

Recht & Regelungen

Thema Verbraucherschutz

Allgemeinverfügung gemäß § 4b Abs. 1 WpHG bezüglich Contracts for Difference (CFDs)

Geschäftszeichen VBS 7-Wp 5427-2016/0017

Datum: 08.05.2017

Inhalt

- Begründung
 - A. Sachverhalt
 - B. Rechtliche Würdigung
- Hinweise
- Rechtsbehelfsbelehrung

**Bekanntmachung zum Zwecke der Bekanntgabe der Allgemeinverfügung der Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 4b Abs. 1 WpHG bezüglich sogenannter "contracts for
difference" (CFDs) nach § 41 Abs. 3 und 4 VwVfG i. V. m. § 17 Abs. 2 FinDAG sowie
Bekanntmachung nach § 4b Abs. 4 WpHG**

Sehr geehrte Damen und Herren,

hiermit ergeht folgende

Allgemeinverfügung:

1. Ich ordne eine Beschränkung der Vermarktung, des Vertriebs und des Verkaufs von finanziellen Differenzgeschäften („contracts for difference“ oder „CFDs“) im Sinne von § 2 Absatz 2 Nummer 3 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) an. Die Vermarktung, der Vertrieb und der Verkauf von CFDs an Privatkunden im Sinne des § 31a Absatz 3 WpHG wird insoweit untersagt, als diese für den Privatkunden eine Nachschusspflicht begründen können. Die Umsetzung dieser Beschränkung hat bis zum 10.08.2017 zu erfolgen.

2. Die Allgemeinverfügung gilt an dem auf die öffentliche Bekanntmachung folgenden Tag als bekanntgegeben.
3. Ich behalte mir den Widerruf dieser Allgemeinverfügung vor.

Begründung

A. Sachverhalt

I. Grundlegendes zu CFDs

Finanzielle Differenzgeschäfte sind Verträge zwischen zwei Parteien, die auf die Kursentwicklung eines bestimmten Basiswerts spekulieren. CFDs dienen kurzfristiger Spekulation und werden außerbörslich angeboten. Sie zeichnen sich durch ihre Hebelwirkung aus und begründen für den Anleger ein sehr hohes Verlustrisiko. Dabei ist das Verlustrisiko des Kunden bei den von dieser Maßnahme betroffenen CFDs nicht auf einen bestimmten Kapitaleinsatz beschränkt, sondern kann das gesamte Vermögen des Kunden erfassen. Geht der Verlust des Kunden über sein, für Zwecke des CFD-Handels auf seinem CFD-Handelskonto eingezahltes Guthaben hinaus, so muss er den Verlust aus seinem sonstigen Vermögen ausgleichen (Nachschusspflicht). Die als Vertragspartei des Privatanlegers auftretenden CFD-Anbieter nehmen das aus dem CFD resultierende Risiko in ihre Bücher und fungieren somit als sog. Market Maker oder sichern sich ab und reichen das Risiko an weitere Marktteilnehmer weiter.

CFDs wurden in den 1990er-Jahren im Bereich des Investmentbankings entwickelt, um die sog. Stempelsteuer zu umgehen, die in Großbritannien bei Aktientransaktionen an der London Stock Exchange an den Staat abzuführen war. Sie bieten dem Privatanleger die Möglichkeit, mit einem verhältnismäßig kleinen Kapitaleinsatz auf die Kursentwicklung von Währungspaaren, Aktien, Indizes, Rohstoffen und Anleihen oder anderen Basiswerten zu spekulieren, ohne in den jeweiligen Basiswert direkt investieren zu müssen. Ein tatsächlicher Erwerb oder Handel des jeweiligen Basiswertes durch den Anleger findet bei einer CFD-Transaktion also nicht statt. Mit der Eröffnung etwa einer Aktien-CFD-Position beteiligt sich der Privatanleger niemals direkt an der Finanzierung eines Unternehmens über den Kapitalmarkt.

Bei CFDs verpflichten sich die Vertragspartner zum Ausgleich der Differenz zwischen dem Kurs eines Basiswerts zu zwei unterschiedlichen Zeitpunkten (t und $t+n$). Das Spekulationsergebnis errechnet sich aus der Differenz von Einstiegs- und Ausstiegskursen des Basiswerts. Spekuliert ein Anleger etwa auf einen steigenden Kurs einer Aktie, so setzt ein CFD-Anbieter, der als Gegenpartei bei diesem Differenzgeschäft auftritt und sich nicht gegen das Marktrisiko absichert, auf einen fallenden Kurs. Bei Kursänderungen des Basiswerts werden die entsprechenden Kursgewinne oder Kursverluste im CFD nachvollzogen. Bei einer positiven Differenz erhält der Privatanleger vom CFD-Anbieter den Differenzbetrag, bei einer negativen Differenz muss der Privatanleger die Differenz dem CFD-Anbieter ausgleichen.

Beispiel:

Der Privatanleger eröffnet eine CFD-Position, um auf die Kursentwicklung der A-Aktie zu spekulieren. Die CFD-Position umfasst 4.000 Stücke der A-Aktie zu je 10 Euro und beträgt insgesamt 40.000 Euro. Der CFD-Anbieter eröffnet dem Privatanleger die Möglichkeit, einen Hebel von 20 einzusetzen. D. h. die für die o. g. Gesamtposition vorzuhaltende Sicherheitsleistung („Margin“) beträgt 2.000 Euro (oder 5 % der Gesamtposition). Die Auswirkungen der Kursentwicklung des Basiswerts auf den Gewinn/Verlust aus dem CFD stellen sich wie folgt dar:

Auswirkungen der Kursentwicklung des Basiswerts auf den Gewinn/Verlust aus dem CFD

Kurs der A-Aktie	Wertentwicklung der A-Aktie	Gewinn/Verlust aus dem A-CFD	Wertentwicklung des A-CFD
7,50 €	-25 %	-10.000 €	-500 %
9,50 €	-5 %	-2.000 €	-100 %
9,90 €	-1 %	-400 €	-20 %
10,00 €	0 %	0 €	0 %
10,10 €	1 %	400 €	20 %
10,50 €	5 %	2.000 €	100 %
12,50 €	25 %	10.000 €	500 %

Auswirkungen der Kursentwicklung des Basiswerts auf den Gewinn/Verlust aus dem CFD
BaFin

Maßgeblich für die Höhe der geschuldeten Differenz ist der Kurs des Basiswerts bei Eröffnung der CFD-Position (Eröffnungskurs) sowie zum Zeitpunkt der Schließung der CFD-Position (Ausstiegskurs bzw. Schlusswert). Die Eröffnung und Schließung einer CFD-Position beruhen auf Kursen, die vom CFD-Anbieter festgesetzt werden. Der Kunde spekuliert somit auf die Entwicklung von Kursen, deren verbindliche Ermittlung und Festsetzung dem CFD-Anbieter obliegen. Diese Kurse können sich zwar grundsätzlich an den verfügbaren Marktpreisen, wie etwa den Börsenpreisen bzw. den in den jeweiligen Referenzmärkten verfügbaren Preisen von Basiswerten orientieren. Bei der Festsetzung von Kursen, die von den CFD-Anbietern zur Ermittlung der vertraglich geschuldeten Kursdifferenz herangezogen werden, haben die CFD-Anbieter jedoch einen Ermessensspielraum und können entsprechend den mit dem Privatanleger vereinbarten Öffnungsklauseln, etwa für die Fälle besonders hoher Volatilität des Basiswerts bzw. im Falle von Marktturbulenzen, den maßgeblichen Kurs nach billigem Ermessen festlegen.

Des Weiteren kommt es bei der Kursstellung durch die CFD-Anbieter immer wieder zu einem Phänomen, das als sog. „Preislücke“ (auch „Kurslücke“) bezeichnet wird. Zu einer „Preislücke“ kommt es, wenn der dem Privatanleger vom CFD-Anbieter zur Verfügung gestellte Kurs des Basiswerts

plötzlich von einem Kursniveau auf ein anderes springt. Diese Kurssprünge entstehen beispielsweise nach der Verkündung von wirtschaftlichen Daten bzw. bei wichtigen wirtschaftlichen Ereignissen, die zu erheblichen Kursschwankungen beim Basiswert führen. Kommt es zu einer „Preislücke“ im Rahmen einer für den Privatanleger ungünstigen Kursentwicklung des Basiswerts, so hat er nicht immer die Möglichkeit, seine offene CFD-Position zwischen zwei Preisniveaus zu schließen, um seine Verluste zu begrenzen. Vielmehr ist die Schließung seiner CFD-Position erst zum nächsten, vom Anbieter festgelegten Kurs möglich. Dieser kann im Einzelfall deutlich vom vorhergehenden Kurs abweichen.

Die zentrale Produkteigenschaft von CFDs ist ihre Hebelwirkung. Eröffnet der Privatanleger eine CFD-Position, so muss er auf seinem Handelskonto beim CFD-Anbieter nicht über ein Guthaben verfügen, welches dem aktuellen Gegenwert des Basiswerts einer CFD-Position entspricht. Vielmehr verlangen die CFD-Anbieter vom Privatanleger nur das Vorhalten eines Bruchteils des jeweiligen Basiswerts auf seinem Handelskonto (sog. Margin). Der Anleger kann so mit einem größeren Betrag (rechnerischer Wert der entsprechenden Position an Basiswerten) spekulieren als er tatsächlich in Form der Margin vorhält. Der rechnerische Wert der entsprechenden Position an Basiswerten kann sogar das vorhandene Gesamtvermögen des Anlegers übersteigen. Durch diese Konstruktion ist es dem Anleger möglich, überproportional in beide Richtungen an den Kursbewegungen des Basiswertes zu partizipieren. Der Privatanleger muss für jede eröffnete CFD-Position eine Margin hinterlegen, die sich als Prozentsatz vom Basiswert errechnet. Beträgt die Margin bei einem Basiswert etwa 1 %, so kann der Privatanleger eine CFD-Position eröffnen, deren Basiswert das 100-fache der Margin betragen kann. Die Höhe der Margin wird vom CFD-Anbieter für jeden Basiswert genau festgelegt. Da die Höhe des Basiswerts je nach Kursentwicklung variiert, bleibt auch der als Margin auf dem CFD-Konto vorzuhaltende Betrag nicht konstant, sondern schwankt je nach Kursentwicklung des Basiswerts. Wird infolge der Kursentwicklung des Basiswerts der auf dem Handelskonto eingezahlte Betrag vollständig durch den als Margin vorzuhaltenden Betrag in Anspruch genommen, so kann der Anleger weiteres Geld auf sein Handelskonto ein-zahlen; anderenfalls wird die CFD-Position durch den Anbieter zwangsweise geschlossen.

Der Anleger muss also beim Eröffnen einer CFD-Position auf seinem CFD-Konto nicht über die gesamte Kontraktsumme verfügen. Vielmehr lässt der CFD-Anbieter es ausreichen, wenn der Anleger nur einen Bruchteil dieser Summe vorhält. Dadurch wird die Spekulationsbereitschaft der Privatanleger zielgerichtet gefördert.

Die Höhe der für die CFD-Position in einem bestimmten Basiswert vorzuhaltenden Sicherheitsleistung spielt für die Höhe des Hebels, mit dem der Privatanleger an Kursänderungen eines Basiswertes partizipieren kann, eine entscheidende Rolle. Je niedriger die vom Privatanleger auf seinem CFD-Konto vorzuhaltende Margin im Verhältnis zum Wert des Basiswerts ist, desto höher ist der hierbei entstehende Hebel. Je kleiner der als Margin vorzuhaltende Bruchteil des Basiswerts ist, desto größer stellen sich die positiven wie negativen Kursveränderungen des Basiswerts des CFD im Verhältnis zum vorgehaltenen Kapital des Privatanlegers dar.

Weist der Kurs des Basiswerts eines CFDs starke Kursschwankungen in kurzen Zeitintervallen (starke Volatilität) auf und verlangt der CFD-Anbieter eine Mindest-Margin bei diesem Basiswert, deren Höhe sich im Bereich der Schwankungsbreite des Basiswertes bewegt, so eröffnet dies dem Privatanleger die Möglichkeit einer kurzfristigen Vervielfachung des als Sicherheitsleistung vorgehaltenen Kapitals. Die Kehrseite der Hebel-wirkung ist jedoch ein damit verbundenes, spiegelbildliches Verlustrisiko, bei dem der Verlust des Privatanlegers das Vielfache des als Sicherheits-leistung eingesetzten Kapitals betragen kann. Kommt es etwa zu großen Kursausschlägen in die den Erwartungen des Privatanlegers zuwiderlaufende Richtung, so kann die von ihm auszugleichende Differenz zwischen dem Eröffnungs- und Ausstiegskurs ein Vielfaches dessen betragen, was er als Margin auf seinem Konto vorhält.

Reicht das auf dem CFD-Handelskonto des Kunden vorgehaltene Kapital nicht aus, um die eingetretenen Verluste auszugleichen, so muss der Privatanleger diese aus seinem sonstigen Vermögen ausgleichen (Nachschusspflicht).

Dabei ist zu beachten, dass die Hebelwirkung besondere Skalierungseffekte im Zusammenhang mit der möglichen Höhe der Nachschusspflicht erzeugt. Denn der Hebel erhöht den möglichen Verlust im Verhältnis zum eingesetzten Kapital. In bestimmten Fällen kann dieser Verlust das auf dem Handelskonto vorgehaltene Kapital des Kunden übersteigen. Je höher der Hebel des CFDs ist, desto höher ist der mögliche Verlust und desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass das vom Kunden auf dem Handelskonto vorgehaltene Kapital nicht reichen wird, um die entstandenen Verluste auszugleichen, sodass der Kunde nachschusspflichtig wird.

Beispiel:

Würde der Kurs der A-Aktie im o. g. Beispiel von 10 Euro auf 7,50 Euro fallen, so hätte der Privatanleger mit seinem Kapitaleinsatz i. H. v. 2.000 Euro einen Verlust i. H. v. 10.000 Euro erlitten. Mit einer höheren Zahl an gehandelten Kontrakten nimmt dabei auch die mögliche Höhe eines Verlustes zu. Hätte der Kunde auf seinem CFD-Konto neben dem Betrag der Margin kein weiteres Kapital (sog. Gesamtkapital auf dem CFD-Konto abzüglich Margin), so müsste der Privatanleger im o. g. Beispiel die verbleibende Differenz i. H. v. 8.000 Euro aus seinem sonstigen Vermögen ausgleichen. Der CFD-Anbieter würde den Kunden auffordern, dieses Kapital umgehend nachzuschließen.

Die CFDs haben zwar grundsätzlich keine Laufzeitbegrenzung. Das gilt jedoch nur, solange der Privatanleger die Mindest-Margin-Anforderungen des jeweiligen CFD-Anbieters erfüllt. Reicht das Guthaben des Privatanlegers (Margin + frei verfügbares Kapital auf dem CFD-Konto) nicht mehr aus, um die Margin-Anforderungen des CFD-Anbieters zu erfüllen, so wird vom CFD-Anbieter ein Verfahren initiiert, das Margin-Call genannt wird. Je nach Anbieter kann dieses Verfahren verschiedene Eskalationsstufen enthalten und beispielsweise beim Überschreiten bestimmter Schwellenwerte (z. B. Verlust von 80 % des Guthabens) die Benachrichtigung des Privatanlegers umfassen. Reicht das Guthaben des Privatanlegers nicht mehr aus, um die Margin-Anforderungen des CFD-Anbieters zu erfüllen, so erfolgt eine automatische Schließung der CFD-Position. Diese sog. Zwangsschließung bzw. -glattstellung garantiert jedoch keineswegs, dass die Verluste des Privatanlegers auf sein Guthaben beim CFD-Anbieter beschränkt bleiben. Vielmehr führen plötzliche Kursausschläge des Basiswertes

bzw. die sog. Kurslücken dazu, dass die Verluste des Privatanlegers seinen ursprünglichen Kapitaleinsatz um das Vielfache übersteigen können. Diese müssen dann aus dem sonstigen Vermögen des Anlegers ausgeglichen werden.

Eine eröffnete CFD-Position wird von Kunden typischerweise noch am selben Tag geschlossen. Werden CFD-Positionen aber über Nacht offen gelassen, so muss der Privatanleger in der Regel dafür eine sog. Over-night-Gebühr bezahlen. Die Kurzfristigkeit des CFD-Handels manifestiert sich zudem in der optischen Gestaltung von Handelsplattformen der CFD-Anbieter. Diese sind typischerweise so gestaltet, dass der Kunde mit einer ganzen Reihe von optischen Signalen konfrontiert wird, die ihm die Indikation für die Kursentwicklung visualisieren sollen. Diese Indikationstools sollen den Kunden bei der Einschätzung der Kursentwicklung unterstützen. Durch plötzlich aufleuchtende Kursdaten und visuelle Effekte zur Verdeutlichung von möglichen Kursverläufen könnte sich der Privatanleger zum Eingehen von CFD-Positionen animiert fühlen.

Zielkundengruppe von CFD-Anbietern sind nach den im Rahmen der Aufsichtstätigkeit gemachten Beobachtungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bundesanstalt) nahezu ausschließlich Privatkunden i. S. d. § 31a Abs. 3 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG). Der typische CFD-Kunde ist ein Kleinanleger. Laut der im Auftrag des CFD Verbands e. V. durchgeführten Marktstudie von Research Center For Financial Services gab es in 2015 ca. 127.137 CFD-Konten von Kunden.² Diese Zahl spiegelt in etwa die Zahl der betroffenen Kunden wider.

Nach den Beobachtungen der Bundesanstalt sowie nach Studien europäischer Aufsichtsbehörden³, ist die durchschnittliche Verweildauer von Kunden der CFD-Anbieter eher kurz bemessen. In dieser Zeit verliert nach Beobachtungen der Bundesanstalt sowie anderer europäischen Aufsichtsbehörden ein Großteil der Privatanleger das von ihnen eingesetzte Kapital. Diese aufsichtlichen Beobachtungen werden durch diverse Studien europäischer Aufsichtsbehörden bestätigt.

Die Central Bank of Ireland kommt in ihrer am 23.11.2015 veröffentlichten Studie zum Ergebnis, dass ca. 75 % aller aktiven CFD-Kunden ihr Geld verlieren.⁴ Die Central Bank of Ireland stellt in der o. g. Studie insbesondere fest, dass diese CFD-Kunden (39.000 Privatkunden, von denen 5.000 ihren Wohnsitz in Irland haben) in den Jahren 2013 und 2014 einen durchschnittlichen Verlust in Höhe von 6.900 Euro gemacht haben.

Die französische Wertpapieraufsichtsbehörde Autorité des marchés financiers (AMF) kommt in ihrer Studie „Study of investment performance of individuals trading in CFDs and forex in France“ vom 13.10.2014 zum Ergebnis, dass 89 % aller aktiven CFD-Kunden ihr Geld verlieren.⁵ Die AMF stellt in ihrer Studie fest, dass diese CFD-Kunden (14.799 Kunden) in der Zeit von 2009 bis 2013 einen Verlust gemacht haben, wobei sie im Durchschnitt 10.887 Euro (Median: 1.843 Euro/aggregierter Verlust aller Kunden: 161.115.493 Euro) verloren haben.

Aus den aggregierten Verlusten von Kunden speisen sich die Einnahmen von CFD-Anbietern. Dazu gehören zum einen die CFD-Anbieter, die das Risiko der CFDs (z. B. Marktrisiko) in ihre Handelsbücher nehmen und mithin an Vor- und Nachteilen der CFD-Geschäfte mit Privatanlegern partizipieren. Diese CFD-Anbieter erbringen den Eigenhandel für andere i. S. d. § 2 Abs. 3 Satz 1 Nummer 2 Buchstabe c

WpHG und werden Market Maker bzw. Liquiditätsprovider genannt. Eine Ausnahme dürfte nur für die seltenen Fälle gelten, in denen der CFD-Anbieter für jede Kundenorder auf 1:1-Basis Absicherungsgeschäfte tätigt, wie bei einem tatsächlich umgesetzten Direct Market Access-Geschäftsmodell.

Einen anderen Teil der o. g. Aggregationsgröße vereinnahmen CFD-Anbieter, die als Intermediäre zwischen den o. g. Market Makern bzw. Liquiditäts Providern auf der einen und den Privatanlegern auf der anderen Seite fungieren. Diese CFD-Anbieter betreiben typischerweise das Finanzkommissionsgeschäft i. S. d. § 2 Abs. 3 Satz 1 Nummer 1 WpHG, da sie im eigenen Namen für Rechnung ihrer Kunden CFDs mit einem Market Maker bzw. Liquiditätsprovider, der die aus dem jeweiligen CFD resultierenden Risiken zu tragen bereit ist, abschließen. Diese Anbieter verdienen an der von ihren Kunden zu entrichtenden Kommission für die Auftragsausführung, die als fester Betrag oder prozentueller Kursaufschlag vom Kunden entrichtet wird. Auch diese Kosten erhöhen die Schwelle, ab der ein Privatanleger Gewinne mit seinem ursprünglichen Anlagebetrag erwirtschaften kann (sog. Break-Even Point).

Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) und die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) warnten die Privatanleger in der bereits am 28.02.2013 veröffentlichten Investorenwarnung⁴ davor, dass der Kauf von CFDs Verluste zur Folge haben kann, die die ursprüngliche Investition deutlich übersteigen. Am 25.07.2016 veröffentlichte ESMA eine weitere Warnung zu CFDs und anderen spekulativen Produkten.⁵ Darin warnte sie die Anleger erneut vor hohen Risiken, die beispielsweise aus der Hebelwirkung der CFDs resultierten. ESMA wies darauf hin, dass die Anbieter das Verhältnis von Chancen und Risiken dieser Produkte in ihren Werbemitteilungen häufig unausgeglichen darstellen würden. Darüber hinaus machte ESMA darauf aufmerksam, dass die wirtschaftlichen Interessen der Anbieter von CFDs und anderer o. g. Produkte häufig mit den Interessen der Anleger kollidieren. Diese Interessenkonflikte seien im besonderen Maße bei Geschäftsmodellen jener Anbieter ausgeprägt, deren Gewinne unmittelbar mit den Verlusten der Anleger korrelieren.

Im internationalen Vergleich lässt sich bisher folgender Trend im Umgang mit gehebelten Produkten, die strukturell den CFDs entsprechen, erkennen:

In den USA werden CFDs – wie in Europa auch - nicht börslich gehandelt. Im OTC-Bereich ist der CFD-Handel mit Privatkunden in den USA jedoch verboten, soweit die Anleger nicht ein Investitionsvermögen von mindestens 10 Mio. USD, bzw. 5 Mio. USD beim CFD-Handel rein zu Absicherungszwecken, vorweisen.

Für andere Produkte, die wirtschaftlich einem CFD mit einem Währungs-paar als Basiswert entsprechen (z. B. gehebelte Forex-Produkte), gilt eine Hebelbeschränkung auf maximal 50. Die National Futures Association (NFA) hat im Auftrag der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) die zulässigen Hebel bei Forex Produkten mit besonders volatilen Basiswerten darüber hinaus auf 20 beschränkt.⁶

Neben der Warnung von ESMA haben in der Europäischen Union und dem Europäischen Wirtschaftsraum bisher Polen, Frankreich, Belgien, Großbritannien und Malta die Risiken von CFDs zum Anlass genommen, um aufsichtliche Maßnahmen zu ergreifen.

In Polen wurde am 05.12.2014 ein Verbot der Ausführung von Kundenaufträgen zum Kauf und Verkauf von Margin-basierten Finanzinstrumenten, einschließlich der CFDs, erlassen.⁹ Das Verbot greift, sobald die vom Kunden als Sicherheit vorgehaltene Margin unter dem Schwellenwert i. H. v. 1 % des Nominalwertes des Finanzinstruments liegt. Diese Maßnahme führt faktisch zum Verbot des Verkaufs und Kaufs von CFDs mit einem Hebel höher als 100.

Am 09.01.2017 wurde auf Initiative der AMF die direkte und indirekte an Privatkunden gerichtete Werbung über elektronische Informationskanäle („electronic advertising“) für spekulative und risikoreiche Finanzinstrumente in Frankreich verboten.¹⁰ Das Werbeverbot erstreckt sich, neben binären Optionen und Devisentermingeschäften, auch auf CFDs und gilt bei diesen Finanzinstrumenten, sofern deren Verlustrisiko bei Zeichnung unkalkulierbar ist oder diese eine Nachschusspflicht begründen können. Einen ähnlichen Ansatz verfolgt die belgische Aufsicht Financial Services and Markets Authority (FSMA). Am 08.08.2016 verkündete sie das Inkrafttreten einer Verordnung zur Beschränkung des Vertriebs von CFDs. Diese Verordnung verbietet den Vertrieb von CFDs, die nicht in den Handel am regulierten Markt bzw. multilaterale Handelssysteme einbezogen sind.¹¹

Die maltesische Aufsichtsbehörde (Malta Financial Services Authority – MFSA) hat am 03.04.2017 eine Maßnahme zur Beschränkung des Hebels auf 50 bei CFDs und Rolling Spot Forex Contracts für Privatkunden veröffentlicht.¹² Die Maßnahme trage insbesondere der Beobachtung der MFSA Rechnung, wonach einige CFD-Anbieter den höchst verfügbaren Hebel in erster Linie den Kleinanlegern anbieten würden. Dieser Umstand begründe für die betroffenen Anleger ein erhebliches Risiko.

Die britische Aufsichtsbehörde Financial Conduct Authority (FCA) hat am 06.12.2016 ein Konsultationspapier zu einem geplanten Maßnahmenpaket im Hinblick auf CFDs veröffentlicht.¹³ Unter anderem sieht das Paket standardisierte Risikohinweise und verpflichtende Offenlegungen zu Gewinnen und Verlusten von Anlegern, eine Hebelbegrenzung von 25 für unerfahrene Privatkunden sowie eine Hebelbegrenzung von 50 für alle (anderen) Privatkunden vor. Die Maßnahme soll noch im Frühjahr 2017 in Kraft treten.

II. Anhörung zur Produktinterventionsmaßnahme

Am 08.12.2016 hat die Bundesanstalt den Entwurf der Allgemeinverfügung veröffentlicht und den Beteiligten mit Frist bis zum 20.01.2017 Gelegenheit zur Stellungnahme nach § 28 Abs. 1 Verwaltungsverfahrensgesetz (VwVfG) gegeben. Insgesamt sind bei der Bundesanstalt in dem förmlichen Anhörungsverfahren 30 Stellungnahmen eingegangen. Es handelt sich dabei um Eingaben von CFD-Anbietern, Bürgern, Rechtsanwälten und Interessenvertretern. Im Ergebnis ist festzustellen, dass inhaltlich sämtliche Positionen vertreten werden. Von den 30 Petenten (Beteiligte, Interessenvertreter und sonstige Dritte) sprechen sich elf für die Maßnahme aus, siebzehn gegen die

Maßnahme, zwei Petenten stellen lediglich Nachfragen. Von den elf CFD-Anbietern sowie einem Anbieterverband, die sich am Anhörungsverfahren beteiligt haben, sprechen sich vier für die Maßnahme aus, acht weitere wenden sich gegen die Maßnahme.

Die Petenten tragen im Wesentlichen vor, die Bundesanstalt habe als Verwaltungsbehörde keine oder nur unzureichend eigene Sachverhaltsaufklärung betrieben. Sie berufe sich lediglich auf Artikel aus Wirtschaftsmedien sowie Studien aus dem Ausland. So würden etwa die Zahlen zum Beleg von Totalverlusten bei 75 bis 89 % aller CFD-Kunden ausschließlich aus Studien aus Irland oder Frankreich herrühren. Das einzige hinsichtlich der Nachschusspflicht angeführte Beispiel der Entkoppelung des Kurses des Schweizer Franken vom Euro durch die Schweizerische Nationalbank sei ein durch einen nicht marktmanenten Eingriff hervorgerufener Ausnahmefall, der nicht als Grund für einen weitreichenden Eingriff in Grundrechte, die wirtschaftliche Handlungsfreiheit des Privatanlegers und die Berufsfreiheit des CFD-Anbieters, angeführt werden dürfe. Angegriffen werden auch die Feststellungen der Bundesanstalt zur durchschnittlichen Verweildauer eines deutschen CFD-Kunden bei dem jeweiligen CFD-Anbieter sowie zum relevanten Anlegerbild. In der rechtlichen Würdigung stelle die Bundesanstalt pauschal auf die Gruppe der Privatanleger ab, ohne die Qualifikation, Befähigung und Erfahrung der Kunden zu berücksichtigen. Die umfassten Anlegertypen würden vom unerfahrenen Anleger bis hin zum sehr erfahrenen Anleger reichen, der bereits seit vielen Jahren in unterschiedliche Formen von Kapitalanlagen investiert. Auch würden von der Maßnahme quasi-institutionelle Anleger wie Stiftungen erfasst, für die eine Behandlung als professionelle Anleger aus einer Vielzahl von Gründen keine Alternative darstelle. Die erfahrenen Investoren seien in der Lage, die Konzepte von Handel mit Hebel und Nachschusspflicht zu verstehen. Manche Petenten tragen vor, das Prinzip der Hebelwirkung trete nicht nur bei CFDs, sondern auch bei Terminkontrakten, Optionen, Optionsscheinen, Hebelzertifikaten, gehebelten ETFs oder marginbasiertem Aktienhandel auf.

Die Nachschusspflicht für Privatkunden werde vom Gesetzgeber bewusst in Kauf genommen. Der Gesetzgeber hätte mit der Börsengesetznovelle von 1989 das Termingeschäft für Privatanleger geöffnet und diese auch bewusst dem Risiko möglicher Nachschusspflichten etwa im Rahmen von Futures und Optionsgeschäften ausgesetzt.

Es sei völlig unüblich, dass Anleger nur in eine einzige CFD-Position investieren. Das Anlegerverhalten zeichne sich in aller Regel dadurch aus, dass gerade in verschiedene (auch gegenläufige) CFDs zeitgleich investiert werde. Dies führe dazu, dass sich der faktische Hebel für das Gesamtvermögen des Anlegers aufgrund dieser Risikostreuung sehr deutlich verringere.

Zum Ermessen der CFD-Anbieter bei der Festlegung von Kursen, tragen einige Petenten im Wesentlichen vor, ein solcher Ermessensspielraum sei nichts Ungewöhnliches oder CFD-spezifisches. Bei allen Finanzinstrumenten würden die Anbieter einen derartigen Ermessensspielraum haben. Bei besonders hoher Volatilität des Basiswertes oder im Falle von Marktturbulenzen sei eine Festlegung des Kurses auf andere Weise nicht möglich. Zudem wird angeführt, Preislücken („gaps“) seien kein spezifisches Phänomen bei CFDs, sondern würden bei sämtlichen Finanzprodukten vorkommen. Die sachgerechte Ausübung des Ermessens bei der Kursstellung sei für die Kunden überprüfbar. Viele Kunden hätten über öffentlich zugängliche Quellen oder Handelskonten bei Konkurrenzanbietern

Zugriff auf Kurse und Daten in Echtzeit. Die Billigkeit der Ermessensentscheidung sei zudem durch Gerichte überprüfbar. Eine Petentin trägt vor, Kundenaufträge seien durch sog. „Best-Execution“-Anforderungen hinreichend abgesichert, an die sich regulierte Anbieter, die den Vorgaben der MiFID unterliegen, halten müssten.

Die Begrenzung des Verlustrisikos sei durch die sog. Garantierte Stop-Loss-Order (GSLO) möglich, die wie eine Stop-Loss-Order funktioniert, wobei jedoch die Schließung von Trades zum angegebenen Kurs ohne Rücksicht auf Marktvolatilität oder „Gapping“ garantiert wird.

Weiterhin wird im Wesentlichen vorgetragen, erhebliche Anlegerschutzbedenken würden ausschließlich aufgrund von nicht lizenzierten CFD-Anbietern bestehen, die auf dem deutschen Markt tätig sind, sowie aufgrund von irreführenden Werbeversprechungen durch diese nicht regulierten CFD-Anbieter bzw. durch CFD-Anbieter, die durch Aufsichtsbehörden aus Jurisdiktionen mit im Vergleich zur Aufsichtspraxis der Bundesanstalt niedrigeren regulatorischen Standards reguliert werden.

Einige Petenten tragen vor, die geplante Maßnahme sei unverhältnismäßig und ermessensfehlerhaft, insbesondere fehle es an ihrer Erforderlichkeit. Von den Petenten wird eine Vielzahl von Maßnahmen als milderer Mittel vorgeschlagen. Nach Ansicht der Petenten, gehören zu den weniger beeinträchtigenden Mitteln im Wesentlichen: Warnungen durch die Bundesanstalt, die Intensivierung der Risikoaufklärung von Anlegern, etwa durch die nach der PRIIPs-Verordnung einzuführenden Basisinformationsblätter, die Beschränkung des Hebels, die Möglichkeit für Anleger die Nachschusspflicht selbst zu begrenzen, eine potenzielle Selbstverpflichtung der CFD-Anbieter, die Beschränkung ausschließlich des aktiven Vertriebs und der Vermarktung, ein Verbot von Bonusanreizen für die ersten CFD-Transaktionen oder die Eröffnung von CFD-Konten, detaillierte Regeln für den Umgang mit Interessenkonflikten und unlauteren Geschäftspraktiken sowie eine verpflichtende Offenlegung der allgemeinen Verlust- und Gewinnzahlen bei CFD-Transaktionen. Ein milderer Mittel sei auch die Untersagung des Vertriebs und des Verkaufs von CFDs mit Nachschusspflicht ausschließlich gegenüber Privatanlegern, deren CFD-Konto ein gewisses Mindestguthaben unterschreitet. Ein weiteres milderer Mittel sei die Untersagung des Vertriebs und Verkaufs ausschließlich an „unerfahrene“ Privatanleger. Allein die Kundengruppe der „unerfahrenen“ Privatanleger bedürfe eines besonderen Schutzes. Die Schwelle für die Einstufung als professioneller Kunde sei wegen dem hierfür, nach Ansicht eines Petenten, erforderlichen Mindestvermögen von 500.000 Euro in Bankguthaben und Finanzinstrumenten zu hoch.

Durch die Maßnahme entstehe zudem das Risiko, dass schlechte Praktiken innerhalb der Branche kreierte werden und CFD-Anbieter mit niedrigen Compliance-Standards Privatkunden als professionelle Anleger hochstufen, ohne dass sie die entsprechenden Voraussetzungen erfüllen.

Manche Petenten halten die Maßnahme zudem für unverhältnismäßig im engeren Sinne. Es sei grundsätzlich zweifelhaft, Verbrauchern die Anlagemöglichkeit in bestimmte Produkte zu verbieten, um sie vor sich selbst und ihren möglichen Anlageentscheidungen zu schützen. Wer sich als aufgeklärter Privatanleger bewusst für ein Produkt mit unbestimmbarem Verlustrisiko entscheide,

müsse dann auch nicht von Seiten des Staates vor seiner eignen Entscheidung geschützt werden. Die Zahl der Kunden, die Angebote ohne Nachschusspflicht in Anspruch nehmen sei sehr gering. Wenn die Mehrheit sich freiwillig für eine Option mit Nachschusspflicht entscheidet, kann es nicht im Interesse der Mehrheit sein, gezwungen zu werden, eine andere Kontoform mit höheren Restriktionen und Kosten annehmen zu müssen.

Es wird ferner vorgetragen, die geplante Beschränkung würde zu einem faktischen Wegfall der meisten bisherigen CFD-Produkte führen, da für solche „zahmen“ CFDs keine Nachfrage am Markt bestünde.

Zudem entstehe durch die Maßnahme eine Gefahr für Anleger aufgrund eines erhöhten Insolvenzrisikos der Anbieter, wenn das Risiko negativer Saldi auf diese übergehe. Die Abschaffung der Nachschusspflicht führe zu einer Konzentration der Risiken beim Broker, anstatt die Risiken unter jenen Anlegern aufzuteilen, die die Negativsaldi zu verantworten hätten.

Einige Petenten prognostizieren, Investoren würden höhere Risiken eingehen, da sie nicht alle Verluste zu tragen hätten. Die Abschaffung der Nachschusspflicht führe zur Absenkung der Risikowahrnehmung. Viele Investoren, die vorher nicht an CFDs interessiert waren, würden nun einen Versuch wagen.

Zur Umsetzungsfrist von drei Monaten wird teilweise vorgetragen, sie sei zu kurz bemessen. Die Anpassung der Geschäftsmodelle an das geplante Verbot werde für die CFD-Anbieter deutlich mehr Zeit in Anspruch nehmen. Eine längere Frist sei wegen des erheblichen Eingriffs in die Berufsfreiheit insbesondere für CFD-Anbieter geboten, die ausschließlich CFDs mit Nachschusspflicht anbieten.

Manche Petenten sprechen sich für einen „Bestandsschutz“ für alte Konten aus. Für bestehende Kunden soll die Nachschusspflicht weiterhin zugelassen bleiben, sollten sie dies wünschen.

Ferner wird auf (potenziell) höhere Kosten für Anleger verwiesen. Durch die steigenden Kosten wegen der abgeschafften Nachschusspflicht, würden verantwortungsbewusst handelnde Kunden zudem motiviert, ihre Konten bei „unseriösen“ Brokern im Ausland zu eröffnen.

Manche Petenten betonen, die Maßnahme der Bundesanstalt hätte zur Folge, dass das sog. Agency Handelsmodell (auch Non-Dealing-Desk, Ausführungsmodell¹⁴) nicht mehr angeboten werden würde. Denn um das Risiko, etwa durch Absicherungsgeschäfte, wirtschaftlich zu kompensieren bliebe beim Agency Handelsmodell lediglich eine sehr geringe und bereits im Vorfeld festgelegte Marge, die zur Abdeckung des Risikos nicht ausreichen könne. Im sog. Dealing Desk-Modell¹⁵ stehe es dagegen dem CFD Anbieter frei, das eigene Risiko nicht abzudecken, sodass zusätzliche Handelsgewinne möglich seien. Insbesondere in einem gegen den Anleger laufenden Markt könne der CFD-Anbieter durch den Verzicht einer Absicherung zusätzliche Gewinne erwirtschaften. Bei jenen Brokern, die als Market Maker agieren, würden die Gewinne steigen. Solange sie kleine Konten und hohe Hebel in Kombination anbieten können, seien sie bereit, das zu vernachlässigende Risiko der Nachschusspflicht zu tragen.

B. Rechtliche Würdigung

Die Verfügung beruht auf § 4b Abs. 1 Nummer 1 Buchstabe a und Abs. 2 WpHG. Danach kann die Bundesanstalt die Vermarktung sowie den Vertrieb und den Verkauf von bestimmten Finanzinstrumenten beschränken, wenn Tatsachen die Annahme rechtfertigen, dass ein Finanzinstrument oder eine Tätigkeit oder Praxis erhebliche Bedenken für den Anleger-schutz aufwirft, den Bedenken für den Anlegerschutz durch eine Beschränkung des Vertriebs oder Verkaufs begegnet werden kann und die Maßnahme unter Berücksichtigung der Risiken und des Kenntnisniveaus der betreffenden Anleger oder Marktteilnehmer und der wahrscheinlichen Auswirkungen der Maßnahme auf Anleger oder Marktteilnehmer verhältnismäßig ist.

Diese Voraussetzungen sind vorliegend erfüllt.

I. Tatbestandsvoraussetzungen der o. g. Befugnisnorm

1. Finanzinstrumente

Gegenstand der Verfügung sind finanzielle Differenzgeschäfte (CFDs) i. S. d. § 2 Abs. 2 Nummer 3 WpHG. CFDs stellen nach Art. 4 Nummer 2 Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) sowie MiFID-Anhang I Abschnitt C Nummer 9 bzw. nach den diese MiFID-Vorschriften ins deutsche Recht umsetzenden § 1 Abs. 11 Satz 3 Nummer 3 Kreditwesengesetz (KWG) bzw. § 2 Abs. 2 Nummer 3 i. V. m. Abs. 2b WpHG Finanzinstrumente dar. Der deutsche Gesetzgeber behandelt die CFDs als eine Untergruppe von Derivaten.

2. Erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz bei CFDs mit Nachschusspflicht

Die Vermarktung, der Vertrieb und der Verkauf von CFDs mit Nachschusspflicht werfen erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz i. S. d. § 4b Abs. 2 Nummer 1a WpHG auf. Die erheblichen Bedenken für den Anlegerschutz ergeben sich vorliegend aus den produktimmanenten Eigenschaften der CFDs. Durch die Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.05.2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 („MiFIR“)¹⁶ wird ein in den Mitgliedstaaten direkt anwendbares Produktinterventionsrecht eingeführt. Die Verordnung ist bereits in Kraft getreten jedoch noch nicht anwendbar.¹⁷ Die Ermächtigung zur Produktintervention wurde durch das Kleinanlegerschutzgesetz auf nationaler Ebene vorgezogen.¹⁸ Die Ermächtigungsgrundlage des § 4b WpHG orientiert sich deshalb am Wortlaut der europäischen Vorschrift. Zu den Voraussetzungen für eine Produktinterventionsmaßnahme hat ESMA am 19.12.2014 einen sog. Technischen Hinweis¹⁹ veröffentlicht. Diese Kriterien haben mittlerweile Niederschlag in der Delegierten Verordnung (EU) 2017/567 der Kommission vom 18.05.2016 gefunden.²⁰ Danach ist das Vorliegen von erheblichen Bedenken für den Anlegerschutz u. a. anhand folgender Kriterien zu beurteilen:

- Komplexität der Berechnung der Wertentwicklung des Finanzinstruments;
- Art und Umfang der dem Finanzinstrument immanenten Risiken;
- Intransparenz der Berechnung der Wertentwicklung des Finanzinstruments;
- Unkalkulierbares Risiko für den Privatanleger;

- Ausmaß möglicher negativer Auswirkungen, insbesondere unter Berücksichtigung der Zahl der beteiligten Kunden, Anleger oder Marktteilnehmer.

Hierbei ist insbesondere zu berücksichtigen, ob zu den Merkmalen des Finanzinstruments auch ein produktinhärenter oder finanzierungsbezogener Leverage-Effekt gehört und der Wert seines Basiswerts kurzfristig nicht mehr verfügbar oder zuverlässig ermittelt werden kann. Des Weiteren ist die Art der Kunden, an die das fragliche Finanzinstrument vermarktet oder verkauft wird, zu berücksichtigen. Insbesondere ist darauf abzustellen, ob es sich bei dem typischen Kunden um einen Kleinanleger handelt und über welche Qualifikation, Befähigung und Erfahrungen dieser Kunde typischerweise verfügt.

Im Falle von CFDs liegen erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz vor, weil der Erwerb von CFDs, die eine Nachschusspflicht des Privatkunden begründen können, für diesen mit unkalkulierbaren Verlustrisiken einhergeht. Das Verlustrisiko erstreckt sich dabei sowohl auf das eingesetzte Kapital als auch auf sonstiges Vermögen des Privatkunden. Übersteigt die vom Privatkunden auszugleichende Differenz das eingesetzte Kapital, so ist der entstandene Unterschiedsbetrag aus dem sonstigen Vermögen des Privatkunden auszugleichen. Dass sich die Höhe der möglichen Nachschusspflicht eines Privatkunden bei dem Erwerb eines Standard-CFDs nicht von vornherein kalkulieren lässt, ist in der CFD-Branche unbestritten.

2.1 Komplexität der Performance-Berechnung

Die erheblichen Bedenken für den Anlegerschutz resultieren bei CFDs mit Nachschusspflicht zunächst aus der Komplexität der Berechnung ihrer Wertentwicklung. Die Hebelwirkung führt bei CFDs schnell zum Verlust der Beherrschbarkeit von Marktentwicklungen und macht es einem durchschnittlichen Privatanleger nahezu unmöglich, die Wahrscheinlichkeit von Verlusten und somit die Erfolgsaussichten seiner Anlage zu antizipieren.

Die Vermeidung von Verlusten bei einer mit hohem Hebel eingegangenen CFD-Position setzt die Fähigkeit des Privatanlegers voraus, die Kursschwankungsbreite des ausgewählten Basiswerts belastbar einzuschätzen und die Auswirkungen von Kursausschlägen des Basiswerts innerhalb dieser Kursschwankungsbreite - potenziert um den eingesetzten Hebel - auf das von ihm als Sicherheitsleistung vorgehaltene Kapital zu projizieren. Im Unterschied zur direkten Anlage in Basiswerte wie etwa Aktien, Anleihen, Währungspaare und Commodity-Futures setzt sich der Privatanleger in diesen Fällen einem potenzierten Marktrisiko aus, dessen Beherrschung Kenntnisse und vor allem Handelserfahrungen voraussetzt, über die allenfalls professionelle Kunden verfügen.

Die vom Privatanleger auf seinem CFD-Konto vorzuhaltende Margin beträgt beim Einsatz eines hohen Hebels nur einen Bruchteil des jeweiligen Basiswerts eines CFDs. Je höher der Hebel ist, desto kleiner ist der vorzuhaltende Bruchteil des Basiswerts und desto kleiner ist der Bereich der Schwankungsbreite eines Basiswerts, den das als Sicherheitsleistung vorgehaltene Kapital des Privatkunden abdeckt. Weil der Kunde in Bezug auf den geschlossenen Kontrakt nur einen Bruchteil

des Kontraktwertes als Margin vorhalten muss, besteht die Gefahr, dass ihm nicht deutlich wird, in welcher Höhe er tatsächlich Verlustrisiken eingeht. Insoweit ist dem Kunden dann nicht klar, welcher Betrag tatsächlich „im Feuer steht“.

Die Auswirkungen der beschriebenen Hebelwirkung sind insbesondere deshalb so problematisch, weil sie sich nicht auf das vom Kunden für Handelszwecke eingezahlte Kapital beschränken. Vielmehr kann sie eine Verlustgefahr begründen, die für den Privatanleger mit einer Nachschusspflicht in unkalkulierbarer Höhe einhergeht. Es ist in der CFD-Branche unbestritten, dass sich die Höhe der möglichen Nachschusspflicht bei diesem gehebelten Finanzinstrument nicht von vornherein festlegen lässt.

Besonders deutlich zeigte sich dieser Umstand am 15.01.2015 nach der Entscheidung der Schweizerischen Nationalbank (SNB) über die Entkopplung des Kurses des Schweizer Franken vom Eurokurs. An diesem Tag erlitten Privatanleger in Einzelfällen Verluste, die das Tausendfache des ursprünglich eingesetzten Anlagebetrags betrug. In einem Fall betrug der Verlust 280.000 Euro bei einem Kapitaleinsatz von ca. 2.800 Euro.²¹ Auch in diesem Fall wurde ein hoher Hebel eingesetzt (1:400), um auf die Kursschwankungen des o. g. Währungspaares zu spekulieren. Dies zeigt, dass der Kauf eines CFDs, der eine Nachschusspflicht begründen kann, einen Privatanleger in den wirtschaftlichen Ruin treiben kann.

Auch die CFD-Anbieter selbst beschreiben das Verlustrisiko ihrer Kunden vielfach als unbestimmbar. So führt ein CFD-Anbieter auf seiner Webseite sogar aus, dass sich die maximale Höhe des Verlustes bei CFDs nicht im Vorhinein bestimmen lasse. Diese könne weit über den ursprünglichen Kapitaleinsatz des Kunden hinausgehen und sei nach oben unbegrenzt. Das Verlustrisiko des Kunden sei somit nicht auf seinen ursprünglichen Kapitaleinsatz begrenzt, sondern könne sein gesamtes sonstiges Vermögen erfassen. Eine Zwangsglattstellung von CFD-Positionen bei nicht ausreichendem Guthaben auf dem CFD-Konto nehme man ausschließlich im eigenen Interesse vor. Der Kunde könne aus der Möglichkeit einer Zwangsglattstellung keine Rechte ableiten. Ein weiterer CFD-Anbieter führt auf seiner Webseite aus, dass die Verlusthöhe für einen Trade selbst innerhalb eines kurzen Zeitraums erheblich größer als die Einlage sein könne, und diese sogar in unbegrenzter Höhe übersteigen könne. Dies sei ein Merkmal von gehebelten Instrumenten. Hebelwirkung bedeute, dass der Kunde in Marktfluktuationen an den Verlusten des Basiswertes überproportional teilnehmen könne. Nutze der Kunde eine Hebelwirkung von 10, so seien die Auswirkungen von Marktfluktuationen zehn Mal höher, als wenn der Kunde ohne Hebelwirkung gehandelt oder direkt in den Basiswert investiert hätte. Demensprechend habe eine höhere Hebelwirkung höhere Risiken zur Folge. Die Auswirkung der Kursbewegung auf die Trades des Kunden hänge sowohl von der Größe seiner Position in dem jeweiligen CFD als auch von der Hebelwirkung seines Trades und von der Höhe seiner Marginsätze und eben nicht von seinem Kontoguthaben bei Eingehung der Position ab. Kleine Kursschwankungen könnten daher einen großen Einfluss auf die Trades und das Konto des Kunden haben, wenn er große Trades auf Margin handelte.

Die in den vergangenen Jahren zum Gewinn-Verlust-Verhältnis von Privatkunden durchgeführten Studien europäischer Aufsichtsbehörden bestätigen diesen Befund. Die am 23.12.2015 veröffentlichte Studie der Central Bank of Ireland zeigte, dass ca. 75 % aller aktiven CFD-Kunden ihr Geld verlieren.²²

Die Studie der französischen Wertpapieraufsichtsbehörde AMF kommt zum Ergebnis, dass 89 % aller aktiven CFD-Kunden ihr Geld verlieren.²³ Nach einer von der Industrie selbst erarbeiteten unveröffentlichten CFD Gewinn- und Verluststatistik vom Oktober 2016 erzielten immerhin 62,7 % der CFD-Kunden auf dem deutschen Markt Verluste.²⁴ Die Verluste von Privatanlegern und die o. g. Studien zeigen, dass der durchschnittliche Privatanleger nicht in der Lage ist, die Auswirkungen der hohen Hebelwirkung von CFDs adäquat einzuschätzen. Die Privatkunden von CFD-Anbietern werden zwar im Rahmen der Risikoaufklärung auf die unkalkulierbaren Verlustrisiken der CFDs hingewiesen. Allerdings hat die Risikoaufklärung von Privatanlegern bisher nichts an der verlustträchtigen Performance dieser Kundengruppe geändert. Das liegt daran, dass ein durchschnittlich informierter Privatanleger mangels erforderlicher Handelserfahrung nicht in der Lage ist, die Verlustwahrscheinlichkeit dieses Finanzinstruments realistisch einzuschätzen. Vielmehr werden die einschlägigen Risikohinweise von den Privatanlegern als rein theoretische Szenarien betrachtet. Dem typischen Privatkunden fehlt die Erfahrung, um bei einem CFD die Eintrittswahrscheinlichkeit von Verlusten und deren möglicher Höhe realistisch einzuschätzen.

Auch der Hinweis mancher Petenten im Anhörungsverfahren, das Prinzip der Hebelwirkung trete nicht nur bei CFDs, sondern auch bei Terminkontrakten, Optionen, Optionsscheinen, Hebelzertifikaten, gehebelten ETFs oder marginbasiertem Aktienhandel auf, steht der Maßnahme nicht entgegen. Denn Optionsscheine, Hebelzertifikate, gehebelte ETFs weisen im Gegensatz zu den von dieser Maßnahme erfassten CFDs keine Nachschusspflicht auf. Darüber hinaus finden Terminkontrakte, Optionen sowie marginbasierter Aktienhandel in dem Kundensegment der Privatanleger keine vergleichbare Verbreitung.

Im Anhörungsverfahren wurde zudem vorgetragen, das Anlegerverhalten von Privatkunden zeichne sich in aller Regel dadurch aus, dass gerade in verschiedene (auch gegenläufige) CFDs zeitgleich investiert werde. Dies führe wegen der hierdurch erzielten Risikostreuung zu einer deutlichen Verringerung des Hebels. Derart professionelle Risikomanagement- und Diversifikationsstrategien setzen aber Kenntnisse und vor allem Handelserfahrungen voraus, über die allenfalls professionelle Kunden verfügen. Das Halten mehrerer beliebiger CFDs führt keinesfalls zwangsläufig zu einer effektiven Diversifikation eines Portfolios.

2.2 Spekulation quasi auf Kredit

Wirtschaftlich betrachtet ermöglicht ein CFD-Anbieter dem Privatanleger durch die Hebelwirkung das Spekulieren auf Kredit. Dies folgt daraus, dass der Anleger für jede CFD-Position nur einen Geldbetrag in Höhe der Margin, also einem Bruchteil des Kontraktwertes, tatsächlich auf seinem CFD-Handelskonto vorhalten muss. Der Anleger ist dadurch den wirtschaftlichen Folgen aus der Spekulation mit einem Anlagebetrag ausgesetzt, den er nur zu einem geringen Teil tatsächlich aufbringen muss. Das wird an dem unter A. I. angeführten Beispiel deutlich: Die Basiswertposition, deren Risiken der Anleger dort ausgesetzt ist, hat einen Wert von 40.000 Euro. Der vom Anleger tatsächlich vorzuhaltende Betrag beträgt jedoch nur 2.000 Euro. Obwohl dies von einigen Petenten anders bewertet wird, steht der Anleger hierdurch wirtschaftlich so, als hätte er die CFD-Position in Höhe des die Margin übersteigenden Betrags auf Kredit erworben. Eine kreditfinanzierte Anlagestrategie gilt in der Finanztheorie als besonders riskant. Spekuliert ein Privatanleger mit Geld,

das ihm nicht gehört, so treffen ihn die Spekulationsverluste besonders hart. Eine kreditfinanzierte Spekulation, bei der ein Privatanleger – wie bei CFDs – nur einen Bruchteil des eigentlichen Spekulationswerts vorhalten muss, geht für den Privatanleger häufig sogar mit existenziellen Risiken einher.

Auch der Gesetz- und Verordnungsgeber misst der kreditfinanzierten Spekulation ein besonders hohes Risikopotential zu. Das zeigt sich etwa daran, dass er mit § 31 Abs. 8 WpHG i. V. m. § 8 Abs. 6 Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung (WpDVVerOV) bei einem kreditfinanzierten Finanzportfolio eine besondere Berichtspflicht von Vermögensverwaltern geschaffen hat. Hat die Führung von Privatkundenkonten ein Geschäft zum Gegenstand, das eine ungedeckte Position bei einem Geschäft mit Eventualverbindlichkeiten enthält, so muss ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen dem Privatkunden auch die nicht bzw. nicht voll gedeckten Verluste aus Eventualverbindlichkeiten mitteilen. Hinzu kommt, dass der Gesetzgeber die Gewährung von Krediten an andere nach § 2 Abs. 3a Nummer 2 WpHG als überwachungsbedürftige Wertpapiernebenleistung einstuft, wenn sie für die Durchführung von Wertpapierdienstleistungen gewährt werden, an denen das den Kredit gewährende Unternehmen selbst beteiligt ist.

Daraus wird ersichtlich, dass der Gesetz- und Verordnungsgeber die kreditfinanzierte Spekulation von Privatkunden als ein Ausnahmephänomen betrachtet, welches die Schaffung von besonderen Vorkehrungen zum Schutz von Privatanlegern erforderlich macht. Diese Wertungen des Gesetz- und Verordnungsgeber rechtfertigen es, den insoweit wirtschaftlich gleich stehenden CFD-Anleger vor solchen Verlusten zu schützen, die über das auf dem CFD-Handelskonto eingezahlten Betrag hinausgehen und damit auf das sonstige Vermögen des Anlegers übergreifen.

2.3 Intransparenz der Berechnung von Basiswerten bei sog. Kurslücken

Bei finanziellen Differenzgeschäften tritt der CFD-Anbieter häufig als Gegenpartei des Privatkunden auf. In dieser Funktion hat der CFD-Anbieter als sog. Market Maker bzw. Liquiditätsprovider einen weiten Ermessensspielraum bei der Festsetzung von Kursen sobald es zu turbulenten Marktentwicklungen kommt. Die Markt- und Sachgerechtheit der Ausübung dieses Ermessens durch den CFD-Anbieter ist vom Privatanleger nicht überprüfbar. Dem Privatkunden stehen keine Informationen zur Überprüfung der Marktgerechtheit des vom Anbieter gestellten Kurses zur Verfügung.

Die Auswirkungen einer nicht im bestmöglichen Interesse des Privatanlegers erfolgten Kursfestsetzung werden durch den jeweils eingesetzten Hebel potenziert. Verschätzt sich der CFD-Anbieter bei der Festsetzung des verbindlichen Kurses eines Basiswerts um einen Euro, so potenziert der eingesetzte Hebel die Auswirkungen dieser Fehlentscheidung auf das Kapital des Privatanlegers um ein Vielfaches.

Bei allen CFD-Geschäften fungiert ein CFD-Anbieter in der Ausführungskette als Gegenpartei des Kunden, sodass die Verluste des Kunden mit dem Gewinn dieses CFD-Anbieters korrespondieren. Dieser Umstand begründet für den fraglichen CFD-Anbieter massive Interessenkonflikte. Eine Ausnahme hiervon dürfte nur für die seltenen Fälle gelten, in denen der CFD-Anbieter für jede

Kundenorder auf 1:1-Basis Absicherungsgeschäfte tätigt, wie bei einem tatsächlich umgesetzten Direct Market Access-Geschäftsmodell. Diese Interessenkonflikte schlagen insbesondere dann durch, wenn der CFD-Anbieter bei turbulenten Marktentwicklungen ein Ermessen bei der Festlegung des für die Ermittlung der jeweils geschuldeten Differenz verbindlichen Preises des Basiswerts ausübt. Zwar können solche Ermessensspielräume vereinzelt auch bei anderen Finanzinstrumenten bestehen, bei CFDs potenziert der Hebel jedoch die Auswirkungen der Fehlentscheidung dieses Ermessens auf das Verlustrisiko des Kunden zusätzlich in einer erheblichen Bedenken für den Anlegerschutz begründenden Weise.

Eine marginale Abweichung des CFD-Anbieters bei der Festsetzung des verbindlichen Kurses eines Basiswerts kann durch den eingesetzten Hebel die Auswirkungen einer solchen Fehlentscheidung auf das Kapital des Privatanlegers potenzieren.

Entgegen der Ansicht einiger Petenten, können Anleger auch nicht darauf verwiesen werden, die wegen einer nicht im bestmöglichen Interesse des Privatanlegers erfolgten Kursfestsetzung zunächst verlorenen Beträge auf dem Rechtsweg zurückzuholen. Nur eine kleine Minderheit von Privatanlegern wird sich dazu entschließen, in Fällen solcher Fehlentscheidungen eine gerichtliche Klärung unter Tragung der Beweislast und der Verfahrenskosten herbeizuführen. Zumal Privatanlegern bereits keine Informationen zur Überprüfung der Marktgerechtigkeit gestellter Kurse zur Verfügung stehen werden.

2.4 Keine Begrenzung des Verlustrisikos durch sog. Margin Call - Verfahren

Die Höhe des Verlustrisikos des Privatanlegers lässt sich nicht durch das als Margin Call bezeichnete Verfahren begrenzen.

Die Kursausschläge des Basiswerts können innerhalb kürzester Zeitabstände so hoch sein, dass dem CFD-Anbieter keine Zeit mehr für eine Nachzahlungsaufforderung an den Privatanleger bleibt und die CFD-Position ad hoc zwangsweise geschlossen werden muss. Bei unvorhergesehenen Marktturbulenzen kann die vom Kunden eröffnete CFD-Position bei einer gegen ihn laufenden Kursentwicklung nicht oder nur teilweise aufgelöst werden, weil der als Gegenpartei des Kunden auftretende Market Maker nicht zur fortwährenden Kursstellung verpflichtet ist. Die als Market Maker tätigen CFD-Anbieter unterliegen im Unterschied zu Betreibern von Multilateralen Handelssystemen bzw. systematischen Internalisierern nicht der Pflicht, während der üblichen Handelszeiten für die Basiswerte der von ihnen angebotenen Produkte verbindliche Kurse (Quotes) zu veröffentlichen. Die Schließung einer bestehenden CFD-Position zur Begrenzung von Verlusten kann dadurch – wie am 15.01.2015 beim sog. „CHF/EUR-Crash“ geschehen – zum Nachteil des Kunden ausgesetzt bzw. deutlich verzögert werden.

Nimmt der Privatkunde die Wertpapierdienstleistungen eines CFD-Anbieters in Anspruch, der das Finanzkommissionsgeschäft betreibt und Kundenaufträge bei weiteren CFD-Anbietern (sog. Market Makern bzw. Liquiditätsprovidern eines Liquiditätspools) ausführt, so kann selbst bei fortlaufender Kursstellung für den Privatanleger das Risiko bestehen, dass die o. g. Liquiditätsprovider nicht das vom Kunden benötigte Handelsvolumen zur Verfügung stellen. Eine offene CFD-Position könnte in einem

solchen Fall nur teilweise geschlossen werden. Das kann bei extremen Kursschwankungen dazu führen, dass die Verluste des Kunden trotz einer zwangsweisen Schließung der CFD-Position durch den CFD-Anbieter ein Vielfaches des eingesetzten Kapitals betragen können.

2.5 Keine Begrenzung des Verlustrisikos durch sog. Stop-Loss-Orders

Die Höhe des Verlustrisikos des Privatanlegers lässt sich des Weiteren nicht durch die sog. Stop-Loss-Orders begrenzen.

Erteilt der Privatanleger dem CFD-Anbieter zur Begrenzung seiner Verluste eine sog. Stop-Loss Order, so schuldet der CFD-Anbieter dem Privatanleger nur die Ausführung dieser Order zum „nächstverfügbaren“ Kurs des Basiswerts. Auch bei der Ausführung der Stop-Loss-Order kann es zu hohen Verlusten des Privatkunden kommen. Denn die Ausführung zum „nächstverfügbaren“ Kurs bedeutet, dass der zur Ermittlung der vom Privatkunden geschuldeten Differenz herangezogene Kurspreis deutlich von dem Kurspreis abweichen kann, dessen Überschreitung nach dem Wunsch des Privatanlegers zur Schließung seiner Position führen soll. Auch hier können die Kursausschläge des Basiswerts innerhalb kürzester Zeitabstände so hoch sein, dass der „nächstverfügbare“ Kurspreis die vom Privatanleger auszugleichende Differenz auf das Vielfache des von ihm eingesetzten Kapitals katapultieren kann.

Schließlich ist darauf hinzuweisen, dass auch ESMA und EBA Privatanleger in ihrer Investorenwarnung vom 28.02.2013 darauf aufmerksam machen, dass die Verluste des Privatanlegers bei einem gehebelten Handel seine ursprüngliche Investition deutlich übersteigen können.

2.6 Keine Begrenzung des Verlustrisikos durch sog. Garantierte Stop-Loss-Orders

Von einigen wenigen CFD-Anbietern wird zusätzlich eine Garantierte Stop-Loss-Order angeboten, die wie eine Stop-Loss-Order funktioniert, wobei jedoch die Schließung von Positionen zum angegebenen Kurs ohne Rücksicht auf Marktvolatilität oder „Gapping“ garantiert wird.

Die Höhe des Verlustrisikos des Privatanlegers wird sich durch den Einsatz Garantierter Stop-Loss-Orders nicht in jedem Fall begrenzen lassen. Eine effektive Begrenzung des Verlustrisikos könnte nur stattfinden, wenn Garantierte Stop-Loss-Orders tatsächlich verpflichtend für alle Positionen des Anlegers sind. Sollten sie nur optional für Anleger bleiben, könnten insbesondere unerfahrene Anleger aus Unkenntnis der Risiken oder wegen zusätzlicher Kosten davon abgehalten werden, eine Garantierte Stop-Loss-Order einzusetzen. Zusätzlich können im Einzelfall konkrete Bedingungen des Anbieters Ausnahmen enthalten, etwa für ungewöhnliche Marktbedingungen oder Eingriffe in den Markt von außen, und damit die Schutzwirkung zusätzlich herabsetzen. Auch wird eine Garantierte Stop-Loss-Order vom Anleger für einen bestimmten Grenzwert gesetzt. Dieser Wert kann dabei auch zu hoch bzw. niedrig gesetzt werden, sodass auch eine Garantierte Stop-Loss-Order keine effektive Begrenzung der Risiken für den Anleger bietet. Insgesamt entspricht eine Garantierte Stop-Loss-Order nicht dem Schutzniveau des Ausschlusses der Nachschusspflicht für alle CFD-Konten von Privatanlegern.

2.7 Hohe Anzahl betroffener Privatanleger

Darüber hinaus betreffen die dargelegten erheblichen Bedenken eine hohe Anzahl von Privatkunden. Laut der im Auftrag des CFD Verbands e. V. durchgeführten Marktstudie von Research Center For Financial Services gab es in 2015 ca. 127.137 CFD-Konten von Kunden.²⁵ Diese Zahl spiegelt in etwa die Zahl der betroffenen Privatkunden wider.

3. Sachverhaltsermittlung

Entgegen dem Vorbringen einiger Petenten im Anhörungsverfahren, wurde der entscheidungserhebliche Sachverhalt von mir nach Maßgabe des § 24 VwVfG hinreichend aufgeklärt. Die oben beschriebenen erheblichen Anlegerschutzbedenken ergeben sich vorliegend aus produktimmanenten Eigenschaften der CFDs. So ist in der CFD-Branche etwa unbestritten, dass sich die Höhe der möglichen Nachschusspflicht eines Privatkunden bei dem Erwerb eines Standard-CFDs nicht von vornherein kalkulieren lässt. Angesichts des Charakters des § 4b WpHG als Ermächtigungsnorm zur präventiven Gefahrenabwehr, stellen nachweislich bereits eingetretene Schäden bei Anlegern in bestimmter Höhe oder mit einer bestimmten Häufigkeit keine Voraussetzung für den Erlass einer Produktinterventionsmaßnahme dar.

4. Tatbestandliche Verhältnismäßigkeitsprüfung

4.1 Geeignetheit i. S. d. § 4b Abs. 2 Nummer 2 WpHG

Die vorgesehene Beschränkung ist geeignet, den oben dargestellten erheblichen Bedenken für den Anlegerschutz Rechnung zu tragen:

Der Ausschluss der Nachschusspflicht von CFDs ist geeignet, dem Verlustrisiko von Privatanlegern in unkalkulierbarer Höhe zu begegnen. Dadurch wird die Komplexität der Verlustberechnung erheblich abgemildert. Verluste des Privatanlegers werden dadurch zwar nicht komplett ausgeschlossen, sondern auf das von ihm eingezahlte Kapital beschränkt. Das wird den Privatanleger jedoch in die Lage versetzen, seine Verlustrisiken besser zu steuern.

Eine Spekulation quasi auf Kredit ist dann jedenfalls insoweit nicht mehr möglich, als sie betragsmäßig das auf dem Handelskonto eingezahlte Kapital übersteigt. Damit werden Verluste auf das vom Kunden zu Spekulationszwecken bereitgestellte Kapital beschränkt und greifen nicht auf sonstige Vermögenswerte des Kunden über.

Weder die beschriebenen Kurslücken selbst, noch die in diesem Zusammenhang den Anbietern eingeräumten Ermessensausübungen in Bezug auf Preisstellungen, noch ein Versagen der Stop-Loss-Mechanismen können dann noch zu unkalkulierbaren Verlusten der Privatkunden führen.

Insoweit begegnet die vorgesehene Maßnahme allen vorgetragenen erheblichen Bedenken im Hinblick auf den Anlegerschutz.

Auch der Gesetzgeber selbst hält den Schutz vor Nachschusspflichten grundsätzlich für ein geeignetes Mittel des Anlegerschutzes. So hat er mit dem Ziel, die Anleger vor Nachforderungen zu schützen²⁶, in § 5b Vermögensanlagengesetz ([VermAnlG \[http://www.gesetze-im-internet.de/vermanlg/index.html\]](http://www.gesetze-im-internet.de/vermanlg/index.html)) vorgesehen, dass Vermögensanlagen, die eine Nachschusspflicht vorsehen, nicht zum öffentlichen Angebot oder Vertrieb im Inland zugelassen sind. Entgegen dem Vortrag einiger Petenten im Anhörungsverfahren, wird die Nachschusspflicht daher keinesfalls nach dem Willen des Gesetzgebers für alle denkbaren Konstellationen und Finanzinstrumente in Kauf genommen.

4.2 Verhältnismäßigkeit der Maßnahme i. S. d. § 4b Abs. 2 Nummer 3 WpHG

Die Maßnahme ist auch unter Berücksichtigung der festgestellten Risiken, des Kenntnisniveaus der betreffenden Anleger oder Marktteilnehmer und der wahrscheinlichen Auswirkungen der Maßnahme auf Anleger und Marktteilnehmer verhältnismäßig. Die Interessenabwägung ist vorliegend im Wege der Gesamtschau aller betroffenen Belange vorzunehmen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass der Gesetzgeber dem Schutz der kollektiven Verbraucherinteressen eine besondere Bedeutung beimisst. Das öffentliche Interesse am kollektiven Verbraucherschutz überwiegt vorliegend das individuelle Interesse von Privatanlegern am Handel mit CFDs mit Nachschusspflicht sowie das wirtschaftliche Interesse der betroffenen CFD-Anbieter an einem uneingeschränkten Absatz (Vermarktung, Vertrieb und Verkauf) von CFDs.

4.2.1 Kenntnisniveau der betreffenden Anleger

Zielkundengruppe von CFD-Anbietern sind nach den im Rahmen der Aufsichtstätigkeit gemachten Beobachtungen der Bundesanstalt nahezu ausschließlich Privatkunden i. S. d. § 31a Abs. 3 WpHG. Der typische CFD-Kunde ist Kleinanleger. Wie unter I. 2.1 dargelegt, ist die von den Kunden zu bewältigende Berechnung der Performance bei CFDs komplex und entspricht nicht dem typischerweise vorzufindenden Kenntnisniveau der betreffenden Anleger. Nach aufsichtlichen Beobachtungen, bestätigt durch Studien europäischer Aufsichtsbehörden²⁷, ist die durchschnittliche Verweildauer von Kunden der CFD-Anbieter eher kurz, sodass üblicherweise über die Nutzungsdauer durch die Kunden keine vertieften Produktkenntnisse erworben werden können.

4.2.2 Auswirkungen der Beschränkung auf Privatanleger

Die Auswirkungen der Beschränkung auf Privatanleger sind verhältnismäßig.

Die Beschränkung betrifft die Vermarktung, den Vertrieb und Verkauf von CFDs an Privatanleger, sofern diese eine Nachschusspflicht für den Privatanleger begründen können. Die CFDs ohne Nachschusspflicht dürfen hingegen weiterhin an die Privatanleger vermarktet, vertrieben und verkauft werden. Den Privatkunden i. S. v. § 31a Abs. 3 WpHG wird somit der Zugang zu CFDs nicht komplett versperrt. Schon vor Inkrafttreten dieser Maßnahme hat eine Reihe von CFD-Anbietern nach eigenen Angaben Handelskonten ohne Nachschusspflicht auf dem deutschen Markt angeboten und tut dies weiterhin. Privatkunden können also von den Liquiditätsvorteilen des Produkts profitieren, ohne unkalkulierbare Verlustrisiken durch die Nachschusspflicht in Kauf nehmen zu müssen. Es ist nicht auszuschließen, dass die Maßnahme zu Modifikationen bei CFD-Konten führt, da CFD-Anbieter sich erwartungsgemäß gegen das in Höhe der Nachschusspflicht übernommene Marktrisiko absichern

werden. Dies kann in manchen Fällen neben der Begrenzung der Auswahl an Basiswerten, zu einem höheren Mindestguthaben auf dem CFD-Konto, einer Hebelbegrenzung oder etwas höheren Produktkosten führen. Insofern könnte die Beschränkung zumindest indirekt Auswirkungen auf die Privatanleger haben. Bereits auf dem Markt angebotene CFD-Handelskonten ohne Nachschusspflicht zeigen jedoch, dass das Produkt dem Privatkunden weiterhin zur Verfügung stehen wird und seine Freiheit bei der Anlageentscheidung durch die Maßnahme nicht wesentlich eingeschränkt wird. Eine Produktinterventionsmaßnahme führt allerdings zwangsläufig zu einer gewissen Beschränkung der Anlagemöglichkeiten. Dies entspricht jedoch dem Willen des Gesetzgebers. Der Bundesanstalt sollte durch § 4b WpHG bei Vorliegen erheblicher Bedenken für den Anlegerschutz eine Eingriffsmöglichkeit an die Hand gegeben werden.

Insgesamt tritt das Interesse der Privatanleger am Einsatz von CFDs mit Nachschusspflicht hinter das öffentliche Interesse an der Begrenzung von Risiken dieses Finanzinstruments zurück.

Die Verfügung betrifft des Weiteren nicht die Vermarktung, den Vertrieb und Verkauf von CFDs an professionelle Kunden. Bei diesen Kunden kann vorausgesetzt werden, dass sie über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die Risiken auch von CFDs, die Gegenstand der o. g. Beschränkung sind, angemessen beurteilen zu können. Diese Kunden sind zudem besser in der Lage, finanzielle Risiken zu tragen, die mit dem Kauf von CFDs mit Nachschusspflicht einhergehen. Dazu gehören insbesondere die sog. gekorenen professionellen Kunden. Bei dieser Kundengruppe handelt es sich um Privatkunden, die nach § 31a Abs. 7 WpHG als professionelle Kunden eingestuft werden dürfen.

4.2.3 Auswirkungen der Beschränkung auf andere Marktteilnehmer

Auch die zu erwartenden Auswirkungen der Beschränkung auf andere Marktteilnehmer sind verhältnismäßig.

Die Verfügung betrifft ein isoliertes Marktsegment. Auswirkungen der Verfügung auf die Finanzbranche als Ganzes können mit hoher Wahrscheinlichkeit ausgeschlossen werden. Die Interdependenz des CFD-Marktes mit anderen Kapitalmärkten und die Auswirkungen auf den Börsenhandel sind gering.

Die Verfügung sieht eine Beschränkung der Vermarktung sowie des Vertriebs und Verkaufs von CFDs an Privatkunden vor, soweit diese Finanzinstrumente für den Privatkunden eine Nachschusspflicht begründen können. Die Verfügung stellt insoweit kein komplettes Produktverbot dar.

Insbesondere wird die Maßnahme, entgegen dem Vortrag einiger Petenten im Anhörungsverfahren, nicht aufgrund fehlender Nachfrage zu einem faktischen Wegfall der meisten CFD-Produkte am Markt führen. So zeigen aktuelle, im Rahmen des Anhörungsverfahrens vorgelegte Marktstudien der Industrie, dass 55,1 % der interessierten, aber nicht im CFD-Handel aktiven Anleger von einem Konto ohne Nachschusspflicht zum Einstieg in den CFD-Handel bewegt werden könnten. Zusätzlich bietet eine Vielzahl von CFD-Anbietern bereits ihren Kunden Konten ohne Nachschusspflicht an. Auch dies weist auf eine bestehende Nachfrage nach einem solchen Produkt hin.

Die Verfügung trägt des Weiteren etwaigen Anpassungsprozessen in der CFD-Branche durch Gewährung einer angemessenen Umsetzungsfrist Rechnung. Diese Anpassungsprozesse berühren insbesondere jene CFD-Anbieter, die das Finanzkommissionsgeschäft betreiben, indem sie Kundenaufträge (CFD-Eröffnungs- bzw. Schließungs-Orders) über die sog. Market Maker bzw. Liquiditätsprovider ausführen. Die Ausführung von Kundenaufträgen erfolgt in diesen Fällen durch den Abschluss eines weiteren - den mit dem Kunden geschlossenen CFD eins zu eins widerspiegelnden - CFDs mit dem als Market Maker bzw. Liquiditätsprovider tätigen CFD-Anbieter. Die Rolle der das Finanzkommissionsgeschäft betreibenden CFD-Anbieter beschränkt sich insoweit auf die eines Intermediärs zwischen dem Privatkunden und dem die wirtschaftlichen Vor- und Nachteile aus dem Differenzgeschäft ziehenden Market Maker bzw. Liquiditätsprovider. Im Verhältnis zum Market Maker bzw. Liquiditätsprovider stellen CFD-Anbieter, die Kundenaufträge im Rahmen des Finanzkommissionsgeschäfts ausführen, eine besondere Gruppe von professionellen Kunden dar (sog. geeignete Gegenpartei i. S. d. § 31a Abs. 4 WpHG). Die CFD-Geschäfte mit geeigneten Gegenparteien bleiben von der vorliegenden Verfügung unberührt, sodass ein Market Maker auch weiterhin unlimitierte CFDs an professionelle Kunden verkaufen dürfen wird. Die Beschränkung der Vermarktung, des Vertriebs und Verkaufs von CFDs mit Nachschusspflicht kann insoweit bei den als Intermediäre tätigen CFD-Anbietern zur folgenden Situation führen: Auf der einen Seite werden sie gegenüber ihren Kunden keine Nachschüsse mehr verlangen dürfen; auf der anderen Seite könnten sie im Verhältnis zu Market Makern bzw. Liquiditäts Providern beim Abschluss von jeweiligen Ausführungsgeschäften für Rechnung der Kunden uneingeschränkt nachschusspflichtig werden. Dieser Umstand wird die betroffenen CFD-Anbieter dazu zwingen, sich Market Maker und Liquiditätsprovider zu suchen, die ihrerseits bereit sein werden, auf die Nachschusspflicht der Intermediäre zu verzichten. Grundsätzlich sind aber auch andere Strategien denkbar, um die Risikoallokation vom Privatkunden hin zu CFD-Anbietern durch den Ausschluss der Nachschusspflicht für CFD-Anbieter beherrschbar zu machen. So wäre es dem Anbieter möglich, die Spekulation in Zukunft nur auf bestimmte, weniger volatile Basiswerte zuzulassen, eine Hebelbegrenzung einzuführen, ein bestimmtes Mindestkapital auf dem Anlegerkonto zur Voraussetzung des Handels zu machen oder etwas höhere Handelskosten zu verlangen, um Absicherungsgeschäfte abschließen zu können. Die Umsetzbarkeit solcher Strategien wird im Übrigen bestätigt durch Eingaben im Anhörungsverfahren sowie durch bereits auf dem Markt offerierte CFD-Konten ohne Nachschusspflicht von Anbietern, die Kundenaufträge im Rahmen des Finanzkommissionsgeschäfts ausführen. Entgegen dem Vortrag einiger Petenten im Anhörungsverfahren, hätte die Maßnahme somit nicht zwangsläufig zur Folge, dass das Geschäftsmodell von CFD-Anbietern, die das Finanzkommissionsgeschäft betreiben, nicht mehr am Markt bestehen könnte. Grundsätzlich obliegt es aber dem CFD-Anbieter, sein Geschäftsmodell so anzupassen, dass sein Risiko wirtschaftlich tragbar bleibt. Durch die beschriebenen notwendigen Anpassungen des Geschäftsmodells werden CFD-Anbieter nicht unangemessen belastet. Insgesamt überwiegt das öffentliche Interesse an der Begrenzung von Risiken dieses Finanzinstruments die Interessen der CFD-Anbieter an einer unveränderten Fortführung ihres Geschäftsmodells.

Die Anpassung der Geschäftsmodelle von CFD-Anbietern und die daraus resultierenden Konsequenzen für die CFD-Anbieter sind verhältnismäßig. Dem Anpassungsprozess wird vorliegend durch die aus dem Tenor ersichtliche Frist für die Umsetzung der Verfügung Rechnung getragen. Während dieser

Frist wird es den CFD-Anbietern möglich sein, ihre Geschäftsmodelle an den Umstand anzupassen, dass die CFDs in Zukunft nur dann an die Privatanleger vermarktet werden dürfen, wenn sie keine Nachschusspflicht für den Privatanleger begründen können. Insbesondere wird es den CFD-Anbietern in dieser Zeit möglich sein, eine Anpassung von IT-Systemen durchzuführen. Gerade die CFD-Anbieter, die das Finanzkommissionsgeschäft betreiben, werden schließlich auch in die Lage versetzt, ggf. die bereits geschlossenen Kooperationsvereinbarungen mit den Unternehmen, die als Market Maker bzw. Liquiditätsprovider fungieren, an die Vorgaben meiner Verfügung anzupassen. Eine längere Frist für die Umsetzung ist wegen der notwendigen Abwägung zwischen den Interessen der Anbieter und dem öffentlichen Interesse des kollektiven Verbraucherschutzes nicht geboten. Bereits vor Wirksamwerden der Maßnahme hat eine Reihe CFD-Anbieter innerhalb weniger Wochen ihr Geschäftsmodell umgestellt und bietet Konten ohne Nachschusspflicht an. Ein dauerhafter Bestandsschutz für CFD-Konten von Altkunden hingegen, würde dem Zweck der Maßnahme entgegenlaufen. Manche Petenten sprechen sich für eine Freistellung von vorliegender Maßnahme aus, für Handelskonten, die bereits vor deren Inkrafttreten eröffnet wurden. Auch Altkunden sollen bei neuen Transaktionen nach Ablauf der Umsetzungsfrist in den Schutzbereich der Maßnahme einbezogen werden.

II. Ermessensausübung

Das mir nach § 4b Abs. 1 Satz 1 WpHG eingeräumte Ermessen habe ich im Sinne des Erlasses der o. g. Maßnahme ausgeübt. Die Maßnahme ist verhältnismäßig im weiteren Sinne, weil sie geeignet, erforderlich und angemessen ist.

1. Geeignetheit der Beschränkung

Die Beschränkung der Vermarktung, des Vertriebs und des Verkaufs von CFDs mit Nachschusspflicht ist geeignet, den mit dieser Maßnahme verfolgten legitimen Zweck zu erreichen. § 4b WpHG dient dem Schutz kollektiver Anlegerschutzinteressen. Mit der Beschränkung wird den erheblichen Bedenken für den Anlegerschutz begegnet, die sich aus den produktimmanenten Eigenschaften von CFDs ergeben und die insbesondere aufgrund der Nachschusspflicht in unkalkulierbaren Verlustrisiken für Privatkunden resultieren können. Die Untersagung der Vermarktung, des Vertriebs und des Verkaufs von CFDs mit Nachschusspflicht an Privat-kunden führt zu einer Begrenzung dieser Risiken. Verluste des Privatanlegers werden dadurch auf das von ihm eingezahlte Kapital beschränkt. Durch diese Beschränkung, kann sich der Anleger zu jedem Zeitpunkt bewusst machen, welchen Anteil seines Gesamtvermögens er dem Risiko aussetzen möchte. Die Beschränkung ist somit geeignet, um den mit ihr verfolgten Zweck zu erreichen.

2. Erforderlichkeit der Beschränkung

Die Beschränkung ist auch erforderlich. Mir steht kein milderes Mittel zur Verfügung, das in gleicher Weise geeignet wäre, die erheblichen Bedenken für den Anlegerschutz auszuräumen.

Die Intensivierung der Risikoaufklärung von Privatkunden durch die CFD-Anbieter kommt zwar grundsätzlich als milderes Mittel in Betracht. Sie ist jedoch zur Erreichung des Zweckes nicht gleich gut geeignet, insbesondere würde sie nichts an dem aus der Nachschusspflicht für den Privatanleger erwachsenden Risiko ändern. Dies gilt auch für die von einer Petentin im Anhörungsverfahren

vorgeschlagene verpflichtende Offenlegung der allgemeinen Verlust- und Gewinnzahlen bei CFD-Transaktionen zwecks Warnung unerfahrener Kleinanleger. In den vergangenen drei Jahren wirkte die Bundesanstalt konsequent auf eine Intensivierung der Risikoauflärung von Privatanlegern hin. Insbesondere setzte sie eine deutliche Visibilität von Risikohinweisen auf den Webseiten der CFD-Anbieter durch. Die Bundesanstalt achtet besonders darauf, dass die CFD-Anbieter ihre Kunden bzw. potentielle Kunden auf die unkalkulierbaren Verlustrisiken der CFDs hinweisen, wenn sie etwaige Vorteile von CFDs hervorheben. Allerdings werden diese Risikohinweise von Privatanlegern mangels erforderlicher Handelserfahrung als rein theoretische Szenarien betrachtet. Die Intensivierung der Risikoauflärung sowie die Veröffentlichung von Studien europäischer Aufsichtsbehörden zum Gewinn-Verlust-Verhältnis von Privatanlegern stellten sich nicht als gleich wirksame Maßnahmen heraus und konnten die Privatanleger insoweit nicht vor massiven Verlusten bewahren. Für eine realistische Einschätzung der Eintrittswahrscheinlichkeiten von Verlustszenarien bei CFDs fehlt einem typischen Privatanleger die erforderliche Erfahrung.

Die von einigen Petenten angesprochene PRIIPs-VO²⁸ soll erst ab 2018 Anwendung finden²⁹ und kann allein deshalb der Maßnahme nicht entgegenstehen. Es ist zudem nicht nachvollziehbar, warum die Vorgaben der PRIIPs-VO der Beschränkung der Nachschusspflicht bei CFDs durch vorliegende Maßnahme entgegenstehen. Die Vorgaben zum Basisinformationsblatt stellen lediglich einen Mindeststandard der Transparenz dar und stehen einzelfallbezogen regulatorischen Maßnahmen nicht entgegen.

Entgegen der Ansicht einiger Petenten im Anhörungsverfahren, wäre auch eine Warnung der Bundesanstalt kein milderes Mittel, das in gleicher Weise die vorliegenden erheblichen Bedenken für den Anlegerschutz ausräumen könnte. Vielmehr zeigen die Erfahrungen von Aufsichtsbehörden mit der Investorenwarnung von ESMA und EBA vom 28.02.2013, dass diese keine signifikante Auswirkung auf das Handelsverhalten von Privatanlegern beim CFD-Handel sowie die Verlustquote von Privatanlegern hatten. Dies wird deutlich anhand der Verluste von Privatanlegern, zu denen es im Zuge der Entkoppelung des Schweizer Franken vom Euro am 15.01.2015 kam. Auch der sog. „GBP-Flash-Crash“ vom 07.10.2016 führte, trotz der vorausgegangenen Warnmitteilung von ESMA vom 25.07.2016, bei Privatkunden zu Verlusten.

Die im Anhörungsverfahren von einigen Petenten vorgeschlagene Beschränkung der Maßnahme auf Konten, die ein Mindestguthaben unterschreiten, wäre als milderes Mittel grundsätzlich denkbar. Sie wäre jedoch nicht gleich gut geeignet, da Anleger mit einem höheren Guthaben grundsätzlich auch schutzwürdig sind. Der Gesetzgeber hat bereits eine eindeutige Wertung getroffen, indem er die Unterteilung in professionelle Kunden nach § 31a Abs. 1 WpHG und Privatkunden nach § 31a Abs. 3 WpHG vorgesehen hat. Diese Unterteilung macht deutlich, dass der Gesetzgeber von der besonderen Schutzwürdigkeit der gesamten Gruppe von Privatkunden ausgeht. Dem folgt die geplante Maßnahme, indem sie professionelle Kunden ausdrücklich ausnimmt. Ein Privatkunde kann als professioneller Kunde eingestuft werden, wenn er aufgrund seiner Erfahrungen, Kenntnisse und seines Sachverstandes in der Lage ist, eine Anlageentscheidung zu treffen und die damit verbundenen Risiken angemessen zu beurteilen, § 31a Abs. 7 WpHG. Wann dies möglich ist, hat der Gesetzgeber zusätzlich durch die Kriterien 1. – 3. des § 31a Abs. 7 Satz 3 WpHG festgelegt, von denen mindestens zwei erfüllt

sein müssen. Der Gesetzgeber hat durch die in § 31a Abs. 7 Satz 3 Nummer 2 WpHG enthaltene Schwelle das Bankguthaben und die Finanzinstrumente des Kunden bereits berücksichtigt. Wenn dieses, das Guthaben des Kunden betreffende Kriterium, sowie zusätzlich ein weiteres Kriterium, etwa zum durchschnittlichen Handelsumfang nach § 31a Abs. 7 Satz 3 Nummer 1 WpHG erfüllt sind, steht dem Privatkunden die Einstufung zum professionellen Kunden offen.

Auch die von einigen Petenten im Anhörungsverfahren vorgeschlagene Beschränkung der Maßnahme auf ausschließlich weniger erfahrene Privatanleger kommt grundsätzlich als mildere Maßnahme in Betracht. Sie wäre jedoch bei der Erreichung des verfolgten Zwecks nicht gleich effektiv. Auch Anleger, die bereits über einige Handelserfahrung verfügen, sind vor den aus der Nachschusspflicht resultierenden unkalkulierbaren Verlustrisiken zu schützen. Ereignisse extremer Volatilität, wie der angesprochene „Franken-Schock“, können auch nur in einigen zeitlichen Abständen vorkommen und können damit außerhalb des Erfahrungshorizonts des Privatkunden liegen. Der Gesetzgeber hat durch die Kriterien 1. und 3. des § 31a Abs. 7 Satz 3 WpHG die Erfahrung von Kunden bereits berücksichtigt. Wenn diese, die Erfahrung betreffenden Kriterien, erfüllt sind, ist eine Einstufung zum professionellen Kunden möglich. Es besteht daher kein Anlass sich über diese gesetzliche Wertung hinwegzusetzen und eine zusätzliche Unterteilung der Gruppe von Privatkunden einzuführen. Entgegen dem Vortrag einiger Petenten im Anhörungsverfahren ist die Schwelle für die Einstufung als professioneller Kunde auch nicht zu hoch, da jeweils nur zwei der Kriterien des § 31a Abs. 7 Satz 3 WpHG erfüllt werden müssen. So wäre es insbesondere einem Privatkunden mit einem Bankguthaben und vorgehaltenen Finanzinstrumenten unterhalb der Schwelle des § 31a Abs. 7 Satz 3 Nummer 2 WpHG möglich, sich allein aufgrund seiner Erfahrung zum professionellen Kunden einstufen zu lassen.

Es liegt bislang auch keine Selbstverpflichtung der Industrie mit weitreichender Abdeckung des Marktes vor, die den erheblichen Anlegerschutz-bedenken Rechnung tragen würde und die ein Zurückstellen der Maßnahme rechtfertigen könnte.

Auch die im Anhörungsverfahren vorgeschlagene Hebelbegrenzung bringt, insbesondere bei plötzlich eintretender hoher Volatilität, keine hinreichende Begrenzung der produktimmanenten Risiken für Privatanleger mit sich. Bei höherer Volatilität und höherem Einsatz kann die Nachschusspflicht auch bei einem begrenzten Hebel unkalkulierbare Verlustrisiken für den Anleger mit sich bringen. Eine regulatorisch eingeführte Hebelbegrenzung würde darüber hinaus ebenfalls in die Berufsfreiheit der CFD-Anbieter eingreifen und Privatkunden in ihren Anlagemöglichkeiten beschränken. Die Tatsache, dass bereits vor einer Produktinterventionsmaßnahme der Bundesanstalt eine Mehrzahl von Brokern auf dem Markt Konten ohne Nachschusspflicht und gleichzeitig mit einem hohen Hebel von 500 anbietet, zeigt deutlich, dass ein solches Produktangebot für CFD-Anbieter grundsätzlich wirtschaftlich möglich ist und zudem auch von Kunden nachgefragt wird. Nach den oben angeführten, im Rahmen des Anhörungsverfahrens vorgelegten Marktstudien der Industrie, geben 55,1 % der interessierten, aber nicht im CFD-Handel aktiven Anleger an, dass ein Konto ohne Nachschusspflicht sie zum Einstieg in den CFD-Handel bewegen könnte. Durch die Nachschusspflichtbegrenzung bleibt der Hebel grundsätzlich als nachgefragte Produkteigenschaft für Anbieter und Kunden erhalten.

Eine Beschränkung ausschließlich des aktiven Vertriebs und der Vermarktung stellt, entgegen dem Vortrag einiger Petenten im Anhörungsverfahren, kein gleich effektives Mittel dar. CFDs werden überwiegend grenzüberschreitend im Internet beworben und verkauft. Ein Verbot des aktiven Vertriebs und der Vermarktung würde sich ausschließlich auf Werbemaßnahmen erstrecken, die den deutschen Markt zum Ziel haben. Es dürfte jedoch mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden sein, eine Werbung, die auf den deutschen Markt gerichtet ist, von einer Werbemaßnahme zu unterscheiden, die beispielsweise auf den österreichischen Markt gerichtet ist. So wären Anbieter weiterhin in der Lage Demo-Accounts, Werbevideos, Erfolgsberichte etc. in deutscher Sprache im Internet zu verbreiten. Insgesamt dürfte bei diesem grenzüberschreitend vertriebenen Finanzinstrument eine solche Werbe- und Vertriebsuntersagung allein eine nur sehr geringe anlegerschützende Wirkung entfalten, wenn der Verkauf an Privatkunden weiterhin zulässig bleibt.

Eine Petentin schlägt im Anhörungsverfahren vor, klare und detaillierte Regeln für Unternehmen zum Umgang mit Interessenkonflikten und unlauteren Geschäftspraktiken aufzustellen. Auch dieser Vorschlag würde jedoch die erheblichen Bedenken für den Anlegerschutz nicht in vergleichbarer Weise ausräumen, die sich aus unkalkulierbaren Verlustrisiken für Privatanleger ergeben. Ein solches Vorgehen, sollte sich hierfür überhaupt eine Ermächtigungsgrundlage finden, könnte günstigenfalls Teilaspekte der unter I. 2. dargestellten Bedenken ausräumen, insbesondere würde es nichts an produktimmanenten Eigenschaften von CFDs ändern.

Auch die gesetzlichen Anforderungen zur Orientierung am „bestmöglichen“ Kundeninteresse nach § 33a WpHG (sog. „Best Execution“) bzw. deren bessere Durchsetzung durch die Behörde, stehen der Erforderlichkeit der Maßnahme nicht entgegen. Das Gebot der bestmöglichen Ausführung soll insbesondere gewährleisten, dass sich der Wettbewerb zwischen den Marktplätzen in Kursverbesserungen für den Endanleger niederschlägt. Bei CFDs hingegen, steht überwiegend nur ein Ausführungsplatz zur Auswahl, denn häufig tritt der CFD-Anbieter selbst als Gegenpartei des Anlegers auf. Aber auch CFD-Anbietern, die ausschließlich als Intermediäre fungieren, steht oft nur ein Market Maker bzw. Liquiditätsprovider zur Verfügung. Damit lässt sich bei diesem Finanzinstrument durch das Gebot der bestmöglichen Ausführung keine mit der vorliegenden Maßnahme vergleichbare Schutzwirkung erzielen.

Eine vom Anleger selbst festlegbare Nachschusspflichtbegrenzung wäre, entgegen dem Vortrag eines Petenten, nicht gleich effektiv. Es ist davon auszugehen, dass Anbieter für Konten ohne Nachschusspflicht gewisse Restriktionen und möglicherweise zusätzliche Kosten vorsehen werden, um das von ihnen zusätzlich übernommene Marktrisiko zu begrenzen. Der Anleger würde damit einen Anreiz erhalten, die Nachschusspflichtbegrenzung nicht einzusetzen. Damit wären besonders unerfahrene Anleger weiterhin unkalkulierbaren Risiken ausgesetzt.

Auch die Anhebung des produktspezifischen Kenntnisniveaus von potentiellen CFD-Kunden, etwa durch den Einsatz von sog. Educational Tools, stellt vorliegend kein milderes Mittel dar. Diese Tools werden auch bisher von den CFD-Anbietern etwa in Form von sog. Webinaren intensiv genutzt, um vor allem kapitalmarktferne Kundengruppen für den CFD-Handel zu gewinnen. Derartige Tools können jedoch nicht die für den CFD-Handel zwingend erforderliche Handelserfahrung ersetzen. Das gilt auch

für den Einsatz von Demo-Konten, bei denen der Kunde mit einem virtuellen Guthaben handelt. Solche virtuellen Handelserfahrungen können einen Privatanleger nicht zu einem erfahrenen Anleger machen, weil die in diesem Zusammenhang erlittenen Verluste eine völlig andere Qualität als die tatsächlich erlittenen Verluste aufweisen. Doch selbst dann, wenn man unterstellte, dass solche virtuellen Erfahrungen als praktische Handelserfahrung ausreichen, müsste der Anleger Erfahrungen in einem Maße sammeln, die den Anforderungen des § 31a Abs. 7 WpHG entsprechen, um die Risiken von unlimitierten CFDs realistisch einzuschätzen und die daraus erwachsenden Risiken effektiv steuern zu können. In diesem Fall wäre er als professioneller Kunde einzustufen, sodass die Vermarktung einschlägiger CFDs an den Betroffenen aus dem Anwendungsbereich der hiesigen Verfügung herausfallen würde.

3. Verhältnismäßigkeit der Verfügung i. e. S. (Angemessenheit)

Die Beschränkung ist auch verhältnismäßig im engeren Sinne. Die Güterabwägung ist vorliegend im Wege einer Gesamtschau aller betroffenen Belange vorzunehmen.

Der Gesetzgeber misst dem Schutz der kollektiven Verbraucherinteressen eine hohe Bedeutung zu. So ist die Bundesanstalt nach § 4 Abs. 1a Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (FinDAG) innerhalb ihres gesetzlichen Auftrags dem Schutz der kollektiven Verbraucherinteressen verpflichtet. Dieser gesetzliche Auftrag ist im Lichte der volkswirtschaftlichen Bedeutung des kollektiven Verbraucherschutzes zu sehen. Mit der Teilnahme am Kapitalmarkt verfolgt der typische Privatanleger in erster Linie den Zweck der Kapitalbildung. Dieser Prozess stellt sich grundsätzlich als ein Spar- bzw. Investitionsvorgang dar. Das hierfür erforderliche Kapital stammt typischerweise aus dem sonstigen Einkommen des Privatanlegers.

Auch die CFD-Anbieter begreifen sich als Teil des Kapitalmarktes und vermarkten ihre Wertpapierdienstleistungen und Produkte als spekulative Investitionsmöglichkeit und gerade nicht als Möglichkeit der Teilnahme etwa an einem zufallsbasierten Glücksspiel. Durch entsprechende Risikohinweise der CFD-Anbieter wird der Privatanleger zwar vielfach darauf hingewiesen, dass seine Investition als Risikokapital begriffen werden sollte. Gleichwohl werden die CFDs aufgrund ihrer Anbindung an Börsenkurse und Referenzmärkte als Möglichkeit einer dauerhaften Teilnahme an Entwicklungen des Kapitalmarktes vermarktet. Für den durchschnittlichen Privatanleger geht es hierbei um eine spekulative Investition und nicht um einen Wetteinsatz, dessen Erfolgsaussichten vom Zufall abhängen und dessen Verlustpotenzial unkalkulierbar ist.

Gleichzeitig ist zu berücksichtigen, dass jeder Privatanleger unter Berücksichtigung seiner individuellen Lebenssituation und Finanzlage für sich selbst entscheiden muss, ob die CFDs eine für ihn geeignete Anlage darstellen. Beim Kauf eines CFDs stellt sich insoweit als Ausübung der Privatautonomie dar. Die Verfügung schränkt diese Autonomie ein, weil sie zumindest mittelbar auch den Handlungsspielraum des Privatanlegers begrenzt. Diese Einschränkung ist jedoch verhältnismäßig, da die Auswirkungen der Verfügung für den Privatanleger eng begrenzt bleiben.

Zu berücksichtigen ist ferner, dass der Handel von CFDs mit Nachschusspflicht dem Privatanleger nicht völlig versperrt bleibt. Ein Privatkunde kann sich als professioneller Kunde einstufen lassen und nach der Erlangung dieses Status den Zugang zu unlimitierten CFDs erhalten. Die Hochstufung zum professionellen Kunden steht dem Privatkunden offen, wenn er aufgrund seiner Erfahrungen, Kenntnisse und seines Sachverstandes in der Lage ist, eine Anlageentscheidung zu treffen und die damit verbundenen Risiken angemessen zu beurteilen, § 31a Abs. 7 Satz 2 WpHG. Eine Änderung der Einstufung kommt nach dem Willen des Gesetzgebers in Betracht, wenn mindestens zwei der in § 31a Abs. 7 Satz 3 Nummer 1 – 3 WpHG genannten Kriterien erfüllt sind. So steht es dem Privatkunden durch das Erfüllen des Kriteriums zum Handelsumfang nach § 31a Abs. 7 Satz 3 Nummer 1 WpHG sowie zusätzlich des Kriteriums zum Guthaben nach § 31a Abs. 7 Satz 3 Nummer 2 WpHG offen, sich zum professionellen Kunden hochstufen zu lassen. Aber auch allein aufgrund seiner beruflichen Erfahrung nach § 31a Abs. 7 Satz 3 Nummer 3 WpHG sowie bei Erreichen eines bestimmten Handelsumfangs nach § 31a Abs. 7 Satz 3 Nummer 3 WpHG ist die Hochstufung möglich, ohne dass der Kunde dabei über ein Bankguthaben und Finanzinstrumente im Wert von mehr als 500.000 Euro verfügen muss. Diese Unterteilung ist sachgerecht, da bei einem solchen Anleger vorausgesetzt werden kann, dass er aufgrund seiner Erfahrungen, Kenntnisse und seines Sachverstandes in der Lage ist, die unkalkulierbaren Risiken eines CFDs angemessen beurteilen und finanziell tragen kann.

Die ordnungsgemäße Einstufung in die gesetzlich vorgesehenen Kundenkategorien gehört zu den Verhaltensregeln im 6. Abschnitt des WpHG. Die Einhaltung dieser Verhaltensregeln, und damit auch die Hochstufung zum professionellen Kunden durch den CFD-Anbieter nach § 31a Abs. 7 WpHG, unterliegt dabei der Aufsicht nach den §§ 4, 35 f. WpHG, etwa im Rahmen der jährlichen Prüfung nach § 36 WpHG.

Das Interesse am Schutz der kollektiven Verbraucherinteressen überwiegt schließlich auch das Interesse von CFD-Anbietern, ihren gewerblichen Belangen weiterhin uneingeschränkt nachzugehen. Produkthanbieter, deren Geschäftsmodelle auf dem Vertrieb von Produkten beruhen, die den Privatanleger jederzeit in den wirtschaftlichen Ruin treiben können, können nicht damit rechnen, dass eine Interessenabwägung zwischen ihren wirtschaftlichen Interessen und den Interessen der Anleger zu ihren Gunsten ausgeht.

Im Übrigen verweise ich auf die im Rahmen der tatbestandlichen Verhältnismäßigkeit unter I. 4. angestellten Erwägungen.

III. Angemessenheit der Umsetzungsfrist

Die in Ziffer 1. des Tenors vorgesehene Umsetzungsfrist ist angemessen. Unter Berücksichtigung einer ggf. notwendigen Anpassung der Geschäftsmodelle von CFD-Anbietern an die hier gegenständliche Beschränkung, ist es den CFD-Anbietern zumutbar, die Verpflichtung bis zum Ablauf einer Frist von drei Monaten nach der Bekanntgabe der Allgemeinverfügung zu erfüllen. Die Abwägung zwischen den Interessen der Anbieter und dem Anlegerschutz muss zugunsten einer kürzeren Frist ausfallen. Bereits mit Veröffentlichung des Anhörungsschreibens, aber vor Wirksamwerden der Maßnahme haben einige Anbieter innerhalb weniger Wochen ihr Geschäftsmodell umgestellt und bieten seither Konten ohne Nachschusspflicht an. Die Schaffung eines Übergangszeitraums ist vorliegend aus Gründen der

Verhältnismäßigkeit aber geboten, vgl. die Ausführungen unter I.4.2.3 Die o. g. Frist läuft auch dem Zweck der Maßnahme nicht zuwider. Vielmehr soll dadurch den CFD-Anbietern die Möglichkeit gegeben werden, ihre Geschäftsmodelle an die vorgesehene Beschränkung anzupassen.

IV. Begründung des Widerrufsvorbehalts

Ich behalte mir den Widerruf insbesondere vor, um im Falle der Regulierung von CFDs auf europäischer Ebene verhindern zu können, dass diese Produktinterventionsmaßnahme einer einheitlichen, europäischen Regulierung von CFDs entgegensteht. Darüber hinaus soll durch den Widerrufsvorbehalt auf eine Veränderung der Marktlage reagiert werden können.

Hinweise

Die Allgemeinverfügung wird gem. § 17 Abs. 2 Satz 1 FinDAG öffentlich bekannt gegeben.

Nach § 4b Abs. 6 WpHG haben Widerspruch und Anfechtungsklage gegen Maßnahmen nach Abs. 1 keine aufschiebende Wirkung.

Ich weise darauf hin, dass nach § 39 Abs. 2 Nummer 2b WpHG ordnungswidrig handelt, wer vorsätzlich oder leichtfertig einer vollziehbaren Anordnung nach § 4b Abs. 1 WpHG zuwiderhandelt.

Rechtsbehelfsbelehrung

Gegen diese Allgemeinverfügung kann innerhalb eines Monats nach ihrer Bekanntgabe Widerspruch bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht in Bonn oder Frankfurt am Main erhoben werden.

Elisabeth Roegele

Fußnoten:

¹ Vereinfachtes Beispiel, ohne Berücksichtigung ggf. anfallender Transaktionskosten.

² vgl. Jahresstatistik 2015 des CFD Verbandes [http://www.cfdverband.org/wp-content/uploads/2014/03/CFD_Jahresstatistik_2015.pdf] .

³ ESMA [<http://www.esma.europa.eu>] "Q&A Relating to the provision of CFDs and other speculative products to retail investors under MiFID" vom 12.07.2016, Seite 18.

⁴ vgl. Press Release Central Bank of Ireland [<https://www.centralbank.ie/docs/default-source/Regulation/consumer-protection/compliance-monitoring/themed-inspections/stockbroking-investment-firms/gns4-2-1-2-info-rel-rev-cntrcts-diff1115.pdf?sfvrsn=4>] .

⁵ vgl. AMF News Releases 2014 [http://www.amf-france.org/en_US/Actualites/Communiqués-de-pression/AMF/annee_2014.html?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F96c52a14-3900-464f-8fff-7d4700ff37e3].

⁶ vgl. ESMA Investor Warning [https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/2015/11/2013-267.pdf].

⁷ vgl. ESMA Warning on Sale of speculative Products to Retail Investors [<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-issues-warning-sale-speculative-products-retail-investors>].

⁸ vgl. National Futures Association Comment Letters [<https://www.nfa.futures.org/news/newsComment.asp?ArticleID=2459>].

⁹ vgl. Office Statement of the Polish Financial Supervision Authority (KNF) [https://www.knf.gov.pl/en/Images/KNF_Office_Statement_Forex_EN_tcm81-42560.pdf].

¹⁰ vgl. AMF News Releases 2017 [http://www.amf-france.org/en_US/Actualites/Communiqués-de-pression/AMF/annee-2017.html?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2Ff12bcdf3-0a29-4cde-912f-616b0f8f45c8].

¹¹ vgl. FSMA Framework for the Distribution of OTC Derivatives (Binary options, CFDs...) [http://www.fsma.be/en/Site/Repository/press/div/2016/08-08_banning.aspx].

¹² vgl. MFSA Feedback Statement [<http://www.mfsa.com.mt/pages/announcement.aspx?id=8307>].

¹³ vgl. FCA Consultation Paper CP16/40 [<https://www.fca.org.uk/publications/consultation-papers/cp16-40-enhancing-conduct-firms-contract-difference-products-retail-clients>].

¹⁴ Bei diesem Ausführungsmodell wird für den Kunden der bestmögliche Geld- und Briefkurs eines anderen CFD-Anbieters entweder zuzüglich eines Preisaufschlags oder gegen Kommission ausgewählt.

¹⁵ Hier stellt der CFD-Anbieter selbst den Geld- oder Briefkurs, zu dem er bereit ist an einen Kunden zu verkaufen oder von diesem zu kaufen. Er agiert als Market Maker.

¹⁶ ABl. L 173 vom 12.06.2014, S. 84.

¹⁷ Die Verordnung gilt in allen Mitgliedstaaten ab dem 03.01.2018.

¹⁸ Begründung zum Gesetzesentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, BT-Drs. 18/3994, S. 53.

¹⁹ Final Report, ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR (Az.: 2014/1569), S. 190 ff., abrufbar unter: www.esma.europa.eu [<http://www.esma.europa.eu>].

²⁰ Delegierte Verordnung (EU) 2017/567 der Kommission vom 18. Mai 2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Begriffsbestimmungen, Transparenz, Portfoliokomprimierung und Aufsichtsmaßnahmen zur Produktintervention und zu den Positionen (Amtsblatt der Europäischen Union vom 31.03.2017, L 87, S. 90 ff.).

²¹ vgl. Spiegel Online [<http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/franken-kurs-ingenieur-setzt-2800-und-verliert-280-000-euro-a-1023799.html>] .

²² vgl. Press Release Central Bank of Ireland [<https://www.centralbank.ie/docs/default-source/Regulation/consumer-protection/compliance-monitoring/themed-inspections/stockbroking-investment-firms/gns4-2-1-2-info-rel-rev-cntrcts-diff1115.pdf?sfvrsn=4>] .

²³ vgl. AMF News Releases 2014 [http://www.amf-france.org/en_US/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee_2014.html?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2F96c52a14-3900-464f-8fff-7d4700ff37e3] .

²⁴ So auch von dem Geschäftsführer des CFD-Verbands in Deutschland in dem Artikel „Ein Hebel, der in den Ruin führen kann“ angeführt (erschieden im Handelsblatt am 25.04.2017 auf S. 40).

²⁵ vgl. Jahresstatistik 2015 des CFD Verbandes [http://www.cfdverband.org/wp-content/uploads/2014/03/CFD_Jahresstatistik_2015.pdf] .

²⁶ BT-Drs. 18/3994, S. 43.

²⁷ ESMA "Q&A Relating to the provision of CFDs and other speculative products to retail investors under MiFID" vom 12.07.2016, Seite 18.

²⁸ Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP [<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R1286&from=DE>]).

²⁹ Verordnung (EU) 2016/2340 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Dezember 2016 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte im Hinblick auf den Geltungsbeginn.

<https://www.bafin.de/dok/9229820>

© BaFin