

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Anhoerung-Produktintervention@bafin.de

25. März 2022

**Anhörung zur geplanten Maßnahme nach Artikel 42 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 (MiFIR)**

**Stellungnahme zur geplanten Allgemeinverfügung bezüglich Futures mit Nachschusspflichten (Verbot der Vermarktung an Kleinanleger)**

Sehr geehrte Damen und Herren,

wir bedanken uns für die Veröffentlichung des Entwurfs der Allgemeinverfügung zum Verbot der Vermarktung, des Vertriebs und des Verkaufs von Futures mit Nachschusspflichten an alle als nichtprofessionell eingestuftes Kunden im Sinne des § 67 Abs. 1 WpHG. Die damit verbundene Gelegenheit zur Stellungnahme nehmen wir gerne wahr.

Wir nehmen aus dem Entwurf Ihre tiefgreifende Besorgnis wahr, dass es schon bisher, aber erst recht in naher Zukunft, zu einem unangemessenen Vertrieb von Futures an Kleinanleger, die mit den damit verbundenen Risiken weder von ihren Kenntnissen und Erfahrungen noch von ihrer finanziellen Ausstattung her umgehen können und im Handel mit Futures existenzgefährdende Verluste erleiden können, gekommen ist bzw. kommen kann.

Da unser Verband nicht dieselbe Form von Marktanalyse betreibt wie Sie, können wir die Gefahrenlage nicht in derselben Weise wahrnehmen. Unserer Mitgliedsinstitute berichten uns allerdings nicht, dass Anleger solche gefährlichen Verhaltensweisen zeigen. Gleichwohl können wir Ihnen

Wolfgang Vahldiek

Verband der Auslandsbanken  
Weißfrauenstraße 12-16  
60311 Frankfurt am Main  
Tel: +49 69 975850 0  
Fax: +49 69 975850 10  
wolfgang.vahldiek@vab.de  
www.vab.de

Verband internationaler Banken,  
Wertpapierinstitute und Asset  
Manager

Eingetragen im Transparenzregister  
der Europäischen Kommission,  
Registrierungsnummer:  
95840804-38

versichern, dass es auch im Interesse unserer Mitglieder ist, einen schadensstiftenden Fehlvertrieb von Finanzprodukten so weit wie möglich zu verhindern.

Die konsultierte Maßnahme ist unseres Erachtens jedoch weder erforderlich, noch angemessen, nicht spezifisch genug formuliert sowie unzureichend und zum Teil falsch begründet. Im Einklang mit der gesetzlichen Wertung, dass Kunden, die über ausreichende Kenntnisse und Erfahrung verfügen, auch finanzielle Risiken eingehen können sollen, ist es nicht Aufgabe der Verwaltung, solchen Kunden Freiheitsrechte entgegen der gesetzlichen Wertung zu beschneiden. Auch bestimmte Gruppen aus dem Kreis der Privatanleger, für die der Handel mit Futures nach einem strengen und selektiven Onboarding-Prozess ermöglicht werden kann, und die solche Instrumente beherrschen und z.T. geschäftlich zum Risikomanagement ihrer Portfolien einsetzen, sollen und müssen weiterhin die Freiheit haben, diese Instrumente zu nutzen.

In anderen Punkten dagegen geht der Entwurf nicht weit genug. Denn wir sind mit Ihnen einer Meinung, dass aktives Marketing für das Handeln in Futures gegenüber Verbrauchern die Gefahr birgt, diese zur Eingehung überhöhter Risiken ermuntert werden. Hier bieten wir als Verband die aktive Unterstützung an, geeignete Regelungen zu entwickeln. Die Konsultationsfrist war sehr kurz bemessen. Daher war es uns nicht möglich, alternative und begleitende Vorschläge bereits detailliert mit unseren Mitgliedern abzustimmen. Wir werden dies noch nachholen und Sie so schnell wie möglich über die Ergebnisse informieren.

Sie finden unsere Anmerkungen zum Entwurf der konsultierten Maßnahme anliegend unter Punkt I.. Unsere Vorschläge für das weitere Vorgehen finden Sie unter Punkt II. Insbesondere möchten wir Sie davon überzeugen,

- den Tenor der Allgemeinverfügung klarer zu fassen und die Begründung inhaltlich überarbeiten,
- eine weitere Binnendifferenzierung in der Gruppe der nichtprofessionellen Kunden („Kleinanleger“) vorzunehmen, um die Angemessenheit und Verhältnismäßigkeit der Maßnahme herzustellen,
- eine Schwerpunktsetzung auf die Zielmarktbestimmung in Verbindung mit dem Kundenannahmeprozess für den Handel in Futures vorzunehmen, und
- das Instrument der Regulierung von werblichen Inhalten nicht vorschnell zu verwerfen.

Unseres Erachtens kann die Allgemeinverfügung in der vorgeschlagenen Form schon aus rechtlichen Gründen nicht oder jedenfalls nicht ohne maßgebliche Modifikationen in Kraft gesetzt werden, da sie in nicht zulässiger Weise die gesetzlich vorgesehene Freiheit der Anlageentscheidung der Kunden beschneidet.

Wir hoffen, dass unsere Anmerkungen bei Ihrer weiteren Arbeit an dem Vorschlag der Allgemeinverfügung hilfreich sind.

Für Rückfragen und einen weiterführenden Austausch stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Dr. Andreas Prechtel

Wolfgang Vahldiek

Anlage: Stellungnahme des VAB zum Entwurf der Allgemeinverfügung bezüglich Futures mit Nachschusspflichten (Verbot der Vermarktung an Kleinanleger)

## **Stellungnahme des VAB zum Entwurf der Allgemeinverfügung bezüglich Futures mit Nachschusspflichten (Verbot der Vermarktung an Kleinanleger)**

### **I. Kommentierung des Entwurfs der Allgemeinverfügung**

Die BaFin sollte vom Erlass der geplanten Allgemeinverfügung zumindest in der jetzigen Form Abstand nehmen. Nachfolgend führen wir die Gründe auf, die uns zu dieser Einschätzung bewegen. Anschließend werden wir Vorschläge zum weiteren Vorgehen machen (s. unten II.).

#### **1. Unklarheit bzw. Unbestimmtheit des Tenors der Allgemeinverfügung**

Der Tenor der Allgemeinverfügung ist unter Nr. 1 und Nr. 2 so unklar, dass er auch unter Zuhilfenahme von Auslegungsgrundsätzen nicht zutreffend und eindeutig erfasst werden kann.

Unter Nr. 1 wird Wertpapierfirmen *„die Vermarktung, der Vertrieb und der Verkauf von Futures mit Nachschusspflichten an Kleinanleger [...] untersagt.“* Aus dieser sprachlichen Fassung ergibt sich der Eindruck, dass der Passus *„mit Nachschusspflichten“* einen Aspekt der Futures-Finanzkontrakte beschreibt, nämlich die Tatsache, dass der Inhaber eines Futures zunächst zwar nur eine angemessene Margin hinterlegen, darüber ggfs. hinausgehende Verluste aus dem Kontrakt jedoch ebenfalls tragen muss.

Unter Nr. 2 wird dagegen ausgeführt: *„Bei Nachschusspflichten im Sinne von Ziffer 1 handelt es sich um die Aufforderung, einen Verlust nach erfolgter Zwangsschließung auch anderer Handelspositionen durch Leistung weiterer finanzieller Mittel aus dem sonstigen Vermögen auszugleichen. Die freiwillige Erhöhung der Margin zur Vermeidung einer Zwangsschließung durch den Kleinanleger stellt keine Nachschusspflicht im vorliegenden Sinne dar. Nachschusspflichten liegen vor, wenn Kleinanleger Verluste erleiden können, die über das von ihnen investierte Kapital hinausgehen.“*

Daraus ergibt sich, dass es bei den Nachschusspflichten um eine Aufforderung geht, einen Verlust auszugleichen, aber nur dann, wenn dieser Verlust sich aus einer Zwangsschließung ergibt. Gemeint ist wohl ein Verlust, aber nur soweit er durch eine Zwangsschließung der Position realisiert wird. Mit anderen Worten ist hiernach nicht das Verlustrisiko über die ursprüngliche Margin hinaus das Problem, welches einem Futures-Kontrakt anhaftet. Sondern das Problem scheint die Möglichkeit der Zwangsschließung, falls dadurch die Vermögenswerte des Kunden, die dieser bei einer Wertpapierfirma hält, komplett aufgezehrt werden und ein darüber hinausgehender Verlust durch Nachzahlungen aus dem sonstigen Vermögen ausgeglichen werden muss.

Das kommt aber durch die Nr. 1 des Tenors bislang nicht zum Ausdruck. Durch dessen Fassung wird suggeriert, die Nachschusspflicht sei eine Produkteigenschaft des Futures-Kontrakts bzw. sie

sei mit jeglichem Handel mit solchen Kontrakten verknüpft. Nach Nr. 2 des Tenors stimmt das aber nicht, sondern es geht um die Vermeidung von Situationen, in denen aus dem Depotführungsvertrag folgt, dass das Wertpapierdienstleistungsunternehmen sich beim Kunden schadlos halten kann, wenn dessen Handelsaktivitäten über seine verwahrten Vermögenswerte hinausgehende Verluste produziert haben.

Die Allgemeinverfügung ist daher hinsichtlich der Rechtsfolge nicht hinreichend präzise. Der Leser kann nicht entscheiden, ob Wertpapierfirmen die Vermarktung von Futures insgesamt an nichtprofessionelle Kunden einstellen sollen, oder ob lediglich die das sonstige Vermögen angreifende verlustreiche Zwangsschließung von Positionen unterlassen werden muss bzw. Vorkehrungen gegen eine solche Situation getroffen werden müssen.

## **2. Nicht hinreichend spezifizierte Kundengruppen**

Im Sachverhalt unter Nr. 1 ist als Definition ausgeführt: „Bei „Kleinanlegern“ handelt es sich um Privatkunden im Sinne von § 67 Abs. 3 Nr. 2 WpHG.“

Obwohl technisch korrekt, ist dies keine ausreichende Definition, um dem Zweck der Allgemeinverfügung zur Geltung zu verhelfen. Sowohl der Terminus „Kleinanleger“ als auch der Begriff des Privatkunden ist insoweit irreführend, als nicht hinreichend klar wird, dass es sich um eine höchst inhomogene Gruppe handelt. In diesen Bereich fallen ganz unterschiedliche Fälle, die eine unterschiedliche Behandlung erfordern. Angesichts der Tatsache, dass die Allgemeinverfügung ganz erheblich in die Freiheitsrechte der betroffenen Kunden eingreifen soll, ist eine fehlende Binnendifferenzierung abzulehnen, da sie in einer Bevormundung von Anlegern, die des Schutzes mit Blick auf den Handel mit Futures nicht bedürfen, resultieren würde. Folgende Anlagergruppen sind zu unterscheiden:

### **a) Geborene professionelle Kunden**

Nach dem Wortlaut des Entwurfs wären auch sog. geborene professionelle Kunden im Sinne des § 67 Abs. 2 Satz 2 WpHG, also Kunden, die über ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um ihre Anlageentscheidungen zu treffen und die die damit verbundenen Risiken angemessen beurteilen zu können, vom Handelsverbot in Futures betroffen, wenn sie gem. § 67 Abs. 5 Satz 1 WpHG mit dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen vereinbart haben, als Privatkunde behandelt zu werden.

Vor dem Hintergrund, dass das wesentliche Argument in der Begründung der Allgemeinverfügung die Haftung für Nachschusspflichten mit dem „sonstigen privaten Vermögen“ ist, macht die Einbeziehung geborener professioneller Kunden keinen Sinn. Denn hier handelt es sich um institutionelle Anleger oder große Unternehmen, bei denen das Konzept des „sonstigen privaten Vermögens“ keine Entsprechung hat. Außerdem verfügen sie laut Gesetz über alle notwendigen Kenntnisse und Erfahrungen sowie Sachverstand für den Handel mit Futures.

Es wäre eine aus Anlegerschutzgründen unverständliche Folge der Allgemeinverfügung, wenn geborene professionelle Kunden, die sich hinsichtlich sonstiger Schutzvorschriften für den Status als Privatkunde entschieden haben, dadurch einen Anreiz bekämen, diesen Schutz nur deshalb

wieder aufgeben zu müssen, um ihre wirtschaftliche Bewegungsfreiheit im Hinblick auf den Futures-Handel zu erhalten. Das Resultat wäre für diese Kundengruppe nämlich ein verminderter Anlegerschutz, und kein vergrößerter Anlegerschutz.

### **b) Kleine und mittlere Unternehmen**

Auch wenn die Begrifflichkeit soweit in die Irre führt, fallen unter die Kategorie der „Kleinanleger“ bzw. Privatkunden auch Unternehmen, die den Handel mit Finanzinstrumenten für ihre gewerblichen Zwecke betreiben, zum Beispiel für wirtschaftliche Absicherungszwecke. An diese Kunden dieselben Schutzmaßstäbe anzulegen wie an Kleinanleger im natürlichen Wortsinne (Verbraucher), führt zu sachlich nicht mehr gerechtfertigten Ergebnissen.

Die Allgemeinverfügung in der jetzigen Form setzt für diese Kundengruppe ebenso wie für die Konstellation unter a) einen Anreiz, zur Erhaltung der Möglichkeit des Futures-Handels die Einstufung als gekorener professioneller Anleger anzustreben und somit auf erhebliche Kundenschutzvorschriften zu verzichten. Das Resultat wäre auch hier ein verminderter, nicht aber verstärkter, Anlegerschutz.

### **c) Vermögensverwaltende Kapitalgesellschaften**

Aufgrund der Steuergesetzgebung wird die private vermögensverwaltende Tätigkeit, soweit sie Derivate betrifft, durch Nichtanrechenbarkeit von Verlusten gegen Gewinne steuerlich diskriminiert. Daher haben eine Reihe von aktiven Anlegern die Gründung von vermögensverwaltenden Kapitalgesellschaften gewählt.

Auch diese Kapitalgesellschaften haben kein sonstiges privates Vermögen dessen Schutz hier bezweckt wird, denn Anteilseigner von Kapitalgesellschaften sind gesetzlich haftungsbeschränkt auf ihren Anteil. Wenn also ein Anleger durch eine vermögensverwaltende Kapitalgesellschaft Handelsgeschäfte betreibt, ist ein Rückgriff auf dessen sonstiges Privatvermögen von vornherein ausgeschlossen. Die wesentliche Erwägung, aufgrund deren die Notwendigkeit der Allgemeinverfügung laut deren Tenor und Begründung gerechtfertigt wird, ist deshalb auf diese Fälle nicht anwendbar.

Ebenso wie unter b) geschildert, würde die Allgemeinverfügung für diese Kundengruppe einen Anreiz setzen, sich um die Einstufung als gekorener professioneller Anleger zu bemühen, mit dem Resultat eines reduzierten, nicht erhöhten, Anlegerschutzes.

### **d) Qualifizierte und vermögende Privatanleger**

Hinsichtlich der Kundengruppen, die in jeglicher Hinsicht über die notwendige Risikobereitschaft, Risikotragfähigkeit und Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um in Futures zu handeln, bedeutet ein mögliches Verbot des Futures-Handels eine unverhältnismäßige Freiheitseinschränkung ohne sachlichen Grund und ist damit rechtswidrig. Sie steht nicht im Einklang mit der gesetzlichen Wertung, dass Kunden, die über ausreichende Kenntnisse und Erfahrung verfügen, auch finanzielle Risiken eingehen können sollen. Es ist nicht Aufgabe der Verwaltung, solchen Kunden Freiheitsrechte entgegen der gesetzlichen Wertung zu beschneiden.

Besonders bitter wird es für die Betroffenen sein, wenn ihnen, wie unter Nr. 2.2.2. der Begründung der Allgemeinverfügung,

- in Abrede gestellt wird, dass ihre langjährig erworbenen Kenntnisse und Erfahrungen sowie ihre unternehmerische Haltung mit Blick auf Finanzanlagen in den Augen der BaFin keine Berücksichtigung verdienen, und die Behörde sie auch gegen ihren Willen schützen will, sowie
- die Freiheiten mit Verweis auf weniger qualifizierte Kunden wegereguliert werden, sodass sie für deren Unwissen die Nachteile der Maßnahme zu tragen haben. Genau dies ist in dem Entwurf der Allgemeinverfügung angelegt, wenn die Anwendung eines mildereren Mittels als Alternative zum Verbot deswegen verneint wird, weil ein negativ ausfallender Angemessenheitstest und die daraus folgende Warnung an den (unqualifizierten) Anleger von diesem umgangen werden könnte.

#### **e) Nicht ausreichend qualifizierte Privatanleger**

Lediglich für die Kundengruppe der Privatanleger, die weder die Kenntnisse und Erfahrungen noch die Risikobereitschaft und Risikotragfähigkeit haben, die für den Futures-Handel angemessen ist, könnte sich ein Tätigwerden der BaFin anbieten. Der vorliegende Entwurf leistet diese Form der gezielten Adressierung von Handlungsbedarf bei dieser Kundengruppe jedoch nicht. Vielmehr erkennt er zwar, dass eine problematische Lage nur für eine kleine Gruppe von Anlegern besteht, lehnt eine solche Konzentration auf den eigentlichen Problembereich aber sogar explizit ab (s. Nr. 2.2.2 der Begründung) und ist auch damit nicht angemessen. .

### **3. Keine hinreichende Würdigung des Sachverhalts**

Die Sachverhaltsbeschreibung enthält an verschiedenen Stellen Aussagen, die z.T. nicht richtig sind und an anderen Stellen zwar korrekt sind, aber nicht umfassend gewürdigt wurden.

#### **a) Ignorieren möglicher milderer Mittel**

##### **aa) Margin-Call-Verfahren**

Der Entwurf enthält unter Nr. 1.1. richtigerweise die folgende Aussage:

*„Zwar haben viele Intermediäre ein solches Margin-Call-Verfahren implementiert und informieren den Anleger aktiv über mögliche Unterdeckungen bzw. bevorstehende Unterdeckungen des Margin-Kontos, jedoch ist dies nicht bei allen Intermediären der Fall.“* (Nr. 1.1. der Begründung)

Daraus ergibt sich bei zutreffender Würdigung, dass ein Margin-Call-Verfahren ein Baustein einer angemessenen Lösung sein kann, welche als milderer Mittel im Vergleich zum Handelsverbot für Privatkunden taugt. Diejenigen Intermediäre, die keine der beschriebenen Margin-Call-Verfahren implementieren, könnten dazu angehalten werden, dies künftig zu tun.

Alternativ könnte ein Handelsverbot auf die Fälle beschränkt werden, bei denen der Intermediär kein Margin-Call-Verfahren installiert hat. Jedenfalls aber kommt ein Margin-Call-Verfahren als taugliches Mittel in Betracht, um ggf. zusammen mit anderen Maßnahmen die Risiken aus dem Futures-Handel so weit zu reduzieren, dass zumindest einem qualifizierten Teil der Privatkunden der Handel weiter ermöglicht werden kann.

### **bb) Volatilität einzelner Basiswerte**

Im Sachverhalt wird unter Nr. 1.1. unter anderem die folgende Aussage getroffen:

*„Aufgrund der Ausgestaltung von Futures besteht auch bei gewöhnlicher Entwicklung des Gesamtmarktes das Risiko von Nachschusspflichten, beispielsweise, wenn einzelne Basiswerte wie Aktien oder auch Rohstoffe sich erheblich entgegen den Anleger-Erwartungen entwickeln. Nachschusspflichten entstehen daher nicht ausschließlich bei den oben beschriebenen besonderen Marktereignissen, sondern etwa auch bei basiswertspezifischen Volatilitäten oder Marktentwicklungen.“*

Gemeint ist wohl der Fall, in denen ein Futures-Kontrakt sich auf einen Basiswert bezieht, der in erheblichem Maß einem vom Gesamtmarkt unabhängigen Risiko ausgesetzt ist, zum Beispiel Futures auf einzelne Aktien, einzelne Rohstoffe oder einzelne Währungen (Einzelwerte).

Dagegen sind Basiswerte auf Indizes, die sich aus Körben von Einzelwerten berechnen, von solchen durchschlagenden Ereignissen auf Ebene einzelner marktunabhängiger und damit idiosynkratischer Risiken ausgesetzter Indexbestandteile unempfindlicher. Aus dem Kursverlauf und der Volatilität des Dax-Futures selbst wäre zum Beispiel nicht bestimmbar, zu welchem Zeitpunkt die Wirecard AG ihren Kurssturz erlitt.

Als ein im Vergleich zum Totalverbot milderes Mittel könnten die weniger riskanten Futures-Produkte auf Indizes für qualifizierte Privatkunden verfügbar bleiben. An Geschäfte in Futures auf Einzelwerte könnten höhere Anforderungen gestellt werden.

Die Möglichkeit des Handels von Futures auf Indexprodukte würde gleichzeitig die von vermögenden Privatkunden sehr geschätzten Hedging-Möglichkeiten eröffnet lassen.

### **cc) Verringerte Kontraktgrößen**

Unter Nr. 1.2. der Begründung wird außerdem ausgeführt:

*„In Deutschland bieten derzeit Intermediäre (Wertpapierfirmen) auch Kleinanlegern den Handel mit Futures an. Da die Kontraktgrößen im Future-Handel regelmäßig sechsstellig sind, bietet beispielsweise die EUREX auch sogenannte Mini- oder Micro-Future-Kontrakte an. Diese wurden von Terminbörsen eingeführt, um den Future-Handel auch für Kleinanleger attraktiver zu machen. Die EUREX wirbt beispielsweise in Bezug auf den Mini-DAX-Future damit, dass diese speziell für erfahrene Privatanleger und kleinere Wertpapierdepots geeignet sind.“*

Dass Börsen und Intermediäre inzwischen verkleinerte Kontraktgrößen anbieten, ist aus Sicht des Anlegerschutzes aus unserer Sicht positiv zu bewerten. Denn das Risiko, bei verkleinerten Kontraktgrößen Verluste zu erleiden, die in Verbindung mit Nachschusspflichten das sonstige

Vermögen des Kunden angreifen, ist bei kleinen Kontrakten deutlich verringert. In Verbindung mit einer zutreffenden Bewertung der Angemessenheit einer Anlage für einen Anleger wäre somit ein weiterer Baustein zu einem im Vergleich zum Totalverbot des Handels milderen Mittel eröffnet. Wieso die BaFin in einem risikoreduzierenden Vorgehen von Börsen und Intermediären eine weitere Rechtfertigung für ein Handelsverbot sieht, erschließt sich daher nicht.

#### **dd) Vertragliche Schutzmaßnahmen**

Unter 1.2. des Sachverhalts findet sich folgende Passage:

*„So schließt beispielsweise ein Anbieter eine Nachschusspflicht für Kleinanleger im Futures-Handel in den AGB aus. Andere Anbieter erhöhen die von der Terminbörse vorgegebenen Margin-Anforderungen gegenüber dem Kunden, um eine Art Sicherheitspuffer zu erzeugen. Das heißt, der Anleger hat gegenüber dem Anbieter eine höhere Margin zu hinterlegen, als die Margin, die von der Terminbörse verlangt wird. Damit soll das Risiko von Nachschusspflichten reduziert werden, da bereits ein höheres Sicherheitsniveau als von der Terminbörse verlangt besteht. Jedoch konnte keine Markthomogenität dahingehend beobachtet werden.“*

Der Entwurf nennt hier explizit weitere mögliche Bausteine eines milderen Mittels, durch das ein völliges Verbot des Futures-Handels für Privatanleger vermieden werden könnte. Die Erhöhung der Margin-Anforderungen verringert das Risiko von Nachschusspflichten maßgeblich und erheblich.

Der Entwurf bedauert insoweit, dass es keine Markthomogenität in diesen Punkten gibt. Das ist kein Grund für ein Handelsverbot. Vielmehr wäre es ggf. Aufgabe der Aufsicht, genau diese vermisste Markthomogenität bei Schutzmaßnahmen vor Nachschusspflichten herbeizuführen.

#### **b) Überzogene Darstellung einzelner Risiken**

##### **aa) Rollverluste**

Die Sachverhaltsschilderung führt unter Nr. 1.1. des Weiteren aus:

*„Futures haben grundsätzlich durch ein vorgegebenes Fälligkeitsdatum eine definierte Laufzeit. Anleger können Kontrakte jederzeit über Intermediäre handeln. Zudem haben Anleger die Möglichkeit, vor oder bei Fälligkeit des Futures ihre Investition durch sogenanntes „Rollen“ zu verlängern. Die Investition wird durch Eintritt in einen neuen Kontrakt mit dem gleichen Basiswert verlängert. Aus dem Rollen des Futures können je nach Marktentwicklung (Contango oder Backwardation) Verluste oder Gewinne generiert werden.“*

Dies ist keine zielführende Erwägung im Sinne des Ziels der Allgemeinverfügung, Anleger vor plötzlich auftretenden überwältigenden Nachschusspflichten zu schützen. Denn Rollverluste bewegen sich ausschließlich im Bereich überschaubarer Schwankungen, erreichen aber nicht so hohe Werte, dass dadurch eine völlige Auslöschung eines Portfolios durch plötzlichen Verbrauch sämtlicher Margins und Vermögenswerte möglich ist.

Es kann es nicht Sinn einer Produktintervention sein, Anleger vor jeglicher Art von normalen Verlusten schützen zu wollen. Rollverluste sind keine „schwarzen Schwäne“ im normalen

Anlageprozess und daher einer Vermeidung durch Kenntnisse und Erfahrungen der Anleger selbst zugänglich. Sie können daher für die Rechtfertigung dieser Produktintervention keine Rolle spielen.

## **bb) Durchschnittliche Verluste der Kleinanleger**

Unter 1.2. des Sachverhalts wird ausgeführt:

*„Durchschnittlich erlitten mehr als die Hälfte der Kleinanleger Verluste im Future-Handel. Dabei schwankt die Verlustquote der Anleger stark in Abhängigkeit vom jeweiligen Betrachtungszeitraum und dem Anbieter. Teilweise sind jedoch auch Verlustquoten von über 75 % zu erkennen. Dies lässt den Schluss zu, dass teilweise drei von vier Kleinanleger Verluste im Future-Handel erleiden. Dabei entstehen erhebliche Verluste nicht nur in Bezug auf einzelne Future-Positionen, sondern auch bei Betrachtung des gesamten Future-Portfolios von Kleinanlegern.“*

Alle diese Feststellungen sind mit Blick auf die Rechtfertigung der Allgemeinverfügung nicht tauglich. Das Handelsverbot von Futures mit Nachschusspflichten kann nur auf Tatsachen gestützt werden, die belegen, dass solche Nachschusspflichten erstens auftreten und zweitens anders als durch ein Handelsverbot nicht beseitigt werden können.

Nachschusspflichten, die über die Konto- und Depotgröße hinaus das sonstige Vermögen betreffen, können jedoch kaum durch allmählich auflaufende Handelsverluste entstehen. Diese fangen die Margin-Anforderungen der Börsen und vor allen Dingen auch der Intermediäre auf. Sie sind so gestaltet, dass die aufgrund normaler Volatilitätsspitzen auftretenden Schwankungen auf jeden Fall aufgefangen werden können. Ein Produkthandelsverbot ließe sich nur rechtfertigen, wenn besondere Risiken aufgrund von „schwarzen Schwänen“ adressiert werden müssen und nicht anders adressiert werden könnten. Laufende Handelsverluste sind keine solchen Ereignisse.

## **c) Verwendung nicht relevanter Gesichtspunkte**

### **aa) Angeblich geringe Bedeutung für die Intermediäre**

Im Sachverhalt unter 1.2. wird ausgeführt:

*„Das Angebot von Termingeschäften für Kleinanleger stellt in der Regel nur ein Nebengeschäft für die Anbieter dar.“*

Dieser Aspekt ist für die Begründung eines Eingriffs in grundrechtlich geschützte Freiheiten irrelevant. Beim Angebot von Termingeschäften handelt es sich um von der Erlaubnis der Intermediäre gedeckte Tätigkeiten. Damit ist die Berufsfreiheit betroffen. Ein Eingriff kann nicht durch Verweis auf andere berufliche Möglichkeiten gerechtfertigt werden.

### **bb) Absolute Zahl der Kleinanleger**

Der Sachverhalt spricht unter 1.2. außerdem folgendes aus:

*„Dabei zeigt sich auch, dass die Anzahl an professionellen Kunden, die Futures bei den entsprechenden Intermediären handeln, erheblich unter der Anzahl der handelnden Kleinanleger liegt.“*

Die logische Relevanz dieser Aussage für den zu regelnden Sachverhalt ist nicht nachvollziehbar. Zum einen erklärt sich die Aussage ganz einfach dadurch, dass es in Deutschland sehr viel mehr Privatkunden gibt als professionelle Kunden. Dass also mehr Privatkunden als professionelle Kunden mit Futures handeln, ist völlig erwartbar. Außerdem bleibt unklar, warum die Aussage überhaupt relevant sein soll. Es ist ohne Weiteres weder „generell gefährlich“ noch „irgendwie merkwürdig“, dass Privatanleger Futures handeln.

#### **4. Keine hinreichende Begründung der Maßnahme**

Entgegen der in Nr. 2.1 des Entwurfs formulierten Aussage entspräche die vorgeschlagene Allgemeinverfügung nicht den Tatbestandsvoraussetzungen.

##### **a) „Futures mit Nachschusspflichten“ (2.1.1 des Entwurfs)**

Bereits die Aussage, „Futures mit Nachschusspflichten“ seien Finanzinstrumente mit bestimmten Merkmalen im Sinne des Art. 42 Abs. 2 Satz 1 MiFIR beruht auf einer Unklarheit, die sich wie ein roter Faden durch die gesamte Begründung zieht.

Merkmale von Futures sind die Pflicht zur Leistung von Margins, und zwar initiale Margin und, falls diese durch Kursveränderungen nicht mehr ausreicht, die sog. Variation Margin, sowie die Tatsache, dass eventuell auftretende Kursverluste – wie bei jedem anderen Finanzinstrument auch – bei Schließung des Kontrakts durch Gegengeschäft oder Verfall vom Anleger getragen werden müssen.

Die in Nr. 2 des Tenors der Allgemeinverfügung definierte Nachschusspflicht ist dagegen ein Merkmal des Depotführungsvertrags, denn kein Futures-Kontrakt beinhaltet „die Aufforderung, einen Verlust nach erfolgter Zwangsschließung auch anderer Handels-Positionen durch Leistung weiterer finanzieller Mittel aus dem sonstigen Vermögen auszugleichen“. Diese mögliche tatsächliche Folge hat mit dem Futures-Kontrakt nichts zu tun. Ein Futures-Kontrakt sagt nichts darüber aus, ob weitere Vermögenspositionen aus einem Depot veräußert oder geschlossen werden müssen oder sollen. Auch verpflichtet er niemanden, bestimmte Teile seines Vermögens anzugreifen. Diese Folgen sind keine Merkmale des Futures-Kontrakts.

Es gibt daher keine Futures, die mit Nachschusspflichten der in Nr. 2 des Tenors definierten Art rechtlich ausgestattet sind.

Infolgedessen sind die Voraussetzungen des Art. 42 Abs. 1 (a) MiFIR nicht erfüllt. In Betracht kommt ausschließlich eine Maßnahme nach Art. 42 Abs. 1 (b) MiFIR, sofern und soweit die Praxis der Nachschusspflichten bei nichtprofessionellen Kunden, die mit Futures handeln, einer solchen Maßnahme bedarf.

##### **b) Erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz (2.1.2 des Entwurfs)**

Auch die Ausführungen in der Begründung unter 2.1.2 des Entwurfs weisen erhebliche logische Unzulänglichkeiten auf und gehen auf rechtlich wesentliche Gesichtspunkte nicht ein.

### **aa) für Kleinanleger „besonders nachteilig und mit unkalkulierbare Verlustrisiken verbunden“**

Bereits die Aussage, dass „die sich aus der Nachschussverpflichtung ergebenden rechtlichen und wirtschaftlichen Folgen für die Kundengruppe der Kleinanleger besonders nachteilig und mit unkalkulierbaren Verlustrisiken verbunden“ seien, ist so nicht richtig.

Wie oben unter I.2. schon erläutert, versäumt es der Entwurf, zwischen Arten von nichtprofessionellen Kunden sachlich angemessen zu unterscheiden.

Der Begriff der Kleinanleger ist vom natürlichen Wortsinn her irreführend. Er suggeriert automatisch, dass man es im Zusammenhang mit dem Handel in Futures mit unwissenden und dem marketingmäßigen Einfluss der Finanzindustrie ausgelieferten Individuen zu tun hat, die zum Handel in für sie eigentlich ungeeigneten Instrumenten verleitet werden.

Tatsächlich ist aber durch den gesetzlich vorgeschriebenen Angemessenheitstest sowie die Zielmarkt-Policies der Intermediäre bis auf wenige Ausnahmefälle sichergestellt, dass ausschließlich sehr kenntnis- und erfahrungsreiche, sowie mit Blick auf ihre Verlusttragungsfähigkeit und Risikoneigung komfortabel aufgestellte nichtprofessionelle Kunden mit Futures handeln. Um welche Gruppen von als Privatkunden eingestuften Anlegern es tatsächlich geht, haben wir oben unter I.2. aufgezeigt.

Lediglich für die wenigen Fälle, in denen die Vorkehrungen zum Ausschluss von Anlegern, für die Futures kein angemessenes Handelsinstrument sind, versagen (weil die Prozesse nicht korrekt gestaltet sind), käme daher rechtlich eine Produktinterventionsmaßnahme in Betracht.

### **bb) Risiko eines unbeschränkten Verlustes (Nr. 2.1.2.1 des Entwurfs)**

Der Entwurf unterstellt, dass das Ausmaß möglicher negativer Auswirkungen und die Diskrepanz zwischen dem zu erwartenden Gewinn und dem Verlustrisiko bei Futures mit Nachschusspflichten erheblich sei.

Dieser Teil der Begründung leidet erneut darunter, dass davon ausgegangen wird, dass es „Futures mit Nachschusspflichten“ gibt. Nachschusspflichten der in Nr. 2 des Tenors des Entwurfs geschilderten Art folgen jedoch nicht aus den Futures-Kontrakten selbst, sondern aus dem Depotführungsvertrag.

Die Begründung hat in diesem Teil jedoch auch weitere Mängel, indem fragwürdige Aussagen eingebaut werden:

#### **(1) Gefahr für das sonstige private Vermögen**

Der Entwurf führt aus: *„In solch hoch-volatilen Marktphasen oder im Falle starker Kursbewegungen besteht die Gefahr, dass Anleger die Nachschüsse aus ihrem sonstigen privaten Vermögen begleichen müssen.“*

Dies ist zunächst insofern falsch, als dass diese Gefahr bei rechtlich als „Kleinanleger“ eingestuften Anlegern, die in der Rechtsform eines Unternehmens handeln (s. zu dieser Gruppe oben I. 2.) gar nicht besteht. Lediglich bei Verbrauchern kann diese Gefahr bestehen.

Des Weiteren ist die Aussage falsch für Privatkunden, die Futures ausschließlich zu Hedging-Zwecken für das Portfolio einsetzen. Wenn ein Portfolio ganz oder teilweise mit Futures gehedgt wird, heben sich Gewinne und Verluste auf der Hedge-Position und entsprechende Verluste bzw. Gewinne im abgesicherten Portfolio auf, so dass weder der Portfoliowert noch sonstiges Vermögen negativ beeinträchtigt werden kann – auch durch „Schwarze Schwäne“ nicht.

## **(2) Kurzfristigkeit eines Margin Calls**

Des Weiteren findet sich folgende Passage im Entwurf: *„Zudem kann es sein, dass dem Anleger selbst nach Empfang eines Margin-Calls nur wenige Minuten bleiben, um die Sicherheiten freiwillig zu erhöhen. Damit muss der Anleger theoretisch sicherstellen, jederzeit erreichbar zu sein, um auf einen Margin-Call reagieren zu können sowie auch die Möglichkeit haben, die finanziellen Mittel zeitnah zur Verfügung zu stellen.“*

Die Notwendigkeit der Sicherstellung jederzeitiger Erreichbarkeit ist mit Blick auf das Ziel der Allgemeinverfügung, Nachschusspflichten zu verhindern, nicht erheblich. Es ist lediglich ein Aspekt des den Futures allgemein zu unterlegenden Risikomanagements. Ob dieses dem Anleger zumutbar ist, ist für verschiedene Anlegertypen unterschiedlich vom Anleger selbst zu beantworten, was jedoch durch gesetzliche Anforderungen an Angemessenheit und Zielmarkt adressiert wird. Anleger und Intermediäre können bei einem entsprechenden Erfahrungs- und Kenntnisniveau des Anlegers davon ausgehen, dass eine entsprechende Erreichbarkeit vom Anleger sichergestellt wird und dieser die Risiken kennt, einzugehen bereit ist und im Umgang hiermit erfahren ist. Mehr kann nicht verlangt werden.

## **cc) Arten der Kunden und Marktentwicklung**

### **(1) Eröffnung des Handel von Futures für Kleinanleger**

Der Abschnitt 2.1.2.2 beginnt mit zwei Sätzen, die irreführend formuliert sind: *„Über Intermediäre erlangen Kleinanleger einen Zugang zu einem Markt, der ihnen sonst verwehrt bliebe. Ein direkter Handel von Futures an einer Terminbörse ist für Kleinanleger grundsätzlich ausgeschlossen.“*

Richtig ist vielmehr: Der Gesetzgeber hat das Ziel, Kleinanlegern den Zugang zu grundsätzlich allen Märkten für Finanzinstrumente zu ermöglichen, über die Regelung des Tätigwerdens von Intermediären erreicht. Ein direkter Zugang der Anleger zur Terminbörse ist weder technisch darstellbar noch nach den Börsengesetzen vorgesehen oder gar sinnvoll. Die Einbeziehung von Intermediären ist daher notwendig und das richtige Tor zur Börse. Somit wurde richtigerweise auch für Kleinanleger der Handel von Futures an einer Terminbörse über die Intermediäre eröffnet.

Der Entwurf sollte an dieser Stelle angepasst werden, um Missverständnisse über die grundlegende Intention des Gesetzgebers zu vermeiden.

## **(2) Erfahrungen und Kenntnisse von Kleinanlegern**

Des Weiteren findet sich die Aussage: *„Zudem können selbst erfahrene Anleger das Risiko einer Nachschusspflicht nur selten bestimmen [...]“*

Diese Behauptung sollte durch belegbare Tatsachen untermauert werden. So, wie sie jetzt im Entwurf formuliert ist, handelt es sich um eine Behauptung ins Blaue hinein. Die Erfahrung aus unseren Mitgliedsinstituten legt aus unserer Sicht nahe, dass genau das Gegenteil richtig ist: Das Risiko einer Nachschusspflicht wird von erfahrenen Anlegern regelmäßig zutreffend erfasst.

## **(3) Anleger ohne weitgehende Erfahrungen und Kenntnisse**

Der Entwurf führt weiterhin folgendes aus: *„Insbesondere für Anleger, die keine weitgehenden Erfahrungen und Kenntnisse im Handel an Terminbörsen haben, sind die Funktionsweise sowie das Rendite-Risikoprofil von Futures mit Nachschusspflicht in der Regel zu komplex und nicht nachvollziehbar.“*

Erneut ist hier von Futures „mit Nachschusspflicht“ die Rede, wodurch Initial und Variation Margin mit Nachschusspflichten im Sinne der Nr. 2 des Tenors verwechselt werden können. Die Worte „mit Nachschusspflicht“ sollten daher gestrichen werden.

Die Aussage ist ein tautologischer Allgemeinplatz: Anleger ohne weitergehende diesbezügliche Kenntnisse und Erfahrungen können selbstverständlich die Funktionsweise von Futures nicht verstehen – gerade, weil ihnen Kenntnisse und Erfahrungen fehlen. Doch ist dies kein Argument für ein Handelsverbot insgesamt, zumal die Verhältnisse bei unerfahrenen Anlegern keineswegs auf alle Arten von nichtprofessionellen Kunden verallgemeinert werden können. Im Handel an Terminbörsen erfahrene und kenntnisreiche Anleger haben sehr wohl ein Verständnis für die Funktionsweise und das Rendite-Risikoprofil von Futures. Für diese große Gruppe sind diese Produkte und deren Handel eben nicht zu komplex und absolut nachvollziehbar.

Erneut wird hier aus dem natürlichen Wortsinn des Terminus „Kleinanleger“ auf unwissende, unerfahrene Marktteilnehmer geschlossen und nicht hinreichend gewürdigt, dass es sich um eine heterogene Gruppe handelt, zu der auch im Terminbörsenhandel erfahrene und kenntnisreiche Kunden gehören.

## **(4) Heranführen neuer Kundengruppen**

Die Begründung führt des Weiteren aus: *„Gerade aufgrund der Werbeaktivitäten und der zunehmenden Verbreitung bzw. Einführung von Micro- und Mini-Future-Kontrakten werden auch weiter Kleinanleger an den Future-Handel herangeführt, die gegebenenfalls nicht über ausreichende Kenntnisse und Erfahrungen im Handel mit solch komplexen Produkten verfügen.“*

Hiermit werden ständige Rechtsbrüche bei den gesetzlichen Anforderungen an Zielmarkt, Angemessenheitstest und Geeignetheitstest unterstellt. Wir widersprechen diesem ausdrücklich.

In Wirklichkeit gelingt es der Entwurfsbegründung in diesem Zusammenhang erneut nicht, einen Beleg für das bezweckte Handelsverbot für alle Privatkunden zu liefern. Nach einer gesetzmäßig korrekten Zielmarktbestimmung in Verbindung mit der Durchführung von Angemessenheits- und Geeignetheitstests vor der Bereitstellung des Terminbörsenhandels für Privatkunden bestehen auch vor dem Hintergrund der Aussagen in der Entwurfsbegründung keine Gründe für ein Handelsverbot. Vielmehr würde es ausreichen, auf eine korrekte Einhaltung der bereits existierenden gesetzlichen Anforderungen zu pochen.

#### **dd) Angebliche Komplexität der Wertentwicklung bzw. Spekulation auf Kredit (Nr. 2.1.2.3 des Entwurfs)**

##### **(1) Nachschusspflicht als Teil der Wertentwicklung?**

In der Begründung findet sich die Aussage: *„Durch die Nachschusspflicht wird die Komplexität der Wertermittlung weiter erhöht und intensiviert sich.“*

Dieser Satz ist nicht nachvollziehbar und sollte gestrichen werden. Die Wertentwicklung einer Futures-Position richtet sich fast ausschließlich nach den Kursveränderungen des Basiswerts und ggf. (in sehr kleinen Bruchteilen) nach zugrundeliegenden Zinssätzen. Die Nachschusspflicht, wie in Nr. 2 des Tenors definiert, hat auf die Wertentwicklung selbst objektiv unter keinerlei Umständen einen Einfluss, sondern ist nur Ausdruck einer ggf. falsch prognostizierten Kursentwicklungserwartung.

Die folgenden Sätze

*„Der maximale Verlust bzw. die maximale Höhe des Verlustes und damit das Risiko einer solchen Anlage kann aufgrund der Nachschusspflicht nicht vom Anleger bestimmt werden, da der Verlust nicht ausschließlich auf den investierten Betrag begrenzt ist. Die tatsächlichen Verlustrisiken einer solchen Anlage können daher von Anlegern bei Futures mit Nachschusspflicht nicht eingeschätzt werden. Dies ist insbesondere bei Short-Positionen der Fall, bei welchen der Verlust nicht zumindest auf den Kontraktwert begrenzt ist.“*

sind ebenfalls sachlich nicht nachvollziehbar. Die Höhe des Verlustes ergibt sich jederzeit unzweifelhaft aus Einstiegskurs und aktuellem Kurs. Selbstverständlich kann dieser vom erfahrenen und kenntnisreichen Anleger bestimmt werden – und andere Anleger sollten ohnehin aufgrund Zielmarkt, Angemessenheitstest bzw. Geeignetheitstest keinen Zugang zum Handel bekommen. Dies gilt für Long- und Shortpositionen gleichermaßen.

##### **(2) Risiko einer Privatinsolvenz**

Auch die folgende Aussage im Entwurf stellt den Sachverhalt verkürzt und daher nur begrenzt richtig dar: *„Dies kommt damit einer kreditfinanzierten Anlagestrategie gleich und kann für Kleinanleger sogar mit existenziellen Risiken (Privatinsolvenz) einhergehen.“*

Erneut wird aus dem natürlichen Wortsinn des „Kleinanlegers“ unrichtig suggeriert, dass es sich um eine homogene Gruppe von Privatleuten mit begrenzten Kenntnissen, Erfahrungen und mit einer begrenzten Verlusttragfähigkeit handelt. Dies wird, wie schon mehrfach angebracht und

oben unter 1. 2. umfassend dargelegt, der Wirklichkeit nicht gerecht. Es ist eine Binnendifferenzierung zu fordern und leicht leistbar. Privatinsolvenzen drohen nur solchen Kleinanlegern, die nicht die nötigen Kenntnisse und Erfahrungen sowie die nötige Verlusttragfähigkeit haben, um ggf. auftretende Verluste begrenzt zu halten und notfalls aber auch finanziell auffangen zu können.

### **(3) Große Hebelwirkungen bei einzelnen Produkten**

Im Entwurf wird des Weiteren auf die Gefahr hingewiesen, dass einzelne Produkte mit Hebelwirkungen von 1000 am Markt beobachtbar sind.

Auch dies ist eine Feststellung, die nicht geeignet ist, die gesamte Anlageklasse der Futures zu beurteilen.

### **ee) Verkaufspraktiken und zur Verfügung gestellte Informationen (Nr. 2.1.2.4 der Begründung)**

In diesem Abschnitt der Begründung wird auf aggressive, die Risiken vernachlässigende und Nachschusspflichten verschweigende Werbung von einzelnen Intermediären und ihren Werbepartnern hingewiesen.

Dies ist jedoch kein Problem des Handels in Futures durch nichtprofessionelle Anleger an sich. Es kann aber auf nicht gesetzmäßige Werbung hindeuten. Würde sich die geplante Allgemeinverfügung auf die Werbung für den Handel in Futures beschränken, um Missstände abzustellen, stünde unser Verband bereit, um die BaFin darin zu unterstützen. Eine Werbung, die auf Anleger zielt, die nicht die nötigen Kenntnisse und Erfahrung sowie Risikotragfähigkeit haben, um verantwortungsvoll mit Futures als Handelsinstrument umgehen zu können, ist nicht im Interesse unserer Verbandsmitglieder.

## **5. Keine anderen Mittel der Adressierung der Probleme (Nr. 2.2 des Entwurfs)**

### **a) Informationspflichten (2.2.1 des Entwurfs)**

Der Entwurf lehnt die Durchsetzung angemessener Informationsbereitstellung ab, weil diese nicht geeignet seien, das Entstehen von Nachschusspflichten zu verhindern.

Das ist richtig, verkennt aber, dass Informationspflichten sehr wohl dazu beitragen können, dass Anleger ihre Risiken erkennen und dann mit ihren entsprechenden Kenntnissen und Erfahrungen und anhand ihrer Verlusttoleranz kalibrieren können. Informationspflichten sind daher ein wichtiger Baustein zur Lösung, wenn sie in Verbindung gesehen werden mit der nötigen Binnendifferenzierung in der sehr heterogenen Gruppe der „Kleinanleger“.

### **b) Anforderungen an Geeignetheit und Angemessenheit (2.2.2 des Entwurfs)**

Der Entwurf führt zunächst zur Relevanz der Anforderungen an Geeignetheitsprüfungen nach § 64 Abs. 3 WpHG aus, dass die Kunden „*in aller Regel ohne den Schutz durch Anlageberatung oder Finanzportfolioverwaltung bleiben*“.

Dies entspricht auch unserer Wahrnehmung, jedoch wird außer Acht gelassen, dass das Handeln von Futures im Rahmen von Mandaten für vermögende Privatkunden vorkommt und eingesetzt wird (insbesondere auch als Hedging-Prozess), bei denen eine Kundschaft mit den nötigen Kenntnissen und Erfahrungen mit entsprechender Beratung im Rahmen von Finanzportfolioverwaltung und/oder Anlageberatung versorgt und begleitet wird.

Erneut leidet die Argumentation daher an der fehlenden nötigen Binnendifferenzierung der heterogenen Gruppe der nichtprofessionellen Kunden.

Hinsichtlich der Angemessenheitstests im Sinne des § 63 Abs. 10 WpHG stellt der Entwurf dar, dass der Handel der Finanzinstrumente mit dem Kunden gleichwohl nach Erteilung eines Warnhinweises gemäß § 63 Abs. 10 Satz 3 WpHG erfolgen kann, selbst wenn die Angemessenheit nicht gegeben ist, und das sogar in Fällen, in denen Kunden keine hinreichenden Angaben zu deren Kenntnissen und Erfahrungen gemacht haben.

Auch dies ist richtig, greift jedoch zu kurz. Zunächst einmal dürfte die Zahl solcher Fälle in der Realität extrem gering sein. Denn wenn ein Kunde während des Onboarding-Prozesses umfassende Angaben gemacht hat, die eine zutreffende Angemessenheitsprüfung ermöglichen, sind die im Entwurf geschilderten Probleme ausgeräumt. Wenn ein „Freischalten“ eines Kunden für Geschäfte in Futures erst erfolgt, nachdem er überzeugend dargelegt hat, dass diese Art von Handel für ihn angemessen ist, dann wird es zu Situationen, in denen ein Warnhinweis ergehen muss – über den er sich trotz fehlender Angemessenheit hinwegsetzt – gar nicht kommen. Die problematische Fallkonstellation ist also durch einen sorgfältigen Kundenannahmeprozess lösbar.

Des Weiteren führt der Entwurf aus, dass im Ergebnis selbst eine ordnungsgemäß erfolgte Angemessenheitsprüfung nicht das Risiko einer Nachschusspflicht und damit einen potenziellen Verlust, der den investierten Betrag übersteigt, verhindern kann. Auch das ist richtig, aber es ist nicht das Ziel des Gesetzgebers, Anleger vor Verlustrisiken zu schützen, wenn die Tragung dieser Risiken für den bestimmten Anleger vor dem Hintergrund der Kriterien der Angemessenheitsprüfung objektiv angemessen ist. Es ist auch nicht Aufgabe der Aufsichtsbehörde, diese gesetzgeberische Wertung wieder aufzuheben.

### **c) Produktüberwachung (2.2.3 des Entwurfs)**

In Abschnitt 2.2.3 legt sich der Entwurf fest, dass die BaFin der Meinung sei, Maßnahmen zur korrekten Zielmarktbestimmung bzw. Produktüberwachung seien nicht geeignet, um nichtprofessionelle Anleger vor sie überfordernden Nachschusspflichten zu schützen. Die Begründung hierfür ist aber auch diesbezüglich nicht schlüssig.

Zunächst einmal stellt die BaFin selbst fest, dass über die Zielmarktbestimmung, das heißt den Ausschluss von Kleinanlegern aus dem positiven Zielmarkt bzw. die Aufnahme von Kleinanlegern in den negativen Zielmarkt, darauf hingewirkt werden kann, dass Futures mit Nachschusspflichten nicht an Kleinanleger vertrieben werden.

Der weitere Teil der Begründung zu diesem Punkt ist jedoch problematisch. Die BaFin führt hier aus, ein Vorgehen über die Durchsetzung der Festlegung von korrekten Zielmärkten durch die Intermediäre sei eine nicht hinreichende, mittelbare mehrere Zwischenschritte erfordernde Einwirkungsmöglichkeit der Bundesanstalt, welche in jedem Einzelfall in weiteren diversen Zwischenschritten überwacht und gegebenenfalls durch Einzelmaßnahmen durchgesetzt werden müsste, wenn die eigenverantwortliche Einhaltung der betroffenen Unternehmen fehlschlägt.

Dabei wird verkannt, dass auch eine Allgemeinverfügung in verschiedenen Inhalten denkbar ist.

Wir stimmen dem Entwurf insoweit zu, als dass die Bestimmung von Zielmärkten durch die Intermediäre ein wesentliches Problem sein kann. Dem Vertrieb von Dienstleistungen im Futures-Handel an unerfahrene Anleger, für die Futures weder ein geeignetes noch angemessenes Geldanlagevehikel sind, sollte begegnet werden.

Wenn die Problematik darin besteht, dass hierfür keine klaren und unmittelbar durchsetzbaren Kriterien vorliegen, dann kann eine Allgemeinverfügung ein zutreffender Weg sein. Jedoch, und das ist sehr wichtig, sollte dabei nicht über das Ziel hinausgeschossen werden. Eine Allgemeinverfügung, die verbindliche Kriterien für die Festsetzung von Zielmärkten für den Handel in Futures festlegt, scheint uns in der Tat geeignet zu sein, den Vertrieb von Futures an den falschen Kundenkreis zu unterbinden.

## **6. Ermessensausübung (2.6 des Entwurfs)**

### **a) Geeignetheit und Erforderlichkeit (2.6.1.1 und 2.6.1.2 des Entwurfs)**

Aufgrund oben dargelegten fehlerbehafteten Begründungsbasis des Entwurfs wird aus unserer Sicht die Erforderlichkeit nicht zutreffend bejaht.

Zwar ist das komplette Verbot des Handels mit Futures ein Mittel, um solche Kleinanleger, für die Futures kein geeignetes bzw. angemessenes Instrument zur Geldanlage sind, vom Handel auszuschließen. Es ist jedoch eine Lösung, die über das Ziel hinausschießt.

Denn damit werden alle anderen nichtprofessionellen Kunden, die laut juristischer Definition ebenfalls als „Kleinanleger“ qualifizieren, aber die gewerblich tätig sind und/oder die die finanzielle Tragfähigkeit sowie die Kenntnisse und Erfahrungen mitbringen, die für den Futures-Handel nötig sind, ebenfalls Leidtragende des geplanten Verbots. Ihnen wird die Möglichkeit abgeschnitten zu investieren, obwohl Futures für sie geeignete bzw. angemessene Anlagevehikel sind. Das wäre ein nichtakzeptable Folge der geplanten Allgemeinverfügung in ihrer jetzigen Form.

Der Entwurf lehnt eine Binnendifferenzierung zwischen verschiedenen Arten von Kleinanlegern mit dem Hinweis darauf ab, dass Kunden sich bei entsprechender Erfahrung nach § 67 Abs. 6 Nr. 1 und 3 WpHG als professioneller Kunde einstufen lassen können. Daher bestehe *„kein Anlass, sich über diese gesetzliche Wertung hinwegzusetzen und eine zusätzliche Unterteilung der Gruppe von Kleinanlegern einzuführen.“* Das ist nicht richtig. Denn in § 67 Abs. 6 Nr. 1 WpHG wird gerade vorausgesetzt, dass der betreffende Kunde bereits laut Gesetzeswortlaut *„an dem Markt, an dem die Finanzinstrumente gehandelt werden, für die er als professioneller Kunde eingestuft werden*

soll, während des letzten Jahres durchschnittlich zehn Geschäfte von erheblichem Umfang im Quartal getätigt“ hat. Mit anderen Worten ist die gesetzliche Wertung, dass ein Kunde auch ohne als professionell eingestuft gewesen zu sein, bereits sehr aktiv umfangreiche Geschäfte tätigen muss, bevor er die Hochstufung von der Kategorie der Kleinanleger in die Kategorie der professionellen Anleger überhaupt vornehmen lassen kann.

Infolgedessen ist die gesetzliche Wertung richtig: Auch nichtprofessionelle Anleger sollen bei Vorliegen der Kriterien der Angemessenheit bzw. Geeignetheit die Möglichkeit haben, umfangreiche Geschäfte in einem Markt vorzunehmen, für den sie als „Kleinanleger“ eingestuft sind.

### **b) Verhältnismäßigkeit der Maßnahme im engeren Sinne (2.6.1.3 des Entwurfs)**

Die Ausführungen im Entwurf zur Verhältnismäßigkeit der Maßnahme wiederholen zunächst nicht korrekte oder nicht relevante Aussagen aus der übrigen Begründung.

Dass die absolute Zahl an Kleinanlegern, die Futures handeln, diejenige der professionellen Anleger in diesem Bereich übersteigt, vermag keinesfalls zu überraschen, da die Zahl der Kleinanleger insgesamt viele Millionen beträgt, die der professionellen Anleger sich jedoch auf einige tausend beschränkt.

Die Behauptung, die Wertentwicklung von Futures sei komplex nachzuvollziehen, stimmt ebenfalls nicht. Ihr Delta ist jeweils eins, und jeder Punkt der Veränderung ist mit einer festgelegten und unveränderlichen Summe von Kontrakt verbunden. Die Wertentwicklung ist daher nicht komplexer als bei einer Aktie. Die Komplexität folgt einzig und allein daraus, dass der mögliche Verlust die Kontogröße übersteigen kann.

#### **(1) Auswirkungen der Maßnahme (2.6.1.3.1. des Entwurfs)**

Unter 2.6.1.3.1 des Entwurfs wird zunächst zwar ausgeführt, dass ein Ausschluss der Nachschusspflichten auf Ebene der Geschäftsbeziehung zwischen Kleinanleger und Intermediär durchaus möglich ist; mit anderen Worten, hier stellt der Entwurf selbst klar, dass nicht die Margin-Verpflichtung aus dem Future selbst das KO-Kriterium ist, sondern die Abreden aus dem Depotvertrag, aus denen eine Nachschusspflicht im Sinne der Nr. 2 des Tenors folgt.

Leider jedoch stiftet die folgende Passage wieder Verwirrung, indem zwischen „Futures mit Nachschusspflichten“ und „Futures ohne Nachschusspflichten“ unterschieden wird. Richtigerweise müsste zwischen Depotführungsverträgen mit oder unter Ausschluss von Nachschusspflichten unterschieden werden.

#### **(2) Auswirkungen der Maßnahme auf andere Marktteilnehmer (2.6.1.3.2 des Entwurfs)**

Unter 2.6.1.3.2 des Entwurfs wird ausgeführt:  
„Bislang pflegen die Terminbörsen keine direkte rechtsgeschäftliche Beziehung zu Kleinanlegern, sodass diese nicht gehindert sind, Futures mit Nachschusspflicht - wie bisher - ihren professionellen Kunden (und geeigneten Gegenparteien) anzubieten.“

Hier wird sprachlich sowie inhaltlich eindeutig die Variation Margin eines Futures-Kontraktes mit einer Nachschusspflicht im Sinne der Nr. 2 des Tenors verwechselt. Ob im Verhältnis zwischen Intermediär und Anleger Nachschusspflichten bei den Depotwert übersteigenden Verlusten vereinbart werden oder nicht, steht völlig außerhalb des Einflusses der Terminbörsen und ist keine Eigenschaft des Finanzinstruments selbst.

### **(3) Auswirkung der Maßnahme auf Anleger (2.6.1.3.3 des Entwurfs)**

Der Entwurf führt weiterhin aus, dass die Verfügung „*zumindest mittelbar auch den Handlungsspielraum des Kleinanlegers begrenzt. Diese Einschränkung ist jedoch verhältnismäßig, da die Auswirkungen der Verfügung für den Kleinanleger sehr eng begrenzt bleiben.*“

Wir halten diesen Schluss für falsch, zumindest in seiner Pauschalisierung. Es kommt auf die Art des Kleinanlegers an. Die nötigen Binnendifferenzierung wird nicht geleistet. Zumindest für gewerblich handelnde Kleinanleger kann die Vermutung, dass die Auswirkungen der Verfügung begrenzt sind, nicht aufrecht erhalten bleiben. Denn bei diesen ist neben der Freiheit der Geldanlage auch die Berufsfreiheit betroffen.

Außerdem wird darauf verwiesen, dass sich ein Kleinanleger bei Vorliegen der gesetzlichen Voraussetzungen als professioneller Anleger einstufen lassen kann. Wie bereits gezeigt, geht der Gesetzgeber hierfür aber gemäß § 67 Abs. 6 Nr. 1 WpHG davon aus, dass ein Anleger auch ohne entsprechende Hochstufung, das heißt als einfacher Kleinanleger, umfangreich und regelmäßig an den entsprechenden Märkten handeln kann, um entsprechend Erfahrung zu sammeln. Daher greift das Argument des Entwurfs zu kurz.

## **7. Umsetzungsfrist (2.7. des Entwurfs)**

Unter der Voraussetzung, dass die Allgemeinverfügung Nachschusspflichten im Verhältnis der Anleger zu ihren Intermediären zum Gegenstand hat – der Tenor und die Begründung wären hierfür unseres Erachtens zu überarbeiten – ist die Umsetzungsfrist nicht ausreichend bemessen.

Denn zur Umsetzung würde es Änderungen der AGB bedürfen, die einer entsprechenden Vorbereitungszeit und Vereinbarung bedürfen. Hier wäre, sofern die Maßnahme dennoch beschlossen werden sollte, eine Umsetzungsfrist von mindestens sechs Monaten erforderlich.

## **II. Mögliche Lösungen**

### **1. Sprachliche Fassung des Tenors**

Der Tenor unter 1. sollte in einem ersten Schritt sprachlich präzisiert werden, um die eigentlich gewollte Rechtsfolge deutlich zu machen. Dies könnte durch folgende Formulierung erreicht werden:

„1. Ich ordne eine Beschränkung der Vermarktung, des Vertriebs und des Verkaufs von Futures mit Nachschusspflichten im Sinne des Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen

Parlamentes und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (MiFID II) in Verbindung mit Anhang I Abschnitt C Nr. 4 bis 7 und 10 MiFID II an Kleinanleger in Deutschland gegenüber Wertpapierfirmen im Sinne von Art. 1 Abs. 1 MiFID II in Verbindung mit Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 MiFID II an, **soweit der Handel der Futures zu Nachschusspflichten aus einem Depotvertragsverhältnis im Sinne der Nr. 2 führen kann.**

Die Vermarktung, der Vertrieb und der Verkauf von Futures ~~mit Nachschusspflichten~~ an Kleinanleger im Sinne von Art. 4 Abs. 1 Nr. 11 MiFID II in Deutschland wird Wertpapierfirmen untersagt, **soweit der Handel der Futures zu Nachschusspflichten aus einem Depotvertragsverhältnis im Sinne der Nr. 2 führen kann.** Die Beschränkung wird mit Wirkung zum XX.XX.2022 (3 Monate nach Erlass) wirksam.“

Im Folgenden sollte im gesamten Text der Allgemeinverfügung sprachlich genau unterschieden werden zwischen der Nachzahlung zusätzlicher Margin nach den Regeln der Terminbörse einerseits und dem Futures-Handel, der zu Nachschusspflichten aus einem Depotvertragsverhältnis führen kann, andererseits.

## **2. Verdeutlichung der Nr. 2 des Tenors**

Die Allgemeinverfügung sollte in geeigneter Form deutlich machen, dass Nachschusspflichten des Anlegers im Verhältnis zum Intermediär durch Vertrag bzw. AGB ausgeschlossen werden können und dadurch der Allgemeinverfügung genüge getan wäre.

## **3. Binnendifferenzierung der Kleinanleger**

Die Allgemeinverfügung sollte aus den oben genannten Gründen auf Kleinanleger, die Verbraucher sind, eingegrenzt werden.

Dies könnte durch Einfügung eines neuen Satz 2 in den zweiten Absatz der Nr. 1 des Tenors erfolgen:

**„Die Untersagung gilt, soweit es sich um Kleinanleger handelt, die Verbraucher sind.**

## **4. Ausnahme bei positivem Angemessenheits- und/oder Geeignetheitstest**

Es sollte eine Ausnahme vom Handelsverbot vorgesehen werden für Kleinanleger, für die der Handel mit Futures trotz möglicher Nachschusspflichten angemessen ist bzw. für die ein Futures-Geschäft für Hedging-Zwecke im Rahmen einer Finanzportfolioverwaltung oder Anlageberatung geeignet ist. Den Wertpapierdienstleistungsunternehmen sollte insoweit aufgegeben werden, dass Verbraucher, die Kleinanleger sind und die für die der Handel mit Futures, der Nachschusspflichten hervorrufen könnte, keine angemessenen Kenntnisse und Erfahrungen sowie finanzielle Ausstattung mitbringen, keinen Futures-Handel tätigen können.

Mit anderen Worten könnte die Vorgabe erfolgen, im Rahmen der Zielmarktbestimmung für diese Dienstleistung festzulegen, dass beim Kunden-Onboarding entsprechende Sorgfalt auszuüben ist.

Kunden ohne nötige Kenntnisse und Erfahrungen sollten keine Möglichkeit bekommen, sich für Futures-Handel mit möglichen Nachschusspflichten freizuschalten oder sich über ggf. erfolgende Warnungen im Rahmen des Angemessenheitstests hinwegzusetzen.

## **5. Grenzen für Werbung**

Wir sprechen uns ausdrücklich dafür aus, die Werbung für den Handel in Futures in der Aufsichtspraxis zu thematisieren. Dies kann mit dem vorliegenden Entwurf nicht geleistet werden.

Wir bieten als Verband an, in diesem Bereich unterstützend tätig zu werden. Die aktive oder sogar suggestive an Verbraucher gerichtete Werbung für Finanzprodukte und einzelne Transaktionen, die in kürzester Zeit große Verluste produzieren können, ist problematisch zu sehen.

Das Verbot des Cold Callings per Allgemeinverfügung hat sich über die Jahre stets bewährt. Wir sehen Raum für die Diskussion, ob weitere Vorgaben im Bereich der Werbung angeraten sein könnten, und sehen dies als Mittel, Einschränkungen auf Produktebene auf ein rechtlich zulässiges und zugleich dem intendierten Anlegerschutz zweck näher kommendes Maß zu begrenzen.