mit Provisionsmodellen funktionieren Honorarberatungsmodelle (und andersherum). Mit dem Verbot des einen Modells geht die Ineffizienz des anderen Modells einher“ (s. dazu auch [cepStudie](#) „Provisionsverbote in Finanzdienstleistungsmärkten“, März 2023 sowie [cepStudie](#) „Die neue EU-Kleinanlegerstrategie“, Oktober 2023).

⁷⁵ Die Kommission hat richtigerweise erkannt, dass die Finanzkompetenz eine „grundlegende Lebenskompetenz“ darstellt und hat Ende September 2025 ein EU-Strategie zur Förderung der Finanzkompetenzen vorgestellt [[COM\(2025\) 681](#), EU-Strategie zur Förderung der Finanzkompetenz, Mitteilung der Kommission, 30. September 2025].

- zu nicht-beratenden Tätigkeiten erfolgen kann. Hier müsste beispielsweise zwischen Tätigkeiten unterschieden werden, die allein Aufklärungs- und Informationszwecken dienen (keine Beratung) und solchen, bei denen konkrete Handlungsempfehlungen im Hinblick auf eine Finanzanlage ausgesprochen werden (ggf. Beratung). Auch müsste mitberücksichtigt werden, inwiefern die Tätigkeiten in einem gewerblichen Sinne erfolgen, ob sie laufend oder eher sporadisch erfolgen und auch wie groß das (potenzielle) adressierte Publikum ist. Ein Kriterienkatalog zur klaren Abgrenzung wäre hier sicherlich hilfreich. Mit diesen Schritten wäre sichergestellt, dass für alle Marktakteure, die dieselben oder sehr ähnliche Dienstleistungen erbringen, grundsätzlich ähnliche Markteintrittshürden bestehen und einheitliche Wettbewerbsbedingungen vorherrschen würden;
- Regulierungs- und Aufsichtsarbitrage erschweren. Das bedeutet, dass Regelungslücken geschlossen werden sollten, die es (bestimmten) Marktteilnehmern ermöglichen, ungerechtfertigte Wettbewerbsvorteile zu genießen. Beispielsweise haben Finfluencer derzeit den Anreiz, Anlageempfehlungen nicht direkt an bestimmte Personen zu richten, da sie ansonsten möglicherweise strenger reguliert und beaufsichtigt würden. Und auch bisher streng regulierte Marktakteure könnten, um der Regulierung zu entgehen, versucht sein, sich als Finfluencer zu betätigen;
 - das derzeit häufige Unwissen der (potenziellen) Anleger über das für die verschiedenen Typen von Anlagevermittlern und -beratern geltende Recht zu überwinden suchen. Das bedeutet, dass – unabhängig von der Ausgestaltung des Regulierungs- und Aufsichtsregimes – für den Anleger klar sein muss, wer (z.B. Finanzanlagenvermittler) ihn oder sie, unter welchen Regeln (z.B. Gewerbeordnung) und unter welcher Aufsicht (z.B. BaFin, ohne Aufsicht) berät bzw. ihm oder ihre Finanzinformationen zur Verfügung stellt, sowie welche Art der Dienstleistung er genau erbringt (z.B. Anlageberatung nach MiFID, unregulierte Finfluencer-Tätigkeit);
 - vorzeichnen, welche Schritte üblicherweise bei jeder Anlageberatung – unabhängig davon, wer sie erbringt –, nachzuvollziehen sind. Das bedeutet u.a., dass gezielte Anlageempfehlungen erst dann abgegeben werden dürfen, wenn etwa die Geeignetheit und Angemessenheit geprüft wurde oder auch bestimmte Offenlegungen – Interessenkonflikte, Kosten etc. – vorgenommen wurden, wobei diese Offenlegungen möglichst bürokratiearm ausgestaltet sein und den Kanälen, über die eine Beratung erfolgt, Rechnung tragen sollten;
 - so ausgestaltet sein, dass das Niveau des Anlegerschutzes als gleichwertig betrachtet werden kann, unabhängig davon, bei welchem Unternehmen oder welcher Person ein (potenzieller) Anleger eine Anlagevermittlung bzw. -beratung nachfragt. Das bedeutet etwa, dass er in allen Fällen über Interessenkonflikte informiert werden muss, sofern diese die Vermittlung bzw. Beratung (negativ) beeinflussen (könnten), oder etwaige Regelungen zum Umgang mit Provisionen einheitlich und nicht wettbewerbsverzerrend ausgestaltet sein müssten. Auch bedeutet dies, dass gleichartige (Anlageberatungs-)Dienstleistungen möglichst auf gleiche Weise und durch dieselben Instanzen beaufsichtigt werden sollten;
 - neue Geschäftsmodelle nicht unnötig behindern, aber gleichermaßen gewährleisten, dass diese den Anlegerschutz nicht unterlaufen oder gefährden und sie außerhalb des Radars von Aufsichtsbehörden fallen;
 - die Barrieren für Markteintritte nicht zu hoch ansetzen. Dies bedeutet etwa das Lizenzerfordernisse zwar möglichst für alle Akteure gleichwertig ausgestaltet sein sollten, sie aber nicht derart abschreckend wirken sollten, dass die Anreize gering sind, Anlageberatungstätigkeiten zu erbringen;
 - verhältnismäßig ausgestaltet sein, d.h. es sollte, auch wenn es alle anlageberaten Akteure unter einem EU-Regime vereint, Raum für eng begrenzte, begründete Sonderregelungen lassen, wenn bestimmte Regeln für einzelne Akteure, etwa aufgrund ihrer Geschäftsmodelle, der Begrenztheit

ihrer Tätigkeit oder aufgrund ihrer Größe, de facto keine Relevanz haben oder als tatsächlich unge-rechtfertigt gelten können;

- den Blick für die Wahrung des Subsidiaritätsprinzips nicht verlieren, auch wenn das Finanzmarkt-recht zunehmend europarechtlich geprägt ist.

Tabelle 3: Leitprinzipien für ein angemessenes Regulierungs- und Aufsichtsregime

1	Unterstützung der Ausbildung von mündigen Anlegern
2	Wahrung einheitlicher Wettbewerbsbedingungen
3	Vermeidung von Regulierungs- und Aufsichtsarbitrage
4	Beachtung des Grundsatzes „Gleiche Dienstleistungen, gleiche Risiken, gleiche Regeln“
5	Sicherstellung eines einheitlichen Anlegerschutzniveaus
6	Einbeziehung aller Marktakteure, die (eine Form der) Anlageberatung erbringen
7	Transparenz für Anleger über das für die Marktakteure jeweils geltende Regulierungs- bzw. Aufsichtsre-gime
8	Vermeidung unnötiger Markteintrittshürden und des Ausbremsens von Innovationen
9	Wahrung von Proportionalität
10	Beachtung des Subsidiaritätsgedankens

Nimmt man die Perspektive der Verbraucher als Maßstab, wäre mithin zu prüfen, ob nicht alle in dieser cepStudie betrachteten Unternehmen und Personen grundsätzlich zunächst in den Anwendungsbe-reich der MiFID fallen sollten, um eine Grundvoraussetzung für eine stärkere Rechtsangleichung zu schaffen. Bereits heute unterliegen Finanzanlagenvermittler und Honorar-Anlageberater, wenn nicht denselben, dann häufig an die MiFID-Regeln angelehnte Anlegerschutzbestimmungen. Finfluencer un-terliegen diesen zwar in der Regel nicht, ein „Nachziehen“ – in begrenztem Maße – erscheint jedoch nicht abwegig.

Sodann sollte – unter dem Dach des MiFID-Regimes und unter Berücksichtigung der genannten Leit-prinzipien – geprüft werden, welche der in der Richtlinie bereits verankerten Anlegerschutzvorgaben überhaupt (noch) notwendig und (noch) zweckmäßig sind und welche der grundsätzlich als notwendig und zweckmäßig erachteten Anforderungen für alle Akteure als gerechtfertigt betrachtet werden kön-nen. Zu letzteren Anforderungen dürften z.B. Vorgaben zur Offenlegung und Vermeidung von Interes-senkonflikten, weitere Transparenzanforderungen oder auch Vorgaben zum Inhalt von Marketingmit-telungen zählen. Auch dürfte das Informationsbedürfnis (potenzieller) Kunden im Hinblick auf etwaige Zuwendungen bzw. Provisionen oder auch zur Vergütung bei allen Akteuren gleichermaßen gegeben sein. Ferner erscheint eine gewisse Angleichung der Regelungen im Hinblick auf die (Nicht-)Erlaubnis von Zuwendungen bzw. Provisionen geboten. Die derzeit unterschiedlich strenge Herangehensweise (s. Tabelle 2 oben) erscheint wettbewerbsverzerrend und schafft beispielsweise Anreize, als Fin-fluencer zu agieren, da diese keinen Zuwendungs- bzw. Provisionsbeschränkungen unterliegen. Auch dürfte das Interesse (potenzieller) Anleger an der nötigen Sachkunde des Beratenden gleichermaßen hoch sein, insbesondere dann, wenn eine konkrete Handlungsempfehlung ausgesprochen wird und nicht nur eine reine Informationsbereitstellung erfolgt. Folglich sollten, zur Stärkung und Wahrung des Anlegervertrauens, für alle Akteure gewisse Standards bezüglich ihrer Fachkenntnisse gelten, welche

auch regelmäßig geprüft werden sollten, und einer Aktualisierung unterzogen werden sollten, sobald neue bzw. andere Kenntnisse gefragt sind⁷⁶.

Bei anderen Vorschriften – etwa zur Prüfung der Geeignetheit und Angemessenheit einer Finanzanlage – bräuchte es hingegen insbesondere mit Blick auf Finfluencer teilweise Regelungen, die mit deren Geschäftsmodell besser kompatibel und auch in der Praxis umsetzbar wären, ohne dabei jedoch den Anlegerschutz aus den Augen zu verlieren⁷⁷. Denn Finfluencer spielen insbesondere für den Einstieg in die Finanzanlage eine zunehmend wichtige Rolle, gerade in der jüngeren Bevölkerung. Hier wäre daher beispielsweise über verpflichtende Warnhinweise nachzudenken, die Anleger darauf aufmerksam machen, dass eine Anlageempfehlung ohne Prüfung der individuellen Kenntnisse, Bedürfnisse, der Risikotoleranz oder der Verlusttragfähigkeit etc. erfolgt, und die Empfehlung somit auch den Interessen der „Kunden“ (z.B. Follower) der Finfluencer widersprechen und sie für sie auch gänzlich ungeeignet sein könnte. Den „Kunden“ sollte dargelegt werden müssen, dass sie bei Finfluencern in der Regel keine klassische Beratung erhalten, ihre *persönlichen* Bedürfnisse üblicherweise nicht im Vordergrund stehen und sie, wenn ihnen deren Berücksichtigung wichtig ist, auf andere Angebote zurückgreifen sollten. Darüber hinaus sollte auf die Mechanismen, die vielen sozialen Medien zugrunde liegen und die auch für die Tätigkeiten von Finfluencern eine wichtige Rolle spielen (z.B. verzerrte Algorithmen, spielerische und emotionale Elemente, Betonung aktueller Trends etc.)⁷⁸, hingewiesen werden, da sie einen wesentlichen Einfluss auf das Anlageverhalten haben können, und, wie die Vergangenheit gezeigt hat, tendenziell riskantere Anlageentscheidungen begünstigen.⁷⁹

Darüber hinaus gilt es, die Aufsichtsfrage erneut zu stellen und zu untersuchen, ob die derzeitige zersplitterte Aufsichtslandschaft – BaFin (Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute) vs. Gewerbeämter/IHKs (Finanzanlagenvermittler/Honorar-Anlageberater) vs. meist ohne Aufsicht (Finfluencer) – noch zeitgemäß ist, oder es hier einer stärkeren Vereinheitlichung bedarf, welche auch eine Verlagerung von Aufsichtskompetenzen bedeuten oder sich im Neuaufbau von Aufsichtsverantwortlichkeiten äußern kann. Auch hierbei sollte die Perspektive der Verbraucher als Maßstab dienen, für die es in der Regel nur schwer nachzuvollziehen ist, dass die genannten Akteure unterschiedlich streng beaufsichtigt und sie damit auch nicht gleichermaßen, etwa vor etwaigen Anlagerisiken, geschützt sind. Wichtig wäre mithin erstens eine Aufsicht, die grundsätzlich alle Akteure, d.h. Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute, Finanzanlagenvermittler/Honorar-Anlageberater und Finfluencer einer wirksamen, angemessenen Kontrolle unterwirft. Zweitens sollte die gewählte Aufsichtsinstanz den heutigen finanzmarktregulatorischen Herausforderungen, die in den vergangenen Jahren nicht kleiner geworden sind, gewachsen sein und ausreichend ausgestattet sein, um ihre Kontrollfunktion in entsprechender Weise wahrnehmen zu können. Ob dies mit Blick auf die Gewerbeämter und IHKs in jedem Fall gegeben ist, gilt es hierbei besonders in den Blick zu nehmen. Drittens sollte eine neue Aufsichtsstruktur etwaigem Arbitrageverhalten, also der Versuchung einzelner Akteure, sich einer Aufsicht zu entziehen, Einhalt

⁷⁶ Vor Jahren waren Kenntnisse zu Kryptowährungen und anderen Kryptowerten beispielsweise von geringer Relevanz. Heute sind solche Kenntnisse jedoch immanent wichtig, um mit diesen Instrumenten einhergehenden Chancen und Risiken einordnen zu können.

⁷⁷ Eine solche Geeignetheits- und Angemessenheitsprüfung erfolgt bei Finfluencern – anders als im regulierten Finanzverkehr – in der Regel nicht, da sie nicht direkt in den Kontakt mit einzelnen „Kunden“ treten.

⁷⁸ Deutsches Institut für Vermögensbildung und Alterssicherung (DIVA) 82026), Finfluencer in der Wertschöpfungskette der Finanzberatung, Prof. Dr. Oliver Schellenberger, DIVA-Marktkommentar 2/2026.

⁷⁹ Laut einer Verbrauchererhebung der investierenden Verbraucher, die bereits Kontakt zu Finfluencern hatten, deutlich spekulativer als jene Verbraucher, die keinen Kontakt zu Finfluencern hatten. Das zeigt sich besonders bei Kryptowerten. So haben fast die Hälfte der Befragten, die mit Finfluencern in Berührung gekommen sind, bereits Kryptowerten erworben. Bei den anderen Befragten lag der Anteil bei nur 13 Prozent. [BaFin (2026), Investitionen in Kryptowerte und der Einfluss sozialer Medien auf das Anlageverhalten, Risiken im Fokus 2026]

gebieten. Und viertens sollte sie – mit Blick auf alle beaufsichtigten Akteure – die Proportionalität wahren. Eine sich am Verbraucherinteresse orientierende Aufsichtsarchitektur sollte sich von diesen Prinzipien leiten lassen und dabei auch nicht vor einer weitgehenderen Neugestaltung zurückschrecken. Dies kann bei Influencern – aufgrund der länderübergreifenden Verbreitung ihrer Botschaften – bedeuten, dass neben einer nationalen Aufsichtsinstanz wie der BaFin, auch die europäischen Finanzaufsichtsbehörden (ESAs) eng eingebunden werden sollten. Mit Blick auf Finanzanlagenvermittler/Honorar-Anlageberater kann dies wiederum bedeuten, sich dem bisherigen Aufsichtsmodell von Anlageberater/Finanzdienstleistungsinstitute anzunähern.



Autoren:

Philipp Eckhardt, Fachbereichsleiter Finanzmärkte und Informationstechnologien

eckhardt@cep.eu

Anastasia Kotowski, Fachbereichsleiterin Finanzmärkte und Informationstechnologien

kotowski@cep.eu

Centrum für Europäische Politik FREIBURG | BERLIN

Kaiser-Joseph-Straße 266 | D-79098 Freiburg

Schiffbauerdamm 40 Raum 4205 | D-10117 Berlin

Tel. + 49 761 38693-0

Das **Centrum für Europäische Politik** FREIBURG | BERLIN, das **Centre de Politique Européenne** PARIS, und das **Centro Politiche Europee** ROMA bilden das **Centres for European Policy Network** FREIBURG | BERLIN | PARIS | ROMA.

Das gemeinnützige Centrum für Europäische Politik analysiert und bewertet die Politik der Europäischen Union unabhängig von Partikular- und parteipolitischen Interessen in grundsätzlich integrationsfreundlicher Ausrichtung und auf Basis der ordnungspolitischen Grundsätze einer freiheitlichen und marktwirtschaftlichen Ordnung.