

BaFin | Postfach 50 01 54 | 60391 Frankfurt

Anhörung zur Allgemeinverfügung

08.12.2016
GZ: VBS 7-Wp 5427-2016/0017 (Bitte stets angeben)
2016/2218232
Allgemeinverfügung bezüglich sog. "CFDs"

**Wertpapieraufsicht |
Asset-Management**

Sehr geehrte Damen und Herren,

ich beabsichtige, eine Maßnahme nach § 4b Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) anzuordnen. Gemäß § 28 des Verwaltungsverfahrensgesetzes des Bundes (VwVfG) gebe ich hiermit Gelegenheit, sich dazu bis zum

20.01.2017

(Eingang bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht)

zu äußern. Die beabsichtigte Maßnahme hat folgenden Wortlaut:

„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 [3 Monate ab dem Datum, an dem die Verfügung als bekannt gegeben gilt] zu erfolgen.
2. Die Allgemeinverfügung gilt an dem auf die öffentliche Bekanntmachung folgenden Tag als bekanntgegeben.

Hausanschrift:
Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht
Marie-Curie-Str. 24-28
60439 Frankfurt | Germany

Kontakt:
Referat VBS 7
Fon +49 (0)2 28 41 08-2740
Fax +49 (0)2 28 41 08-123
vbs7@bafin.de
www.bafin.de

Zentrale:
Fon +49 (0)2 28 41 08-0
Fax +49 (0)2 28 41 08-123

Dienstsitze:
53117 Bonn
Graurheindorfer Str. 108

53175 Bonn
Dreizehnmorgenweg 13-15
Dreizehnmorgenweg 44-48

60439 Frankfurt
Marie-Curie-Str. 24-28

Begründung:

A. Sachverhalt

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. Das Verlustrisiko des Kunden ist dabei 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. Die CFDs bieten dem Privatanleger die Möglichkeit, mit einem verhältnismäßig kleinen Kapitaleinsatz auf die Kursentwicklung von Währungspaaren, Aktien, Indices, 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 findet bei einer CFD-Transaktion also nicht statt. Mit der Eröffnung etwa einer Aktien-CFD-Position beteiligt sich der Privatanleger niemals 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.

Beispiel¹:

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:

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 %

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

¹ Vereinfachtes Beispiel, ohne Berücksichtigung ggf. anfallender Transaktionskosten.

Seite 4 | 25

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“ 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 Vermögen 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 einzahlen; anderenfalls wird die CFD-Position durch den Anbieter zwangsweise geschlossen.

Seite 5 | 25

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. Es handelt sich bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise um eine Form der Spekulation auf Kredit.

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 Hebelwirkung ist jedoch ein damit verbundenes, spiegelbildliches Verlustrisiko, bei dem der Verlust des Privatanlegers das Vielfache des als Sicherheitsleistung 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

Seite 6 | 25

Handelskonto vorgehaltene Kapital nicht reichen wird, um die entstandenen Verluste auszugleichen, so dass 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. Overnight-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

Seite 7 | 25

die Indikation für die Kursentwicklung visualisieren sollen. Diese Indikationstools sollen den Kunden bei der Einschätzung der Kursentwicklung unterstützen. Die plötzlich aufleuchtenden Kursdaten und visuellen Effekte zur Verdeutlichung von möglichen Kursverläufen sind bereits konzeptionell darauf angelegt, den Privatanleger zum Eingehen von CFD-Positionen zu animieren.

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 Absatz 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.

Die durchschnittliche Verweildauer von Kunden der CFD-Anbieter beträgt ca. 6 Monate. 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.³ 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 CFD 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.⁴ 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.

² http://www.cfdverband.org/wp-content/uploads/2014/03/CFD_Jahresstatistik_2015.pdf

³ <https://www.centralbank.ie/press-area/press-releases/Pages/CentralBankinspectionfinds75percentofCFDclientslostmoney.aspx>

⁴ 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

Seite 8 | 25

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 Absatz 3 Satz 1 Nummer 2 Buchstabe c WpHG und werden Market Maker bzw. Liquiditätsprovider genannt.

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 Absatz 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 Investorenwarnung 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 Produkten⁵. 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:

⁵ <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-issues-warning-sale-speculative-products-retail-investors>

Seite 9 | 25

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.

Zudem gilt in den USA für gehebelte Forex Produkte (Produkte, die wirtschaftlich einem CFD mit einem Währungspaar als Basiswert entsprechen) 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 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.⁷ 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 01.08.2016 veröffentlichte zudem die französische Aufsichtsbehörde AMF ein Konsultationspapier zu einer Verordnung betreffend eines Werbeverbots für CFDs und andere spekulative Finanzinstrumente.⁸ Die geplante Verordnung sieht ein Verbot der Werbung im Zusammenhang mit dem Angebot von CFDs und binären Optionen vor. Bei CFDs soll das Verbot bereits dann eingreifen, wenn deren Hebel größer als fünf ist.

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.⁹

⁶ <https://www.nfa.futures.org/news/newsComment.asp?ArticleID=2459>

⁷ https://www.knf.gov.pl/en/Images/KNF_Office_Statement_Forex_EN_tcm81-42560.pdf

⁸ http://www.amf-france.org/en_US/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-2016.html?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2Fad42eccc-9720-49da-82a8-2ddcb72fbf1d

⁹ http://www.fsma.be/en/Site/Repository/press/div/2016/08-08_banning.aspx

Seite 10 | 25

Die maltesische Aufsichtsbehörde (Malta Financial Services Authority – MFSA) veröffentlichte am 17.10.2016 ein Konsultationspapier zu CFDs und Rolling Spot Forex Contracts¹⁰. Darin kündigt die MFSA eine Hebelbeschränkung bei CFDs auf 50 an. Diese 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.

B. Rechtliche Würdigung

Die Verfügung beruht auf § 4b Absatz 1 Nummer 1 Buchstabe a und Absatz 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 Anlegerschutz 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 Absatz 2 Nummer 3 WpHG. CFDs stellen nach Art. 4 Nr. 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 S. 3 Nr. 3 Kreditwesengesetz (KWG) bzw. § 2 Abs. 2 Nr. 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.

¹⁰ https://www.mfsa.com.mt/pages/readfile.aspx?f=/files/Announcements/Consultation/2016/20161017_CP_ForexandCFDs_final.pdf

§ 4b Abs. 2 Nr. 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“)¹¹ wird ein in den Mitgliedstaaten direkt anwendbares Produktinterventionsrecht eingeführt. Die Verordnung ist noch nicht anwendbar¹². Die Ermächtigung zur Produktintervention wurde durch das Kleinanlegerschutzgesetz auf nationaler Ebene vorgezogen¹³. 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 Hinweis¹⁴ veröffentlicht. Diese Kriterien haben zwischenzeitlich in einen Entwurf der Europäischen Kommission für eine Delegierte Verordnung Eingang gefunden¹⁵. 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.

Hierbei ist insbesondere zu berücksichtigen, ob zu 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

¹¹ ABl. L 173 vom 12.06.2014, S. 84.

¹² Die Verordnung gilt in allen Mitgliedstaaten ab dem 03.01.2018.

¹³ Begründung zum Gesetzesentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, BT-Drs. 18/3994, S. 53.

¹⁴ 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

¹⁵ Delegierte Verordnung zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates (MiFIR) im Hinblick auf Begriffsbestimmungen, Transparenz, Portfoliokomprimierung und Aufsichtsmaßnahmen zur Produktintervention und zu den Positionen.

Seite 12 | 25

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 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.

2.1.1. 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 Kurschwankungsbreite des ausgewählten Basiswerts belastbar einzuschätzen und die Auswirkungen von Kursschlägen des Basiswerts innerhalb dieser Kurschwankungsbreite - 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

Seite 13 | 25

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.¹⁶ 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

¹⁶ <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/franken-kurs-ingenieur-setzt-2800-und-verliert-280000-euro-a-1023799.html>

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 Kurschwankungen 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.¹⁷ Die Studie der französischen Wertpapieraufsichtsbehörde Autorité des marchés financiers (AMF) kommt zum Ergebnis, dass 89 % aller aktiven CFD-Kunden ihr Geld verlieren.¹⁸ Die Verluste von Privatanlegern zeigen, dass die Vertreter dieser Anlegergruppe nicht in der Lage sind, die mit der Hebelwirkung von CFDs einhergehenden Risiken in einer ihre Verluste begrenzenden Weise zu steuern. Für die Privatanleger stellt die Hebelwirkung vielfach den ausschlaggebenden Beweggrund dar, CFDs zu handeln. Die o. g. Studien zeigen jedoch, 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.

¹⁷ <https://www.centralbank.ie/press-area/press-releases/Pages/CentralBankinspectionfinds75percentofCFDclientslostmoney.aspx>

¹⁸ 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

Seite 15 | 25

2.1.2. 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 eingangs 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. Damit steht der Anleger wirtschaftlich so, als hätte er den zugrunde liegenden Basiswert in Höhe des die Margin übersteigenden Betrags auf Kredit gekauft.

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 Absatz 8 WpHG i. V. m. § 8 Absatz 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 Absatz 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

Seite 16 | 25

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.

2.1.3. 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 Sachgerechtigkeit der Ausübung dieses Ermessens durch den CFD-Anbieter ist vom Privatanleger nicht überprüfbar. Dem Privatkunden stehen keine Informationen zur Überprüfung der Marktgerechtigkeit 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.

Da bei allen CFD-Geschäften ein CFD-Anbieter in der Ausführungskette als Gegenpartei des Kunden fungiert, so dass die Verluste des Kunden mit dem Gewinn dieses CFD-Anbieters korrespondieren, begründet dieser Umstand für den fraglichen CFD-Anbieter massive Interessenkonflikte. Diese 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. Der Hebel potenziert die Auswirkungen der Fehlübung dieses Ermessens auf das Verlustrisiko des Kunden in einer erhebliche 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.

2.1.4. 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.

Seite 17 | 25

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. Liquiditätsproviden 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.

2.1.5. 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

Seite 18 | 25

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.

2.1.6. Erheblichkeit der Bedenken für den Anlegerschutz aufgrund der Zahl der betroffenen Privatanleger

Auch spricht für die Erheblichkeit der Bedenken für den Anlegerschutz die hohe Anzahl von CFD-Kunden. 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.¹⁹ Diese Zahl spiegelt in etwa die Zahl der betroffenen Privatkunden wider.

3. Tatbestandliche Verhältnismäßigkeitsprüfung

3.1. Geeignetheit i. S. d. § 4b Absatz 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, jedoch auf das von ihm eingezahlte Kapital beschränkt. Das wird den Privatanleger 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.

¹⁹ http://www.cfdverband.org/wp-content/uploads/2014/03/CFD_Jahresstatistik_2015.pdf

Seite 19 | 25

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 schützen²⁰, in § 5b Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) vorgesehen, dass Vermögensanlagen, die eine Nachschusspflicht vorsehen, nicht zum öffentlichen Angebot oder Vertrieb im Inland zugelassen sind.

3.2. Verhältnismäßigkeit der Maßnahme i. S. d. § 4b Absatz 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 Schutz der kollektiven Verbraucherinteressen überwiegt vorliegend das wirtschaftliche Interesse der betroffenen CFD-Anbieter an einem uneingeschränkten Absatz (Vermarktung, Vertrieb und Verkauf) von CFDs.

3.2.1. 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.

Das Interesse der Privatanleger am Einsatz von CFDs mit Nachschusspflicht tritt 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

²⁰ BT-Drs. 18/3994, S. 43.

Seite 20 | 25

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 Absatz 7 WpHG als professionelle Kunden eingestuft werden dürfen.

3.2.2. Auswirkungen der Beschränkung auf Marktteilnehmer

Auch die zu erwartenden Auswirkungen der Beschränkung auf 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.

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 Absatz 4 WpHG). Die CFD-Geschäfte mit geeigneten Gegenparteien bleiben von der vorliegenden Verfügung unberührt, so dass ein Market Maker auch

Seite 21 | 25

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. Liquiditätsprovidern 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 Liquiditätsproviden zu suchen, die ihrerseits bereit sein werden, auf die Nachschusspflicht der Intermediäre zu verzichten.

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. Liquiditätsproviden fungieren, an die Vorgaben meiner Verfügung anzupassen.

II. Ermessensausübung

§ 4b Absatz 1 WpHG räumt mir bei der Entscheidung über eine Beschränkung der Vermarktung, des Vertriebs oder des Verkaufs von bestimmten Finanzinstrumenten Ermessen ein. Dieses Ermessen übe ich im vorliegenden Fall wie folgt aus:

Im Rahmen der Auswahl der den CFD-Anbietern gegenüber zu treffenden Maßnahmen kommt letztlich nur die o. g. Maßnahme in Betracht. Die von mir beabsichtigte 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 ver-

Seite 22 | 25

folgten Zweck zu erreichen. Hierdurch wird einer Finanztätigkeit und Finanzpraxis begegnet, hinsichtlich der erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz bestehen. 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 würde jedoch nichts an dem aus der Nachschusspflicht für den Privatanleger erwachsenden Risiko ändern. In den vergangenen drei Jahren wirkte die Bundesanstalt konsequent auf eine Intensivierung der Risikoaufklärung 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 Risikoaufklärung konnte 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.

Eine Warnung der Bundesanstalt würde kein milderes Mittel darstellen, 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 Privatanleger beim CFD-Handel sowie die Verlustquote von Privatanlegern hatten.

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

Seite 23 | 25

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 Absatz 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, so dass die Vermarktung einschlägiger CFDs an den Betroffenen aus dem Anwendungsbereich der hiesigen Verfügung herausfallen würde.

2.1. 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 Absatz 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 Kapitalmarkts 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. Sammelt er die in § 31 Absatz 7 WpHG genannten Handelserfahrungen oder bringt er die erforderlichen Erfahrungen aufgrund seines beruflichen Hintergrundes i. S. d. § 31a Absatz 7 Satz 3 Nummer 3 WpHG mit, so kann er sich nach § 31a Absatz 7 Satz 1 WpHG auf Antrag als professioneller Kunde einstufen lassen und nach der Erlangung dieses Status den Zugang zu unlimitierten CFDs erhalten, soweit er über ein Bankguthaben und Finanzinstrumente im Wert von mehr als 500.000 Euro verfügt. Das ist sachgerecht, da bei einem solchen Anleger vorausgesetzt werden kann, dass er aufgrund seiner Erfahrungen, Kenntnisse und seines Sachverständnisses in der Lage ist, die unkalkulierbaren Risiken eines CFDs angemessen beurteilen und finanziell tragen kann.

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.

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 Schaffung eines Übergangszeitraums ist vorliegend aus Gründen der Verhältnismäßigkeit geboten, vgl. die Ausführungen unter I.3.2. 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.

Seite 25 | 25

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 Absatz 1 keine aufschiebende Wirkung.

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

(Roegele)