

WINHELLER · Friedrich-Ebert-Anlage 35-37 · 60327 Frankfurt a.M.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BaFin
Postfach 50 01 54
60391 Frankfurt

WINHELLER
Rechtsanwalts-gesellschaft mbH
Tower 185
Friedrich-Ebert-Anlage 35-37
60327 Frankfurt am Main
Germany

Tel.: +49 (0)69 76 75 77 80
Fax: +49 (0)69 76 75 77 810

info@winheller.com
www.winheller.com

Frankfurt ■
Berlin □ Hamburg □
Karlsruhe □ München □

Ihr Schreiben vom	Ihr Zeichen	Unser Zeichen	Frankfurt a.M., den
	VBS 7-Wp 5427- 2016/0017	06632-16/lau/lau	09.01.2017

Sehr geehrte Damen und Herren,

mit dem nun vorgelegten Entwurf für eine Allgemeinverfügung zur Beschränkung der Vermarktung, des Vertriebs und des Verkaufs von finanziellen Differenzgeschäften („Contracts for Difference“ [CFDs]) plant die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zum zweiten Mal, das Instrument der Produktintervention nach § 4b WpHG einzusetzen. Die BaFin gibt gemäß §28 des Verwaltungsverfahrensgesetzes des Bundes (VwVfG) bis zum 20.01.2017 Gelegenheit zur Stellungnahme zur geplanten Allgemeinverfügung. Bereits bei der geplanten Allgemeinverfügung der BaFin zum Verbot sogenannter „Bonitätsanleihen“ im Retailsektor haben wir die Gelegenheit genutzt, eine schriftliche Stellungnahme einzureichen. Dies möchten wir wiederholen und einige Anmerkungen in tatsächlicher und rechtlicher Hinsicht einbringen.

I. Hintergrund

Unserer Auffassung nach stellt die BaFin die Natur und Wirkungsweise der CFDs korrekt dar. Insbesondere zeigt sie schlüssig die kaum mögliche Risikobewertung durch das Zusammenspiel der Elemente des eingesetzten Hebels, der Preisfestsetzung nach billigem Ermessen des CFD-Anbieters und der sogenannten „Preislücke“ auf. Dabei dient die plötzliche Aufwertung des Schweizer Franken am 15.01.2015 als eindrückliches Beispiel für das enorme Verlustpotenzial, welches mit CFDs einhergeht. Vermeintliche Sicherungsmechanismen wie der „Margin Call“ oder „Stop-Loss-Order“ können dieses Risiko kaum beschränken.

Ungünstig ist hingegen unserer Meinung nach, dass die Zahlen zum Beleg von Totalverlusten bei 75 bis 89 Prozent aller CFD-Kunden ausschließlich aus Studien aus Irland oder Frankreich herrühren. Soweit eigene Beobachtungen der Bundesanstalt geltend gemacht werden, bleiben diese im Ungewissen. Da sich die geplante Allgemeinverfügung ausschließlich an den deutschen Markt richtet, ist

es unserer Ansicht nach erforderlich, die Rechtmäßigkeit der Allgemeinverfügung mit inländischen Zahlen spezifisch für den deutschen Markt zu belegen.

Dies macht es unserer Meinung nach auch erforderlich, auf den deutschen [CFD-Verband](#) hinzuweisen. Zahlreiche Anbieter von Differenzkontrakten sind in diesem Verband organisiert. Zu den erklärten Zielen dieses Verbandes gehört auch der Anlegerschutz. Um eine verhältnismäßige Verfügung für CFDs schaffen zu können, wäre es unseres Erachtens nach erforderlich, die Verluste von Kunden bei Mitgliedern des deutschen CFD-Verbandes mit denen von Kunden zu vergleichen, die Differenzkontrakte bei nicht verbandsgebundenen Anbietern handeln. Dies entspricht auch der ESMA-Warnung vom 25.07.2016, auf die sich auch die BaFin bezieht. Im Wortlaut warnt die ESMA

*„[...] about the sale of contracts for differences (CFDs), binary options and other speculative products to retail investors **who are unaware of the risks associated with these products** [...]“*

(Hervorhebung hinzugefügt).

Nach einer vom CFD-Verband e.V. in Auftrag gegebenen Studie der Steinbeis-Hochschule fühlen sich jedoch nur 9 Prozent der deutschen CFD-Kunden nicht ausreichend über die mit dem CFD-Handel einhergehenden Risiken informiert.¹ Zwar kann eine spezifische Betrachtung des deutschen Marktes unter Berücksichtigung dieser Eigenheiten durchaus zu dem Ergebnis kommen, dass die Verlustraten und -höhen vergleichbar mit denen in den restlichen Mitgliedsstaaten sind. Gerade für die Erforderlichkeit der Maßnahme halten wir jedoch eine detaillierte Beschäftigung mit diesem Thema statt einer allgemeinen Verweisung auf Beobachtungen der Bundesanstalt für angezeigt. Hierzu gehört ebenfalls, dass mit Ende des Jahres die PRIIPS-Verordnung anzuwenden sein wird. Auch für CFDs werden danach Produktinformationsblätter nach europäischem Standard vorzuhalten sein.

II. Rechtliche Würdigung

Die Verfügung beruht auf § 4b Abs. 1 Nr. 1 Buchst. a und Abs. 2 WpHG. Danach kann die BaFin 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.

1. Finanzinstrumente

Differenzkontrakte sind Derivate gemäß § 2 Abs. 2 Nr. 3 WpHG und damit Finanzinstrumente gemäß § 2 Abs. 2b Var. 4 WpHG.

¹ Stellungnahme des CFD-Verbandes e.V. zur ESMA-Warnung zu CFDs, abrufbar unter <http://www.cfdverband.org/stellungnahmen/>.

2. Erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz

Wann genau erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz vorliegen, hat der Gesetzgeber bei der Einführung des § 4b WpHG nicht definiert.

Der Wortlaut entspricht jedoch dem des Art. 42 der 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“). Nach dem Willen des Gesetzgebers² und der überzeugenden Auffassung der BaFin sind somit die zur MiFIR ergangenen Auslegungshilfen der ESMA³ auch bei der Anwendung des § 4b WpHG zu berücksichtigen.

Bei ihrer Einschätzung, ob erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz bestehen, orientiert sich die BaFin jedoch nur grob an diesem Katalog.

a) Komplexität der Berechnung der Wertentwicklung

Nach Ansicht der BaFin ist es Privatanlegern nicht möglich, die Wertentwicklung von CFDs, insbesondere die Wahrscheinlichkeit und Höhe von Verlusten, sicher zu berechnen. Wörtlich heißt es:

„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.“

Nach unserer Ansicht ist diese Einschätzung der BaFin nicht zutreffend. Vielmehr vermengt sie hier unterschiedliche Gründe, die zu den eingangs erwähnten hohen Verlusten führen.

aa) Hebelung allein macht Wertberechnung nicht komplex

Soweit die BaFin meint, die Hebelwirkung der CFDs würde die Einschätzung und Berechnung der Wertentwicklung und der potenziellen Verluste erschweren oder gar unmöglich machen, kann dem nicht gefolgt werden. Konsequenterweise müsste dies für alle Produkte mit Hebelwirkung gelten. Die Hebelwirkung eines Produktes ist nach Ziffer 3.v.a. des Technischen Hinweises der ESMA jedoch ein eigenes Kriterium bei der Bewertung der Bedenken für den Anlegerschutz. Dass ein Produkt gehebelt ist, macht die Berechnung der Wertentwicklung noch nicht komplex. Vielmehr ist von einem durchschnittlich verständigen Anleger zu erwarten, dass er die anfallenden Gewinne und Verluste mit dem Hebel des Produktes multiplizieren kann. Bei CFDs erfolgt die Berechnung von Gewinnen bzw. Verlusten auch grundsätzlich parallel. Ein CFD, der bei einer Steigerung des Basiswertes um einen Prozentpunkt einen Gewinn nach Hebelung von X erzielt, erzielt spiegelbildlich bei einem Absinken des Basiswertes um einen Prozentpunkt einen Verlust nach Hebelung in derselben Höhe X. Nach der Argumentation der BaFin müssten Privatanleger somit nicht in der Lage sein, den möglichen Verlust, aber umgekehrt auch nicht den möglichen Gewinn zu berechnen. Da sich Gewinn und Ver-

² Begründung zum Gesetzesentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, BT-Drs. 18/3994, S. 53.

³ Final Report, ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR (Az.: 2014/1569).

lust insoweit jedoch bei einfacher Anwendung der Grundrechenarten ermitteln lassen, liegt aus unserer Sicht die Annahme fern, die Wertberechnung sei für Privatanleger unzumutbar komplex. Die BaFin führt darüber hinaus im Entwurf der Allgemeinverfügung aus,

„[...] 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.“

Dies mag richtig sein, hat jedoch an sich nichts mit der Komplexität der Wertentwicklungsberechnung zu tun und sollte deshalb nicht an dieser Stelle als Argument aufgeführt werden.

bb) Kenntnisniveau als eigenes Kriterium

Vielmehr geht es hier um das Element des Kenntnisniveaus der betroffenen Anleger. Dass gerade unerfahrene Privatanleger Gewinnchancen überhöhen und Verlustrisiken ausblenden, ist kein inhärentes Risiko von CFDs oder irgendeines anderen Finanzprodukts. Vielmehr handelt es sich hierbei um eine inhärente Eigenschaft der Anleger, die alle Finanzprodukte gleichsam betrifft. Wir regen daher an, die mangelnde Handelserfahrung von Privatanlegern nicht im Tatbestandsmerkmal der „erheblichen Bedenken“ zu thematisieren. Vielmehr sollte diese Thematik ihren Platz in der tatbestandlichen Verhältnismäßigkeit finden. Dies entspräche auch der Systematik des Gesetzes.

Der Gesetzgeber hat das Kenntnisniveau der betroffenen Anleger ausdrücklich in § 4 Abs. 2 Nr. 3 WpHG aufgenommen. Zuvor spricht er von den festgestellten Risiken. Das zeigt, dass zwischen dem Kenntnisniveau der Anleger und den Risiken des Finanzprodukts tatbestandlich zu differenzieren ist. Wir empfehlen daher, die unter 2.1.1. der Allgemeinverfügung angestellten Erwägungen komplett zu streichen.

cc) Intransparente Wertberechnung durch Preisfestsetzung nach billigem Ermessen

Unserer Ansicht nach ist an dieser Stelle vielmehr die Überlegung aus Punkt 2.1.3 der geplanten Allgemeinverfügung anzustellen. Dadurch, dass der Kurs des CFD sich nicht an einem organisierten Markt bildet, sondern vom CFD-Anbieter nach billigem Ermessen festgelegt wird, ist die korrekte Berechnung des aktuellen Wertes für den Privatanleger realistisch nicht nachvollziehbar.

Ähnlich wie bei der Feststellung eines Kreditereignisses durch die „International Swaps and Derivatives Association“ bei sog. Bonitätsanleihen liegt somit auch bei CFDs ein informationelles Ungleichgewicht zwischen Privatanlegern und den professionellen Marktteilnehmern, insbesondere dem CFD-Emittenten vor. Wie die BaFin korrekt ausführt, wird das Risiko der fehlerhaften Ermessensausübung, das der Anleger trägt, durch den eingesetzten Hebel potenziert. Eine nachträgliche Feststellung einer fehlerhaften Ausübung durch die Aufsicht oder durch Gerichte ist indessen realistischer Weise nicht zu erwarten. Die Wertberechnung bei CFDs ist somit für Anleger intransparent und insbesondere für den Privatanleger schwer bis kaum nachvollziehbar. Dies entspricht Ziffer 3.i.c. des technischen Hinweises.

dd) Interessenkonflikt kein geeignetes Kriterium

Auf die potentiellen Interessenkonflikte zwischen dem Privatanleger und dem Emittenten kommt es dabei gar nicht mehr an. Nach unserer Ansicht ist der Verweis auf einen solchen Interessenkonflikt im Rahmen der Produktintervention ohnehin nicht möglich. Denn der Entwurf der Delegierten Verordnung der ESMA hält einen Interessenkonflikt zwischen Käufer und Emittenten nicht für ein Kriterium für eine Produktintervention. Ein solcher Konflikt kann im Prinzip bei jedem Finanzinstrument bestehen. Selbst bei Bausparverträgen, einer der klassischsten Finanzanlagen in Deutschland, besteht ein Konflikt zwischen den Banken, die einen Einlagenzins bei der Europäischen Zentralbank über dem vertraglich zugesicherten Zinssatz wünschen, und dem Kunden, der naturgemäß wünscht, dass seine Zinsen aus dem Bausparvertrag über der sonst am Markt erzielbaren Rendite liegen. Da Kreditinstitute die Entwicklung des Einlagenzinssatzes der Eurozone eher vorhersagen können als Privatanleger, könnten Bausparverträge nach der Argumentation der BaFin bereits erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz begründen.

Das Kriterium des Interessenkonflikts geht mithin zu weit und ist zu unbestimmt, um eine praxistaugliche Handhabung im Rahmen der Produktintervention zu ermöglichen. Wir regen an, die entsprechende Passage der geplanten Allgemeinverfügung auf S. 16 zu streichen.

b) Hebelwirkung bei Differenzkontrakten

Gemäß den Ziffern 3.v.a. und b. des technischen Hinweises kann die Hebelwirkung eines Produkts Anlass für Bedenken des Anlegerschutzes geben. Wie die BaFin in Teilen unter Ziffer 2.1.1. ausführt, erhöht ein Hebel die Schwankungsbreite eines Finanzprodukts. Die erzielbaren Gewinne werden genauso potenziert wie die möglichen Verluste. Die in den Absätzen zwei und drei der Ziffer 2.1.1. ausgeführten Überlegungen der BaFin könnten unserer Ansicht nach daher unter der Ziffer 2.1.2. beibehalten werden.

c) Keine Verlustbegrenzung durch „Margin Calls“ und „Stop-Loss-Orders“

Zutreffend berücksichtigt die BaFin unter den Ziffern 2.1.4. und 2.1.5. ihres Entwurfs für die Allgemeinverfügung, dass Privatanleger weder durch das „Margin Call“-Verfahren noch durch das Platzieren von „Stop-Loss-Orders“ vor Verlusten geschützt werden.

Zwar eignen sich diese beiden technischen Sicherungen in normalen Zeiten durchaus als Maßnahme zur Vermeidung vor Verlusten. In turbulenten Marktsituationen, wie sie die BaFin mit der plötzlichen Aufwertung des Schweizer Franken vor Augen hat, versagen diese Sicherungen jedoch. Wie die BaFin korrekt ausführt, kann der Margin Call z.B. an mangelnder Liquidität scheitern und die Ausführung einer Stop-Loss-Order bei heftigen Kursbewegungen und dem Auftreten sog. Preislücken erst zu einem viel niedrigeren als vom Anleger geplanten Kurs erfolgen. Ein Anspruch des Anlegers auf eine erfolgreiche Durchführung besteht in beiden Fällen nicht. Gerade die Bezeichnung „Stop-Loss-Order“ kann jedoch bei Privatanlegern den Eindruck erwecken, dass er seine Verluste gerade auch in turbulenten Marktsituationen begrenzen kann. Sie erweckt damit den Eindruck eines höheren

Sicherheitsniveaus als tatsächlich gegeben. Dies ist gemäß Ziff. 3.iv.e. des technischen Hinweises ein Kriterium, das Bedenken für den Anlegerschutz begründet.

Wir stimmen den Ausführungen der BaFin unter 2.1.4. und 2.1.5. daher vollumfänglich zu. Sie sollten als Ziffer 2.1.3. und 2.1.4. weitergeführt werden.

d) Spekulation quasi auf Kredit

Wir stimmen der BaFin in ihrer Einschätzung, dass es sich beim Handel von CFDs durch das Zusammenspiel von vorzuhaltender Margin und Nachschusspflicht der Sache nach um eine Spekulation auf Kredit handelt, nicht zu.

Ein Kauf auf Kredit zeichnet sich dadurch aus, dass der Anleger den Erwerb eines Finanzinstruments mit „geliehenem“ Fremdkapital durchführt. Wie die BaFin korrekt ausführt, sind solche Spekulationsgeschäfte auf Kredit besonders risikoträchtig. Dies ergibt sich daraus, dass der Kredit üblicherweise zu einem fixen Zeitpunkt zurückgezahlt werden muss. Es ist aber stets unsicher, ob das kreditfinanzierte Investment zum Zeitpunkt der Rückzahlung überhaupt erhalten werden konnte. Denn es ist ebenso möglich, dass das Kapital durch Verluste zwischenzeitlich ganz oder teilweise verloren wurde. In solchen Fällen sind Anleger neben dem Verlust des Kapitals zusätzlich mit der Rückzahlungsverpflichtung belastet. Zudem muss der Kredit verzinst werden. Dies erhöht noch einmal den notwendigen Gewinn, der mit dem Investment erzielt werden muss.

Diese beiden Elemente liegen bei einem Kauf von CFDs auf Margin nicht vor. Der Anleger leiht sich beim Kauf nicht von einem Dritten Fremdkapital zur Finanzierung. Er zahlt auch keine Zinsen auf den Differenzbetrag zwischen Kontraktwert und Anlagebetrag. Die bloße Tatsache, dass der Anleger nicht den gesamten Kontraktwert bei Vertragsschluss bezahlen muss, macht die Anlage noch nicht zu einer solchen auf Kredit.

Unserer Ansicht nach ist es aber auch nicht erforderlich, eine solche Parallele zu ziehen. Vielmehr reicht die Nachschusspflicht des Anlegers alleine aus, um Bedenken für den Anlegerschutz zu begründen.

Da die Anleger bei Erwerb eines CFD nur eine bestimmte Margin hinterlegen müssen, können sie mit geringem Kapitaleinsatz betragsmäßig wesentlich höhere Spekulationsgeschäfte abschließen. Ihre Haftung aus diesem Geschäft beschränkt sich jedoch nicht auf die eingesetzte Margin. Vielmehr haften sie mit ihrem gesamten Vermögen. Der Kauf auf Margin wirkt für den Anleger somit risikoh erhöhend. Denn durch den geringen Einsatz kann er dazu verleitet werden, Kontrakte abzuschließen, die er nicht eingehen würde, wenn er sie vollständig mit Kapital unterlegen müsste. Durch die Nachschusspflicht ist er jedoch wirtschaftlich so gestellt, als hätte er Vermögen in Höhe des vollständigen Kontraktwertes eingesetzt. Gleichzeitig ermöglicht ein Abschluss von Differenzkontrakten auf Margin dem Anleger aber spiegelbildlich auch höhere Gewinne, da er Kontrakte eingehen kann, die er nicht zeichnen könnte, wenn er den Kontrakt mit mehr Kapital unterlegen müsste. Auf der Risikoseite entfaltet der Kauf auf Margin aber die psychologische Wirkung, dass Anleger das Risiko, dem sie sich

tatsächlich aussetzen, unterschätzen. Dies entspricht Ziffer 3.vi. des technischen Hinweises. Wir regen an, die so geänderten Bedenken unter Ziffer 2.1.5. in der Allgemeinverfügung darzustellen.

e) Erheblichkeit der Bedenken

Die dargestellten Bedenken für den Anlegerschutz müssen auch „erheblich“ sein.

Ob die von der BaFin aufgeführten 127.137 CFD-Kunden reichen, um eine quantitative Erheblichkeit zu begründen, ist fraglich, zumal es sich insoweit nur um einen Bruchteil aller am Kapitalmarkt aktiven Kunden handelt. Auch ist in diesem Zusammenhang fraglich, wo die quantitative Grenze für eine erhebliche Kundenzahl gezogen werden soll.

Dies kann jedoch dahinstehen, da unserer Ansicht nach eine Auslegung des Begriffs der „Erheblichkeit“ unter quantitativen Gesichtspunkten nicht möglich ist. Dies zeigt die Systematik des § 4b WpHG, der in Absatz 3 eine Produktintervention der Bundesanstalt auch unter Aspekten des Anlegerschutzes bereits erlaubt, bevor Vermarktung, Vertrieb oder Verkauf des Finanzinstruments überhaupt begonnen haben. Naturgemäß liegt die quantitative Verbreitung dieses Finanzinstruments dann bei null.

Auch nach dem Sinn und Zweck der Norm erscheint es uns irrelevant, ob eine hohe oder geringe Verbreitung vorliegt. Auch ein Produkt, das nur an eine sehr geringe Zahl von Anlegern oder nur an eine bestimmte Berufsgruppe vertrieben wird, kann erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz auslösen. Gleichzeitig löst eine hohe Verbreitung eines Finanzinstruments nicht automatisch auch Bedenken für den Anlegerschutz aus.

Das Kriterium der quantitativen Verbreitung ist für die Auslegung des Tatbestandsmerkmals der Erheblichkeit demnach aus unserer Sicht ungeeignet. Sollte die BaFin auf diese Auslegung zurückgreifen, schafft sie unserer Ansicht nach einen gefährlichen Präzedenzfall. Sollte in Zukunft ein für den Anlegerschutz bedenkliches Finanzinstrument auf den Markt kommen, das jedoch nur eine beschränkte Verbreitung findet, könnten dessen Emittenten auf die an der quantitativen Auslegung der Erheblichkeit orientierte Verwaltungspraxis der BaFin verweisen, um unter Hinweis auf die mangelnde Verbreitung ihres Produkts gegen eine Intervention der Behörde zu argumentieren.

Wir schlagen hingegen vor, die Erheblichkeit der Bedenken für den Anlegerschutz aus dem massiven Verlustrisiko für den einzelnen Anleger herzuleiten.

Dieses resultiert gerade erst aus dem Zusammenwirken der vorher aufgezählten Risiken der CFDs. Keines der unter den Ziffern 2.1.1. bis 2.1.5. aufgeführten Merkmale wäre alleine geeignet, erhebliche Bedenken zu begründen. So sind gehebelte Produkte auch außerhalb von CFDs verbreitet (z.B. Optionen, Zertifikate und ETFs), tragen aber mangels Nachschusspflicht kein erhöhtes Verlustrisiko. Eine Nachschusspflicht wiederum kann es auch für Beteiligungen an Gesellschaften mit beschränkter Haftung (§§ 26 ff. GmbHG) geben. Diese Nachschusspflicht allein begründet noch keine erheblichen Bedenken des Anlegerschutzes. Genauso wenig ist eine solche Erheblichkeit dadurch gege-

ben, dass verlustmindernde Sicherungen gegebenenfalls nicht greifen. Auch bei einem simplen Aktieninvestment kann die rechtzeitige Ausführung der grundsätzlich empfohlenen Stop-Loss-Order bei starken Kursbewegungen scheitern. Dies führt noch nicht zu erheblichen Bedenken gegen das einfache Investment in Aktien.

Durch das Zusammenwirken dieser Elemente ergibt sich jedoch ein „Giftcocktail“ zu Lasten des Anlegers. Die hohen Hebel, der geringe ursprüngliche Einsatz, die mangelnden Sicherungen und insbesondere die Möglichkeit von Preislücken können bei starken Marktbewegungen zu hohen Verlusten bis hin zur Privatinsolvenz des Anlegers führen. Ein so hohes Risiko bei einem so geringen Kapitaleinsatz ist dem Finanzmarkt für Privatanleger ansonsten fremd. Es wird dementsprechend von Privatanlegern auch nicht in dieser Höhe erwartet. Da Privatanleger bei CFDs mit Nachschusspflicht bereits mit geringem Kapitaleinsatz das Risiko der Insolvenz tragen, sind die vorgetragenen Bedenken des Anlegerschutzes in ihrer Gesamtschau auch erheblich.

3. Tatbestandliche Verhältnismäßigkeit

Den Ausführungen der BaFin zur tatbestandlichen Verhältnismäßigkeit stimmen wir grundsätzlich zu. Wie oben ausgeführt sollten jedoch die Bedenken zur Fähigkeit von Privatanlegern, Verlustrisiken einzuschätzen, an diesem Punkt angeführt werden. Wir regen daher an, die im letzten Absatz unter Ziffer 2.1.1. ausgeführten Beispiele und Erwägungen an dieser Stelle darzustellen.

4. Ermessen

Grundsätzlich stimmen wir den Ausführungen der BaFin zur Ermessensausübung zu. Insbesondere die Geeignetheit und Erforderlichkeit der Maßnahme ist nachvollziehbar begründet. Dass insbesondere Schulungen oder sog. Demo-Konten nicht gleich geeignet sind, ist schon daran ersichtlich, dass solche Mittel bereits heute von den Anbietern eingesetzt und angeboten werden, ohne dass sich die Verlustrate unter Privatanlegern merklich reduziert hat. Dennoch sollte unseres Erachtens an dieser Stelle noch auf die PRIIPS-Verordnung eingegangen werden. Danach müsste die BaFin begründen, dass auch die Einführung des europäischen Produktinformationsblatts das Verbraucherschutzrisiko von CFDs nicht gleich geeignet beschränken kann. Dies könnte z.B. dadurch geschehen, dass darauf verwiesen wird, dass den Anlegern die wichtigsten Informationen über diese Finanzprodukte bereits heute zur Verfügung stehen. Insbesondere die Existenz der Nachschusspflicht sowie die mangelnde Verlässlichkeit des Margin Calls und der Stop-Loss-Order werden Anlegern bereits vermittelt. Dies hat jedoch in der Vergangenheit nicht dazu geführt, die Verluste von Privatanlegern bei CFDs zu verringern. Es steht daher nicht zu erwarten, dass das europäische Produktinformationsblatt zu einem anderen Ergebnis führen wird.

5. Angemessenheit

Bezüglich der Angemessenheit regen wir eine präzisere Formulierung an. Es sollte zunächst herausgestellt werden, dass das Recht der Privatanleger aus Art. 2 Abs. 1 Grundgesetz (GG), über ihr Vermögen frei zu verfügen, beschränkt wird, indem ihnen der Kauf eines sonst am Markt erhältlichen

Finanzprodukts versagt wird. Auf Seiten der CFD-Anbieter ist die Berufsausübungsfreiheit aus Art. 12 Abs. 1 GG betroffen, da sie ebendiese Produkte nicht mehr frei am Markt anbieten können.

Beide Rechtsgüter müssen jedoch hinter dem Ziel des kollektiven Verbraucherschutzes zurücktreten. Wie von der BaFin zutreffend herausgestellt, verfolgt der durchschnittliche Verbraucher am Kapitalmarkt das Ziel, Kapital zu bilden bzw. zu vermehren. Hierzu gehören in einem begrenzten Rahmen auch spekulative Investments. Diese ermöglichen eine hohe Rendite, tragen aber ebenfalls ein hohes Risiko des Totalverlusts. Auch unter Verbraucherschutzgesichtspunkten muss es Verbrauchern grundsätzlich möglich sein, im Rahmen ihrer Privatautonomie entsprechende Produkte zu erwerben. Dies geht jedoch nicht so weit, dass den Privatanlegern Produkte angeboten werden können, die nicht nur zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals, sondern darüber hinaus auch zum Verlust des sonstigen Vermögens des Anlegers führen können. Denn ein Privatanleger nutzt üblicherweise nur einen begrenzten Teil seines Vermögens für spekulative Investments. Dies ermöglicht es ihm, die Risiken einzuschätzen und eine fundierte Entscheidung darüber zu treffen, ob er einen Totalverlust des eingesetzten Betrages stemmen kann. Dieser Sicherheitsmechanismus wird durch CFDs mit Nachschusspflicht gezielt ausgehebelt. Da der Privatanleger nur eine bestimmte Margin hinterlegen muss, erwecken Finanzprodukte dieser Art den Eindruck, dass auch nur dieser geringe Betrag „im Feuer steht“. Durch die Nachschusspflicht ist jedoch tatsächlich das gesamte Vermögen des Anlegers risikobehaftet. Durch die teilweise sehr hohen Hebel der einzelnen Produkte kann es insbesondere bei unerwartet hohen Marktschwankungen zu ruinösen Verlusten kommen.

Dies läuft dem Ziel des typischen Privatanlegers, nur einen Teil seines Vermögens für spekulative Zwecke zu nutzen, diametral entgegen. Da Privatanleger diese hohen Verlustrisiken nicht erkennen oder ausblenden, gebietet es der kollektive Verbraucherschutz, dass die Aufsichtsbehörde hier einschreitet. Indem sich die Verfügung lediglich auf Produkte mit Nachschusspflicht bezieht, beschränkt sie Privatanleger auch nicht grundsätzlich in ihren Möglichkeiten, gehebelte Produkte zu erwerben. Sie trägt vielmehr den Interessen des durchschnittlichen Privatanlegers Rechnung, dass spekulative Geschäfte hinsichtlich des Verlustrisikos auf den eingesetzten Betrag beschränkt bleiben.

Da überdies nur der Vertrieb entsprechender Produkte an Privatanleger untersagt wird, verwehrt die Aufsicht Privatpersonen den Zugang zu CFDs mit Nachschusspflicht nicht vollkommen. Vielmehr steht ihr Erwerb jedermann offen, der die Kriterien des professionellen Anlegers gemäß § 31a Abs. 2, 7 WpHG erfüllt. Mit Einführung der Kategorie des professionellen Anlegers hat der Gesetzgeber zum Ausdruck gebracht, dass er diesem Personenkreis eine besondere Erfahrung unterstellt, die ihn auch zum Erwerb besonders risikoträchtiger Produkte und Anlagen befähigt. Dem trägt die Anordnung Rechnung. Besitzt ein Privatanleger die nach § 31a Abs. 7 Satz 3 Nr. 1 bzw. 3 WpHG erforderliche Erfahrung und verfügt über das nötige Anfangsvermögen gem. § 31a Abs. 7 Satz 3 Nr. 2, steht es ihm frei, CFDs mit Nachschusspflicht zu erwerben.

Emittenten solcher CFDs ist es damit weiterhin möglich, diese Produkte zu vertreiben. Lediglich der Vertrieb an Privatanleger, die das Risiko für ihr Vermögen als solches durch die Nachschusspflicht oft nicht richtig einschätzen, wird zugunsten des Verbraucherschutzes beschränkt. CFD-Anbieter

werden ihre Geschäftsmodelle entsprechend anpassen müssen, um die Vorgaben der Allgemeinverfügung wirksam umzusetzen.

III. Fazit

Wir teilen die Ansicht der BaFin, dass CFDs mit Nachschusspflicht nicht zum Vertrieb an Privatanleger geeignet sind. Unserer Ansicht nach handelt es sich hierbei um hochspekulative Produkte, deren enormes Verlustpotenzial von den wenigsten Anlegern durchschaut wird. Sie sind kein wesentlicher Bestandteil der Vermögensvorsorge der Bevölkerung und laufen aufgrund ihres hohen Risikos den Anlagezielen des typischen Privatanlegers diametral entgegen.

Wir unterstützen daher das Anliegen der BaFin, den Vertrieb von CFDs mit Nachschusspflicht an Privatanleger zu unterbinden. Wir hoffen mit unserer Stellungnahme dabei zu helfen, die Allgemeinverfügung auf ein rechtlich sicheres Fundament zu stellen.

Mit freundlichen Grüßen

WINHELLER Rechtsanwaltsgesellschaft mbH

Lutz Auffenberg
Rechtsanwalt
Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht