Deutsche
Schutzvereinigung für
Wertpapierbesitz e.V.

DSW e.V. Postfach 35 01 63 40443 Düsseldorf

An die

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
Graurheindorfer Str. 108
53117 Bonn

Referat WA35
Herrn Michel und Herrn Dr. Pucker

per E-Mail übermittelt

Düsseldorf, den 26. Juni 2025

Stellungnahme der DSW zur Regulierung von Turbo-Zertifikaten durch die BaFin - im Rahmen der Anhörung nach § 28 VwVfG vor Erlass einer Produktinterventionsmaßnahme nach Art. 42 MiFIR und §15 Absatz 1 Satz 2 WpHG in Verbindung mit Art. 42 MiFIR betreffend Turbo-Zertifikate

Sehr geehrter Herr Michel, sehr geehrter Herr Dr. Pucker
sehr geehrte Damen und Herren,

die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) begrüßt ausdrücklich die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) angekündigten Schritte zur Beschränkung des Vertriebs von Turbo-Zertifikaten an Privatanleger.

Diese Maßnahme ist aus Sicht des Anlegerschutzes gut begründet, denn die Markuntersuchung der BaFin im einschlägigen Beobachtungszeitraum (2019-2023) belegt eindrücklich, dass etwa drei Viertel der Privatanleger mit solchen Produkten Verluste verzeichnen – im Schnitt etwa 6.400 Euro pro Person. Insgesamt ergibt sich daraus ein Schaden von rund 3,4 Milliarden Euro innerhalb von fünf Jahren.

Turbo-Zertifikate sind auch aus Sicht der DSW hochspekulative Produkte, deren empfohlene und tatsächliche Haltedauer sehr oft bei nur einem Tag liegt und die meist – wie die Untersuchung zeigt – auch nur sehr kurz gehalten werden.

Die Markuntersuchung belegt: Etwa 70 % der Positionen werden bereits innerhalb von 24 Stunden wieder verkauft. In Kombination mit dem hohen Hebel und laufenden Kosten ergibt sich ein für Privatanleger sehr ungünstiges Verhältnis zwischen Risiko und Ertrag. Besonders auffällig dabei: Wer besonders aktiv handelt – also mehr als 1.000 Transaktionen tätigt – muss mit einer Verlustquote von über 91 % rechnen. Zudem handelt es sich um einen sehr bedeutenden Markt, so kamen beispielsweise

Postanschrift:
Postfach 35 01 63
40443 Düsseldorf

Besucheranschrift:
Peter-Müller-Straße 14
40468 Düsseldorf
Telefon 0211/6697-02
Telefax 0211/6697-60
Internet:
www.dsw-info.de
e-Mail:
dsw@dsw-info.de

Präsident:
Ulrich Hocker
Vizepräsidenten:
Daniela Bergdolt
Klaus Nieding
Geschäftsführung:
Marc Tüngler
Christiane Hölz

Steuer-Nr.: 105/5888/0541

Bankverbindung:
Postbank Essen
DE68360100430068844 30
BIC PBNKDEDD

Dachverband der
deutschen Investmentclubs

Mitglied der
europäischen Vereinigung
Euroshareholders /
Better Finance, Brüssel

allein im April 2025 die kurzen Turbo-Zertifikate auf einen Börsenumsatz von rd. 3,5 Mrd. Euro. All dies unterstreicht aus unserer Sicht den dringenden Bedarf an regulatorischem Eingreifen.

Die in Rede stehenden Zertifikate funktionieren über einen Hebelmechanismus: Anleger bringen nur einen kleinen Teil des Wertes ein, der Rest wird vom Emittenten finanziert. Wird die sogenannte Knock-Out-Schwelle auch nur kurzzeitig unterschritten, verliert das Produkt sofort seinen gesamten Wert, selbst wenn sich der Kurs anschließend wieder erholt. Hinzu kommen laufende Finanzierungskosten sowie das grundsätzliche Risiko, bei einer Insolvenz des Emittenten das eingesetzte Kapital vollständig zu verlieren.

I. Geplante Maßnahmen der BaFin
Die BaFin plant drei konkrete Maßnahmen, um den Vertrieb dieser Produkte an Privatanleger künftig besser zu steuern:

1. **Verpflichtende Risikohinweise**
   Künftig müssen in sämtlichen Werbe- und Vertriebsunterlagen klar verständliche Hinweise enthalten sein, aus denen unter anderem hervorgehen muss, dass sieben von zehn Anlegern beim Handel mit Turbo-Zertifikaten Verluste machen. Ziel ist es, ein realistisches Bild der Erfolgsaussichten zu vermitteln und überhöhte Erwartungen zu dämpfen.

2. **Verständnistest vor dem Erwerb**
   Vor dem erstmaligen Kauf eines Turbo-Zertifikats sollen Anleger einen kurzen Wissenstest absolvieren, in dem grundlegende Kenntnisse zu Funktionsweise und Risiken abgefragt werden. Mindestens sechs von zehn Fragen müssen korrekt beantwortet werden. Dieser Test soll alle sechs Monate wiederholt werden, um die fortlaufende Eignung zu überprüfen.

3. **Verbot von Anreizsystemen**
   Finanzinstitute, Vermittler und Emittenten dürfen künftig keine geldwerten oder sonstigen Anreize mehr anbieten, die gezielt den Handel mit Turbo-Zertifikaten fördern – etwa in Form von Bonuszahlungen, Rabatten auf Ordergebühren oder besonderen Kundenprogrammen. Ziel ist es, spekulatives und unreflektiertes Verhalten nicht noch zusätzlich zu bestärken.

Diese Maßnahmen allein sind aus Sicht der DSW jedoch nicht ausreichend, den Vertrieb dieser Produktart, die ausschließlich auf Privatanleger ausgerichtet ist, wirksam zu beschränken. Zudem wird entscheidend sein, dass die Umsetzung konsequent erfolgt und die Einhaltung wirksam kontrolliert wird.

Im Folgenden nehmen wir daher nicht nur zu den konkret von der BaFin beabsichtigten Maßnahmen Stellung, sondern unterbreiten auch weitergehende Vorschläge und greifen weitere aus unserer Sicht zentrale Aspekte auf, die für einen wirksamen und nachhaltigen Anlegerschutz im Bereich hochspekulativer Hebelprodukte – und allgemein im Zertifikatemarkt für Privatanleger – erforderlich sind.

II. Marktmanipulation und Handelsunterbrechungen
Immer wieder kommt, nach Erfahrungswerten der DSW, unter Anlegern der Verdacht auf, dass Emittenten gezielt auf die Auslösung von Knock-Out-Schwellen hinwirken, etwa durch breite Geld-Brief-Spannen oder durch gezielte Kursstellungen. Fakt ist: Die Emittenten treten häufig als sogenannte Market-Maker auf, was ihnen tatsächlich Einflussmöglichkeiten auf die Preisbildung eröffnet.

Dennoch zeigt eine BaFin-Marktuntersuchung, dass es regelmäßig zu Handelsunterbrechungen kommt. Allein im Juli 2024 waren rund 36,7 % der aktiv gehandelten Turbo-Zertifikate zeitweise nicht verfügbar – im Durchschnitt für etwa sechs Minuten. Die Gründe reichen von mangelnder Liquidität beim Basiswert bis hin zu technischen Problemen. Solche Unterbrechungen erschweren es Anlegern erheblich, zeitgerecht zu reagieren, und tragen aus Sicht der DSW erheblich zur Verunsicherung bei.

III. Transparenzmängel und Interessenkonflikte
Der außerbörsliche Handel (OTC) mit Turbo-Zertifikaten bringt aus Sicht der DSW diverse strukturelle Nachteile mit sich:

1.) **Intransparente Preisbildung**
Die Kurse werden vom Emittenten selbst gestellt. Eine unabhängige, börsliche Preisfeststellung fehlt meistens. Auch wenn Preisbestandteile wie Spreads, Agios oder Finanzierungskosten dokumentiert sind, sind sie für Privatanleger im Moment des Handels oft nicht klar erkennbar.

2.) **Fehlender Wettbewerb**
Da der Emittent zugleich der alleinige Handelspartner ist, besteht kein Wettbewerb durch andere Marktteilnehmer. Das kann zulasten der Fairness bei der Preisstellung gehen.

3.) **Strukturelle Interessenkonflikte**
Emittenten und Broker erzielen ihre Einnahmen über Spreads, Gebühren und Finanzierungskosten – also genau durch Mechanismen, die bei Anlegern zu Verlusten führen. Früher waren auch Rückvergütungen (Kick-Backs) an Vermittler üblich, was dazu geführt hat, dass riskante Produkte besonders aktiv vertrieben wurden – oft unabhängig davon, ob sie wirklich zum Anleger passten.

Die DSW fordert daher folgende Ergänzungen:

- Veröffentlichungspflichten für Handelsunterbrechungen,
- klare Regeln für maximale Spread-Ausweitungen,

- verbindliche Mindeststandards für die Kursstellung bei normaler Liquidität,
- sowie mehr Einblick in die Absicherungsstrategien der Emittenten.
- Die Preisfeststellung der Produkte sollte unabhängig und transparent erfolgen. In jedem Fall sollte die zugrunde liegende Methodik bzw. das Modell der Preisfindung klar und nachvollziehbar kommuniziert werden müssen.

4.) **Praktische Umsetzung der Vermittlung von Produktinformationen**
Wesentliche Produktinformationen, insbesondere zu Risikostruktur, Laufzeitbeendigung, Knock-Out-Mechanismus oder Kündigungsrechten oder bereits erfolgten Kündigungen, sollten aus Sicht der DSW zwingend über das User Interface (Benutzeroberfläche) der Handelsplattform oder der Depotbank bereitgestellt werden müssen. Es ist aus unserer Sicht lebensfremd anzunehmen, dass durchschnittliche Privatanleger regelmäßig die oft unübersichtlichen und vielgestaltigen Produktseiten der Emittentinnen aufsuchen, um sich über Änderungen oder Risiken zu informieren. Die tatsächliche Informationsaufnahme erfolgt im Regelfall über das Online-Brokerage-System. Genau dort müssen relevante Hinweise strukturiert, auffindbar und zum richtigen Zeitpunkt eingeblendet werden.

5.) **Über Turbo-Zertifikate hinaus: Grundsätzliche Probleme im Zertifikatemarkt**
Darüber hinaus weist die DSW darauf hin, dass Transparenzdefizite und Interessenkonflikte keineswegs auf besonders risikoreiche Turbo-Zertifikate beschränkt sind, sondern viele strukturierte Produkte betreffen, unabhängig von Laufzeit oder Hebelwirkung. Auch vermeintlich risikoärmere Anlagezertifikate wie Express-, Bonus- oder Index-Zertifikate unterliegen einer undurchsichtigen Preisbildung, insbesondere bei vorzeitigem Verkauf.

Besonders kritisch sieht die DSW auch sogenannte Open-End-Zertifikate. Diese Produkte besitzen keine feste Laufzeit und werden von Anlegern bisweilen auch als langfristige Beimischung genutzt, sei es zur Abbildung bestimmter Strategien oder ggf. auch zur Absicherung von Rohstoffpreisschwankungen.

In der Praxis zeigt sich jedoch: Emittenten können Open-End-Zertifikate jederzeit kündigen, in der Regel sogar ohne Angabe von Gründen. Dadurch sind Anleger dem Ermessen der Emittenten weitgehend ausgeliefert. Es besteht die Gefahr, dass Zertifikate gerade dann gekündigt werden, wenn sie für die Emittentin wirtschaftlich nachteilig geworden sind – etwa bei gestiegenen Absicherungskosten oder bei anhaltendem Trendverhalten zugunsten der Anlegerseite.

Die DSW fordert daher mehr regulatorische Vorgaben zur Kündigungspraxis von Open-End-Zertifikaten sowie eine klare und verständliche Darstellung dieser Risiken in den Produktunterlagen.

IV. Zwischen Transparenz und Verbot

Die DSW setzt sich traditionell für die Freiheit der Produktwahl ein und steht generellen Verboten kritisch gegenüber. Gleichwohl zeigt die von der BaFin vorgelegte Marktanalyse derart drastische Ergebnisse, dass aus Sicht der DSW auch ein vollständiges Produktverbot nicht ausgeschlossen werden darf. Bei Verlustquoten von über 91 % bei hoher Handelsfrequenz, durchschnittlichen Verlusten von 6.400 Euro pro Anleger und einem Marktvolumen in Milliardenhöhe stellt sich zunehmend die Frage nach der Legitimität eines Produkts, das ausschließlich an Selbstentscheider vertrieben wird – also nicht im Beratungsumfeld – und dennoch offensichtlich massenhaft zu schädlichen Anlageentscheidungen führt.

Besonders alarmierend ist das Verhalten vieler Anleger, das einem regelrechten Suchtverhalten gleicht: Teilweise wurden über 1.000 Trades pro Person durchgeführt – häufig in dem Versuch, vorangegangene Verluste auszugleichen oder Gewinne zu maximieren. Dieses Verhalten erinnert stark an Mechanismen aus dem Bereich der Sportwetten. Umso bedenklicher ist es, dass dieses Verhalten durch gezieltes Marketing, Rabattsysteme oder Push-Nachrichten der Anbieter noch befeuert wird.

Die DSW spricht sich daher zumindest für eine substanzielle Einschränkung des Marketings aus – etwa durch ein Verbot spielerischer Anreize und eine Kennzeichnungspflicht für Onlinewerbung mit hoher Reichweite. In jedem Fall sollten auch die Preisfeststellungsmethoden offengelegt und – wo möglich – durch unabhängige Mechanismen flankiert werden.

V. Internationale Praxis – Beispiel Niederlande

Die niederländische Finanzaufsicht AFM hat bereits 2021 erste Maßnahmen ergriffen, um den Vertrieb von Turbo-Produkten einzugrenzen. Dazu zählen unter anderem eine Begrenzung des maximalen Hebels, verpflichtende Risikowarnungen und das Verbot von Bonusanreizen. Deutschland orientiert sich mit den BaFin-Vorgaben zwar an diesem Modell, setzt aber einen anderen Schwerpunkt: Statt einer pauschalen Hebelgrenze liegt der Fokus hier auf Eignungstests und Aufklärung.

Aus Sicht der DSW erscheint eine Begrenzung des maximalen Hebels – wie sie von der niederländischen Aufsichtsbehörde AFM bereits umgesetzt wurde – auch in Deutschland als sinnvoll, da ein hoher Hebel die Verlustwahrscheinlichkeit und die Volatilität der Position erheblich erhöht und damit gerade bei unerfahrenen Selbstentscheidern besonders schädliche Fehlanreize setzt.

Die DSW spricht sich in jedem Fall dafür aus, die Wirksamkeit beider Ansätze genau zu beobachten und sie gegebenenfalls im europäischen Kontext abzustimmen. Ziel muss es sein, Regulierungsumgehungen im EU-Binnenmarkt zu vermeiden.

Auf europäischer Ebene bewertet die European Securities and Markets Authority (ESMA) diese Maßnahmen als verhältnismäßig und fordert andere nationale Aufsichtsbehörden ausdrücklich dazu auf, ähnliche Schritte zu prüfen. Eine EU-weite Intervention – analog zu den CFD-Beschränkungen aus dem Jahr 2018 – wird von der ESMA jedenfalls geprüft. Auch die britische FCA hat vergleichbare Maßnahmen getroffen. Deutschland wäre

also nicht das erste Land, das konkrete Vertriebseinschränkungen erlässt. Im Ergebnis fügen sich die geplanten Regelungen damit vielmehr in eine europaweit zunehmende Tendenz – aus unserer Sicht grundsätzlich sinnvoller –regulatorischer Eingriffe ein.

VI. Weitere offene Punkte aus Sicht der DSW

1.) **Finfluencer und Signalgruppen**
Der Vertrieb über soziale Medien wie YouTube, Instagram oder Telegram gewinnt zunehmend an Bedeutung. Viele Kleinanleger treffen ihre Anlageentscheidungen auf Grundlage dieser oft intransparenten Empfehlungen. Die BaFin hat diese Kanäle bisher kaum reguliert. Die DSW fordert daher – wo dies mit inländischen regulatorischen Maßnahmen durchsetzbar ist – eine klare Kennzeichnungspflicht für bezahlte Inhalte und eine mögliche Einstufung solcher Anbieter als erlaubnispflichtige Finanzvermittler.

2.) **Gamification im Handel**
Zahlreiche Trading-Apps arbeiten mit latent spielerischen Elementen, Belohnungen oder Push-Nachrichten, die emotional ansprechen und besonders junge Nutzer zum häufigen Handeln verleiten können (ähnlich der Problematik im Bereich der Sportwetten). Die DSW sieht hier Handlungsbedarf – etwa durch Kooperationen mit verhaltenswissenschaftlichen Instituten sowie regulatorische Empfehlungen für App-Entwickler.

3.) **Zielmarktbestimmung**
Die derzeit in PRIIPs-Dokumenten angegebene Zielmarktdefinition („erfahrene Anleger mit hoher Verlusttragfähigkeit") ist aus Sicht der DSW oft zu pauschal. Produkte mit extremem Hebel, insbesondere auf wenig liquide Basiswerte, sollten aus Sicht der DSW grundsätzlich nicht für Kleinanleger zugelassen werden. Hier sind verbindliche Standards für Produktfreigaben und differenzierte Zielgruppendefinitionen notwendig.

Fazit:
Die von der BaFin vorgeschlagenen Maßnahmen sind aus Sicht der DSW ein wichtiger und überfälliger Schritt hin zu mehr Anlegerschutz. Sie schaffen mehr Transparenz, setzen Hürden für spekulativen Handel und stellen durch Wissenstests sicher, dass nur informierte Anleger Zugang erhalten. Dies reicht jedoch nicht aus, um die strukturellen Probleme dieses Produkttyps zu beheben.

Deshalb fordert die DSW folgende ergänzende Maßnahmen:

1. Transparenz & Regulierung:

- Verpflichtende Offenlegung der Preisbildungsmethodik (insb. bei OTC-Handel),
- Veröffentlichungspflichten für Handelsunterbrechungen,
- klare Regeln zur Spread-Ausweitung und Mindeststandards für Kursstellungen.

2. Informationsvermittlung & Plattformverantwortung:

- Zwingende Bereitstellung risikorelevanter Informationen direkt über die Nutzeroberflächen von Handelsplattformen und Depotbanken.

3. Einschränkungen im Vertrieb:

- Strikte Einschränkung von Marketingmaßnahmen, insbesondere Gamification und Bonusanreizen,
- Prüfung einer Hebelbegrenzung nach niederländischem Vorbild.

4. Zielmarktdefinition und Produktzulassung:

- Überarbeitung der Zielmarktdefinition für hochspekulative Hebelprodukte,
- klare Kriterien für Produktfreigaben und Ausschluss bestimmter Produkte vom Vertrieb an Privatanleger.

5. Debatte über ein Produktverbot:

- Angesichts der Datenlage würde die DSW auch einem vollständigen Produktverbot positiv gegenüberstehen. Die europäische Erfahrung – etwa mit dem Verbot durch die Financial Services and Markets Authority (FSMA) in Belgien – zeigt, dass ein solcher Schritt möglich und rechtlich umsetzbar ist; die FSMA ist sogar noch weiter gegangen und hat faktisch alle strukturierten Produkte für Privatanleger verboten. Die DSW wird diese Debatte konstruktiv und faktenbasiert begleiten.

Die DSW dankt der BaFin ausdrücklich für die Gelegenheit zur Stellungnahme und begrüßt das transparente Konsultationsverfahren zu diesem für Privatanleger äußerst relevanten Thema. Für Rückfragen oder weiterführende Gespräche stehen wir jederzeit gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Christiane Hölz

Paul Maares