

**BESCHLUSS (EU) 2018/796 DER EUROPÄISCHEN WERTPAPIER- UND MARKTAUFSICHTS-BEHÖRDE****vom 22. Mai 2018****zur vorübergehenden Beschränkung von Differenzgeschäften (CFD) in der Union gemäß Artikel 40 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates**

DIE EUROPÄISCHE WERTPAPIER- UND MARKTAUFSICHTSBEHÖRDE —

gestützt auf den Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union,

gestützt auf die Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission <sup>(1)</sup>, insbesondere auf Artikel 9 Absatz 5, Artikel 43 Absatz 2 und Artikel 44 Absatz 1,

gestützt auf die Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 <sup>(2)</sup>, insbesondere auf Artikel 40,

gestützt auf die 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 <sup>(3)</sup>, insbesondere auf Artikel 19,

in Erwägung nachstehender Gründe:

**1. EINLEITUNG**

- (1) Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde („European Securities and Markets Authority“, ESMA) und die nationalen zuständigen Behörden haben in den letzten Jahren eine rapide Zunahme der Vermarktung, des Vertriebs und des Verkaufs von Differenzgeschäften (CFD) an Kleinanleger in der gesamten Union beobachtet. CFD sind von Natur aus mit Risiken behaftete und komplexe Produkte, die häufig spekulativ gehandelt werden. Die ESMA und die nationalen zuständigen Behörden haben außerdem beobachtet, dass ihr Angebot an Kleinanleger in zunehmendem Maße durch aggressive Vermarktungstechniken und intransparente Informationen gekennzeichnet ist, mit denen Kleinanleger nicht in die Lage versetzt werden, die diesen Produkten zugrunde liegenden Risiken zu verstehen. Die ESMA und die nationalen zuständigen Behörden haben erhebliche Bedenken darüber geäußert, dass immer mehr Kleinanleger mit diesen Produkten handeln und ihr Geld verlieren. Diese Bedenken werden auch durch die zahlreichen eingegangenen Beschwerden von Kleinanlegern aus der gesamten Europäischen Union gestützt, die erhebliche nachteilige Auswirkungen beim Handel mit CFD erlitten haben.
- (2) Diese erheblichen Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes haben die ESMA dazu gebracht, eine Reihe nicht verbindlicher Maßnahmen zu ergreifen. Seit Juni 2015 koordiniert die ESMA die Arbeit einer gemeinsamen Arbeitsgruppe, die zur Bekämpfung von Problemen im Zusammenhang mit einer Reihe von Anbietern mit Sitz in Zypern, die CFD, binäre Optionen und andere spekulative Produkte grenzüberschreitend an Kleinanleger in der ganzen Union anbieten, eingerichtet wurde <sup>(4)</sup>. Darüber hinaus koordiniert die ESMA seit Juli 2015 eine Task Force, die aus der ESMA und nationalen zuständigen Behörden besteht und deren Arbeit darauf abzielt, das Angebot an CFD und binären Optionen auf dem Kleinanleger-Massenmarkt zu überwachen und einheitliche Überwachungskonzepte auf diesem Gebiet in der gesamten Union zu fördern. Die ESMA hat im Hinblick auf das Angebot von CFD an Kleinanleger außerdem durch die Abgabe einer Stellungnahme <sup>(5)</sup> sowie durch Veröffentlichung von Fragen und Antworten <sup>(6)</sup> gemäß Artikel 29 der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010

<sup>(1)</sup> Abl. L 331 vom 15.12.2010, S. 84.

<sup>(2)</sup> Abl. L 173 vom 12.6.2014, S. 84.

<sup>(3)</sup> Abl. L 87 vom 31.3.2017, S. 90.

<sup>(4)</sup> Die gemeinsame Arbeitsgruppe besteht aus dem Vertreter der zypriotischen nationalen zuständigen Behörde, der „zyprischen Wertpapier- und Börsenaufsichtskommission (Cyprus Securities and Exchange Commission (CY-CySEC))“, der zypriotischen nationalen zuständigen Behörde sowie den Vertretern acht weiterer nationaler zuständigen Behörden, deren Länder von den Dienstleistungen betroffen sind, die von den Anbietern mit Sitz in Zypern angeboten werden. Die gemeinsame Arbeitsgruppe hat einen Aktionsplan erarbeitet, der von der CY-CySEC umgesetzt werden soll und der unter anderem umfassende Überprüfungen von CFD-Anbietern sowie stichprobenartige thematische Überprüfungen der von der CY-CySEC zugelassenen Unternehmen umfasste.

<sup>(5)</sup> Stellungnahme zu MiFID-Praktiken für Wertpapierfirmen, die komplexe Finanzprodukte verkaufen (ESMA/2014/146).

<sup>(6)</sup> Fragen und Antworten (Q&As) zur Bereitstellung von CFD und anderen spekulativen Produkten an Kleinanleger im Rahmen der MiFID (ESMA-35-36-794). Die Q&As wurden am 31. März 2017 zuletzt aktualisiert.

die aufsichtliche Konvergenz in der Union gefördert. Schließlich hat die ESMA Warnungen <sup>(1)</sup> veröffentlicht, in denen sie ihre Bedenken hinsichtlich der Risiken im Zusammenhang mit dem unkontrollierten Angebot u. a. von CFD und binären Optionen an Kleinanleger zum Ausdruck gebracht hat. Obwohl diese Maßnahmen einige positive Auswirkungen zeigten <sup>(2)</sup>, bestehen die erheblichen Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes nach Ansicht der ESMA auch weiterhin.

- (3) Am 18. Januar 2018 hat die ESMA eine Sondierung („call for evidence“) zu ihren potenziellen Produktinterventionsmaßnahmen in Bezug auf die Vermarktung, den Vertrieb und den Verkauf von binären Optionen und CFD an Kleinanleger veröffentlicht <sup>(3)</sup> (die „Sondierung“). Diese Sondierung wurde am 5. Februar 2018 abgeschlossen. Bis dahin gingen nahezu 18 500 <sup>(4)</sup> Antworten bei der ESMA ein. Von diesen Antworten kamen 82 von Anbietern, Verbänden, Börsen und Brokern, deren Geschäftstätigkeit mit CFD und/oder binären Optionen in Zusammenhang steht, 10 von Verbrauchervertretern und die restlichen Antworten kamen von Einzelpersonen. Die große Mehrheit der Antworten von Einzelpersonen wurde von Anbietern von CFD und/oder binären Optionen gesammelt und weitergeleitet. Die Sondierung hat bei der ersten Kategorie der Befragten und insbesondere bei Produktanbietern allgemeine Bedenken hinsichtlich des Rückgangs der Einnahmen, den die vorgeschlagenen Maßnahmen zur Folge haben könnten, sowie der Kosten im Zusammenhang mit der Umsetzung der Maßnahmen aufgezeigt. Außerdem wurden von einer großen Zahl von Einzelpersonen Bedenken hauptsächlich dahingehend geäußert, dass die vorgeschlagenen Hebelbegrenzungen (Leverage-Limits) zu niedrig seien.
- (4) Die ESMA hat diese Bedenken gebührend berücksichtigt. Nach Abwägung dieser Bedenken gegen die festgestellten erheblichen Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes, die durch die Zustimmung, welche die vorgeschlagenen Maßnahmen unter den eingegangenen Stellungnahmen der Verbrauchervertreter und Einzelpersonen gefunden haben, und durch die Forderungen nach strengeren Maßnahmen weiter verstärkt wurden, hält es die ESMA jedoch für notwendig, die Vermarktung, den Vertrieb und den Verkauf von CFD an Kleinanleger gemäß Artikel 40 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 vorübergehend zu beschränken.
- (5) Eine Maßnahme, die gemäß Artikel 40 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 verhängt wird, muss in angemessenen Abständen und mindestens alle drei Monate überprüft werden. Bei der Überprüfung der Maßnahme wird die ESMA allen Umgehungspraktiken entgegenzutreten, die auftauchen können. Falls die Maßnahme nach drei Monaten nicht verlängert wird, läuft sie aus.
- (6) Zur Vermeidung von Unklarheiten haben Begriffe, die in diesem Beschluss verwendet werden, dieselbe Bedeutung wie in der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates <sup>(5)</sup> und der Verordnung (EU) Nr. 600/2014, dazu zählt auch die Bestimmung des Begriffs „Derivate“.
- (7) Die vorübergehende Begrenzung der ESMA erfüllt aus den nachstehend angeführten Gründen die in Artikel 40 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 beschriebenen Bedingungen.

## **2. BESCHREIBUNG DES KLEINANLEGERMARKTS FÜR CFD UND DES VORLIEGENS VON ERHEBLICHEN BEDENKEN HINSICHTLICH DES ANLEGERSCHUTZES (ARTIKEL 40 ABSATZ 2 BUCHSTABE a DER VERORDNUNG (EU) Nr. 600/2014)**

- (8) Der vorliegende Beschluss bezieht sich auf CFD, bei denen es sich um Derivatekontrakte mit Barausgleich handelt, deren Zweck darin besteht, dem Inhaber mittels Long- oder Shortpositionierungen zu ermöglichen, auf Veränderungen im Preis, Kurs oder Wert eines Basiswerts zu setzen. Zu diesen CFD gehören unter anderem Rolling-Spot-Forex-Produkte und finanzielle Differenzwetten (Financial Spread Bets). Der vorliegende Beschluss bezieht sich nicht auf Optionen, Terminkontrakte (Futures), Swaps und außerbörsliche Zinstermingeschäfte (Forward-Rate-Agreements).
- (9) Bei der Sondierung baten einige der Befragten darum, den Anwendungsbereich der Maßnahme näher zu erläutern. Einige der Befragten sind davon ausgegangen, dass verbrieft Derivate durch die Bestimmung des Begriffs „CFD“ der ESMA in der Sondierung ausdrücklich aus dem Anwendungsbereich der Maßnahme ausgeschlossen seien, andere haben hingegen auf die Ähnlichkeiten zwischen CFD und anderen Wertpapierprodukten hingewiesen und darum gebeten, dieselben Maßnahmen anzuwenden.

<sup>(1)</sup> Die Investorenwarnung der ESMA und der EBA zu „Differenzgeschäften (CFD)“ vom 28. Februar 2013 (Abrufbar unter: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-267.pdf>); die Investorenwarnung der ESMA zu „Risiken bei Anlagen in komplexe Produkte“ vom 7. Februar 2014 (Abrufbar unter: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/investor\\_warning\\_-\\_complex\\_products\\_20140207\\_-\\_en\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/investor_warning_-_complex_products_20140207_-_en_0.pdf)); die Investorenwarnung der ESMA über „CFD, binäre Optionen und andere spekulative Produkte“ vom 25. Juli 2016 (Abrufbar unter: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1166\\_warning\\_on\\_cfds\\_binary\\_options\\_and\\_other\\_speculative\\_products\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1166_warning_on_cfds_binary_options_and_other_speculative_products_0.pdf)).

<sup>(2)</sup> Beispielsweise hat die Arbeit der gemeinsamen Arbeitsgruppe dazu geführt, dass die CY-CySEC einige Durchsetzungsmaßnahmen ergriffen hat, die darauf abzielen, die Einhaltung der Rechtsvorschriften durch Wertpapierfirmen, die spekulative Produkte wie CFD anbieten, zu erhöhen.

<sup>(3)</sup> Sondierung zu potenziellen Produktinterventionsmaßnahmen in Bezug auf CFD und binäre Optionen für Kleinanleger (ESMA35-43-904).

<sup>(4)</sup> Die Anzahl der Sondierungsteilnehmer ist geringer als diese Zahl, da bei der ESMA auch (i) mehrere Antworten von denselben Teilnehmern (z. B. eine Antwort zu jeder vorgeschlagenen CFD-Beschränkung in einer gesonderten E-Mail) und (ii) Doppel-Antworten von denselben Teilnehmern eingegangen sind.

<sup>(5)</sup> Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 349).

- (10) Die ESMA stellt klar, dass lediglich CFD unter den Anwendungsbereich dieses Beschlusses fallen. Optionsscheine und Turbozertifikate fallen nicht in den Anwendungsbereich des Beschlusses. Die ESMA räumt ein, dass Ähnlichkeiten zwischen CFD und Optionsscheinen und Turbozertifikaten bestehen, allerdings unterscheiden sich die Produkte auch in vielerlei Hinsicht. Die ESMA wird sorgfältig überwachen, ob sich unionsweit ähnliche nachteilige Folgen für Kleinanleger entwickeln und wird bei Bedarf entsprechend handeln. Verbriefte Derivate, bei denen es sich um CFD handelt, werden nicht ausdrücklich von der CFD-Definition ausgeschlossen. Auch wenn der ESMA gegenwärtig keine verbrieften CFD bekannt sind, werden die wichtigsten Merkmale eines CFD durch eine Wertpapier-Ummantelung (Wrapper) und die Handelbarkeit an einem Handelsplatz nicht geändert. Sollten Produkte dieser Art eingeführt werden, so würden sie in den Anwendungsbereich des vorliegenden Beschlusses fallen.
- (11) CFD, die eine gehebelte Risikoposition auf Preis-, Kurs- oder Wertänderungen der Basiswertklassen ermöglichen, gibt es in einigen Ländern als spekulative kurzfristige Anlageprodukte für Nischen-Kunden bereits seit mehreren Jahren. In den letzten Jahren haben jedoch sehr viele nationale zuständige Behörden Bedenken über den stetig zunehmenden Vertrieb von CFD auf dem Kleinanleger-Massenmarkt geäußert, obwohl diese Produkte komplex und für die große Mehrheit der Kleinanleger ungeeignet sind. Die ESMA hat anhand der von einigen nationalen zuständigen Behörden erteilten Auskünfte außerdem einen Anstieg bei der Höhe der Hebel, die Kleinanlegern in solchen Produkten angeboten werden, sowie bei der Höhe der Verluste, die Kunden aus der Anlage in diese Produkte entstehen, festgestellt <sup>(1)</sup>. Diese Bedenken werden durch oftmals aggressive Vermarktungstechniken und unangemessene Praktiken der Anbieter, die CFD vermarkten, vertreiben oder verkaufen, wie zum Beispiel das Angebot von Zahlungen, monetären oder nicht monetären Vorteilen oder durch unangemessene Aufklärung über die mit den Produkten verbundenen Risiken weiter verstärkt.
- (12) Diese Bedenken sind in mehreren Ländern aufgeworfen worden, wobei die große Mehrheit der Kleinanleger in diesen Ländern in der Regel Geld verliert, was von einer ganzen Reihe von nationalen zuständigen Behörden dargelegt wird <sup>(2)</sup>. Einige nationale zuständige Behörden haben im Bestreben, diese Bedenken abzuwenden, Maßnahmen auf diesem Gebiet ergriffen <sup>(3)</sup>. Die vorübergehende Begrenzung der ESMA ist unter anderem angesichts der grenzüberschreitenden Dimension dieser Tätigkeiten jedoch das angemessenste und effizienteste Mittel, um die erheblichen Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes abzuwenden und ein einheitliches Mindestniveau an Anlegerschutz in der gesamten Union im Einklang mit den Bedingungen aus Artikel 40 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 zu gewährleisten.
- (13) Die in Artikel 40 Absatz 2 Buchstabe a der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 genannte Bedingung lautet, dass unter anderem erhebliche Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes vorliegen müssen. Bei der Ermittlung, ob erhebliche Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes vorliegen, hat die ESMA die Relevanz der in Artikel 19 Absatz 2 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/567 angeführten Kriterien und Faktoren bewertet. Nach Berücksichtigung der relevanten Kriterien und Faktoren ist die ESMA zu dem Schluss gekommen, dass aus den folgenden Gründen erhebliche Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes vorliegen.

### 2.1. Der Grad der Komplexität und das Maß an Transparenz von CFD

- (14) CFD sind komplexe Produkte <sup>(4)</sup>, die in der Regel nicht an einem Handelsplatz gehandelt werden. Die Preisgestaltung, die Handelsbedingungen und die Abrechnung dieser Produkte sind nicht standardisiert, wodurch die Möglichkeit der Kleinanleger die Bedingungen des Produkts zu verstehen, beeinträchtigt wird. Außerdem verlangen CFD-Anbieter von ihren Kunden häufig die Bestätigung der Tatsache, dass die Referenzpreise, die zur Bestimmung des Werts eines CFD verwendet wurden, von dem Preis abweichen können, der auf dem jeweiligen Markt verfügbar ist, auf dem der Basiswert gehandelt wird, wodurch Kleinanleger die Richtigkeit der von den Anbietern genannten Preise nur schwer kontrollieren und überprüfen können.
- (15) Die Kosten und Gebühren, die für den Handel mit CFD anfallen, sind komplex und für Kleinanleger intransparent. Kleinanleger finden es in aller Regel besonders schwer, die erwartete Wertentwicklung eines CFD zu verstehen und abzuschätzen, auch unter Berücksichtigung der Komplexität, die sich aus der Auswirkung der Transaktionsgebühren auf diese Wertentwicklung ergibt. Transaktionsgebühren werden in CFD normalerweise auf den vollen Nominalwert des Geschäfts aufgeschlagen und Anlegern entstehen somit bei Einsatz höherer Hebel (Leverage) höhere Transaktionsgebühren im Verhältnis zur investierten Summe. Transaktionsgebühren werden gewöhnlich

<sup>(1)</sup> Siehe Erwägungsgrund 35.

<sup>(2)</sup> Siehe Erwägungsgrund 35.

<sup>(3)</sup> Siehe Erwägungsgründe 73 und 75.

<sup>(4)</sup> CFD erfüllen nicht die Kriterien, um gemäß Artikel 25 Absatz 4 der Richtlinie 2014/65/EU in Verbindung mit Artikel 57 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie (ABl. L 87 vom 31.3.2017, S. 1) als nicht komplexe Finanzinstrumente angesehen zu werden.

von dem Margin-Ersteinschuss („Initial Margin“), der vom Kunden eingezahlt wurde, abgezogen, und ein hoher Hebel kann dazu führen, dass der Kunde bei Eröffnung eines CFD einen erheblichen Verlust auf seinem Handelskonto feststellt, der durch die hohen Transaktionsgebühren bewirkt wurde. Da Transaktionsgebühren bei einem höheren Hebel mehr von der Initial Margin des Kunden verzehren, müssen Kunden bei dem Geschäft selbst mehr Geld verdienen, um einen Gewinn zu erzielen. Dadurch werden die Chancen des Kunden, nach Abzug der Transaktionsgebühren einen Gewinn zu erzielen, kleiner, und der Kunde ist einem höheren Verlustrisiko ausgesetzt.

- (16) Abgesehen von Transaktionsgebühren können Spreads und verschiedene andere Finanzierungskosten und Entgelte berechnet werden<sup>(1)</sup>. Dazu gehören Provisionen (entweder eine allgemeine Provision oder eine Provision bei jedem Wertpapiergeschäft oder bei dem Eröffnen und Schließen eines CFD-Kontos) und/oder Kontoführungsgebühren. Finanzierungsgebühren werden gewöhnlich außerdem auch erhoben, um ein CFD offen zu halten, beispielsweise Tages- oder Übernachtgebühren, wozu noch ein Aufschlag hinzugefügt werden kann. Die Anzahl und die Komplexität der verschiedenen Kosten und Gebühren sowie ihre Auswirkung auf die Wertentwicklung der Wertpapiergeschäfte der Kunden erhöhen das Ausmaß der Intransparenz in Bezug auf CFD so stark, dass ein Kleinanleger keine fundierte Anlageentscheidung treffen kann.
- (17) Eine weitere Komplexität ergibt sich aus der Verwendung von Stopp-Loss-Order. Dieses Produktmerkmal kann bei Kleinanlegern den irreführenden Eindruck erwecken, dass eine Stopp-Loss-Order die Ausführung zu dem Kurs garantiert, den sie festgelegt haben (dem „Stopp-Loss“-Kurs). Stopp-Loss-Ordern garantieren jedoch kein Schutzniveau, sondern das Auslösen eines unbedingten Auftrags („Market Order“), wenn der CFD-Kurs den von dem Kunden festgelegten Kurs erreicht. Entsprechend kann der Preis, den der Kunde erhält (Ausführungspreis), von dem Preis abweichen, auf den der Stopp-Loss festgelegt war<sup>(2)</sup>. Stopp-Loss-Ordern gibt es zwar nicht nur für CFD, durch die Hebelwirkung (Leverage) wird aber die Anfälligkeit des Einschusses (Margin) eines Anlegers gegenüber Preisveränderungen des Basiswerts erhöht, wodurch auch das Risiko plötzlicher Verluste steigt, was bedeutet, dass traditionelle Handelssteuerungen wie zum Beispiel Stop-Loss-Ordern nicht ausreichen, um die Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes abzuwenden.
- (18) Eine weitere wichtige Komplexität im Zusammenhang mit CFD kann sich aus dem zugrunde liegenden maßgeblichen Markt ergeben. Beispielsweise spekulieren Kunden beim FX-Handel auf eine Währung gegenüber einer anderen. Wenn keine dieser Währungen die Währung ist, die der Kunde zur Eröffnung einer CFD-Position verwendet hat, hängt jede Rendite, die der Kunde erzielt, von den Maßnahmen ab, die er ergriffen hat, um die Entwicklung dieser drei Währungen abzuschätzen. Dies lässt darauf schließen, dass ein hohes Maß an Kenntnissen über alle beteiligten Währungen erforderlich ist, um die Komplexitäten eines solchen Währungshandels erfolgreich zu bewältigen. In der Regel verfügen Kleinanleger nicht über solche Kenntnisse.
- (19) CFD mit Kryptowährungen als Basiswert werfen separate und erhebliche Bedenken auf. Kryptowährungen sind eine relativ junge Anlageklasse, die Anleger großen Risiken aussetzt. Die ESMA und andere Aufsichtsbehörden haben wiederholt<sup>(3)</sup> vor den Risiken im Zusammenhang mit der Anlage in Kryptowährungen gewarnt. Bei CFD auf Kryptowährungen bestehen viele dieser Bedenken weiterhin fort. Das liegt daran, dass Kleinanleger in der Regel die Risiken nicht verstehen, die mit der Spekulation auf eine extrem volatile und relativ junge Anlageklasse verbunden sind und die durch Margin-basierten Handel noch verschärft werden, weil der Kunde dazu gezwungen ist, innerhalb eines sehr kurzen Zeitraums zu reagieren. Aufgrund der spezifischen Eigenschaften von Kryptowährungen als Anlageklasse werden die Maßnahmen im vorliegenden Beschluss sorgfältig überwacht und gegebenenfalls nachgeprüft.
- (20) Das hohe Maß an Komplexität, die mangelhafte Transparenz, die Beschaffenheit der Risiken und die Art des Basiswerts bestätigen, dass im Zusammenhang mit diesen CFD erhebliche Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes vorliegen.

<sup>(1)</sup> Ein von einem CFD-Anbieter für Kleinanleger angebotener Spread kann einen Aufschlag auf die Marktpreise enthalten, die dem Anbieter von einer externen Quelle, wie zum Beispiel einem Liquiditätsgeber, in Rechnung gestellt werden.

<sup>(2)</sup> Siehe auch Artikel 19 Absatz 2 Buchstabe d der Delegierten Verordnung (EU) 2017/567 und insbesondere den letzten darin angeführten Unterfaktor, nämlich unter anderem die Verwendung von Terminologie, die auf einen höheren Sicherheitsgrad schließen lässt, als derjenige, der tatsächlich möglich oder wahrscheinlich ist.

<sup>(3)</sup> Siehe beispielsweise die gemeinsamen Warnungen der ESMA, EBA und EIOPA zu virtuellen Währungen. Abrufbar unter: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-1284\\_joint\\_esas\\_warning\\_on\\_virtual\\_currenciesl.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-1284_joint_esas_warning_on_virtual_currenciesl.pdf), die EBA-Warnung von 2013. Abrufbar unter: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/598344/EBA+Warning+on+Virtual+Currencies.pdf>, und eine Übersicht der Warnungen der Aufsichtsbehörden zu virtuellen Währungen und Initial Coin Offerings findet sich auf der Website der IOSCO. Abrufbar unter: <http://www.iosco.org/publications/?subsection=ico-statements>.

## 2.2. Die besonderen Merkmale oder Bestandteile von CFD

- (21) Das wichtigste Merkmal von CFD ist ihre Eignung zur Hebelwirkung (Leverage). Generell gilt, dass der mögliche Gewinn der Kunden durch die Hebelwirkung zwar erhöht werden kann, was jedoch genauso für etwaige Verluste gilt. National zuständige Behörden haben festgestellt, dass die Höhe der Hebel, die in der Union auf CFD angewendet werden, zwischen 3:1 und 500:1 beträgt <sup>(1)</sup>. Soweit Kleinanleger betroffen sind, kann die Wahrscheinlichkeit eines höheren Verlustes durch die Anwendung eines Hebels aus den nachstehend angeführten Gründen in einem stärkeren Ausmaß erhöht werden als die Wahrscheinlichkeit eines höheren Gewinns.
- (22) Durch Hebel wird die Wertentwicklung einer Anlage beeinträchtigt, weil die Auswirkung der Transaktionsgebühren, die den Kleinanlegern entstehen, erhöht wird <sup>(2)</sup>.
- (23) Ein weiteres Risiko im Zusammenhang mit dem Handel in Produkten mit Hebel ergibt sich aus dem Zusammentreffen eines hohen Hebels und der Praxis einer automatischen Margin-Glattstellung. Im Rahmen von üblicherweise angewendeten Vertragsbedingungen wird CFD-Anbietern das Ermessen eingeräumt, ein Kundenkonto glattzustellen, sobald das Nettokapital des Kunden einen bestimmten Anteil der Initial Margin erreicht, die der Kunde einzahlen muss, um eine CFD-Position zu eröffnen <sup>(3)</sup>.
- (24) Durch die Wechselwirkung zwischen dem hohen Hebel und der automatischen Margin-Glattstellung wird die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass die Position eines Kunden innerhalb eines kurzen Zeitraums automatisch durch den CFD-Anbieter glattgestellt wird oder ein Kunde in der Hoffnung auf die Wende bei einer verlierenden Position Nachschusszahlungen leisten muss. Ein hoher Hebel erhöht die Wahrscheinlichkeit dafür, dass die Margin des Kunden nicht ausreicht, um seine offenen CFD zu stützen, weil die Position(en) des Kunden dadurch zum Nachteil des Kunden für geringe Preisschwankungen des Basiswerts anfällig gemacht werden.
- (25) Die ESMA stellt fest, dass die Praxis der Margin-Glattstellung auf dem Markt von CFD-Anbietern anscheinend hauptsächlich deshalb eingeführt wurde, um die Risiken des Kunden und das Kreditrisiko des Anbieters einfacher zu steuern, indem die Position eines Kunden glattgestellt wird, bevor der Kunde keine ausreichenden Mittel mehr hatte, um sein gegenwärtiges Risiko zu decken. Die automatische Margin-Glattstellung bietet auch Kunden einen gewissen Schutz, da sie (vor allem bei hohen Hebeln) das Risiko verringert (aber nicht beseitigt), dass der Kunde seine gesamte Initial Margin oder sogar mehr verliert.
- (26) Einige nationale zuständige Behörden haben der ESMA gemeldet <sup>(4)</sup>, dass die Höhe, bei der eine automatische Margin-Glattstellung angewendet wird, unter CFD-Anbietern uneinheitlich ist <sup>(5)</sup>. CFD-Anbieter mit Kunden, die in der Regel mit Auftragsgrößen eines niedrigeren Werts handeln und die in der Regel als direkte Gegenparteien der Wertpapiergeschäfte ihrer Kunden agieren, haben bisher die Margin-Glattstellungsvorschrift zwischen 0 % und 30 % der ursprünglich angeforderten Margin festgelegt. Indem der Anbieter die Kundenmittel fast bis auf 0 erodieren lässt, setzt er den Kunden einem erhöhten Risiko aus, mehr Geld zu verlieren, als er investiert hat. Einige nationale zuständige Behörden haben außerdem festgestellt, dass es gängige Marktpraxis ist, eine Margin-Glattstellung auf Einzelkontobasis anzuwenden <sup>(6)</sup>. Das bedeutet, dass auf der Grundlage der kombinierten Margin, die für alle offenen Positionen eines Kunden in Verbindung mit dem CFD-Konto (Anlagenklassenübergreifend) vorgeschrieben ist, Margin-Minimalanforderungen angewendet werden. Dadurch können auf dem Konto des Kunden Verluste durch rentable Positionen ausgeglichen werden.

<sup>(1)</sup> Die „Financial Conduct Authority“ (UK-FCA), die nationale zuständige Behörde im Vereinigten Königreich, hat für kleinere Positionsgrößen Hebelhöhen von 200:1 festgestellt. Die UK-FCA hat außerdem festgestellt, dass 200:1 der übliche Hebel bei „wichtigen“ Währungen ist, aber auch ein Hebel von 500:1 und gelegentlich mehr eingesetzt wird, wenn Anbieter auf kleinere Kleinanleger abzielen. L'Autorité des marchés financiers (FR-AMF), die französische nationale zuständige Behörde, hat festgestellt, dass für die liquidesten Währungspaare Hebel bis zu 400:1 angeboten werden. Die Zentralbank von Irland (IE-CBI), die irische nationale zuständige Behörde, hat Hebel von bis zu 400:1 festgestellt. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (DE-BaFin), die deutsche nationale zuständige Behörde, hat auf einen besonderen Fall in Deutschland hingewiesen, bei dem ein Unternehmen einen Hebel von 400:1, ohne einen Margenausgleich („Margin call“) vorzunehmen, angeboten hat. Die „Commissione Nazionale per le Società e la Borsa“ (IT-CONSOB), die italienische nationale zuständige Behörde, und die Комисията за финансов надзор (BG-FSC), die bulgarische nationale zuständige Behörde, haben Hebel bis zu 500:1 festgestellt.

<sup>(2)</sup> Siehe Erwägungsgrund 15.

<sup>(3)</sup> Für CFD-Anbieter ist es jedoch auch gängige Marktpraxis, ein Margin-Ausgleichsniveau festzulegen, das höher ist als das Margin-Glattstellungsniveau und das dem Kunden die Möglichkeit gibt, die Initial Margin durch Nachschusszahlungen zu erhöhen, um sein Wertpapiergeschäft zu stützen. Entscheidet sich der Kunde dafür, riskiert er, noch mehr Geld zu verlieren. Wenn ein Anbieter das Margin-Ausgleichsniveau beispielsweise auf 70 % eines Ersteinschusses von 100 festlegt, müsste der Kunde mehr Geld in das Handelskonto einzahlen, sobald der Saldo unter 70 fällt.

<sup>(4)</sup> Die ESMA und nationale zuständige Behörden haben in Bezug auf das unionsweite CFD-Angebot laufend Informationen ausgetauscht (auch durch Besprechungen).

<sup>(5)</sup> Die Česká národní banka (CZ-CBN), die tschechische nationale zuständige Behörde, hat festgestellt, dass tschechische CFD-Anbieter Positionen in der Regel glatt stellen, wenn die Margin unter 15 % fällt. Die DE-BaFin und die BG-FSC haben festgestellt, dass die Positionen von Kunden glattgestellt werden, wenn die Gelder auf einem Kundenkonto zwischen 30 % und 50 % der Mindestmargin fallen. Die „Commission de Surveillance du Secteur Financier“ (LU-CSSF), die luxemburgische nationale zuständige Behörde, und die „Autorité des marchés financiers“ (FR-AMF), die französische nationale zuständige Behörde, haben festgestellt, dass von den Anbietern festgelegte automatische Glattstellungen in der Regel zwischen 120 % und 150 % der Initial Margin liegen.

<sup>(6)</sup> Die CY-CySEC und die UK-FCA.

- (27) Ein mit der Hebelung verbundenes Risiko besteht darin, dass die Kunden durch den Hebel dem Risiko ausgesetzt werden, mehr Geld zu verlieren als sie investiert haben. Das ist ein wesentliches Risiko, das Kleinanleger möglicherweise trotz schriftlicher Warnungen nicht verstehen. Die von einem Kunden eingezahlte Margin wird als Sicherheitsleistung für die Position des Kunden einbezahlt. Wenn sich der Preis des Basiswerts beispielsweise über die einbezahlte Initial Margin hinaus gegen die Position des Kunden bewegt <sup>(1)</sup>, kann der Kunde selbst nach dem Schließen all seiner offenen CFD-Positionen für Verluste haftbar gemacht werden, die höher sind als der Saldo auf seinem CFD-Handelskonto. Einige nationale zuständige Behörden haben der ESMA gemeldet, dass eine Reihe von Kleinanlegern während der Abkopplung des Schweizer Franken vom Euro im Januar 2015 beträchtliche Geldsummen verloren hat <sup>(2)</sup>. Viele Kleinanleger waren sich nicht darüber im Klaren, dass sie mehr Geld verlieren konnten, als sie investiert hatten <sup>(3)</sup>.
- (28) Der Handel mit hohen Hebeln erhöht außerdem die Auswirkung von Sprüngen in der Kursbildung („Gapping“), zu der es in Zeiten mit beträchtlicher Marktvolatilität kommen kann (beispielsweise der Sterling Flash Crash und die Abkopplung des Schweizer Franken). Zu Sprüngen bei der Kursbildung kommt es, wenn sich der Preis des Basiswerts plötzlich verändert. Sprünge bei der Kursbildung sind nicht allein auf CFD beschränkt, aber die Risiken im Zusammenhang mit solchen Ereignissen werden durch hohe Hebel verschärft. Wenn es zu Sprüngen bei der Kursbildung kommt, ist ein Verluste erleidender Kunde möglicherweise nicht in der Lage, einen offenen CFD zu seinem gewünschten Preis zu schließen, wodurch dem Kunden beim Handel mit hohen Hebeln erhebliche Verluste entstehen können <sup>(4)</sup>. Bei dem Schweizer-Franken-Schock im Jahr 2015 hat das beispielsweise dazu geführt, dass Kleinanleger erheblich mehr Geld als den von ihnen ursprünglich investierten Betrag verloren <sup>(5)</sup>.
- (29) Die häufig sehr hohen Hebel, die Kleinanlegern angeboten werden, und die Volatilität bestimmter Basiswerte können in Verbindung mit der Anwendung von Transaktionskosten, die sich auf die Wertentwicklung der Anlage auswirken, zu schnellen Änderungen bei der Anlageposition eines Kunden führen. Der Kunde muss dann schnell Maßnahmen zur Steuerung der offenen Risikoposition durch Nachschusszahlungen ergreifen, um zu verhindern, dass die Position automatisch glattgestellt wird. In solchen Fällen kann ein hoher Hebel in einer sehr kurzen Zeitspanne zu hohen Verlusten für Kleinanleger führen, und das Risiko, dass Kunden mehr als die für den CFD-Handel eingezahlten Mittel verlieren, wird verschärft.
- (30) Die vorgenannten Faktoren bestätigen, dass in Bezug auf solche CFD erhebliche Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes vorliegen.

### 2.3. Das Ausmaß potenziell nachteiliger Folgen und des Ungleichgewichts zwischen erwarteten Renditen oder Gewinnen für Anleger und dem Verlustrisiko

- (31) Die folgenden Informationen, die der ESMA von nationalen zuständigen Behörden erteilt worden sind, deuten darauf hin, dass die Zahl der Kleinanleger, die in CFD investieren, sowie die Zahl der Anbieter, die diese Produkte anbieten, unionsweit gestiegen ist:
- Die meisten nationalen zuständigen Behörden haben der ESMA in ihrem Land zugelassene Anbieter gemeldet, die Kleinanlegern CFD anbieten <sup>(6)</sup>. Fast alle nationalen zuständigen Behörden haben der ESMA CFD-Anbieter mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat gemeldet, die CFD in ihrem Land anbieten <sup>(7)</sup>. Einige nationale zuständige Behörden haben auch erwähnt, dass CFD-Anbieter auch Niederlassungen oder vertraglich gebundene Vermittler einsetzen, um in den Gastländern CFD zu handeln <sup>(8)</sup>;
  - die zypriotische Wertpapier- und Börsenaufsichtskommission („Cyprus Securities and Exchange Commission (CY-CySEC)“), die zypriotische nationale zuständige Behörde, und die „Financial Conduct Authority (UK-FCA)“, die nationale zuständige Behörde des Vereinigten Königreichs, haben zwischen 2016 und 2017 einen Anstieg der Anzahl der CFD-Anbieter von 103 auf 138 Anbieter in Zypern und von 117 auf 143 Anbieter im Vereinigten Königreich gemeldet, die sich auf den grenzüberschreitenden Verkauf dieser Produkte an Kleinanleger spezialisiert haben;

<sup>(1)</sup> Bei einem Hebel von 50:1 beispielsweise eine Preisänderung von über 2 %.

<sup>(2)</sup> Zum Beispiel die FR-AMF, die DE-BaFin und die UK-FCA.

<sup>(3)</sup> Laut DE-BaFin waren solche Produkte „vor allem durch den sogenannten Schweizer-Franken-Schock Anfang 2015 in den Fokus der Öffentlichkeit gerückt. Die Schweizerische Nationalbank hatte damals den Euro-Mindestkurs aufgehoben, und viele CFD-Anleger erlitten daraufhin durch Nachschusspflichten hohe Verluste“. Abrufbar unter: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Pressemitteilung/2016/pm\\_161208\\_allgvfg\\_cfd.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Pressemitteilung/2016/pm_161208_allgvfg_cfd.html).

<sup>(4)</sup> Bei der Sondierung meldeten einige Befragte, dass sie beim CFD-Handel mehr als 100 000 EUR verloren hätten.

<sup>(5)</sup> Siehe ein Beispiel, bei dem ein Anleger 280 000 EUR bei einer Anlage von lediglich 2 800 EUR verloren hat. Abrufbar unter: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Pressemitteilung/2016/pm\\_161208\\_allgvfg\\_cfd.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Pressemitteilung/2016/pm_161208_allgvfg_cfd.html).

<sup>(6)</sup> Belgien, Dänemark, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Litauen, Malta, Niederlande, Österreich, Rumänien, Slowenien, Spanien, Tschechische Republik, das Vereinigte Königreich, Zypern und sowie Norwegen, Liechtenstein und Island.

<sup>(7)</sup> AT-FMA, BE-FSMA (die nationale Maßnahmen eingeführt hat, um diese Produkte zu begrenzen), CY-CySEC, CZ-CNB, DE-BaFin, DK-Finanstilsynet, EE-FSA, EL-HCMC, ES-CNMV, FI-FSA, FR-AMF, IE-CBI, IS-FME, IT-CONSOB, LI-FMA, LT-Lietuvos Bankas, MT-MFSA, NL-AFM, NO-Finanstilsynet, PT-CMVM, RO-ASF, SE-FI, SI-ATVP, UK-FCA.

<sup>(8)</sup> IT-CONSOB, IE-CBI, FR-AFM und CZ-CNB.

- iii) die UK-FCA hat außerdem einen Anstieg bei der Zahl der Zulassungsanträge von Wertpapierfirmen, die CFD anbieten, festgestellt. Neuere Märkte wie zum Beispiel Griechenland, Ungarn, Portugal und die Slowakei haben ebenfalls einen Anstieg bei der Zahl der Zulassungsanträge von Wertpapierfirmen festgestellt, die CFD anbieten <sup>(1)</sup>.
- (32) Die Zahl der aktiven Anleger ist im Hinblick auf diese Produkte wegen der relativ kurzen Lebensspanne der CFD-Kundenkonten und der grenzüberschreitenden Dimension der Tätigkeiten ungewiss. Die ESMA schätzt anhand der Daten, die sie von einer Reihe von nationalen zuständigen Behörden <sup>(2)</sup> erhalten hat, dass die Zahl der Handelskonten von Kleinanlegern bei Anbietern von CFD und binären Optionen mit Sitz im EWR von 1,5 Millionen im Jahr 2015 <sup>(3)</sup> auf ungefähr 2,2 Millionen im Jahr 2017 angestiegen ist <sup>(4)</sup>.
- (33) Die Daten der Kleinanlegerbeschwerden zeigen für diesen Bereich ebenfalls fortlaufende Bedenken hinsichtlich des Verbraucherschutzes auf <sup>(5)</sup>.
- (34) Einige nationale zuständige Behörden <sup>(6)</sup> haben der ESMA gegenüber Bedenken zum Ausdruck gebracht, dass CFD-Anbieter in anderen Mitgliedstaaten nach Kunden Ausschau halten werden, wenn einige nationale Märkte durch einzelstaatliche Maßnahmen (zum Beispiel Belgien <sup>(7)</sup> und Frankreich <sup>(8)</sup>) beschränkt werden.
- (35) Aus speziellen Studien, die von den folgenden nationalen zuständigen Behörden im Hinblick auf Anlageergebnisse von Kleinanlegern durchgeführt wurden, die in CFD investieren, geht hervor, dass die Mehrheit der Kleinanleger, die in diesen Mitgliedstaaten in CFD anlegen, bei diesen Geschäften Geld verliert:
- i) Die CY-CySEC hat vom 1. Januar 2017 bis zum 31. August 2017 bei 18 wichtigen CFD-Anbietern eine Stichprobenanalyse von Kleinanlegerkonten (ungefähr 290 000 Kundenkonten) durchgeführt. Dabei wurde festgestellt, dass in diesem konkreten Zeitraum im Durchschnitt 76 % der Kundenkonten ein Gesamtverlust entstanden ist und rund 24 % der Kundenkonten einen Gewinn aufwiesen. Im Durchschnitt belief sich der Verlust pro Konto auf etwa 1 600 EUR;
  - ii) die „Comisión Nacional del Mercado de Valores“ („ES-CNMV“), die spanische nationale zuständige Behörde, hat festgestellt, dass über einen Zeitraum von 21 Monaten zwischen Anfang 2015 und Ende 2016 ungefähr 82 % der Kleinanleger <sup>(9)</sup> insgesamt Geld verloren haben. Der durchschnittliche Verlust pro Kleinanleger belief sich auf 4 700 EUR <sup>(10)</sup>;
  - iii) die „Autorité des marchés financiers“ („FR-AMF“), die französische nationale zuständige Behörde, stellte fest, dass mehr als 89 % der Kleinanleger über einen Zeitraum von vier Jahren von 2009 bis 2013 insgesamt Geld verloren haben und dass sich der durchschnittliche Verlust pro Kleinanleger auf 10 887 EUR belief <sup>(11)</sup>. Aus Daten, die der FR-AMF von der Schlichtungsstelle vorgelegt wurden, geht zudem hervor, dass sich der durchschnittliche Gesamtverlust, der Beschwerdeführern aus dem Handel mit CFD entstanden ist, im Jahr 2016 auf 15 207 EUR belief. Des Weiteren hat die Schlichtungsstelle festgestellt, dass die Praktiken der beaufsichtigten Anbieter insbesondere in den Jahren 2016 und 2017 noch aggressiver geworden sind und zunehmend auf Anleger abzielten, die voraussichtlich erhebliche Zahlungen leisten würden. Einige Beschwerden zu Belästigungs- und Manipulationsfällen kamen von Beschwerdeführern mit beträchtlichen Sparguthaben. Die Zahlen der Streitschlichtungsfälle vor der französischen Schlichtungsstelle scheinen dies für das Jahr 2016 zu belegen, wobei sich der durchschnittliche zugesprochene Betrag auf 11 938 EUR belief und die Hälfte aller Fälle einen Betrag über 5 000 EUR betraf. Die Verluste, die einigen Anlegern entstanden sind, beliefen sich auf über 90 000 EUR und die kumulativen Verluste in Fällen, die zu diesem Sachverhalt,

<sup>(1)</sup> Im Jahr 2017 haben die Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (EL-HCMC), die griechische nationale zuständige Behörde, die Magyar Nemzeti Bank (HU-MNB), die ungarische nationale zuständige Behörde, und die Národná Banka Slovenska (SK-NBS), die slowakische nationale zuständige Behörde, der ESMA gemeldet, dass sie einen Anstieg bei der Zahl der Zulassungsanträge von CFD-Anbietern festgestellt haben.

<sup>(2)</sup> Im Jahr 2015 vorgelegte Daten von: BG-FSMA, CY-CySEC, CZ-CNB, FR-AMF, IE-CBI, IS-FME, LU-CSSF, NL-AFM, MT-MFSA, PT-CMVM, RO-ASF, UK-FCA. Im Jahr 2017 vorgelegte Daten von: CY-CySEC, CZ-CNB, ES-CNMV, FR-AMF, IE-CBI, LU-CSSF, NL-AFM, MT-MFSA, NO-Finanstilsynet, SK-NBS, UK-FCA.

<sup>(3)</sup> Angesichts der häufigen grenzüberschreitenden Dimension der Tätigkeit der Produkthanbieter kann diese Zahl auch Kunden aus Nicht-EWR-Staaten enthalten. Insbesondere im Vereinigten Königreich ist die Zahl der durch CFD finanzierten Kundenkonten von 657 000 im Jahr 2011 auf 1 051 000 Ende 2016 angestiegen. In diesen Zahlen sind jedoch auch ruhende Kundenkonten oder mehrere von ein und demselben Kleinanleger verwendete Konten enthalten. Die von der CY-CySEC vorgelegten Zahlen wurden auf der Grundlage von Konten zusammengestellt, die bei CY-CySEC-zugelassenen Anbietern eröffnet wurden, welche diese Produkte anbieten.

<sup>(4)</sup> In Bezug auf das Vereinigte Königreich sind in dieser Zahl nicht die im Vereinigten Königreich ansässigen Kunden von im Vereinigten Königreich zugelassenen Anbietern enthalten, was im Jahr 2016 schätzungsweise etwa 400 000 Personen waren. Bei den anderen Mitgliedstaaten, die der ESMA Daten übermittelt haben, kann die Zahl auch Kunden aus Nicht-EWR-Staaten enthalten.

<sup>(5)</sup> Beschwerden in Bezug auf CFD sind eingegangen bei der AT-FMA, der BE-FSMA, der BG-FSC, der HR-HANFA, der CZ-CNB, der CY-CySEC, der DE-Bafin, der DK-Finanstilsynet, der EE-Finantsinspeksioon, der EL-HCMC, der ES-CNMV, der FI-Finanssivalvonta, der FR-AMF, der IE-CBI, IT-CONSOB, der LT-Lietuvos Bankas, der MT-MFSA, der NL-AFM, der PL-KNF, der PT-CMVM, der RO-ASF, der SE-Finansinspektionen, der SI-ATVP, der UK-FCA und der NO-Finanstilsynet.

<sup>(6)</sup> Zum Beispiel die tschechische Nationalbank, die polnische KNF und die spanische CNMV.

<sup>(7)</sup> Abrufbar unter: <https://www.fsma.be/en/news/fsma-regulation-establishes-framework-distribution-otc-derivatives-binary-options-cfds>.

<sup>(8)</sup> Abrufbar unter: [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](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).

<sup>(9)</sup> In einer Untersuchung von 30 000 Kunden, die nahezu 100 % der Kleinanleger-Kunden der von der CNMBV zugelassenen CFD-Anbieter repräsentierten.

<sup>(10)</sup> Veröffentlicht auf Spanisch unter: <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7bf1a92bb1-5f1b-420b-b58c-122d64a1ed9a%7d>.

<sup>(11)</sup> Abrufbar unter: <http://www.amf-france.org/technique/multimedia%3FdocId%3Dworkspace%253A%252F%252FSpacesStore%252F9bf2caa8-1ce4-4832-85f4-4dfface8644%26>.

also zu zugelassenen Wertpapierfirmen, bearbeitet wurden, beliefen sich über 1 Mio. EUR. Die FR-AMF hat außerdem festgestellt, dass Kleinanleger, die am meisten handelten (nach der Zahl der getätigten Geschäfte, nach dem durchschnittlichen Umfang des Handelsgeschäfts oder nach dem kumulativen Volumen), auch am meisten verloren. Das Gleiche gilt auch für Kleinanleger, die im Laufe der Zeit weiterhin handelten, was darauf hindeutet, dass es keine Lernkurve gibt;

- iv) die „Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga“ („HR-HANFA“), die kroatische nationale zuständige Behörde, hat bei einer Wertpapierfirma, die ihren Kunden CFD anbietet, den Verlust pro Kunden untersucht. In der Untersuchung wurden im Handelszeitraum von Januar bis September 2016 die Verluste und die Gewinne von 267 Kleinanlegern bewertet. Die HR-HANFA hat festgestellt, dass sich die Gesamtverluste von Kunden für diesen Zeitraum auf ungefähr 1 017 900 EUR beliefen, die Gesamtgewinne von Kleinanlegern dagegen ungefähr 420 000 EUR betragen;
- v) die „Central Bank of Ireland“ („IE-CBI“), die irische nationale zuständige Behörde, hat im Jahr 2015 eine thematische Überprüfung durchgeführt, die aufgezeigt hat, dass 75 % der Kleinanleger, die in den Jahren 2013 und 2014 mit CFD gehandelt haben, Verluste entstanden sind, wobei sich der durchschnittliche Verlust pro Kleinanleger auf 6 900 EUR belief. Bei der Nachprüfung einer Stichprobe der größten CFD-Anbieter in Irland wurde festgestellt, dass 74 % der Kleinanleger in dem Zwei-Jahres-Zeitraum von 2015 bis 2016 Geld verloren, wobei sich der durchschnittliche Verlust auf 2 700 EUR belief<sup>(1)</sup>;
- vi) aus Untersuchungen, die die „Commissione Nazionale per le Società e la Borsa“ („IT-CONSOB“), die italienische nationale zuständige Behörde, im Jahr 2016 durchgeführt hat, geht hervor, dass 78 % der italienischen Kleinanleger eines bestimmten CFD-Anbieters im Zeitraum von 2014 bis 2015 Geld bei der Anlage in CFD verloren und dass 75 % Geld beim Anlegen in Rolling-Spot-Forex verloren, mit einem durchschnittlichen Verlust in Höhe von 2 800 EUR. Es wurde außerdem festgestellt, dass es eine positive Korrelation zwischen der Anzahl der von Kleinanlegern getätigten Geschäfte und dem Betrag der erlittenen Verluste gibt. Bei einer anschließenden Umfrage, die für die IT-CONSOB im März 2017 bei fünf italienischen Niederlassungen von Anbietern durchgeführt wurde, die im CFD-Geschäft tätig sind, wurde festgestellt, dass die Verluste von Kleinanlegern im Jahr 2016 bis zu 83 % betragen, wobei sich der durchschnittliche Verlust pro Kleinanleger auf ungefähr 7 000 EUR belief;
- vii) Die „Komisja Nadzoru Finansowego“ („PL-KNF“), die polnische nationale zuständige Behörde, hat im ersten Quartal 2017 anhand der Daten von 10 Wertpapierfirmen, die CFD anbieten, eine Studie<sup>(2)</sup> durchgeführt (die sich auf 130 399 Kundenkonten stützte, von denen 38 691 aktive Konten waren), und ist zu dem Schluss gekommen, dass 79,28 % der Kunden im Jahr 2016 Geld verloren haben. Der durchschnittliche Verlust pro Kunde belief sich auf 10 060 PLN. Aus einer ähnlichen Studie, die von der PL-KNF im ersten Quartal 2018 anhand der Daten von sieben Wertpapierfirmen, die in Polen CFD anbieten, (und die sich auf 177 883 Kundenkonten stützte, von denen 40 209 aktive Konten waren) durchgeführt wurde, geht hervor, dass 79,69 % der Kunden im Jahr 2017 Geld verloren. Der durchschnittliche Verlust pro Kunde belief sich für 2017 auf 12 156 PLN. Der Anteil der aktiven Kunden<sup>(3)</sup>, die Geld verloren, belief sich auf 81 % (2012), 81 % (2013), 80 % (2014), 82 % (2015), 79 % (2016) und 80 % (2017);
- viii) in einer Studie, die von der „Commission de Surveillance du Secteur Financier“ („LU-CSSF“), der luxemburgischen nationalen zuständigen Behörde, durchgeführt wurde, wurde im September 2017 festgestellt, dass sich die Verluste bei zwei CFD-Anbietern mit LU-CSSF-Zulassung je Kleinanleger auf 4 500 EUR und ungefähr 1 700 EUR beliefen;
- ix) eine Analyse, die im Jahr 2014 von der UK-FCA an einer Stichprobe von Kleinanlegerkonten ohne Anlageberatung von acht CFD-Anbietern durchgeführt wurde, deutet darauf hin, dass 82 % der Kleinanleger bei diesen Produkten Geld verloren und dass das durchschnittliche Ergebnis pro Kleinanleger im Laufe eines Jahres in einem Verlust in Höhe von 2 200 GBP besteht. Aus Informationen, die während des Konsultationsverfahrens der UK-FCA im Dezember 2016 eingingen, zeigte sich außerdem eine Korrelation zwischen höheren Hebeln und einer höheren Wahrscheinlichkeit für Verluste und höheren Verlusten<sup>(4)</sup>. In einer weiteren Studie der UK-FCA, die 2016/2017 in Bezug auf Beratungs- und Vermögensverwaltungsdienstleistungen durchgeführt wurde, die für CFD im Laufe eines 12-Monats-Zeitraums angeboten wurden, wurden weitere Belege für schlechte Ergebnisse für Kleinanleger festgestellt. Bei der Überprüfung wurde festgestellt, dass innerhalb der Population der Unternehmen, die CFD mit Beratungs- und Vermögensverwaltungsdienstleistungen anboten, 76 % der Kleinanleger Geld verloren und einen durchschnittlichen Verlust in Höhe von 9 000 GBP erlitten. Selbst wenn die Kleinanleger mit Gewinn berücksichtigt wurden, verlor ein Kleinanleger im Rahmen eines Kontos mit Beratungs- und Vermögensverwaltungsdienstleistungen in der Regel durchschnittlich etwa 4 100 GBP<sup>(5)</sup>;
- x) die „Comissão Mercado de Valores Mobiliários“ („PT-CMVM“), die portugiesische nationale zuständige Behörde, hat festgestellt, dass Kleinanlegern auf eine Position mit einem Nominalwert von 44 700 Mio. EUR im Jahr 2016 bzw. 44 200 Mio. EUR im Jahr 2017 jeweils Verluste in Höhe von 66,8 Mio. EUR im Jahr 2016 bzw. 47,7 Mio. EUR im Jahr 2017 entstanden sind.

<sup>(1)</sup> Abrufbar unter: <https://www.centralbank.ie/docs/default-source/publications/Consultation-Papers/cp107/consultation-paper-107.pdf?sfvrsn=4>. Siehe Seite 1 und 2.

<sup>(2)</sup> Abrufbar unter: [https://www.knf.gov.pl/o\\_nas/komunikaty?articleId=50315&p\\_id=18](https://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty?articleId=50315&p_id=18) (nur in polnischer Sprache).

<sup>(3)</sup> Diese Kunden investierten hauptsächlich in CFD. Diese Daten umfassen auch Anleger, die in binäre Optionen anlegten und im Jahr 2017 weniger als 4 % der aktiven Kunden darstellten.

<sup>(4)</sup> Abrufbar unter: <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp16-40.pdf>. Siehe Seite 23 und 35.

<sup>(5)</sup> Abrufbar unter: <https://www.fca.org.uk/publication/correspondence/dear-ceo-letter-cfd-review-findings.pdf>.

- (36) Eine weitere Studie wurde von der Finanstilsynet („NO-Finanstilsynet“), der norwegischen nationalen zuständigen Behörde, zu den Ergebnissen des Wertpapierhandels der Kunden von sechs CFD-Anbietern im Jahr 2016 durchgeführt. Die Studie umfasste ungefähr 1 000 Kleinanleger<sup>(1)</sup>, die über einen Zeitraum von einem oder zwei Jahren mit CFD handelten, mit Januar 2014 als Starttermin und dem Endtermin zwischen Dezember 2014 und Dezember 2015 (mit einem durchschnittlichen Handelszeitraum von 1,5 Jahren). Sie zeigte auf, dass 82 % dieser Kleinanleger Geld verloren, wobei der durchschnittliche Verlust pro Kunde 29 000 EUR betrug. Die durchschnittlichen Transaktionskosten in Bezug auf das Eigenkapital eines Kunden beliefen sich auf 37 % (wegen der hohen Hebel und des häufigen Handels)<sup>(2)</sup>.
- (37) Das einheitliche Muster durchschnittlicher Verluste, die Kleinanlegern in CFD im Laufe der Zeit und länderübergreifend entstanden sind, ergibt sich trotz positiver Renditen für in andere Finanzprodukte anlegende Kleinanleger in vielen der fraglichen Jahre. Der Anteil der Kleinanleger, die Geld verlieren, ist in der in Erwägungsgrund 35 Ziffer iii genannten AMF-Studie für jedes Jahr von 2009 bis 2013 bemerkenswert einheitlich, trotz der schwankenden jährlichen Renditen beispielsweise auf dem Aktienmarkt und der Rohstoffindizes im selben Zeitraum<sup>(3)</sup>. Das Andauern des Musters der Verluste für Kleinanleger in CFD deutet auf ein strukturelles Merkmal des Renditeprofils hin, im Gegensatz zu positiven historischen Renditen auf (langfristige) Anlagen in andere Finanzprodukte wie zum Beispiel Aktienfonds.
- (38) Diese Studien zeichnen ein deutliches Bild der erheblichen Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes, die durch das Angebot dieser CFD an Kleinanleger aufgeworfen werden.

#### 2.4. Die Art der betroffenen Kunden

- (39) CFD werden sowohl an Kleinanleger als auch an professionelle Kunden *vermarktet*, vertrieben und verkauft. Kleinanleger verfügen (im Gegensatz zu professionellen Anlegern) jedoch normalerweise nicht über die Erfahrungen, Kenntnisse und den Sachverstand, um Anlageentscheidungen zu treffen, bei denen die Risiken, welche sie in Bezug auf die komplexen CFD, die durch den vorliegenden Beschluss beschränkt werden, eingehen, richtig beurteilt werden.
- (40) Tatsächlich deutet eine Studie in einem Mitgliedstaat darauf hin, dass die höchsten maximalen Hebel häufig Kleinanlegern angeboten werden und dass professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien dagegen niedrigere maximale Hebel angeboten werden<sup>(4)</sup>. Angesichts der von der ESMA in Kleinanlegerkonten festgestellten Belege für Verluste, die im vorliegenden Beschluss beschrieben wurden, ist offensichtlich, dass in Bezug auf die unbeschränkte Vermarktung, den unbeschränkten Vertrieb und den unbeschränkten Verkauf von CFD an diese Anlegerkategorie erhebliche Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes bestehen.

#### 2.5. Vermarktungs- und Vertriebstätigkeiten in Bezug auf CFD

- (41) Obwohl CFD komplexe Produkte sind, werden sie Kleinanlegern in aller Regel über elektronische Handelsplattformen ohne Anlageberatung oder Portfolio-Verwaltung angeboten. In solchen Fällen ist gemäß Artikel 25 Absatz 3 der Richtlinie 2014/65/EU eine Beurteilung der Angemessenheit erforderlich<sup>(5)</sup>. Eine solche Beurteilung hindert die Anbieter von CFD oder deren Kunden oder potenzielle Kunden jedoch nicht daran, eine Transaktion durchzuführen, sofern sie eine einfache Warnung an den Kunden aussprechen. Dazu kann es kommen, wenn der Kunde dem Anbieter keine oder nur unzureichende Informationen zu seinen Kenntnissen und Erfahrungen auf dem Gebiet des Anlagegeschäfts gegeben hat, die für die konkrete Produktart von Belang

<sup>(1)</sup> Die ungefähr 33 % bis 50 % aller in Norwegen aktiven CFD-Kleinanleger repräsentierten.

<sup>(2)</sup> Veröffentlicht auf Norwegisch: <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2017/finanstilsynet-advare-mot-handel-i-cfd/>.

<sup>(3)</sup> Die ESMA schätzt auf der Grundlage der Daten von Thomson Reuters Lipper zu Anteilsklassen für Kleinanleger der OGAW mit Sitz in der EU, dass die durchschnittliche jährliche Anlegerrendite im Zeitraum von 2008 bis 2017, gewichtet nach Vermögenswerten und nach Abzug von Gebühren und Front- und Backloading, etwa 3 % betrug, bei einer durchschnittlichen Rendite von über 5 % auf Anlagen in Aktienfonds. Nähere Einzelheiten zu Wertentwicklung und Kosten im Zusammenhang mit EU-OGAW finden sich im ESMA-Bericht über Trends, Risiken und Schwachstellen Nr. 2 2017, Seiten 36-44, abrufbar unter: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-416\\_trends\\_risks\\_and\\_vulnerabilities\\_no.2\\_2017.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-416_trends_risks_and_vulnerabilities_no.2_2017.pdf).

<sup>(4)</sup> Eine Studie zum Angebot von CFD und Rolling-Spot-Forex an Kleinanleger wurde von der MT-MFSA durchgeführt.

<sup>(5)</sup> Ehemals Artikel 19 Absatz 5 der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates (ABl. L 145 vom 30.4.2004, S. 1). Anhang IV der Richtlinie 2014/65/EU enthält eine Entsprechungstabelle zwischen den Anforderungen aus der Richtlinie 2004/39/EG und den Anforderungen der Richtlinie 2014/65/EU sowie der Verordnung (EU) Nr. 600/2014.

sind, sowie auch dann, wenn der Anbieter daraus den Schluss gezogen hat, dass das Produkt für den Kunden nicht geeignet ist. Dadurch können Kleinanleger auf solche Produkte wie CFD zugreifen, die aufgrund ihrer Merkmale nicht an sie vertrieben werden sollten<sup>(1)</sup>.

- (42) Die UK-FCA hat wiederholte Versäumnisse der CFD-Anbieter bei der Beurteilung der Angemessenheit festgestellt; dazu gehören Unzulänglichkeiten bei der Prüfung selbst, unangemessene Risikowarnungen an Kleinanleger, die die Beurteilung der Angemessenheit nicht bestanden haben, und die unterlassene Einrichtung eines Verfahrens zur Beurteilung, ob Kunden, die die Beurteilung der Angemessenheit nicht bestehen, aber dennoch CFD handeln möchten, die Durchführung von CFD-Transaktionen gestattet werden sollte<sup>(2)</sup>. Bei einer erneuten Überprüfung des Problems Ende 2016 hat die UK-FCA festgestellt, dass eine erhebliche Anzahl an Unternehmen diese Versäumnisse auch infolge der entsprechenden Rückmeldungen nicht abgestellt hat<sup>(3)</sup>.
- (43) Nationale zuständige Behörden haben in Bezug auf die Anbieter von CFD darüber hinaus auch Besorgnis hinsichtlich der Einhaltung ihrer Verpflichtungen geäußert, ihren Kunden redliche, eindeutige und nicht irreführende Informationen bereitzustellen und im besten Interesse der Kunden zu handeln<sup>(4)</sup>. Nationale zuständige Behörden haben außerdem Besorgnis bezüglich der unzulänglichen Angemessenheitsbeurteilungen<sup>(5)</sup> in der Praxis und bezüglich der unzulänglichen Warnungen an Kunden zum Ausdruck gebracht, bei denen die Beurteilung der Angemessenheit negativ ausfällt<sup>(6)</sup>. Beispiele für diese schlechten Praktiken werden in den Fragen und Antworten der ESMA betreffend das Angebot von CFD und anderer spekulativer Produkte an Kleinanleger unter der MiFID beschrieben und waren Anlass für deren Verabschiedung<sup>(7)</sup>.
- (44) Nationale zuständige Behörden haben auf diesem Marktsektor außerdem aggressive Vermarktungspraktiken sowie irreführende Marketing-Mitteilungen festgestellt<sup>(8)</sup>. Dazu gehören zum Beispiel der Einsatz von Sponsoring-Vereinbarungen oder Partnerschaften mit bekannten Sportmannschaften, die durch die Förderung der allgemeinen Markenbekanntheit den irreführenden Eindruck erwecken, dass derart komplexe und spekulative Produkte wie CFD für den Kleinanleger-Massenmarkt geeignet sind. Außerdem enthalten sie irreführende Erklärungen wie zum Beispiel „Traden war noch nie so einfach“, „Steigen Sie jetzt ins Wertpapiergeschäft ein“, „Verdienen Sie 13 000 GBP in 24 Stunden! Worauf warten Sie noch?“<sup>(9)</sup>.

(1) Das Risiko wird durch einseitiges blindes Vertrauen möglicherweise noch verstärkt, das bei aktuellen Verhaltensstudien häufig beobachtet werden konnte. Eine aktuelle Studie mit Schwerpunkt auf Forex-Märkten weist nach, dass Hebelwirkungen ein signifikanter Indikator für blindes Vertrauen sind: Forman, John H., und Horton, Joanne: „Is Leverage Use a Better Indication for Overconfidence? Evidence from the Forex Market“ (30. August 2017). Abrufbar unter SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2860103>. Laut einer aktuellen Studie (Li, Mingsheng, und Li, Qian, und Li, Yan: „The Danger of Investor Overconfidence“ (14. November 2016), abrufbar unter SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2932961>) über die Auswirkungen der Einstellung von Anlegern zur Markteffizienz im Zusammenhang mit Börsenkrachereignissen, führt blindes Vertrauen der Anleger dazu, dass die Findung von Preisen verhindert, idiosynkratische Risiken verstärkt und Reaktionen auf den Markt vor einem Börsenkrach wegen der Informationsverzerrungen (Peng, Lin, Wei Xiong, 2006: *Investor attention, overconfidence and category learning*. Journal of Financial Economics 80, S. 563-602) und wegen der Verzerrung der Anlegerzuordnung (Gervais, S., und T. Odean, 2001: *Learning to be Overconfident*. The Review of Financial Studies, 14, S. 1 bis 27) sowie dem hohen Arbitragerisiko (Benhabib, Jess, Xuewen Liu und Penfei Wang, 2016: *Sentiments, financial markets, and macroeconomic fluctuations*. Journal of Financial Economics 120, S. 420-443) geschwächt werden. Siehe zum selben Thema unter anderem auch: Ricciardi, Victor, Kapitel 26: *The Psychology of Speculation in the Financial Markets* (1. Juni 2017). Financial Behavior: Players, Services, Products, and Markets. H. Kent Baker, Greg Filbeck und Victor Ricciardi (Herausgeber), S. 481-498, New York, NY: Oxford University Press, 2017; N. Barberis und R. H. Thaler (2003): *A Survey of Behavioral Finance*, in: M. Harris, G. M. Constantinides und R. Stultz: „Handbook of the Economics of Finance“; D. Dorn und G. Huberman (2005): *Talk and action: What individual investors say and what they do*; C. H. Pan und M. Statman (2010): *Beyond Risk Tolerance: Regret, Overconfidence, and Other Investor Propensities*, Arbeitspapier; A. Noscic und M. Weber (2010): *How Risky do I invest: The Role of Risk Attitudes, Risk Perceptions and Overconfidence*; N. Linciano (2010): *How Cognitive Biases and Instability of Preferences in the Portfolio Choices of Retail Investors — Policy Implications of Behavioural Finance*; A. Lefevre und M. Chapman (2017): „Behavioural economics and financial consumer protection“, OECD-Arbeitspapiere zu Finanzen, Versicherungen und privaten Altersvorsorgungen, Nr. 42 OECD Publishing.

(2) UK-FCA, „Dear CEO Letter“: „Client take-on review in firms offering contract for difference (CFD) products“, 2. Februar 2016. Siehe: <https://www.fca.org.uk/publication/correspondence/dear-ceo-letter-cfd.pdf>.

(3) UK-FCA, „CFD firms fail to meet our expectations on appropriateness assessments“, 29. Juni 2017. Siehe: <https://www.fca.org.uk/publications/multi-firm-reviews/cfd-firms-fail-expectations-appropriateness-assessments>.

(4) Zum Beispiel DE-BaFin, DK-Finanstilsynet, ES-CNMV, IE-CBI, FR-AMF, LU-CSSF NL-AFM.

(5) Zum Beispiel IE-CBI.

(6) Zum Beispiel die UK-FCA.

(7) Fragen und Antworten (Q&As) zur Bereitstellung von CFD und anderen spekulativen Produkten an Kleinanleger im Rahmen der MiFID (ESMA-35-36-794) in der aktualisierten Fassung vom 31. März 2017.

(8) Zum Beispiel BE-FSMA, ES-CNMV, FR-AMF und IT-CONSOB.

(9) In Abschnitt 3 der Fragen und Antworten (Q&As) zur Bereitstellung von CFD und anderen spekulativen Produkten an Kleinanleger im Rahmen der MiFID (ESMA-35-36-794) in der aktualisierten Fassung vom 31. März 2017 sowie ein Beispiel der UK-FCA.

- (45) Im Zusammenhang mit der Ausarbeitung der Fragen und Antworten zu CFD haben einige nationale zuständige Behörden der ESMA gemeldet, dass CFD-Anbieter die mit diesen Produkten verbundenen Risiken nicht angemessen offenlegen<sup>(1)</sup>. Einige nationale zuständige Behörden<sup>(2)</sup> haben insbesondere festgestellt, dass CFD-Anbieter die Möglichkeit für kurzfristige Verluste, welche die investierten Gelder der Anleger übersteigen könnten, nur unzulänglich beschreiben.
- (46) In diesem Zusammenhang haben einige nationale zuständige Behörden Bedenken über den durch „Churning“ (Generierung von Kosten durch rasche Umsätze) gekennzeichneten Charakter der Geschäftsmodelle der CFD-Anbieter geäußert<sup>(3)</sup>. Weil die durchschnittliche Lebensspanne eines Kundenkontos relativ kurz sein kann, stehen die Anbieter unter einem gewissen Druck, für einen stetigen Zustrom neuer Kunden zu sorgen, was Anreize für Anbieter schaffen könnte, aggressive Vermarktungs- und Verkaufstechniken einzusetzen, die nicht im Interesse des Kleinanlegers liegen.
- (47) In der CFD-Branche gängige Vermarktungs- und Verkaufstechniken, um Kleinanleger dazu zu bewegen und zu ermutigen, in CFD zu investieren, sind die Gewährung von (monetären und nicht monetären) Vorteilen, wie zum Beispiel Boni, das Angebot von Geschenken (zum Beispiel Urlaub, Autos, Elektronikwaren), Handelsanleitungen oder Rabatte (zum Beispiel beim Spread oder Gebühren)<sup>(4)</sup>.
- (48) Boni und andere Handelsvorteile können von dem hohen Risiko ablenken, das mit dem Produkt verbunden ist. Sie zielen in der Regel darauf ab, Kleinanleger zu gewinnen und Anreize für den Handel zu schaffen. Kleinanleger können diese Werbemaßnahmen so sehr als ein zentrales Produktmerkmal betrachten, dass ihnen möglicherweise entgeht, mit welchem hohen Risiko das Produkt verknüpft ist.
- (49) Solche Handelsvorteile bei der Eröffnung von CFD-Handelskonten stehen häufig unter der Bedingung, dass der Kunde beim Anbieter Geld einbezahlt und über einen bestimmten Zeitraum eine bestimmte Anzahl an Wertpapiergeschäften durchführt. Angesichts der Tatsache, dass die Mehrzahl der Kleinanleger beim CFD-Handel Geld verlieren, bedeutet das oftmals, dass Kleinanleger beim Handel mit CFD häufiger mehr Geld verlieren, als sie es ohne ein Bonusangebot getan hätten.
- (50) Mehrere nationale zuständige Behörden haben bei ihrer Aufsicht festgestellt, dass die Allgemeinen Geschäftsbedingungen für verkaufsfördernde Angebote häufig irreführend sind und dass viele Kunden sich der Bedingungen für die Inanspruchnahme der angebotenen Vorteile/Boni nicht bewusst waren. Schließlich haben viele Kunden, die versucht haben, solche Boni zu nutzen, Schwierigkeiten beim Abziehen von Geldern gemeldet<sup>(5)</sup>.
- (51) Abgesehen von den oben beschriebenen Faktoren stellen viele nationale zuständige Behörden<sup>(6)</sup> fest, dass die in diesem Marktsektor festgestellten Vertriebsmodelle mit bestimmten Interessenkonflikten verbunden sind<sup>(7)</sup>. Der Druck, einen kontinuierlichen Strom an Neukunden gewinnen zu müssen, erhöht das Potenzial für Interessenkonflikte. Interessenkonflikte können sich aus der Tatsache ergeben, dass einige CFD-Anbieter Gegenparteien der Geschäfte ihrer Kunden sind, ohne ihr Risiko abzusichern, wodurch ihre Interessen in direktem Gegensatz zu den Interessen ihrer Kunden stehen. Bei diesen Anbietern besteht ein höheres Risiko und ein stärkerer Anreiz, die Referenzpreise zu manipulieren oder intransparentere Referenzpreise zu verwenden oder andere fragwürdige Praktiken einzusetzen, wie zum Beispiel die Stornierung von rentablen Handelsgeschäften aus fadenscheinigen Gründen. Außerdem besteht das Risiko, dass Anbieter asymmetrische Kursabweichungen ausnutzen wollen (beispielsweise Verluste jeglicher Art als Ergebnis von Abweichungen an den Kunden weitergeben und Gewinne jeglicher Art als Ergebnis von Abweichungen einbehalten). Anbieter können die Zeit zwischen den Angeboten und der Ausführung von CFD-Geschäften absichtlich verzögern, um diese Praxis weiter auszunutzen. Nationale zuständige Behörden haben außerdem beobachtet, dass CFD-Anbieter einen asymmetrischen oder uneinheitlichen Aufschlag auf den Spread anwenden.
- (52) Die oben beschriebenen Vermarktungs- und Vertriebspraktiken im Zusammenhang mit CFD bestätigen das Vorliegen von erheblichen Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes in Bezug auf diese CFD.

<sup>(1)</sup> Zum Beispiel ES-CNMV, UK-FCA, CY-CySEC und DE-BaFin.

<sup>(2)</sup> Insbesondere die UK-FCA. In Deutschland wurden Rechtsvorschriften eingeführt, um Kunden vor Verlusten zu schützen (Allgemeinverfügung der DE-BaFin, veröffentlicht am 8. Mai 2017. In der Allgemeinverfügung werden die Vermarktung, der Vertrieb und der Verkauf von CFD, bei denen eine Nachschusspflicht nicht ausgeschlossen wird, an Kleinanleger verboten).

<sup>(3)</sup> Beispielsweise hat die ES-CNMV festgestellt, dass Kunden angesichts der erzielten negativen Ergebnisse gewöhnlich nur für kurze Zeit tätig sind.

<sup>(4)</sup> In Abschnitt 6 der Fragen und Antworten der ESMA (Q&As) zur Bereitstellung von CFD und anderen spekulativen Produkten an Kleinanleger im Rahmen der MiFID (ESMA-35-36-794) in der aktualisierten Fassung vom 31. März 2017 wird erklärt, dass es unwahrscheinlich sei, dass ein Unternehmen, das einen Bonus anbietet, der dazu konzipiert ist, Kleinanlegern einen Anreiz für den Handel mit so komplexen und spekulativen Produkten wie CFD, binären Optionen und Rolling Spot Forex zu bieten, beweisen könne, dass es ehrlich, redlich und professionell und im besten Interesse ihrer Kleinanleger handle.

<sup>(5)</sup> Zum Beispiel FR-AMF, UK-FCA und ES-CNMV.

<sup>(6)</sup> Zum Beispiel CZ-CNB, FR-AMF, HU-MNB, LU-CSSF und UK-FCA.

<sup>(7)</sup> In Abschnitt 2 der Fragen und Antworten (Q&As) zur Bereitstellung von CFD und anderen spekulativen Produkten an Kleinanleger im Rahmen der MiFID (ESMA 35-36-794) in der aktualisierten Fassung vom 31. März 2017 werden einige dieser Interessenkonflikte näher beschrieben.

**3. DIE BESTEHENDEN ANWENDBAREN REGULATORISCHEN ANFORDERUNGEN NACH DEM UNIONSRECHT WENDEN DIE FESTGESTELLTEN ERHEBLICHEN BEDENKEN HINSICHTLICH DES ANLEGERSCHUTZES NICHT AB (ARTIKEL 40 ABSATZ 2 BUCHSTABE b DER VERORDNUNG (EU) Nr. 600/2014)**

- (53) Die ESMA hat entsprechend den Vorschriften in Artikel 40 Absatz 2 Buchstabe b der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 geprüft, ob die Gefahr durch bestehende regulatorische Anforderungen nach dem Unionsrecht, die auf das jeweilige Finanzinstrument oder die jeweilige Finanztätigkeit anwendbar sind, nicht abgewendet wird. Die anwendbaren bestehenden regulatorischen Anforderungen sind in der Richtlinie 2014/65/EU, der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 und der Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>(1)</sup> festgelegt. Unter anderem sind dies die folgenden Anforderungen: (i) die Anforderung gemäß Artikel 24 Absätze 3 und 4 der Richtlinie 2014/65/EU, Kunden angemessene Informationen bereitzustellen<sup>(2)</sup>; (ii) die Anforderungen der Eignung und Zweckmäßigkeit gemäß Artikel 25 Absätze 2 und 3 der Richtlinie 2014/65/EU<sup>(3)</sup>; (iii) die Verpflichtung zur kundengünstigsten Ausführung von Aufträgen gemäß Artikel 27 der Richtlinie 2014/65/EU<sup>(4)</sup>; (iv) die Produktüberwachungsanforderungen gemäß Artikel 16 Absatz 3 und Artikel 24 Absatz 2 der Richtlinie 2014/65/EU; und (v) die Offenlegungsanforderungen gemäß den Artikeln 5 bis 14 der Verordnung (EU) Nr. 1286/2014.
- (54) Einige Anbieter, Broker und Verbände haben in ihren Antworten auf die Sondierung ausdrücklich erwähnt, dass die ESMA die Auswirkungen der neuen Rechtsvorschriften, vor allem die Auswirkungen der vor Kurzem eingeführten MiFID II (insbesondere die Vorschriften zur Produktüberwachung) und PRIIP, prüfen müsse, bevor sie Produktinterventionsmaßnahmen ergreife.
- (55) Es ist festzuhalten, dass der Geltungsbereich und der Inhalt einiger im Rahmen der Richtlinie 2014/65/EU und der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 anwendbaren regulatorischen Anforderungen mit den bestehenden regulatorischen Anforderungen, die im Rahmen der Richtlinie 2004/39/EG anwendbar sind, vergleichbar sind<sup>(5)</sup>. Mit der Annahme der Richtlinie 2014/65/EU und der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 wurde zwar darauf abgezielt, einige spezielle Aspekte von Wertpapierdienstleistungen und Tätigkeiten zur Stärkung des Anlegerschutzes (auch durch Produktinterventionsbefugnisse) zu verbessern; durch die Verbesserungen einiger maßgeblicher Bestimmungen werden die in dem vorliegenden Beschluss beschriebenen konkreten Bedenken jedoch nicht abgewendet. Im Hinblick auf die Risiken und die nachteiligen Auswirkungen auf Anleger, die im vorliegenden Beschluss abgewendet werden, sind daher einige Bestimmungen im Wesentlichen unverändert geblieben.
- (56) Die Anforderungen, den Kunden angemessene Informationen bereitzustellen, sind in der Richtlinie 2014/65/EU weiter ausgeführt worden, wodurch der Bereich der Offenlegung von Kosten und Gebühren durch die Vorschrift für Wertpapierfirmen, Kunden zusammengefasste Informationen über alle Kosten und Gebühren in Verbindung mit den Wertpapierdienstleistungen und den Finanzinstrumenten bereitzustellen, erheblich verbessert wurde. Für sich genommen sind die Vorschriften zur Offenlegung — einschließlich verbesserter Informationen über Kosten — jedoch eindeutig unzureichend, um das komplexe Risiko zu bekämpfen, das sich aus der Vermarktung, dem Vertrieb und dem Verkauf von CFD an Kleinanleger ergibt.
- (57) Insbesondere durch Artikel 24 Absatz 3 der Richtlinie 2014/65/EU wird Wertpapierfirmen unter anderem vorgeschrieben, dafür Sorge zu tragen, dass alle Informationen, einschließlich Marketing-Mitteilungen, die an Kunden oder potenzielle Kunden gerichtet sind, redlich, eindeutig und nicht irreführend sind. In Artikel 24 Absatz 4 der Richtlinie 2014/65/EU wird Wertpapierfirmen zudem vorgeschrieben, Kunden und potenziellen Kunden angemessene Informationen über die Wertpapierfirma und ihre Dienstleistungen, die Finanzinstrumente und die vorgeschlagenen Anlagestrategien, Ausführungsplätze und sämtliche Kosten und verbundenen Gebühren rechtzeitig zur Verfügung zu stellen, die vor allem auch Leitlinien und Warnhinweise zu den mit einer Anlage in diese Finanzinstrumente verbundenen Risiken und zu der Frage enthalten müssen, ob die Finanzinstrumente für Kleinanleger oder professionelle Kunden bestimmt sind.
- (58) Die ESMA hat außerdem auch die Relevanz der Offenlegungsvorschriften gemäß der Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 geprüft. In der Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 werden einheitliche Vorschriften zum Format und zum Inhalt der Basisinformationsblätter festgelegt, die Hersteller von verpackten Anlageprodukten für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukten (PRIIP) Kleinanlegern bereitstellen müssen, damit diese die wichtigsten Merkmale und Risiken eines PRIIP verstehen und vergleichen können. Insbesondere in Artikel 5 der

<sup>(1)</sup> Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIPs) (ABl. L 352 vom 9.12.2014, S. 1).

<sup>(2)</sup> Vormalig Artikel 19 Absätze 2 und 3 der Richtlinie 2004/39/EG.

<sup>(3)</sup> Vormalig Artikel 19 Absätze 4 und 5 der Richtlinie 2004/39/EG.

<sup>(4)</sup> Vormalig Artikel 21 der Richtlinie 2004/39/EG.

<sup>(5)</sup> Anhang IV der Richtlinie 2014/65/EU enthält eine Entsprechungstabelle zwischen den Anforderungen aus der Richtlinie 2004/39/EG und den Anforderungen der Richtlinie 2014/65/EU sowie der Verordnung (EU) Nr. 600/2014.

Verordnung (EU) Nr. 1286/2014, der in der Delegierten Verordnung (EU) 2017/653 der Kommission <sup>(1)</sup> weiter umgesetzt wird, wird unter anderem eine Methodik für die Präsentation des Gesamtrisikoindiktors und begleitender Erläuterungen festgelegt, einschließlich einer Information darüber, ob der Kleinanleger das gesamte angelegte Kapital verlieren kann oder ob ihm zusätzliche finanzielle Verpflichtungen entstehen können. Durch diese Art der Offenlegung wird die Aufmerksamkeit der Kleinanleger jedoch nicht in ausreichendem Maße auf die Folgen von Anlagen in CFD im Besonderen gelenkt. So bezieht sich beispielsweise die Wertentwicklung lediglich auf das einzelne CFD-Produkt und stellt dem Kunden keine Information über den Gesamtanteil der Konten von Kleinanlegern bereit, die beim Handel mit CFD Geld verlieren. Der Gesamtrisikoindikator umfasst außerdem keine direkten Informationen zur früheren Wertentwicklung des Produkts, und solche Informationen sind möglicherweise auch nicht in den Erläuterungen enthalten, da den PRIIP-Herstellern im Hinblick auf das Ausmaß, in dem bestimmte Erläuterungen aufgenommen werden sollten, ein gewisses Ermessen zugestanden wird.

- (59) Die ESMA hat geprüft, ob diese Anforderungen einige oder alle Bedenken hinsichtlich der Vermarktung, des Vertriebs oder des Verkaufs von CFD an Kleinanleger abwenden oder zumindest die Notwendigkeit entfallen lassen könnten, die Risikowarnungen im vorliegenden Beschluss anzuwenden. Diese Anforderungen gewährleisten jedoch nicht, dass Kleinanlegern in der gesamten Union einheitliche und wirksame Informationen zu den Risiken im Zusammenhang mit dem CFD-Handel bereitgestellt werden. Insbesondere die in Artikel 24 Absatz 4 der Richtlinie 2014/65/EU genannten Leitlinien und Warnungen scheinen diese Bedenken angesichts der unterschiedlichen Informationen, die den Kunden bereitgestellt werden und die die Aufmerksamkeit der Kunden nur unzulänglich auf die sich aus dem CFD-Handel ergebenden konkreten Folgen lenken, nicht abzuwenden. Die Risikowarnungen, die in vorliegendem Beschluss eingeführt werden, stellen Kleinanlegern wichtige Informationen bereit, nämlich den Anteil der Konten von Kleinanlegern, die beim CFD-Handel mit den jeweiligen Wertpapierfirmen Geld verlieren. Zudem würden Praktiken im grenzüberschreitenden Geschäft harmonisiert, wodurch den Anlegern in der gesamten Union ein gleicher Informationsstand gewährleistet würde.
- (60) Die Anforderungen an die Geeignetheit sind in der Richtlinie 2014/65/EU außerdem dadurch gestärkt worden, dass der Wertpapierfirma vorgeschrieben wurde, dem Kunden eine Erklärung über die Geeignetheit vorzulegen und die Beurteilung der Geeignetheit zu verfeinern. Insbesondere in Artikel 25 Absatz 2 der Richtlinie 2014/65/EU wird Anbietern von CFD vorgeschrieben, die erforderlichen Informationen über die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden oder potenziellen Kunden im Anlagebereich unter anderem in Bezug auf den speziellen Produkttyp, seine finanziellen Verhältnisse, einschließlich seiner Fähigkeit, Verluste zu tragen, und seine Anlageziele, einschließlich seiner Risikotoleranz, einzuholen, um dem Anbieter binärer Optionen zu ermöglichen, dem Kunden oder potenziellen Kunden Finanzprodukte zu empfehlen, die für ihn geeignet sind und insbesondere seiner Risikotoleranz und seiner Fähigkeit, Verluste zu tragen, entsprechen. Die Anforderungen an die Geeignetheit gelten jedoch nur für die Bereitstellung von Anlageberatung und Portfolio-Verwaltung und sind daher in aller Regel für den CFD-Handel, der meistens über elektronische Plattformen und ohne die Bereitstellung von Anlageberatung und Portfolio-Verwaltung erfolgt, nicht von Belang.
- (61) Die Ziele der Beurteilung der Geeignetheit (Beurteilung der Produkte anhand der Kenntnisse und Erfahrungen, der finanziellen Situation und der Anlageziele der Kunden) sind im Vergleich zur Regelung der Richtlinie 2004/39/EG im Wesentlichen gleich geblieben und waren, wie im vorliegenden Beschluss dargelegt wurde, nicht ausreichend, um die erkannten nachteiligen Auswirkungen für Anleger zu verhindern.
- (62) In ähnlicher Weise sind die Anforderungen an die Angemessenheit im Rahmen der Richtlinie 2014/65/EU hauptsächlich dadurch gestärkt worden, dass die Liste der nicht komplexen Produkte eingengt und der Geltungsbereich für reine Ausführungsdienstleistungen eingeschränkt worden ist. In Artikel 25 Absatz 3 der Richtlinie 2014/65/EU wird CFD-Anbietern vorgeschrieben, Kunden oder potenzielle Kunden um Angaben zu ihren Kenntnissen und Erfahrungen im Anlagebereich unter anderem in Bezug auf den speziellen Typ der angebotenen oder angeforderten Produkte zu bitten, um beurteilen zu können, ob das in Betracht gezogene Produkt für den Kunden oder potenziellen Kunden angemessen ist. Wenn der Anbieter der Auffassung ist, dass das Produkt für den Kunden oder potenziellen Kunden nicht angemessen ist, hat er ihn zu warnen. CFD gehören zu den komplexen Finanzprodukten und unterliegen daher der Beurteilung der Angemessenheit gemäß Artikel 25 Absatz 3 der Richtlinie 2014/65/EU.

<sup>(1)</sup> Delegierte Verordnung (EU) 2017/653 der Kommission vom 8. März 2017 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP) durch technische Regulierungsstandards in Bezug auf die Darstellung, den Inhalt, die Überprüfung und die Überarbeitung dieser Basisinformationsblätter sowie die Bedingungen für die Erfüllung der Verpflichtung zu ihrer Bereitstellung (ABl. L 100, vom 12.4.2017, S. 1).

- (63) Das war jedoch bereits im Rahmen der Richtlinie 2004/39/EG der Fall, die im Wesentlichen die gleiche Angemessenheitsprüfung vorgesehen hatte wie die in der Richtlinie 2014/65/EU festgelegte. Wie im vorliegenden Beschluss dargelegt wurde und wie die Aufsichtstätigkeit der nationalen zuständigen Behörden aufgezeigt hat <sup>(1)</sup>, war die Beurteilung der Angemessenheit nicht ausreichend, um die im vorliegenden Beschluss beschriebenen Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes abzuwenden.
- (64) Daher dürfte weder die Geeignetheitsprüfung noch die Angemessenheitsbeurteilung im Rahmen der bestehenden regulatorischen Anforderungen in einer Weise verhindern, dass Kleinanleger mit CFD handeln, mit der dafür gesorgt wird, dass die erheblichen Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes abgewendet werden.
- (65) Was die kundengünstigste Ausführung betrifft, so hat es die meisten Vorschriften zur kundengünstigsten Ausführung für sich genommen bereits im Rahmen der Richtlinie 2004/39/EG gegeben. Diese Vorschriften sind im Rahmen der Richtlinie 2014/65/EU jedoch gestärkt worden. So ist insbesondere in Artikel 27 der Richtlinie 2014/65/EU vorgesehen, dass Wertpapierfirmen „alle hinreichenden Maßnahmen“ (und nicht länger „alle angemessenen Maßnahmen“) ergreifen müssen, um bei der Ausführung von Aufträgen das bestmögliche Ergebnis für ihre Kunden zu erreichen. Darüber hinaus müssen Marktteilnehmer zusätzliche Informationen veröffentlichen und insbesondere Wertpapierfirmen wird vorgeschrieben, die fünf wichtigsten Handelsplätze, an denen sie Kundenaufträge im Vorjahr ausgeführt haben, sowie die bei der Ausführung der Aufträge erzielten Ergebnisse zu veröffentlichen.
- (66) Die ESMA hat geprüft, ob durch die überarbeiteten Vorschriften zur kundengünstigsten Ausführung wenigstens einige der in Bezug auf die Vermarktung, den Vertrieb und den Verkauf von CFD an Kleinanleger festgestellten Bedenken abgewendet werden konnten. Die erhöhte Transparenz rund um die Auftragsausführung hilft den Kunden, die Qualität der Ausführungspraktiken der Firma besser zu verstehen und zu bewerten und dadurch auch die Qualität der Ihnen erbrachten Gesamtdienstleistung besser abzuschätzen. Darüber hinaus helfen verbesserte Informationen darüber, wie die Wertpapierfirmen Kundenaufträge ausführen, den Kunden bei der Überwachung, ob die Wertpapierfirma alle hinreichenden Maßnahmen ergriffen hat, um das bestmögliche Ergebnis für den Kunden zu erreichen. Durch die Vorschriften in Bezug auf die kundengünstigste Ausführung wird außerdem der Standard der kundengünstigsten Ausführung in Bezug auf außerbörslich gehandelte Produkte (OTC) gestärkt, indem Wertpapierfirmen vorgeschrieben wird, bei der Ausführung von Aufträgen bzw. beim Treffen von Entscheidungen für den Handel mit OTC-Produkten, einschließlich maßgeschneiderter Produkte, die Redlichkeit des Preises zu prüfen, der dem Kunden angeboten wird. Die Anforderungen in Richtlinie 2014/65/EU beinhalten, Marktdaten zusammenzutragen und sie zum Schätzen des Preises solcher Produkte zu verwenden und sie nach Möglichkeit mit ähnlichen oder vergleichbaren Produkten zu vergleichen. Durch die Vorschriften über die kundengünstigste Ausführung an und für sich, werden die Risiken im Zusammenhang mit den Produktmerkmalen, abgesehen von der Ausführung, jedoch ebenso wenig abgewendet, wie die Risiken im Zusammenhang mit der Vermarktung, dem Vertrieb und dem Verkauf dieser Produkte an Kleinanleger in großem Stil.
- (67) Die ESMA hat hinsichtlich dieser im Wesentlichen ähnlichen bestehenden regulatorischen Anforderungen sowohl in den Investorenwarnungen, Fragen und Antworten (Q&As) <sup>(2)</sup> als auch in ihrer Stellungnahme zu „MiFID-Praktiken für Wertpapierfirmen, die komplexe Produkte verkaufen“ wiederholt auf die oben beschriebenen Risiken verwiesen. Die ESMA hat außerdem unter anderem durch die gemeinsame Arbeitsgruppe und die CFD-Task-Force an der Aufsichtskonvergenz gearbeitet. Obwohl die ESMA ihre unverbindlichen Instrumente in großem Umfang eingesetzt hat, um eine einheitliche und wirksame Anwendung der bestehenden anwendbaren regulatorischen Anforderungen zu gewährleisten, bestehen die Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes weiterhin fort. Das zeigt auf, dass diese Anforderungen die festgestellten Bedenken aus den im vorliegenden Abschnitt dargelegten Gründen nicht abwenden können.
- (68) Die ESMA hat die potenziellen Auswirkungen der Vorschriften zur Produktüberwachung in Artikel 16 Absatz 3 und Artikel 24 Absatz 2 der Richtlinie 2014/65/EU tatsächlich geprüft. Diese Vorschriften schreiben Anbietern, die Finanzinstrumente (darunter also auch CFD) für den Verkauf an Endkunden konzipieren, vor, dass die Produkte den Bedürfnissen eines bestimmten Zielmarktes von Endkunden innerhalb der jeweiligen Kundengattung entsprechen müssen; dass die Strategie für den Vertrieb der Produkte mit dem bestimmten Zielmarkt vereinbar ist und dass die Anbieter zumutbare Schritte unternehmen, um zu gewährleisten, dass das Finanzinstrument an den bestimmten Zielmarkt vertrieben wird und dass sie die Bestimmung des Zielmarktes und die Wertentwicklung der von ihnen angebotenen Produkte regelmäßig überprüfen. Die Anbieter von CFD müssen die von ihnen angebotenen oder empfohlenen Finanzinstrumente verstehen, die Vereinbarkeit der Finanzinstrumente mit den Bedürfnissen der Kunden, denen sie Wertpapierdienstleistungen erbringen, beurteilen und auch den bestimmten Zielmarkt von Endkunden berücksichtigen sowie sicherstellen, dass Finanzinstrumente nur

<sup>(1)</sup> So hat zum Beispiel die IE-CBI Bedenken zu den Kriterien geäußert, die zur Beurteilung der Kenntnisse und Erfahrungen zum Zwecke der Bewertung nach ihrer themenbezogenen Inspektion verwendet werden (<https://www.centralbank.ie/news/article/inspection-finds-75-percent-of-cfd-clients-lost-money>). Zudem geht aus Daten von Unternehmen, die die UK-FCA im ersten Quartal 2017 von CFD-Anbietern erhalten hat, hervor, dass bei einigen der größten CFD-Anbieter für Kleinanleger im Vereinigten Königreich (die ungefähr 70 % des maßgeblichen Marktes im Vereinigten Königreich repräsentieren), ungefähr 50 % der Kunden die Beurteilung der Angemessenheit zwar nicht bestanden haben, den CFD-Handel nach dem Erhalt einer optimierten Risikowarnung aber dennoch fortgesetzt haben. Darüber hinaus hat die UK-FCA bei Unternehmenwiederholte Versäumnisse bezüglich ihrer Angemessenheitsbeurteilungen und der dazugehörigen Richtlinien und Verfahrensweisen festgestellt (siehe oben).

<sup>(2)</sup> Fragen und Antworten (Q&As) zur Bereitstellung von CFD und anderen spekulativen Produkten an Kleinanleger im Rahmen der MiFID (ESMA35-36-794) in der aktualisierten Fassung vom 31. März 2017.

angeboten oder empfohlen werden, wenn dies im Interesse des Kunden liegt. Zudem sollten CFD-Anbieter, die ein Finanzinstrument vertreiben, das nicht von ihnen hergestellt wurde, über geeignete Vorkehrungen verfügen, um die entsprechenden Informationen bezüglich des Produktgenehmigungsverfahrens einzuholen und zu verstehen, einschließlich des bestimmten Zielmarkts und der Merkmale des von ihnen angebotenen oder empfohlenen Produkts. CFD-Anbieter, die Finanzinstrumente vertreiben, die durch Anbieter, die nicht den Anforderungen an die Produktüberwachung aus der Richtlinie 2014/65/EU unterliegen, oder durch Anbieter aus einem Drittland konzipiert wurden, müssen ebenfalls über geeignete Vorkehrungen verfügen, um ausreichende Informationen über die Finanzinstrumente zu erhalten.

- (69) Die ESMA stellt fest, dass die Anforderungen an die Produktüberwachung im Rahmen der Richtlinie 2014/65/EU erstmals in Unionsrecht eingeführt werden. Die ESMA hat am 2. Juni 2017 „Leitlinien zu den Produktüberwachungsanforderungen der MiFID II“<sup>(1)</sup> veröffentlicht, die Leitlinien zur Beurteilung des Zielmarkts für Konzepteure und Entwickler enthalten.
- (70) Durch diese Anforderungen könnte zwar die Art der Kunden (der Zielmarkt) eingegrenzt werden, für die CFD angemessen wären und an die sie daher vertrieben werden sollten, durch sie werden jedoch die im vorliegenden Beschluss beschriebenen wichtigsten Risiken, die mit den Merkmalen des Produkts (beispielsweise hoher Hebel) oder den dazugehörigen Praktiken (beispielsweise die Zulässigkeit von Nachschusspflichten oder das Angebot von Boni) verknüpft sind, nicht abgewendet. Durch sie wird außerdem der Vertrieb der Produkte mit den oben genannten Merkmalen auf dem Massenmarkt nicht spezifisch eingeschränkt. Stattdessen zeigen die nachteiligen Auswirkungen, die Kunden entstehen, dass die Vermarktung, der Vertrieb und der Verkauf von CFD für den Kleinanleger-Massenmarkt nicht angemessen ist, sofern er nicht bestimmten Einschränkungen unterliegt, die von den Produktüberwachungsanforderungen nicht detailliert vorgegeben werden. Zwar geben Sondierungsteilnehmer richtig an, dass die Produktüberwachungsanforderungen wichtige Aspekte bei der Bestimmung des Zielmarkts und bei der Ausrichtung der Vertriebsstrategie auf diesen Zielmarkt sind, doch geht aus der Sondierung ebenso deutlich hervor, dass bestimmte Anbieter in ihren Antworten angegeben haben, dass CFD mit hohen Hebel-Obergrenzen (zum Beispiel 100:1<sup>(2)</sup>) selbst, wenn die Produktüberwachungsanforderungen gelten, ihrer Ansicht nach ein angemessenes Produkt für Kleinanleger seien (sie kommen zu dem Schluss, dass der Zielmarkt für CFD mit diesem besonderen Hebel ein Massenmarkt ist). Einige Wertpapierfirmen vermarkten CFD auch nach der Umsetzung der Richtlinie 2014/65/EU und der Anforderungen an die Produktüberwachung weiterhin auf dem Massenmarkt (und beurteilen lediglich die Angemessenheit). Die ESMA und die nationalen zuständigen Behörden lehnen einen solchen Ansatz ab. Das zeigt auf, dass den einzelnen Anbietern von den Produktüberwachungsanforderungen nach wie vor ein gewisser Ermessensspielraum eingeräumt wird, um die Merkmale der Produkte zu identifizieren, die sie ihren Kunden anbieten wollen. Daher gibt es in der gesamten Union immer noch kein Mindestniveau hinsichtlich des Anlegerschutzes.
- (71) Trotz des Vorliegens dieser regulatorischen Anforderungen wird durch Nachweise belegt, dass Kleinanleger mit CFD Geld verlieren und weiterhin verlieren werden. Aus diesem Grund ist die vorliegende Maßnahme notwendig, um die Bedrohung abzuwenden.

**4. DIE ZUSTÄNDIGEN BEHÖRDEN HABEN KEINE MAßNAHMEN ERGRIFFEN, UM DER BEDROHUNG ZU BEGEGNEN, ODER DIE ERGRIFFENEN MAßNAHMEN WERDEN DER BEDROHUNG NICHT GERECHT (ARTIKEL 40 ABSATZ 2 BUCHSTABE c DER VERORDNUNG (EU) Nr. 600/2014)**

- (72) Eine der Bedingungen, die vorliegen müssen, damit die ESMA die im vorliegenden Beschluss genannte Beschränkung geltend machen kann, lautet, dass eine oder mehrere zuständige Behörden keine Maßnahmen ergriffen haben, um der Bedrohung zu begegnen, oder die ergriffenen Maßnahmen der Bedrohung nicht gerecht werden.
- (73) Die im vorliegenden Beschluss beschriebenen Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes haben einige nationale zuständige Behörden dazu veranlasst, Maßnahmen zu konsultieren oder zu ergreifen, die darauf abzielen, die Vermarktung, den Vertrieb und den Verkauf von CFD an Kleinanleger zu beschränken:
- i) Seit August 2016 hat die „Financial Services and Markets Authority“ („BE-FSMA“), die belgische nationale zuständige Behörde, ein Verbot des Vertriebs bestimmter außerbörslich gehandelter Derivatekontrakte (einschließlich CFD) an Kleinanleger in Kraft gesetzt. Außerdem hat die FSMA eine Reihe aggressiver oder unangemessener Vertriebsstechniken verboten, wie zum Beispiel unangeforderte Verkaufsangebote (Cold Calling) über externe Callcenter, unangemessene Vergütungsformen und fiktive Geschenke oder Boni<sup>(3)</sup>;
  - ii) die CY-CySEC schreibt CFD-Anbietern seit November 2016 vor, Hebel-Richtlinien festzulegen und für Kleinanleger keine Hebel-Obergrenzen über 50:1 anzuwenden, sofern ein Kunde mit einschlägigen Kenntnissen und Erfahrungen nicht eine höhere Hebel-Obergrenze beantragt<sup>(4)</sup>. Die CY-CySEC schreibt den Anbietern außerdem vor, dass sie pro CFD-Konto über einen Negativsaldoschutz verfügen müssen. Außerdem ist seit Mitte März 2017 ein Verbot von Bonusaktionen in Kraft<sup>(5)</sup>;

<sup>(1)</sup> Leitlinien der ESMA zu den Produktüberwachungsanforderungen der MiFID II vom 2. Juni 2017 (ESMA35-43-620)

<sup>(2)</sup> Zum Beispiel London Capital Group Ltd, Dom Maklerski TMS Brokers S.A., GKFX Financial Services Limited, AxiCorp Financial Services Pty Ltd, Swissquote sowie einige vertrauliche Antworten, die sich ausdrücklich auf einen Hebel von 100:1 bezogen haben.

<sup>(3)</sup> Verordnung der BE-FSMA über den Vertrieb bestimmter derivativer Finanzinstrumente an Kunden.

<sup>(4)</sup> Rundschreiben der CY-CySEC Nr. C168 vom 30. November 2016.

<sup>(5)</sup> Rundschreiben der CY-CySEC Nr. C168 vom 30. November 2016.

- iii) seit Dezember 2016 sind Anbietern von Wertpapierdienstleistungen laut den Rechtsvorschriften in Frankreich Marketing-Mitteilungen an Einzelpersonen verboten, die sich auf CFD beziehen, bei denen der Verlust für den Kunden pro Position nicht begrenzt ist <sup>(1)</sup>;
- iv) die PL-KNF schreibt CFD-Anbietern seit Juli 2015 Hebel-Obergrenzen von höchstens 100:1 für CFD, die Kleinanlegern angeboten werden, vor <sup>(2)</sup>. Das polnische Ministerium für Finanzen hat im Juli 2017 einen Entwurf zur Änderung des Gesetzes über den Handel mit Finanzinstrumenten veröffentlicht, um die maximale Hebel-Obergrenze für alle Anlageklassen und Finanzinstrumente, die von Kleinanlegern ohne CCP-Abwicklungskonten gehandelt werden, auf 25:1 festzulegen <sup>(3)</sup>. Das polnische Ministerium für Finanzen gab am 13. Dezember 2017 im Anschluss an seine breit angelegte öffentliche Konsultation zwischen Juli und November 2017 eine Aktualisierung des Entwurfs mit einer vom 13. bis zum 22. Dezember 2017 offenen öffentlichen Konsultation bekannt. Im neuen Entwurf werden zwei verschiedene maximale Hebel-Obergrenzen eingeführt: 100:1 für erfahrene Kleinanleger (diejenigen, die in den letzten 24 Monaten vor dem Abschluss einer neuen Transaktion, für die eine Hebel-Obergrenze festgelegt ist, mindestens 40 Transaktionen abgeschlossen haben) und 50:1 für unerfahrene Kleinanleger <sup>(4)</sup>;
- v) seit Oktober 2017 wendet die „Malta Financial Services Authority“ („MT-MFSA“), die nationale zuständige Behörde in Malta, eine Online-Forex-Richtlinie an, die Anbietern von CFD, Rolling-Spot-Forex und anderen komplexen, spekulativen Produkten vorschreibt, die folgenden Hebel-Obergrenzen festzulegen: 50:1 für Kleinanleger und 100:1 für Kleinanleger, die als professionelle Kunden behandelt werden wollen <sup>(5)</sup>;
- vi) im Mai 2017 hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („DE-BaFin“), die deutsche nationale zuständige Behörde, die Vermarktung, den Vertrieb und den Verkauf von CFD, die eine Nachschusspflicht nicht ausschließen, an Kleinanleger verboten <sup>(6)</sup>;
- vii) in Spanien hat die ES-CNMV im März 2017 von Unternehmen, die an Kleinanleger mit Sitz in Spanien CFD oder Forex-Produkte mit einer Hebelwirkung von über zehn zu eins oder binäre Optionen vertreiben, verlangt, diese Kunden ausdrücklich zu unterrichten, dass die ES-CNMV aufgrund der Komplexität und des hohen Risikos dieser Produkte die Auffassung vertritt, dass sich ihr Erwerb für Kleinanleger nicht eignet. Diese Unternehmen sind außerdem gebeten worden, dafür Sorge zu tragen, dass ihre Kunden beim Erwerb dieser Produkte über die Kosten in Kenntnis gesetzt werden, die sie übernehmen müssten, falls sie sich dazu entschließen würden, ihre Position zu schließen, und — bei CFD und Forex-Produkten — dass sie gewarnt werden, dass die Verluste wegen der Hebelwirkung höher sein könnten als der ursprünglich zum Erwerb des jeweiligen Produkts gezahlte Betrag. Außerdem müssen sie von dem Kunden eine handschriftliche oder eine aufgezeichnete mündliche Erklärung einholen, die ihnen den Nachweis ermöglicht, dass der Kunde weiß, dass das Produkt, das er kaufen will, besonders komplex ist und dass die ES-CNMV die Auffassung vertritt, dass es sich für Kleinanleger nicht eigne. Darüber hinaus muss das von den Unternehmen, für die die Maßnahme der CNMV gilt, zur Förderung dieser Produkte verwendete Werbematerial immer eine Warnung dahingehend enthalten, dass die Produkte schwer zu verstehen sind und die Tatsache, dass die Produkte nach Ansicht der ES-CNMV aufgrund ihrer Komplexität und des hohen mit ihnen verbundenen Risikos nicht für Kleinanleger geeignet sind. Die ES-CNMV hat außerdem die CY-CySEC und die UK-FCA gebeten, Anbieter von CFD von diesen Anforderungen in Kenntnis zu setzen und Anbieter, die Dienstleistungen in Spanien anbieten, aufzufordern, dieselbe Warnung zu verwenden <sup>(7)</sup>;
- viii) die IE-CBI hat am 6. März 2017 ein Konsultationspapier veröffentlicht, bei dem um Stellungnahmen zu zwei Hauptoptionen gebeten wurde: (i) der Verbot des Verkaufs bzw. des Vertriebs von CFD an Kleinanleger oder (ii) die Umsetzung optimierter Anlegerschutzmaßnahmen, einschließlich Hebel-Obergrenzen und einer Vorschrift, die besagt, dass Kleinanleger nicht mehr als den Betrag verlieren dürfen, den sie pro Position eingezahlt haben <sup>(8)</sup>;

<sup>(1)</sup> Article 72 de LOI n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.

<sup>(2)</sup> Abrufbar unter: <http://prawo.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20150000073>.

<sup>(3)</sup> Abrufbar unter: <http://legislacja.gov.pl/docs//2/12300403/12445426/12445427/dokument298571.pdf>.

<sup>(4)</sup> Abrufbar unter: <https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/12300403/12445438/12445439/dokument321489.pdf>.

<sup>(5)</sup> MT-MFSA: Anforderungen an Wertpapierdienstleistungsfirmen der Kategorien 2 und 3, die im Rahmen der MiFID-Regelung CFD und/oder Rolling-Spot-Forex-Kontrakte vertreiben oder vertreiben wollen, 3. April 2017, abrufbar unter: [https://www.mfsa.com.mt/pages/readfile.aspx?f=/files/Announcements/Consultation/2017/20170403\\_Revised%20online%20forex%20policy\\_clean.pdf](https://www.mfsa.com.mt/pages/readfile.aspx?f=/files/Announcements/Consultation/2017/20170403_Revised%20online%20forex%20policy_clean.pdf).

<sup>(6)</sup> Die Allgemeinverfügung der DE-BaFin wurde am 8. Mai 2017 veröffentlicht und CFD-Anbieter mussten die entsprechenden Maßnahmen bis zum 10. August 2017 umsetzen; die Allgemeinverfügung ist abrufbar unter: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf\\_170508\\_allgvgf\\_cfd\\_wa.html;jsessionid=BEF7FF8ADA6FF31D076D4DE32FBF8025.2\\_cid290?nn=7846960](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_170508_allgvgf_cfd_wa.html;jsessionid=BEF7FF8ADA6FF31D076D4DE32FBF8025.2_cid290?nn=7846960).

<sup>(7)</sup> Die beabsichtigten Maßnahmen wurden in der Mitteilung der ES-CNMV „Maßnahmen hinsichtlich der Vermarktung von CFD und anderen spekulativen Produkten an Kleinanleger“ vom 21. März 2017 bekannt gegeben.

<sup>(8)</sup> Konsultationspapier 107 über den Schutz von Kleinanlegern in Bezug auf den Vertrieb von CFD.

- ix) die Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς („EL-HCMC“), die griechische nationale zuständige Behörde, hat am 10. Mai 2017 ein Rundschreiben zur Bereitstellung von Wertpapierdienstleistungen in außerbörslich über elektronische Handelsplattformen gehandelten derivativen Finanzinstrumenten (einschließlich Forex, CFD und binäre Optionen) <sup>(1)</sup>; und
- x) im Februar 2018 hat die PT-CMVM ein Rundschreiben veröffentlicht, in dem Wertpapierfirmen dazu aufgefordert werden, die Bereitstellung von Wertpapierdienstleistungen im Zusammenhang mit Derivaten, die mit Kryptowährungen verknüpft sind, zu unterlassen, wenn sie die Einhaltung aller Informationsverpflichtungen bezüglich der Eigenschaften der Produkte gegenüber ihren Kunden nicht gewährleisten können.
- (74) Darüber hinaus hat die „Finanstilsynet“ („NO-Finanstilsynet“), die norwegische nationale zuständige Behörde, am 26. Februar 2018 ein Konsultationspapier veröffentlicht, in dem sie in Bezug auf CFD unter anderem ähnliche Maßnahmen vorschlägt, wie von der ESMA in der Sondierung vorgeschlagen. Der Konsultationszeitraum lief vom 26. Februar 2018 bis zum 26. März 2018 <sup>(2)</sup>.
- (75) Auch andere nationale zuständige Behörden haben Kleinanleger im Hinblick auf CFD gewarnt. Im Einzelnen:
- i) Im Dezember 2016 hat die AT-FMA eine Warnung bezüglich der Risiken im Zusammenhang mit CFD, Rolling-Spot-Forex-Geschäften und binären Optionen veröffentlicht;
- ii) in Italien hat die IT-CONSOB im Februar 2017 eine spezifische Mitteilung veröffentlicht, um italienische Kleinanleger vor den Risiken im Zusammenhang CFD <sup>(3)</sup> zu warnen; und
- iii) im November 2017 hat die UK-FCA eine Warnung zu Kryptowährungen bezüglich der Risiken im Zusammenhang mit CFD veröffentlicht <sup>(4)</sup>.
- (76) Die NO-Finanstilsynet hat außerdem die Zulassung eines CFD-Anbieters nach einer Vor-Ort-Prüfung aufgehoben.
- (77) Oben wurde gezeigt, dass die nationalen zuständigen Behörden in 13 von 28 Mitgliedstaaten einige Maßnahmen ergriffen oder in Erwägung gezogen haben, um die Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes, die sich aus der Vermarktung, dem Vertrieb und dem Verkauf von CFD an Kleinanleger ergeben, abzuwenden. Diese Maßnahmen weichen sehr stark voneinander ab und umfassen unter anderem ein Verbot der Vermarktung von CFD an Kleinanleger, die Einführung bestimmter Hebel-Obergrenzen, die Einführung von Vermarktungsbeschränkungen und die Einführung einer Vorschrift, einen Negativsaldoschutz zu gewährleisten. Doch auch wenn diese Maßnahmen gewisse Auswirkungen gehabt haben, bestehen die erheblichen Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes weiterhin fort.
- (78) In Frankreich, wo eine der stärksten Maßnahmen in der Union ergriffen wurde, bestätigt die FR-AMF beispielsweise, dass sie nach wie vor Bedenken in Bezug auf die Merkmale dieser Produkte und das fortgesetzte Angebot dieser Produkte an Kleinanleger hegt. Als Beispiel sei herausgegriffen, dass die FR-AMF im Jahr 2017 zwar einen Rückgang bei der Zahl der Beschwerden verzeichnet hat, sie aber im Vergleich zur Gesamtzahl der Beschwerden, die bei ihr zu anderen Wertpapierprodukten und Wertpapierdienstleistungen eingehen, nach wie vor eine beträchtliche Zahl (33 %) <sup>(5)</sup> von Beschwerden bezüglich dieser Produkte beobachtet. In Polen war das Ergreifen von Maßnahmen im Juli 2015 nicht ausreichend, um die Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes abzuwenden. Wie zuvor erwähnt, hat eine von der PL-KNF im ersten Quartal 2018 durchgeführte Studie aufgezeigt, dass 79,69 % der Kunden im Jahr 2017 Geld verloren haben und dass der durchschnittliche Verlust pro Kunde gestiegen ist.
- (79) Im Gegensatz dazu ist die BE-FSMA in Belgien mit dem Ergebnis ihrer Maßnahme zufrieden. Allerdings hat die BE-FSMA ein Verbot der Vermarktung von CFD an Kleinanleger eingeführt, weshalb diese Produkte in Belgien Kleinanlegern nicht mehr rechtmäßig angeboten werden können.
- (80) Der ESMA liegen keine Belege dafür vor, dass ein Verbot — im Gegensatz zu Beschränkungen — der Vermarktung, des Vertriebs und des Verkaufs von CFD an Kleinanleger in dieser Phase auf Unionsebene notwendig ist. Angesichts der Tatsache, dass sich die einzelnen in den bisher ergriffenen Maßnahmen enthaltenen Einschränkungen, zu denen nur einige der in der vorliegenden Maßnahme enthaltenen Elemente gehören (beispielsweise spezifische Hebel-Obergrenzen oder Vermarktungseinschränkungen), als unzulänglich erwiesen haben, die festgestellten Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes abzuwenden, hält es die ESMA jedoch für erforderlich, die einzelnen Anforderungen im vorliegenden Beschluss als Paket einzuführen, um ein unionsweites Mindestschutzniveau für Kleinanleger zu erzielen.

<sup>(1)</sup> HCMC-Rundschreiben Nr. 56/10.5.2017.

<sup>(2)</sup> Abrufbar unter: <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/455795d40fe4445f88a3b71b35079c94/horningsnotat—produktintervensjon.pdf>.

<sup>(3)</sup> Die Mitteilung der CONSOB wurde am 13. Februar 2017 im CONSOB-Newsletter veröffentlicht und ist abrufbar unter: (Italienische Fassung) <http://www.consob.it/web/area-pubblica/avvisi-ai-risparmiatori/documenti/tutela/cns/2017/ct20170207.html>; (Englische Fassung) [http://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/newsletter/documenti/english/en\\_newsletter/2017/year\\_23\\_n05\\_13\\_february\\_2017.html#news2](http://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/newsletter/documenti/english/en_newsletter/2017/year_23_n05_13_february_2017.html#news2).

<sup>(4)</sup> Abrufbar unter: <https://www.fca.org.uk/news/news-stories/consumer-warning-about-risks-investing-cryptocurrency-cfds>.

<sup>(5)</sup> 33 % aller Beschwerden, die im Jahr 2017 bei der AMF eingegangen sind, beziehen sich auf CFD und binäre Optionen.

- (81) CFD werden außerdem in aller Regel über Online-Handelskonten vermarktet, vertrieben und verkauft. Ein nationales Verbot oder eine nationale Einschränkung wäre daher nicht ausreichend, um Kleinanleger in anderen Mitgliedstaaten als in dem Mitgliedstaat, in dem die Maßnahme ergriffen wird, zu schützen, wenn CFD-Anbieter in diesen anderen Mitgliedstaaten tätig sind. Wie Daten, die von der UK-FCA und der CY-CySEC zusammengetragen wurden <sup>(1)</sup> zeigen, konnten CFD-Anbieter über Online-Kanäle schnell und einfach neue Kunden in der ganzen Union erreichen. Als weiteres Beispiel, das die anhaltende EU-Dimension dieses Geschäftsbereichs bestätigt, hat die IT-CONSOB der ESMA gemeldet, dass sich alle Beschwerden, die sie zu CFD und binären Optionen im Zeitraum von September 2017 bis Februar 2018 erhalten hat, ausschließlich auf CFD-Anbieter bezogen haben, die in Italien im Rahmen der Freiheit der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und -tätigkeiten bzw. der Freiheit zur Niederlassung in anderen Mitgliedstaaten <sup>(2)</sup> aus fünf unterschiedlichen Mitgliedstaaten tätig sind.
- (82) Damit nationale Maßnahmen vor diesem Hintergrund für Kleinanleger in der gesamten Union wirksam sind, müssten nationale zuständige Behörden in allen Mitgliedstaaten Maßnahmen ergreifen, die darauf abzielen, das im vorliegenden Beschluss festgelegte Mindestniveau an Anlegerschutz innerhalb kurzer Zeit einzuführen. Da dies nicht eingetreten ist und angesichts der Dringlichkeit, die festgestellten Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes abzuwenden, hält es die ESMA für erforderlich, ihre vorübergehenden Produktinterventionsbefugnisse auszuüben. Der derzeitige fragmentierte Rahmen bietet Kleinanlegern gar keinen Schutz oder einen unionsweiten unterschiedlichen Schutz, wenn sie in dieselben komplexen Produkte, mitunter sogar von denselben Anbietern investieren.
- (83) Schließlich würden die erheblichen Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes auch nicht abgewendet, wenn die nationalen zuständigen Behörden von ihren Aufsichtsbefugnissen im Rahmen von Artikel 69 der Richtlinie 2014/65/EU, beispielsweise gemäß Absatz 2 Buchstabe f (vorübergehendes Verbot der Ausübung der Berufstätigkeit) und Absatz 2 Buchstabe t (Aussetzung des Vertriebs oder Verkaufs von Finanzinstrumenten bei Nichteinhaltung der Anforderungen an das Produktgenehmigungsverfahren) Gebrauch machen würden. Ein Produktinterventionsverfahren gilt für ein Produkt oder für eine Tätigkeit in Verbindung mit diesem Produkt und gilt daher für alle Wertpapierfirmen, die das Produkt oder die Tätigkeit anbieten, und nicht für eine bestimmte Nichteinhaltung durch eine einzelne Wertpapierfirma. Indem die Interventionsmaßnahme die Risiken, die aus dem Angebot von CFD an Kleinanleger entstehen, EU-weit abwendet, ist sie wirksamer als nationale zuständige Behörden, die versuchen, individuell gegen einzelne Wertpapierfirmen vorzugehen. Wie oben festgestellt, wird durch Nachweise belegt, dass es sich hier um ein marktweites Problem handelt, das nicht auf Besonderheiten bestimmter Anbieter beschränkt ist, und dass die wichtigsten Risiken dem Produkt und dem Geschäftsmodell der Anbieter innewohnen. Daher würde durch unterschiedliche individuelle Aufsichtsmaßnahmen nicht unverzüglich sichergestellt, dass weiterer Schaden von Kleinanlegern abgewendet wird, und dies wäre keine angemessene Alternative für die Ausübung der Interventionsbefugnisse der ESMA. Die grenzüberschreitende Dimension des Vertriebs von CFD, die Tatsache, dass sie mehr als einen Mitgliedstaat betreffen, die Verbreitung des Vertriebs von CFD in neuen Ländern und die Zunahme unterschiedlicher nationaler Maßnahmen zur Abwendung ähnlicher Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes (die wiederum zum Risiko einer Aufsichtsarbitrage beitragen können) führen zu dem Schluss, dass unionsweite Maßnahmen als erforderlich angesehen werden, um ein einheitliches Schutzniveau in der gesamten Union zu gewährleisten.

**5. DIE MAßNAHME DER ESMA BEGEGNET DEN FESTGESTELLTEN ERHEBLICHEN BEDENKEN HINSICHTLICH DES ANLEGERSCHUTZES UND HAT KEINE NEGATIVEN AUSWIRKUNGEN AUF DIE EFFIZIENZ DER FINANZMÄRKTE ODER AUF DIE ANLEGER, DIE AUßER VERHÄLTNIS ZU DEN VORTEILEN DER MAßNAHME STEHEN (ARTIKEL 40 ABSATZ 2 BUCHSTABE a UND ABSATZ 3 BUCHSTABE a DER VERORDNUNG (EU) Nr. 600/2014)**

- (84) Die ESMA hält es angesichts des Ausmaßes und der Beschaffenheit der festgestellten erheblichen Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes für erforderlich und verhältnismäßig, die Vermarktung, den Vertrieb und den Verkauf von CFD an Kleinanleger vorübergehend auf Umstände zu begrenzen, bei denen eine Reihe von Bedingungen erfüllt werden.
- (85) Die Beschränkung durch die ESMA begegnet den festgestellten erheblichen Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes durch die Ermöglichung eines angemessenen und einheitlichen Mindestschutzniveaus für Kleinanleger, die in der Union mit CFD handeln. Sie hat außerdem keine nachteilige Auswirkung auf die Effizienz der Finanzmärkte oder auf Anleger, die außer Verhältnis zu ihren Vorteilen stehen.
- (86) Mit der vorübergehenden Interventionsmaßnahme der ESMA sind die folgenden Hauptvorteile verknüpft:
- i) Reduzierung des Risikos missbräuchlicher Verkaufspraktiken von CFD und der damit verbundenen finanziellen Folgen. Dies stellt für Kleinanleger und für die Finanzmärkte als Ganzes einen wichtigen Nutzen dar;

<sup>(1)</sup> Im Vereinigten Königreich und in Zypern, wo die meisten CFD-Anbieter ihren Sitz haben, haben die CY-CySEC und die UK-FCA zwischen 2016 und 2017 einen Anstieg der Zahl der Anbieter, die sich auf den grenzüberschreitenden Verkauf von CFD an Kleinanleger spezialisiert haben, von 103 auf 138 Anbieter bzw. von 117 auf 143 Anbieter gemeldet.

<sup>(2)</sup> Artikel 34 und 35 der Richtlinie 2014/65/EU.

- ii) Reduzierung der Risiken im Zusammenhang mit einer Regulierungs- oder Aufsichtsarbitrage für verschiedene Unternehmen und Länder;
  - iii) Wiederherstellung des Vertrauens von Anlegern in Finanzmärkte, einschließlich des Vertrauens in Anbieter, die in diesem Sektor aktiv sind und deren Ruf durch Probleme, die den Anlegern entstanden sind, möglicherweise einen Schaden erlitten hat.
- (87) Die ESMA ist davon überzeugt, dass potenzielle finanzielle Folgen und Kosten, die Anbietern bei der Umsetzung der Interventionsmaßnahmen im vorliegenden Beschluss entstehen, wahrscheinlich sowohl einmaliger als auch laufender Art sind und unter anderem mit den folgenden Punkten verknüpft sind:
- i) anfänglichen und laufenden IT-Kosten;
  - ii) der Aktualisierung/Überprüfung der vorhandenen Verfahrens- und Organisationsregelungen;
  - iii) den entsprechenden Personalkosten, die mit der Umsetzung der Interventionsmaßnahmen der ESMA verbunden sind (einschließlich des Personals für Compliance-Tätigkeiten und des Personals, das die entsprechenden Wertpapierdienstleistungen oder die Informationen über die Produkte bereitstellt);
  - iv) der potenziellen Überprüfung und Aktualisierung bestehender Verträge („Repapering“); und
  - v) reduzierten Umsatzvolumina der Produkte, die unter die Interventionsmaßnahmen der ESMA fallen.
- (88) Einige dieser Kosten könnten möglicherweise an Anleger weitergereicht werden.
- (89) Weitere Bezüge auf die voraussichtliche Auswirkung der Interventionsmaßnahmen werden nachstehend angeführt.

#### 5.1. Initial-Margin-Schutz

- (90) Die ESMA erachtet es für notwendig, die Vermarktung, den Vertrieb und den Verkauf von CFD an Kleinanleger durch die Anwendung bestimmter Hebelbegrenzungen, die von den Charakteristika des Basiswerts abhängen, einzuschränken.
- (91) Durch die Einführung dieser Hebelbegrenzungen werden die Kunden geschützt, indem ihnen vorgeschrieben wird, eine Mindest-Initial Margin zu leisten, um ein CFD abzuschließen. Dabei handelt es sich um den sogenannten „Initial-Margin-Schutz“. Dadurch wird das theoretische Investitionsrisiko in Bezug auf den angelegten Geldbetrag reduziert. Da die Kosten, die einem Kunden entstehen, im theoretischen Investitionsrisiko anwachsen, wird die Wahrscheinlichkeit für Kundenverluste im Vergleich zu den Verlusten, die zu erwarten wären, wenn der Kunde mit einem höheren Hebel handeln würde, durch den Initial-Margin-Schutz reduziert <sup>(1)</sup>. Wie nachstehend näher erläutert, wird diese Analyse durch empirische wissenschaftliche Forschungsarbeiten bekräftigt, in denen festgestellt wird, dass Hebelbegrenzungen die durchschnittlichen Ergebnisse für Anleger verbessern <sup>(2)</sup>.
- (92) Die ESMA hat bei ihrer Schlussfolgerung auch die Antworten auf ihre Sondierung berücksichtigt. Anbieter, Verbände und andere interessierte Rechtsträger haben sich bei der Sondierung mit einigen Ausnahmen im Allgemeinen gegen die vorgeschlagenen Hebelbegrenzungen ausgesprochen. Die wichtigste Auswirkung, die das vorgeschlagene Verhängen der Hebelbegrenzungen auf Anbieter hätte, bestünde voraussichtlich in geringeren Einnahmen. Viele von ihnen gaben jedoch an, dass sie — grundsätzlich — nichts gegen Hebelbegrenzungen als Interventionsmaßnahme einzuwenden hätten, aber mit den konkreten vorgeschlagenen Obergrenzen nicht einverstanden seien.
- (93) Die Verbrauchervertreter standen den vorgeschlagenen Maßnahmen zu CFD, einschließlich der von der ESMA vorgeschlagenen Hebelbegrenzungen, generell positiv gegenüber. In fast der Hälfte der Stellungnahmen von Verbrauchervertretern wurde jedoch vorgeschlagen, über die von der ESMA vorgeschlagenen Maßnahmen hinauszugehen und strengere Maßnahmen zu ergreifen, beispielsweise strengere Hebelbegrenzungen oder ein vollständiges Verbot der Vermarktung, des Vertriebs und des Verkaufs von CFD an Kleinanleger.
- (94) In der großen Mehrzahl der Stellungnahmen von Einzelpersonen wurde eine allgemeine — häufig sehr kurze — Zustimmung oder Ablehnung der vorgeschlagenen Maßnahmen zum Ausdruck gebracht und nur eine sehr kleine Zahl der Einzelpersonen machten in ihren Stellungnahmen substantziellere Angaben. Die übergroße Mehrheit dieser Einzelpersonen sprach sich gegen die vorgeschlagenen Hebelbegrenzungen aus. Unter den wenigen Einzelpersonen, die die von der ESMA vorgeschlagenen Maßnahmen zu CFD unterstützten, äußerten einige ihre Überzeugung, dass Kleinanleger beim Handel mit diesen Instrumenten weiterer Schutzmaßnahmen bedürften. Einige von ihnen bezogen sich auf das Ausmaß der Verluste, die durch den CFD-Handel entstünden oder beschwerten sich über das aggressive Verhalten einiger Unternehmen. In einigen Fällen behaupteten die Anleger, betrogen worden zu sein.

<sup>(1)</sup> Je höher der Hebel, desto wahrscheinlicher sind Verluste für den Kunden, weil die Spreads und Gebühren einen größeren Anteil der Initial Margin ausmachen. Ein höherer Hebel macht es außerdem wahrscheinlicher, dass ein Kunde einen bestimmten Anteil der Initial Margin verliert, wodurch das Risiko eines wesentlichen Nachteils für den Anleger erhöht wird.

<sup>(2)</sup> *Should Retail Investors' Leverage Be Limited?* Rawley Z. Heimer und Alp Simsek. NBER-Arbeitspapier Nr. 24176, veröffentlicht im Dezember 2017 und abrufbar unter: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2150980](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2150980).

- (95) Einige der Sondierungsteilnehmer deuteten an, dass sie eine weitere Feinabstimmung der für die Absicherung der Einschusszahlung verwendeten Kategorien schätzen würden. Ein Sondierungsteilnehmer gab mehrere spezifische Basiswerte für die Neukategorisierung aufgrund ihrer Volatilität an. Die ESMA hat nach einer weiteren quantitativen Analyse den EuroSTOXX50 neu zur Anlagenklasse der wichtigen Indizes zugeordnet. Auch der NASDAQ-100 wurde der Anlagenklasse der wichtigen Indizes hinzugefügt.
- (96) Vorliegende Forschungsarbeiten deuten darauf hin, dass ein niedriger Hebel mit besseren Kundenergebnissen verbunden ist, einschließlich niedrigerer Verluste pro Wertpapiergeschäft und niedrigerer Gesamttransaktionsgebühren in Abhängigkeit zu niedrigeren Handelsvolumina <sup>(1)</sup>.
- (97) Insbesondere die detaillierte Forschungsarbeit von Rawley Z. Heimer und Alp Simsek, in der Kundenergebnisse vor und nach der Anwendung von Hebelbegrenzungen auf dem US-amerikanischen Markt verglichen werden, kommt zu dem Schluss, dass Hebelbegrenzungen die Ergebnisse der Kunden bei den Kunden mit den höchsten Hebeln um 18 Prozentpunkte pro Monat verbessert und ihre Verluste um 40 % abgeschwächt haben <sup>(2)</sup>. Diese eingehende wissenschaftliche Untersuchung weist eine positive Beziehung zwischen einem niedrigeren Hebel und niedrigeren Handelsvolumina nach, wozu ein Beitrag zu besseren Ergebnissen für Verbraucher geleistet wird.
- (98) Die ESMA hat bei der Sondierung keine quantitativen Daten erhalten, die belegen würden, dass die Einführung eines Initial-Margin-Schutzes zu niedrigeren Renditen für Kleinanleger führt.
- (99) Die Anforderung einer Mindest-Initial-Margin wird darüber hinaus einige Vertriebsrisiken im Zusammenhang mit CFD abwenden, indem gewährleistet wird, dass nur Kleinanleger, die eine ausreichend hohe Initial Margin leisten können, mit diesen Produkten handeln können <sup>(3)</sup>.
- (100) In ähnlicher Weise dürfte der Initial-Margin-Schutz auch die Wahrscheinlichkeit verringern, dass CFD-Anbieter durch kleinere, durch höhere Hebel gestützte, Konten auf den Kleinanleger-Massenmarkt abzielen. Sie wird Wertpapierfirmen wahrscheinlich ermutigen, sich auf erfahrene Kleinanleger und professionelle Kunden zu konzentrieren, anstatt „bei weniger erfahrenen neuen Kleinanlegern laufend neue Umsätze zu generieren. Daher wird der vorgeschlagene Initial-Margin-Schutz mit dazu beitragen, dass CFD-Anbieter im besten Interesse ihrer Kunden handeln, anstatt zu versuchen, neue Kunden zu gewinnen oder den Marktanteil durch höhere Hebel auszuweiten.
- (101) Der Initial-Margin-Schutz trägt außerdem vor allem, wenn CFD-Anbieter die Wertpapiergeschäfte ihrer Kunden nicht absichern und daher unmittelbar von den Verlusten der Kunden profitieren, dazu bei, das Risiko potenzieller Interessenkonflikte abzuwenden, indem das Risiko, dass Unternehmen von Verlusten in Verbindung mit den Kundengeschäften und den erwarteten Gewinnen aus den Geschäften profitieren, reduziert wird. Er spiegelt einen gängigen Ansatz des Anlegerschutzes wider, nach dem eine Reihe internationaler Länder vorgeht <sup>(4)</sup>.
- (102) Der Initial-Margin-Schutz ist für jeden Basiswert je nach seiner Volatilität anhand eines Simulationsmodells festgelegt worden, mit dem die Wahrscheinlichkeit bewertet wird, dass ein Kunde 50 % seiner ursprünglichen Anlage über eine angemessene Haltedauer verliert <sup>(5)</sup>. Konkret hat die ESMA eine quantitative Simulation der Renditeverteilung durchgeführt, deren Erhalt ein Anleger in ein einzelnes CFD bei unterschiedlich hohen Hebeln erwarten könnte. Ausgangspunkt der Simulation waren (in den meisten Fällen) tägliche Börsenkursdaten aus annähernd 10 Jahren für verschiedene Arten von Basiswerten, die üblicherweise bei CFD, die an Kleinanleger verkauft werden, verwendet werden <sup>(6)</sup>. Die ESMA hat für die Zwecke der Analyse ein CFD berücksichtigt, das automatisch glattgestellt wird, wenn die Margin 50 % ihres ursprünglichen Werts erreicht. Die simulierte Wahrscheinlichkeit, mit der die Glattstellung eintritt, hängt von dem vorgegebenen Hebel ab (und steigt mit diesem). Eine Kennzahl, die untersucht wurde, war die Wahrscheinlichkeit einer (automatischen) Glattstellung in Abhängigkeit vom Hebel. Mit dieser Kennzahl können Hebelbegrenzungen nach einem Modell festgelegt werden, mit dem nachteilige Auswirkungen für verschiedene Arten von Basiswerten nachhaltig abgewendet werden.

<sup>(1)</sup> Siehe Heimer, Rawley und Simsek, Alp: *Should Retail Investors' Leverage Be Limited?* NBER-Arbeitspapier Nr. 24176, veröffentlicht im Dezember 2017 und abrufbar unter: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2150980](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2150980).

<sup>(2)</sup> *Should Retail Investors' Leverage Be Limited?* Rawley Z. Heimer und Alp Simsek. NBER-Arbeitspapier Nr. 24176, veröffentlicht im Dezember 2017 und abrufbar unter: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2150980](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2150980).

<sup>(3)</sup> Daher sollte durch einen Initial-Margin-Schutz auch der Umfang reduziert werden, in dem diese Produkte an besonders gefährdete Anleger vertrieben werden, wie zum Beispiel Kunden aus niedrigen Einkommensgruppen.

<sup>(4)</sup> Hebel-Obergrenzen sind beispielsweise in den Vereinigten Staaten von Amerika, in Japan, Hongkong und Singapur in Kraft. Hebel-Obergrenzen und Anforderungen an die Initial Margin enthält auch das IOSCO-Konsultationspapier vom Februar 2018, abrufbar unter: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD592.pdf>.

<sup>(5)</sup> Ein ähnlicher Analyserahmen wurde von der FCA in ihrer Konsultation verwendet, die im Dezember 2016 veröffentlicht wurde. Abrufbar unter: <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp16-40.pdf>.

<sup>(6)</sup> In den meisten Fällen wurden Daten aus ungefähr 10 Jahren verwendet. Die Ausnahme stellten einige Aktien dar, für die Börsenkursdaten nur für den Zeitraum vorlagen, der mit ihrem jeweiligen Börsengang begann und Kryptowährungen.

- (103) Die ESMA war der Auffassung, dass es angesichts der Art der Investoren als Kleinanleger und der Statistiken zur Verteilung von CFD-Haltefristen (anhand der von den nationalen zuständigen Behörden gesammelten Daten) angemessen wäre, den Initial-Margin-Schutz ausgehend von der Annahme festzulegen, dass Kleinanleger eine Anlage mindestens einen Tag lang halten. Um einen einheitlichen Bezugspunkt zu schaffen, hat die ESMA anschließend für verschiedene Anlagen-Basiswerte simuliert, welcher Hebel mit einer Wahrscheinlichkeit von 5 % zur Margin-Glattstellung führen würde. Die Ergebnisspanne innerhalb der einzelnen Anlagenklassen bildete dann die Grundlage für die Auswahl der Hebelbegrenzungen. In den meisten Fällen wurden die Begrenzungen konservativ an das untere Ende der Spanne gesetzt. Es wurde auch berücksichtigt, wie gängig verschiedene Anlagen gehandelt werden. So werden beispielsweise zwar sowohl Öl als auch Gold unter den CFD auf Rohstoffe gängig von Kleinanlegern gehandelt; Simulationen deuten aber darauf hin, dass der Hebel, der mit einer Wahrscheinlichkeit von 5 % zur Margin-Glattstellung von CFD auf Gold führt, etwa doppelt so hoch ist wie der Hebel für CFD auf Öl. Die Hebelbegrenzung für CFD auf Gold weicht entsprechend von der Hebelbegrenzung für CFD auf Öl und andere Rohstoffe ab. Indem der Initial-Margin-Schutz auf diese Art und Weise, insbesondere durch simulierte Positionen, die mindestens einen Tag gehalten werden, bestimmt wird, wird für ein einheitliches und notwendiges Schutzniveau für Kleinanleger gesorgt, die ihre Position im Laufe eines Handelstages möglicherweise nicht überwachen oder vielleicht nicht in der Lage sind, die Notwendigkeit für schnelle Reaktionen angesichts der Volatilität des zugrunde liegenden Marktes, abzuschätzen. Bei CFD auf Aktien deuten die Daten darauf hin, dass die Haltefristen länger sind als bei anderen Anlagen, weshalb Haltefristen von bis zu fünf Tagen berücksichtigt worden sind.
- (104) Die ESMA hat alternative Ansätze zur genaueren Festlegung des Initial-Margin-Schutzes geprüft. Eine Alternative bestünde beispielsweise darin, eine einzige Hebelbegrenzung für alle CFD, unabhängig von deren Basiswerten, festzulegen. Angesichts der unterschiedlichen historischen Kursvolatilität zwischen verschiedenen Basiswertklassen neben den Unterschieden in den typischen Gebührenstrukturen innerhalb der aktuellen CFD-Anbieterpopulation<sup>(1)</sup> und angesichts des typischen Kundenverhaltens hielt es die ESMA jedoch für angemessen, zwischen verschiedenen Arten von Basiswerten zu unterscheiden.
- (105) Die Umsetzung des Initial-Margin-Schutzes ist zwar mit gewissen Kosten für CFD-Anbieter verbunden, die die derzeit für Kleinanleger verfügbaren Hebelbegrenzungen anpassen müssten, die ESMA geht aber davon aus, dass diese Kosten nicht unverhältnismäßig zu den Vorteilen der Einführung einer solchen Absicherung sein werden. Die ESMA stellt außerdem fest, dass es für CFD-Anbieter bereits Standardpraxis geworden ist, die ihren Kunden angebotenen Hebel routinemäßig gemäß dem sich verändernden Risikoprofil bestimmter Anlagen zu ändern.

## 5.2. Margin-Glattstellungsschutz

- (106) Eine weitere Maßnahme, die Kleinanleger zu schützen, ist der Margin-Glattstellungsschutz. Durch diese Maßnahme wird die Einführung eines Initial-Margin-Schutzes ergänzt und das Risiko abgeschwächt, dass Kleinanleger unter normalen Marktbedingungen erheblich mehr Geld verlieren, als sie in ein CFD investiert haben.
- (107) Durch die Einführung eines Margin-Glattstellungsschutzes und die Standardisierung des Prozentsatzes, bei dem CFD-Anbieter ein offenes CFD eines Kunden glattstellen müssen (bei 50 % der ursprünglich erforderlichen Initial Margin), sollen außerdem die uneinheitlichen Praktiken der CFD-Anbieter bezüglich der Glattstellung der Initial Margin vereinheitlicht werden. Einige nationale zuständige Behörden haben festgestellt, dass CFD-Anbieter zulassen, dass die Gelder ihrer Kunden auf 0 % bis 30 % der Initial Margin fallen, die ursprünglich für die Eröffnung eines CFD angefordert worden war<sup>(2)</sup>. Wenn Anbieter zulassen, dass die Margin ihrer Kunden bis auf fast Null zurückfällt, setzen sie die Kunden dem Risiko aus, mehr als die eingezahlten Gelder zu verlieren; dies gilt insbesondere, wenn es zu Sprüngen in der Kursbildung kommt („Gapping“). Umgekehrt würde ein zu hohes Niveau für die Margin-Glattstellung die Kunden dem Risiko aussetzen, häufig glattgestellt zu werden, was vielleicht nicht in ihrem Interesse liegt. Die in der Maßnahme der ESMA festgelegte Schwelle von 50 % mindert das Risiko, dass den Kleinanlegern erhebliche Verluste entstehen und ist daher verhältnismäßig.

<sup>(1)</sup> Die verwendeten Kostenannahmen stützten sich auf Kostendaten von CFD-Anbietern. Die Kostenannahmen wurden als Teil der Zuverlässigkeitsprüfungen variiert, was aber zu keinen wesentlichen Änderungen der Ergebnisse führte. Das deutet nicht etwa darauf hin, dass Spreads, Gebühren und Entgelte generell nicht die Ursache für wesentliche Nachteile sind, vor allem bei hohen Hebeln. Tatsächlich sind diese Kosten der wichtigste Grund dafür, dass die Mehrheit der Kleinanleger Geld verliert und die Quelle für beträchtliche Verluste für Kunden, die häufig viele Positionen handeln. Die Zuverlässigkeitsprüfungen zeigen hingegen einfach, dass typische Spreads, Gebühren und Entgelte eine Glattstellung im Rahmen der verwendeten Annahmen nicht wesentlich wahrscheinlicher machen. Bei der Modellierung wurde in allen Fällen eine einzige CFD-Position simuliert.

<sup>(2)</sup> Siehe Erwägungsgrund 26.

- (108) In der Sondierung hat die ESMA einen Margin-Glattstellungsschutz pro Einzelposition beschrieben. Mit einem solchen Ansatz sollte eine Reihe von Bedenken hinsichtlich der Anwendung dieser Maßnahme auf ein CFD-Handelskonto auf dem aktuellen Markt abgewendet werden. Eben weil sich der Initial-Margin-Schutz auf den Basiswert des CFD stützt, würde die Anwendung einer Margin-Glattstellungsvorschrift auf Einzelpositionsbasis gewährleisten, dass der Initial-Margin-Schutz für jede Basiswertklasse wirklich angewendet wird und dass pro Basiswert eine feste Obergrenze verfügbar ist. Ein weiterer Grund für einen solchen Ansatz bestand darin, dazu beizutragen, dass Kleinanleger ihr Risiko kennen und verstehen, das mit den jeweiligen Basiswerten verbunden ist. Die ESMA hat ursprünglich vorgeschlagen, eine Margin-Glattstellungsvorschrift bei 50 % der Initial Margin pro Position vorzuschreiben, um für einen wirksamen Schutz der Kleinanleger zu sorgen, gleichzeitig die Komplexität des Produkts zu reduzieren und das Verständnis der Kleinanleger bezüglich ihres Risikos zu verbessern.
- (109) Die ESMA hat die Antworten auf ihre Sondierung berücksichtigt. Die überwiegende Mehrheit der Anbieter, Broker und Verbände, die auf die Sondierung geantwortet haben, hat ihre Bedenken hinsichtlich einer verbindlichen Margin-Glattstellungsvorschrift auf Einzelpositionsbasis vorgebracht. Kernpunkte, die in Bezug auf die Auswirkungen auf Unternehmen angesprochen wurden, betrafen die Aussicht erheblicher IT-Umsetzungskosten und laufende Überwachungskosten. Viele Stellungnahmen von Unternehmen haben auch Bedenken hinsichtlich bestehender Kunden geäußert, die mit einer Glattstellung auf Einzelkontobasis vertraut sind. Befragte haben zudem darauf hingewiesen, dass Anleger, die spezifische Handelsstrategien anwenden, diese Strategien nicht mehr wirksam anwenden könnten, weil einzelne Positionen zu einem bestimmten Zeitpunkt glattgestellt werden könnten, falls die Anleger für die jeweilige Position keine Nachschusszahlungen leisteten, wodurch die restlichen Positionen einem unerwarteten Marktrisiko ausgesetzt würden. Ein weiteres Argument, mit dem potenzielle negative Folgen einer Margin-Glattstellung auf Einzelpositionsbasis identifiziert wurden, lautete, dass Kunden Positionen wegen der Glattstellung von Positionen neu eröffnen müssten, was zu höheren Kosten führen könnte.
- (110) Ähnliche Bedenken hinsichtlich negativer Folgen von Margin-Glattstellungen auf Einzelpositionsbasis für Anleger wurden auch in einem beträchtlichen Teil der Stellungnahmen von einzelnen Anlegern auf die Sondierung genannt. Die häufigsten Argumente lauteten, dass eine Glattstellungsvorschrift auf Einzelpositionsbasis die Anwendung bestimmter Handelsstrategien behindern würde und die Anleger ihre Positionen ständig überwachen müssten, da sie sich nicht länger auf bestimmte Absicherungen verlassen könnten, die sie platziert haben.
- (111) Die meisten Verbrauchervertreter sprachen sich für die vorgeschlagenen Maßnahmen aus oder schlugen sogar erheblich restriktivere Maßnahmen in Bezug auf CFD vor (wie zum Beispiel ein vollständiges Verbot der Vermarktung, des Vertriebs und des Verkaufs dieser Finanzinstrumente an Kleinanleger).
- (112) Auf die Sondierung antworteten auch Unternehmen, die sich für die in der Sondierung vorgeschlagene Regel einer Margin-Glattstellung auf Einzelpositionsbasis aussprachen. Diese Unternehmen gaben an, dass sie bereits einen solchen Ansatz verfolgten und mit seinen Ergebnissen zufrieden seien.
- (113) Die ESMA hat analysiert, welche Anlegerergebnisse erwartet werden können, wenn die Margin-Glattstellung auf Einzelpositionsbasis angewendet wird (ein CFD wird glattgestellt, wenn sein Wert unter 50 % des Werts der Initial Margin fällt) und welche Anwenderergebnisse erwartet werden können, wenn die Margin-Glattstellung pro CFD-Handelskonto angewendet wird (ein CFD wird glattgestellt, wenn der Wert aller offenen CFD in Verbindung mit dem Handelskonto zusammen mit allen Geldern auf diesem Konto unter 50 % des Gesamtwerts der Initial Margin für all diese offenen CFD fällt). Die ESMA hat insbesondere die Häufigkeit der Glattstellungen sowie die Auswirkung der Entwicklung von Kundenverlusten für ein simuliertes Portfolio von CFD-Positionen unter dem jeweiligen Szenario bewertet. Weil es eine extrem große Spannbreite unterschiedlichster potenzieller Portfolios gibt, die ein Anleger halten könnte, sind bei dieser Analyse keine präzisen numerischen Ergebnisse geschätzt worden. Stattdessen wurde in der Analyse geprüft, ob eine der beiden Annahmen generell zu besseren Ergebnissen für Anleger führen würde. Dabei wurde der allgemeine Schluss gezogen, dass ein besseres Anlegerergebnis für eine Margin-Glattstellung auf Einzelpositionsbasis oder auf Einzelkontobasis von den Kursentwicklungen der Basiswerte der CFD in den Wertpapierportfolios abhängt. Der Grund hierfür liegt darin, dass sich der Kurs eines Basiswerts nach einer Glattstellung, die zwar bei einer Annahme erfolgen würde, nicht aber bei der anderen Annahme, entweder erholen oder verschlechtern kann.
- (114) Grundsätzlich dürften Glattstellungen etwas häufiger auf Einzelpositionsbasis erfolgen, wenn von einem gleichen Anlegerportfolio für die beiden Fälle ausgegangen wird. Aufgrund des Initial-Margin-Schutzes dürfte eine Glattstellung aber in beiden Fällen nur selten vorkommen. Für Kunden mit einer einzigen Position auf ihrem CFD-Handelskonto gäbe es keinerlei Unterschied zwischen der Einzelkontobasis und der Einzelpositionsbasis. Aus der Sondierung geht klar hervor, dass es viele CFD-Handelskonten gibt, die nur eine einzige Position enthalten.

- (115) Die Unterschiede in den Ergebnissen, die sich aus einer Positionsbasis im Gegensatz zu einer Kontobasis ergeben, dürften zwar für viele Anleger gering sein (können aber nicht präzise quantifiziert werden, weil kein repräsentatives Portfolio vorliegt), doch haben die Antworten auf die Sondierung dennoch weitere Gründe dafür aufgezeigt, weshalb eine Einzelkontobasis für einige Anleger besser sein könnte. Erstens unterstützt eine Einzelkontobasis ein vielfältiges Anlageportfolio, weil sie zulässt, dass Gewinne von einer Position mit den Verlusten von einer anderen Position verrechnet werden. Zweitens kommt es bei einer Einzelkontobasis weniger häufig zu Glattstellungen, weshalb die Kosten für Anleger reduziert werden, die bei der Neueröffnung von Positionen anfallen.
- (116) Unter Berücksichtigung der oben genannten Analyse und der Stellungnahmen aus der Sondierung ist die ESMA der Ansicht, dass eine standardisierte Margin-Glattstellungsvorschrift auf Einzelkontobasis bei 50 % des Initial-Margin-Schutzes, die zusätzlich zu den anderen im vorliegenden Beschluss beschriebenen Maßnahmen als Einzelmaßnahme zu ergreifen ist, als anzuwendender Mindestschutz verhältnismäßiger ist. Diese Vorschrift sollte insbesondere dafür sorgen, dass die Glattstellung eines oder mehrerer CFD zu für den Kleinanleger günstigsten Bedingungen erfolgt, um sicherzustellen, dass der Wert des Kontos nicht tiefer fällt als 50 % des gesamten Initial-Margin-Schutzes, der zu einem beliebigen Zeitpunkt eingezahlt worden ist, um alle derzeit offenen CFD zu eröffnen. Der Wert des Kontos sollte für diese Zwecke durch die Gelder auf diesem Konto bestimmt werden und durch sämtliche nicht realisierte Nettogewinne aus offenen CFD, die mit diesem Konto verbunden sind.
- (117) Der von der ESMA vorgeschlagene Margin-Glattstellungsschutz hindert einen Anbieter nicht daran, eine Glattstellungsvorschrift bei 50 % des für die spezifische Position vorgeschriebenen Initial-Margin-Schutzes anzuwenden, anstelle einer Glattstellungsvorschrift auf Einzelkontobasis; tatsächlich könnte die Komplexität für Kleinanleger dadurch reduziert werden. Durch die Anwendung einer Glattstellungsvorschrift bei 50 % erfüllt der Anbieter naturgemäß die Glattstellungsvorschrift auf Einzelkontobasis, weil alle Einzelpositionen gemäß der 50 %-Glattstellungsvorschrift geschlossen werden.

### 5.3. Negativsaldoschutz

- (118) Der Negativsaldoschutz zielt darauf ab, Kleinanleger in außergewöhnlichen Umständen zu schützen, in denen es zu einer Kursänderung des Basiswerts kommt, die ausreichend groß und plötzlich ist, dass der CFD-Anbieter an der Glattstellung der Position gehindert wird, wie dies vom Margin-Glattstellungsschutz verlangt wird und wodurch das Konto des Kunden einen Negativsaldo aufweist. Anders ausgedrückt können große Marktereignisse Sprünge in der Kursbildung bewirken, wodurch verhindert wird, dass der automatische Margin-Glattstellungsschutz greift. Einige nationale zuständige Behörden<sup>(1)</sup> haben festgestellt, dass Kunden nach solchen Ereignissen erheblich mehr schuldeten als sie ursprünglich investiert hatten, was zu einem Negativsaldo auf ihrem CFD-Handelskonto führte.
- (119) Mit dem Negativsaldoschutz soll gewährleistet werden, dass die maximalen Verluste, die einem Anleger aus dem Handel mit CFD entstehen, samt aller damit verbundenen Kosten auf den Gesamtbetrag der mit dem CFD-Handel verbundenen Gelder auf dem CFD-Handelskonto des Anlegers begrenzt werden. Dazu sollten sämtliche Gelder gehören, die aufgrund von Nettogewinnen aus dem Schließen offener CFD, die mit diesem Konto verbunden sind, noch auf dieses Konto gezahlt werden müssen. Einem Anleger sollten im Zusammenhang mit seinem CFD-Handel keine zusätzlichen Verbindlichkeiten entstehen. Andere Konten sollten nicht Teil des gefährdeten Anlegerkapitals sein. Falls ein Handelskonto auch andere Finanzinstrumente umfasst (beispielsweise UCITS oder Aktien), sind nur die Gelder gefährdet, die ausdrücklich dem CFD-Handel gewidmet sind, und keine Gelder, die anderen Finanzinstrumenten gewidmet sind.
- (120) Mit dem Negativsaldoschutz soll auch ein „Auffangnetz“ bei extremen Marktbedingungen bereitgestellt werden. Die ESMA hat das Schweizer-Franken-Ereignis im Januar 2015 analysiert und seine direkte Auswirkung auf Anleger in einer ganzen Reihe unterschiedlicher Szenarien geprüft<sup>(2)</sup>. Es wurden die folgenden Szenarien geprüft:
- i) Schutz vor jeglichem Negativsaldo auf einem CFD-Handelskonto, dessen Inhaber ein Kleinanleger ist;
  - ii) Schutz vor jeglichem Negativsaldo auf einzelne CFD-Positionen, die von einem Kleinanleger gehalten werden; und
  - iii) kein Negativsaldoschutz.

<sup>(1)</sup> Die DE-BaFin hat beispielsweise erklärt, dass einige Anleger aufgrund der Entscheidung der Schweizer Nationalbank, den Schweizer Franken nicht länger an den Euro zu koppeln, mehr Geld verloren haben, als sie investiert hatten. Abrufbar unter: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf\\_170508\\_allgvgf\\_cfd\\_wa.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_170508_allgvgf_cfd_wa.html).

<sup>(2)</sup> „Schweizer-Franken-Ereignis“ bezieht sich auf die plötzliche Abwertung des Schweizer Franken gegenüber dem Euro in einer Größenordnung von 15 % am Vormittag des 15. Januar 2015.

- (121) Die ESMA hat bei der Bewertung dieser Optionen festgestellt, dass die direkte Auswirkung auf Anleger, die sich aus den verschiedenen Optionen ergibt, bei extremen Marktereignissen gegen die anfallenden laufenden Kosten für die Bereitstellung dieses Schutzes abgewogen werden muss. CFD-Anbietern würden als Teil ihres Risikomanagements vor allem laufende Kosten aufgrund zusätzlicher Kapitalanforderungen oder Absicherungen entstehen. Ein Teil dieser Kosten könnte in Form von höheren Spreads und anderen Entgelten wieder an die Anleger selbst weitergegeben werden.
- (122) Andererseits entsteht bei fehlendem Negativsaldoschutz die Gefahr eines erheblichen Verbrauchernachteils, nämlich die Möglichkeit, dass ein Anleger einem Unternehmen infolge extremer Marktbedingungen Geld schuldet. Eine solche Situation ist für Anleger ohne nennenswertes liquides Vermögen besonders nachteilig<sup>(1)</sup>. Die ESMA hat entschieden, einen Negativsaldoschutz pro CFD-Handelskonto als Maßnahme zu ergreifen, um die Ursache für diesen potenziellen erheblichen Nachteil abzuwenden und die damit zusammenhängenden Kosten für Unternehmen und Anleger gleichzeitig auf ein Mindestmaß zu reduzieren. Die ESMA vertrat insbesondere die Auffassung, dass die verbindliche Vorgabe eines Negativsaldoschutzes pro individuellem CFD mit dem Risiko verbunden gewesen wäre, dass Anlegern und Unternehmen unverhältnismäßig hohe Kosten entstehen. Wäre ein Negativsaldoschutz pro Position eingeführt worden, hätten Unternehmen ihren Kunden alle Verluste erlassen müssen, die höher sind als die Gelder, die dieser jeweiligen Position gewidmet sind, einschließlich der vom Kunden geleisteten Initial Margin und Margin-Nachschusszahlungen. Da ein Negativsaldoschutz die Aufrechnung eines erheblichen Verlusts mit anderen Positionen im Portfolio eines Kunden nicht zulassen würde, würde durch eine Negativsaldoschutz-Vorschrift auf Positionsbasis das von Unternehmen übernommene Marktrisiko erhöhen. Das würde wahrscheinlich zu einer Erhöhung der Kapitalanforderungen für Unternehmen führen, deren Kosten wohl an Kleinanleger weitergegeben werden würden.
- (123) Die Mehrheit der Anbieter, Broker und Verbände befürwortet den Vorschlag für einen Negativsaldoschutz. Einige Anbieter baten um nähere Erläuterungen dieser Vorschrift. Die vorgebrachten Bedenken bezogen sich auf die Auswirkung der Maßnahmen auf die Kapitalanforderungen für Unternehmen und die Möglichkeit, dass Kunden diesen Schutz dazu nutzen könnten, gegen die Anbieter zu spekulieren, indem sie bei demselben Broker zwei gegensätzliche Positionen auf verschiedenen Konten eröffnen. Die Verbrauchervertreter sprachen sich für die vorgeschlagenen Maßnahmen, einschließlich Negativsaldoschutz, aus. Die Einzelpersonen, die auf die Sondierung geantwortet haben, und sich in ihrer Stellungnahme ausdrücklich auf die Vorschläge für einen Negativsaldoschutz bezogen haben, sprachen sich im Allgemeinen für die Vorschläge aus.
- (124) Die ESMA hat sowohl die Auswirkungen der Bereitstellung eines Negativsaldoschutzes auf CFD-Anbieter sowie die erheblichen Nachteile für Kleinanleger, die ohne einen solchen Schutz entstehen können, geprüft. Die ESMA ist insgesamt der Ansicht, dass die festgestellten Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes durch den Negativsaldoschutz abgewendet werden und dass diese Maßnahme verhältnismäßig ist.

#### 5.4. Risikowarnungen

- (125) Eine weitere Maßnahme zur Abwendung von Risiken für Kleinanleger im Zusammenhang mit CFD besteht darin, Unternehmen die Bereitstellung von standardisierten und wirksamen unternehmensspezifischen Risikowarnungen, einschließlich Informationen über den Anteil der Verluste von Kleinanlegerkonten, vorzuschreiben. Wie zuvor festgestellt, haben einige nationale zuständige Behörden auf die schlechte Qualität der Risikowarnungen, die Kunden bereitgestellt werden, hingewiesen und von CFD-Anbietern berichtet, die es häufig versäumen, das hohe Risiko, das mit den Produkten verbunden ist, sowie die komplexe Natur dieser Produkte deutlich darzulegen. In Risikowarnungen werden insbesondere die möglichen schnellen Verluste nicht deutlich erklärt, die das von den Kunden investierte Geld übersteigen können, oder die Botschaften werden durch die Art und Weise verwässert, in der die Warnungen präsentiert werden oder durch Aussagen über potenzielle Gewinne.
- (126) Nur eine Minderheit der Anbieter und Broker hat sich in ihren Stellungnahmen zur Sondierung gegen die Einführung einer standardisierten Risikowarnung ausgesprochen. Einige Unternehmen haben signalisiert, dass sie einen firmenspezifischen Verlust-Prozentsatz einer standardisierteren Warnung vorziehen würden. Die Stellungnahmen der Verbrauchervertreter waren gemischt, da fast die Hälfte von ihnen darauf hindeutete, dass sie strengere Maßnahmen für CFD befürworten würden (beispielsweise ein Verbot). Die Verbrauchervertreter, die in ihrer Stellungnahme die Risikowarnung ausdrücklich genannt hatten, sprachen sich für den Vorschlag aus, sofern dieser in Verbindung mit den anderen vorgeschlagenen Maßnahmen geprüft werde.

<sup>(1)</sup> Der Nachteil, der in einer solchen Situation bewirkt wird, wurde beim Absturz des Schweizer Franken offensichtlich, als einige Anleger, ohne sich dessen bewusst zu sein, für zehntausende Euro haftbar wurden — Beträge, die sie nicht zahlen konnten.

- (127) Die unternehmensspezifischen Risikowarnungen, die im vorliegenden Beschluss eingeführt werden, würden Kleinanlegern wesentliche Informationen über diese besonderen Produkte bereitstellen, nämlich den Anteil der Kleinanlegerkonten, die beim CFD-Handel Geld verlieren. In einer Studie wurde festgestellt, dass das Verständnis der Kunden für das Produkt und für die Möglichkeit, mehr Geld zu verlieren als investiert wird, sowie bezüglich der Wahrscheinlichkeit, einen Gewinn zu erwirtschaften, durch eine standardisierte Risikowarnung verbessert wird <sup>(1)</sup>.
- (128) Die Anforderung an CFD-Anbieter, den Anteil von Kleinanlegerkonten, die Verluste aufweisen, offenzulegen, soll der Tendenz der CFD-Anbieter entgegenwirken, die potenziellen Gewinne gegenüber den Verlusten hervorzuheben.
- (129) Außerdem sollen Kleinanleger durch die Warnungen dabei unterstützt werden, eine fundierte Entscheidung darüber zu treffen, ob sie tatsächlich ein hochriskantes Produkt erwerben wollen, bei dem es wahrscheinlicher ist, einen Verlust zu erleiden als einen Gewinn zu erzielen.
- (130) Die ESMA ist der Ansicht, dass jeder CFD-Anbieter seinen Kunden den Anteil der CFD-Handelskonten von Kleinanlegern, die in den letzten 12 Monaten Geld verloren haben, mitteilen sollte, um Anleger vor den Verlustrisiken im Zusammenhang mit der Anlage in CFD zu warnen. Damit diese Zahl immer auf dem aktuellen Stand ist, sollte diese Berechnung quartalsweise aktualisiert werden. Der angezeigte Anteil sollte in jeder Mitteilung des Anbieters auf einfache und deutliche Weise als Teil einer Risikowarnung präsentiert werden.
- (131) Für die Bestimmung, ob ein Konto Geld verloren hat, sind sowohl die realisierten als auch die unrealisierten Gewinne und Verluste zu berücksichtigen. Die realisierten Gewinne und Verluste beziehen sich auf die CFD-Positionen, die während des Berechnungszeitraums geschlossen wurden. Die unrealisierten Gewinne und Verluste beziehen sich auf die Positionen, die am Ende des Berechnungszeitraums offen sind. Um ein vollständiges Bild des Anteils der Konten darzustellen, die einen Gewinn oder einen Verlust ergeben haben, sind bei der Berechnung alle Kosten im Zusammenhang mit dem CFD-Handel zu berücksichtigen.
- (132) Bei neu gegründeten CFD-Anbietern und CFD-Anbietern, die in den letzten 12 Monaten keine offenen CFD-Positionen hatten, kann ein solcher Anteil für die letzten 12 Monate nicht berechnet werden. Im vorliegenden Beschluss wird diesen Unternehmen eine standardisierte Risikowarnung vorgeschrieben, in der auf Prozentsätze verwiesen wird, die nationale zuständige Behörden in ihren vorhandenen Studien festgestellt haben.
- (133) Wie oben erwähnt, sprachen sich fast alle Anbieter, die auf die Sondierung geantwortet haben, für eine standardisierte Risikowarnung aus oder standen ihr neutral gegenüber. Die Befragten, die eine standardisierte Risikowarnung ablehnten, stellten entweder die Wirksamkeit einer Risikowarnung infrage oder waren mit den Prozentsätzen nicht einverstanden, die in den Studien der nationalen zuständigen Behörden festgestellt worden sind. Ein häufiger Kommentar lautet, dass Unternehmen eine stärker zusammengefasste Fassung der Risikowarnung verlangten, die von den Unternehmen für die digitale Vermarktung verwendet werden konnte.
- (134) Die ESMA hat die Möglichkeit geprüft, entweder eine allgemeine Risikowarnung vorzuschreiben, in der nur das Risiko genannt wird, dass Kleinanleger wegen der Hebel von CFD schnell Geld verlieren können, oder eine konkretere Risikowarnung vorzuschreiben, die sich auf durchschnittliche Verluste für Kleinanleger anhand der Studien der nationalen zuständigen Behörden stützt. Die erste Option wurde verworfen, weil sie die Aufmerksamkeit der Kleinanleger nicht wirksam auf das tatsächliche Risiko gelenkt hat, das mit dem CFD-Handel konkret verbunden ist. Die letztgenannte Option wurde verworfen, weil diese Studien keinerlei Besonderheiten berücksichtigen (beispielsweise ein Unternehmen, das nur bestimmte Arten von CFD anbietet). Auch wenn unternehmensspezifische Berechnungen für Anbieter aufwändiger sein können als eine allgemeine Risikowarnung, vertritt die ESMA im Einklang mit Rückmeldungen aus der Sondierung die Auffassung, dass diese notwendig sind, um Anleger richtig vor den Verlustrisiken zu warnen.
- (135) Ein Risiko, das die ESMA und nationale zuständige Behörden hinsichtlich der unternehmensspezifischen Verlust-Prozentsätze anerkennen, besteht darin, dass diese Prozentsätze für die Vermarktung verwendet werden können, anstatt für ihren eigentlichen Zweck als Risikowarnung. Aus diesen Gründen sollten nationale zuständige Behörden überwachen, dass Wertpapierfirmen die unternehmensspezifischen Prozentsätze nicht unangemessen verwenden, und werden die Anwendung dieser Maßnahme überprüfen.

<sup>(1)</sup> Bevor den Teilnehmern an der Studie die standardisierte Risikowarnung gezeigt wurde, hatten 66 % von ihnen richtig erklärt, dass CFD riskanter sind als Sparkonten, Anleihen und Trackerfonds, 50 % hatten richtig angegeben, dass beim CFD-Handel mehr Geld verloren werden kann als investiert wird, und 54 % hatten richtig ausgesagt, dass die meisten Kunden, die diese Produkte verwenden, Geld verlieren. Nachdem ihnen die standardisierte Risikowarnung auf der Website der Unternehmen gezeigt worden war, haben 90 % der Teilnehmer an der Studie das Risikoprofil von CFD richtig beschrieben (dass CFD riskanter sind als die oben genannten Anlagen). Bei Kunden, die fälschlicherweise gesagt hatten, dass alle Anleger Geld erwirtschaften würden, betrug die Wahrscheinlichkeit, dass ein Kunde richtig antwortete (indem er erklärt, dass die meisten Anleger Geld verlieren), 91,5 %. Das deutet darauf hin, dass standardisierte Risikowarnungen, einschließlich der Offenlegung der Wertentwicklung von Kundenkonten, das Verständnis eines Kunden für das Produkt signifikant verbessern können. Aus Mullett, T. L., und Stewart, N. (2017): „The effect of risk warning content for contract for difference products.“ *Arbeitspapier*. Diese Arbeit wurde durch einen öffentlichen Forschungszuschuss finanziert, wurde aber in Absprache mit der UK-FCA ausgearbeitet.

- (136) Im Einklang mit Rückmeldungen aus der Sondierung ist die ESMA der Ansicht, dass ein angemessenerer Ansatz auch die Risikowarnung an die Art der verwendeten Kommunikationskanäle anpassen würde. Aus diesem Grund wird in dem vorliegenden Beschluss eine abgekürzte Risikowarnung für Kommunikationen über einen nicht dauerhaften Datenträger, wie zum Beispiel mobile Anwendungen oder Posts in sozialen Medien, vorgeschrieben.

#### 5.5. Das Verbot monetärer und nicht monetärer Vorteile

- (137) Eine letzte Maßnahme, um Risiken im Zusammenhang mit dem Vertrieb von CFD an Kleinanleger abzuwenden, ist ein Verbot monetärer Vorteile (beispielsweise sogenannter „Handelsboni“) und bestimmter nicht monetärer Vorteile. Finanzangebote, in denen Boni oder andere Anreize für den Handel mit CFD angeboten werden, lenken Kleinanleger oftmals von dem hohen Risiko ab, das mit CFD-Produkten verbunden ist. Sie locken Kleinanleger an, die andernfalls kaum in diese Produkte investieren würden. Solche Vorteile sind häufig daran gekoppelt, dass Kunden Geld auf das Konto einzahlen, oder an die Ausführung eines bestimmten Geschäftsvolumens.
- (138) Das Verbot der Vorteile durch die ESMA erstreckt sich jedoch nicht auf Informations- und Rechercheinstrumente, die Kleinanlegern bereitgestellt werden, sofern sie sich auf CFD beziehen (ausgeschlossene nicht monetäre Vorteile), da diese den Kunden beim Treffen von Entscheidungen helfen können.
- (139) Die Mehrheit der Anbieter, Verbände und Broker sprach sich in ihren Stellungnahmen für die Maßnahmen gegen Kunden-Anreizprogramme aus. Auch die Verbrauchervertreter, die sich ausdrücklich auf diese Maßnahmen bezogen, befürworteten sie. Angesichts der Risiken, die Kleinanlegern mit diesen Vorteilen entstehen, ist die ESMA der Ansicht, dass es notwendig und verhältnismäßig ist, sie einzuschränken.

#### 5.6. Verhältnismäßigkeit

- (140) Die ESMA hat auf diesem Gebiet die Grenzen der Wirksamkeit ihrer nicht verbindlichen Instrumente erreicht. In diesem Zusammenhang erkennt die ESMA insbesondere im Hinblick auf die Produktüberwachungsanforderungen an, dass Grundsätze für die Produktüberwachungsanforderungen bereits einen festen Bestandteil der Finanzdienstleistungs-Aufsichtskultur in der Union bilden. Im November 2013 haben die Europäischen Aufsichtsbehörden (European Supervisory Authorities, „ESA“) eine gemeinsame Stellungnahme zu „Produktüberwachungs- und Produktgenehmigungsverfahren von Konzepturen“ veröffentlicht, in der wesentliche Grundsätze festgesetzt werden, die für Überwachungs- und Genehmigungsverfahren von Finanzinstrumenten anwendbar sind <sup>(1)</sup>. Im Februar 2014 hat die ESMA eine Stellungnahme zu „MiFID-Praktiken für Wertpapierfirmen, die komplexe Produkte verkaufen“ <sup>(2)</sup> und im März 2014 eine Stellungnahme zu „Strukturierten Kleinanlegerprodukten — Gute Praktiken für Regelungen von Produktüberwachungsanforderungen“ <sup>(3)</sup> veröffentlicht. Des Weiteren sind im Vereinigten Königreich seit März 2007 Leitlinien in Kraft, in denen Grundsätze für Produktüberwachungsanforderungen festgelegt sind <sup>(4)</sup>.
- (141) Die nachteiligen Auswirkungen in Bezug auf die Vermarktung, den Vertrieb und den Verkauf von CFD an Kleinanleger haben sich in den letzten Jahren trotz der Aufsichtsgrundsätze und der im vorliegenden Beschluss beschriebenen regulatorischen Anforderungen weiterentwickelt.
- (142) Die Maßnahme der ESMA ist in ihrer Gesamtheit notwendig und verhältnismäßig, um die festgestellten Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes abzuwenden. Generell wird davon ausgegangen, dass abnormale und erhebliche Verluste, die von Kleinanlegern in CFD erlitten werden, durch die Maßnahme reduziert und Kleinanleger besser für die Risiken im Zusammenhang mit diesen Produkten sensibilisiert werden. Die Vorteile, die durch die Abwendung der festgestellten Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes auf die vorgeschlagene Art und Weise gewonnen werden, wiegen die potenziellen Folgen für CFD-Anbieter auf, darunter auch Folgen, die durch die Umsetzungskosten im Zusammenhang mit der Einhaltung dieser Vorschriften entstehen und eine potenzielle Verringerung der Einnahmen von CFD-Anbietern (durch niedrigere Handelsvolumen, niedrigere von den Kunden gezahlte Gesamttransaktionsgebühren und niedrigere Kundenverluste).
- (143) Die Maßnahme der ESMA gilt zudem erst zwei Monate nach Veröffentlichung des vorliegenden Beschlusses im *Amtsblatt der Europäischen Union* (ABl.). Daraus folgt eine Umsetzungsfrist von zwei Monaten nach der offiziellen Veröffentlichung, die darauf abzielt, das Interesse von Kleinanlegern an einer unverzüglichen Reduzierung der nachteiligen Auswirkung, welche sich aus dem aktuellen CFD-Handel ergibt und der Notwendigkeit, den maßgeblichen Marktteilnehmern ausreichend Zeit zu gestatten, ihre Geschäftsmodelle in geordneter Weise zu organisieren und zu ändern.

<sup>(1)</sup> Joint Position on „Manufacturers' Product Oversight and Governance Processes“ (JC-2013-77).

<sup>(2)</sup> Stellungnahme zu „MiFID-Praktiken für Wertpapierfirmen, die komplexe Produkte verkaufen“ (ESMA/2014/146. In dieser Stellungnahme waren Bezugnahmen auf CFD und binäre Optionen ausdrücklich enthalten.

<sup>(3)</sup> Stellungnahme zu „Strukturierten Kleinanlegerprodukten — Gute Praktiken für Regelungen für Produktüberwachungsanforderungen“ (ESMA/2014/332).

<sup>(4)</sup> „The Responsibilities of Providers and Distributors for the Fair Treatment of Customers“ [https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/document/RPPD\\_FCA\\_20130401.pdf](https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/document/RPPD_FCA_20130401.pdf). Die Leitlinien sind mit den Grundsätzen für Unternehmen des Vereinigten Königreichs (PRIN) verknüpft [https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/document/rppd/RPPD\\_Full\\_20180103.pdf](https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/document/rppd/RPPD_Full_20180103.pdf).

- (144) Mit diesem Beschluss werden allgemeine Bestimmungen festgelegt, die darauf abzielen, Kleinanlegern in der gesamten Union zusätzlich zu bestehenden Anforderungen ein notwendiges Mindestschutzniveau bereitzustellen. Der vorliegende Beschluss soll nationale zuständige Behörden oder CFD-Anbieter nicht davon abhalten, ein höheres Anlegerschutzniveau zu gewährleisten, indem beispielsweise höhere Anforderungen an die Initial Margin angewendet werden.

**6. DIE MAßNAHMEN SCHAFFEN KEIN RISIKO EINER AUFSICHTSARBITRAGE (ARTIKEL 40 ABSATZ 3 BUCHSTABE b DER VERORDNUNG (EU) Nr. 600/2014)**

- (145) Angesichts der Beschaffenheit der festgestellten Risiken und der Zahl und Gattung der betroffenen Anleger sowie der von einigen Mitgliedstaaten vorgeschlagenen Maßnahmen wird durch die Maßnahme der ESMA ein einheitlicher Mindestansatz in der gesamten Union sichergestellt. Die ESMA hat außerdem das Risiko geprüft, dass Anbieter, die derzeit CFD anbieten, versuchen könnten, Produkte mit vergleichbaren Merkmalen anzubieten, wie zum Beispiel Optionen, Termingeschäfte, Swaps und außerbörsliche Zinstermingeschäfte (Forward-Rate-Agreements). Die Teilnehmer der Sondierung bestätigten, dass Ähnlichkeiten zwischen CFD und diesen Produkten vorliegen. Da sich die Belege der ESMA in erster Linie auf den Handel mit CFD beziehen, werden ESMA und die nationalen zuständigen Behörden daher außerdem sorgfältig überwachen, ob solche neuen Vertriebstrends zu ähnlichen nachteiligen Folgen für Kleinanleger führen und ob die CFD-Anbieter Anstrengungen unternehmen werden, um diese Interventionsmaßnahmen zu umgehen und werden dann bei Bedarf handeln.
- (146) Zudem gelten die vorübergehenden Interventionsmaßnahmen der ESMA für alle Anbieter von CFD und für alle anderen Personen, die bewusst und vorsätzlich zu einer Verletzung der Maßnahmen beitragen, die unter den Anwendungsbereich der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 fallen. Während der Anwendungsbereich der Unternehmen, die in Bezug auf Fondsverwaltungsgesellschaften unter Artikel 40 dieser Verordnung fallen, letztendlich auf legislativer Ebene behandelt werden muss, um die Rechtssicherheit zu verbessern<sup>(1)</sup>, hat die ESMA hat den Anwendungsbereich auf Aufsichtsarbitrage geprüft. Die ESMA hat sichergestellt, dass die vorgeschlagenen Maßnahmen angesichts der oben dargelegten negativen Auswirkungen für Anleger über einen ausreichend breiten Anwendungsbereich verfügen und daher in der Lage sind, die erheblichen Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes, die sich aus der Vermarktung, dem Vertrieb und dem Verkauf von CFD ergeben, abzuwenden.

**7. KONSULTATION UND UNTERRICHTUNG (ARTIKEL 40 ABSATZ 3 BUCHSTABE c UND ABSATZ 4 DER VERORDNUNG (EU) Nr. 600/2014)**

- (147) Da sich die vorgeschlagenen Maßnahmen in einem begrenzten Umfang auf Agrarrohstoffderivate beziehen, hat die ESMA öffentliche Stellen angehört, die für die Aufsicht, Verwaltung und Regulierung physischer Agrarmärkte im Rahmen der Verordnung (EG) Nr. 1234/2007 des Rates<sup>(2)</sup> zuständig sind. Die ESMA hat Antworten vom Bundesministerium für Ernährung und Landwirtschaft (Deutschland), dem Ministerium für Landwirtschaft (Lettland) und dem Ministerium für Landwirtschaft und Forsten (Finnland) erhalten. Diese Befragten haben gegenüber der Anwendung der vorgeschlagenen Maßnahmen keine Einwände erhoben.
- (148) Die ESMA hat den vorliegenden vorgeschlagenen Beschluss den nationalen zuständigen Behörden mitgeteilt —

HAT FOLGENDEN BESCHLUSS ERLASSEN:

*Artikel 1*

**Begriffsbestimmungen**

Für die Zwecke dieses Beschlusses bezeichnet der Begriff

- a) „Differenzgeschäft“ oder „CFD“ ein Derivat, ausgenommen eine Option, ein Terminkontrakt (Future), ein Swap oder ein außerbörsliches Zinstermingeschäft (Forward-Rate-Agreement), dessen Zweck darin besteht, dem Inhaber eine Long- oder Short-Position gegenüber Schwankungen im Preis, Kurs oder Wert eines Basiswerts zu verschaffen, unabhängig davon, ob es an einem Handelsplatz gehandelt wird, und das auch abgesehen von einem Ausfall oder einem anderen Kündigungsereignis bar ausgeglichen werden muss oder auf Wunsch einer der Parteien bar ausgeglichen werden kann;

<sup>(1)</sup> Die ESMA hat in ihrer Stellungnahme zur Auswirkung des Ausschlusses von Fondsverwaltungsgesellschaften aus dem Anwendungsbereich der MiFIR-Interventionsbefugnisse vom 12. Januar 2017 (ESMA50-1215332076-23) auf das Risiko einer regulatorischen Arbitrage hingewiesen; in dieser Stellungnahme hat die ESMA Bedenken hinsichtlich des Risikos von Aufsichtsarbitrage und einer potenziellen Reduzierung der Wirksamkeit künftiger Interventionsmaßnahmen geäußert, das sich aus dem Ausschluss bestimmter Unternehmen aus dem Anwendungsbereich der maßgeblichen Maßnahmen ergibt (OGAW-Verwaltungsgesellschaften und Verwalter alternativer Investmentfonds). Die Kommission hat Änderungen vorgeschlagen, um die Rechtssicherheit in dieser Hinsicht durch Änderung der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 (COM(2017)536/948972) zu verbessern.

<sup>(2)</sup> Verordnung (EG) Nr. 1234/2007 des Rates vom 22. Oktober 2007 über eine gemeinsame Organisation der Agrarmärkte und mit Sondervorschriften für bestimmte landwirtschaftliche Erzeugnisse (Verordnung über die einheitliche GMO) (ABl. L 299 vom 16.11.2007, S. 1).

- b) „ausgeschlossener nicht monetärer Vorteil“ jeden nicht monetären Vorteil außer Informations- und Rechercheinstrumenten, sofern diese sich auf CFD beziehen;
- c) „Initial Margin“ oder „Margin-Ersteinschuss“ jede Zahlung für den Abschluss eines CFD, ausgenommen Provisionen, Transaktionsgebühren und jedwede anderen verbundenen Kosten;
- d) „Initial-Margin-Schutz“ die durch Anhang I bestimmte Initial Margin;
- e) „Margin-Glattstellungsschutz“ das Schließen eines oder mehrerer offener CFD von Kleinanlegern zu den günstigsten Bedingungen für den Kunden gemäß den Artikeln 24 und 27 der Richtlinie 2014/65/EU, wenn die Summe der Gelder auf dem CFD-Handelskonto und der unrealisierten Nettogewinne aller offenen CFD in Verbindung mit diesem Konto unter die Hälfte des Gesamtbetrags des Initial-Margin-Schutzes für alle diese offenen CFD fällt;
- f) „Negativsaldoschutz“ die Obergrenze der Gesamthaftung eines Kleinanlegers für alle CFD in Verbindung mit einem CFD-Handelskonto bei einem CFD-Anbieter für die Gelder auf diesem CFD-Handelskonto.

#### Artikel 2

### Vorübergehende Beschränkung von CFD für Kleinanleger

Die Vermarktung, der Vertrieb und der Verkauf von CFD an Kleinanleger ist nur zulässig, wenn zumindest alle der folgenden Bedingungen vorliegen:

- a) der CFD-Anbieter verlangt von dem Kleinanleger, den Initial-Margin-Schutz einzuzahlen;
- b) der CFD-Anbieter gewährt dem Kleinanleger den Margin-Glattstellungsschutz;
- c) der CFD-Anbieter gewährt dem Kleinanleger den Negativsaldoschutz;
- d) der CFD-Anbieter gewährt dem Kleinanleger, abgesehen von den realisierten Gewinnen auf sämtliche bereitgestellte CFD, weder direkt noch indirekt eine Zahlung, einen monetären oder ausgeschlossenen nicht monetären Vorteil in Bezug auf die Vermarktung, den Vertrieb oder den Verkauf eines CFD; und
- e) der CFD-Anbieter übermittelt dem Kleinanleger weder direkt noch indirekt eine Mitteilung zur Vermarktung, zum Vertrieb oder zum Verkauf eines CFD und veröffentlicht auch keine derartigen Informationen in einer für einen Kleinanleger zugänglichen Weise, sofern eine solche Mitteilung bzw. solche Informationen nicht die entsprechende Risikowarnung enthält, die von den Bedingungen in Anhang II vorgegeben werden und die diese Bedingungen erfüllt.

#### Artikel 3

### Verbot der Teilnahme an Umgehungshandlungen

Es ist untersagt, wissentlich und vorsätzlich an Handlungen teilzunehmen, deren Ziel bzw. Wirkung darin besteht, die Anforderungen in Artikel 2 zu umgehen, einschließlich durch Handeln anstelle des CFD-Anbieters.

#### Artikel 4

### Inkrafttreten und Geltungsbereich

Dieser Beschluss tritt am Tag nach seiner Veröffentlichung im *Amtsblatt der Europäischen Union* in Kraft.

Dieser Beschluss gilt ab dem 1. August 2018 für einen Zeitraum von drei Monaten.

Geschehen zu Paris am 22. Mai 2018.

Für den Rat der Aufscher  
Steven MAIJOOR  
Vorsitzender

## ANHANG I

**PROZENTSÄTZE DER INITIAL MARGIN NACH ART DES BASISWERTS**

- a) 3,33 % des Nominalwerts des CFD, wenn der Währungspaar-Basiswert aus zwei der folgenden Währungen besteht: US-Dollar, Euro, japanischer Yen, Pfund Sterling, kanadischer Dollar oder Schweizer Franken;
  - b) 5 % des Nominalwerts des CFD, wenn der Index, das Währungspaar oder der Rohstoff des Basiswerts besteht aus:
    - i) einem der folgenden Aktienindizes: Financial Times Stock Exchange 100 (FTSE 100); Cotation Assistée en Continu 40 (CAC 40); Deutsche Börse AG Deutscher Aktienindex 30 (DAX30); Dow Jones Industrial Average (DJIA); Standard & Poors 500 (S&P 500); NASDAQ Composite Index (NASDAQ), NASDAQ 100 Index (NASDAQ 100); Nikkei Index (Nikkei 225); Standard & Poors/Australian Securities Exchange 200 (ASX 200); EURO STOXX 50 Index (EURO STOXX 50);
    - ii) einem Währungspaar, das aus mindestens einer Währung besteht, die nicht unter Buchstabe a oben angeführt ist, oder
    - iii) Gold;
  - c) 10 % des Nominalwerts des CFD, wenn der Rohstoff oder der Aktienindex des Basiswerts ein anderer Rohstoff oder ein anderer Aktienindex als die unter Buchstabe b angeführten ist;
  - d) 50 % des Nominalwerts des CFD, wenn der Basiswert eine Kryptowährung ist; oder
  - e) 20 % des Nominalwerts des CFD, wenn der Basiswert:
    - i) eine Aktie ist oder
    - ii) in diesem Anhang nicht an anderer Stelle angeführt ist.
-

## ANHANG II

## RISIKOWARNUNGEN

## ABSCHNITT A

**Bedingungen für Risikowarnungen**

1. Das Layout der Risikowarnung muss ihre Sichtbarkeit sicherstellen, und die Schriftgröße muss mindestens der in der Mitteilung oder in den veröffentlichten Informationen vorwiegend verwendeten Schriftgröße entsprechen und in der derselben Sprache verfasst sein.
2. Wenn die Mitteilung oder die veröffentlichten Informationen mittels eines dauerhaften Datenträgers oder auf einer Website erfolgt, muss das Format der Risikowarnung den Vorgaben in Abschnitt B entsprechen.
3. Wenn die Mitteilung oder die veröffentlichten Informationen mittels eines anderen Mediums als einem dauerhaften Datenträger oder auf einer Website erfolgt, muss das Format der Risikowarnung den Vorgaben in Abschnitt C entsprechen.
4. Die Risikowarnung muss einen aktuellen anbieterspezifischen Verlustprozentsatz enthalten, der sich auf eine Berechnung des Anteils der CFD-Handelskonten stützt, die Kleinanlegern durch den CFD-Anbieter bereitgestellt werden, die Geld verloren haben. Die Berechnung ist alle drei Monate durchzuführen und erfasst den 12-Monatszeitraum vor dem Tag, an dem sie durchgeführt wird („12-Monats-Berechnungszeitraum“). Für die Zwecke der Berechnung:
  - a) Hat ein einzelnes CFD-Handelskonto eines Kleinanlegers dann Geld verloren, wenn die Summe aller realisierten und unrealisierten Nettogewinne auf CFD in Verbindung mit dem CFD-Handelskonto in dem 12-Monats-Berechnungszeitraum negativ ist;
  - b) sind sämtliche Kosten in Bezug auf die CFD in Verbindung mit dem CFD-Handelskonto, einschließlich aller Entgelte, Gebühren und Provisionen, in die Berechnung aufzunehmen;
  - c) sind die folgenden Elemente aus der Berechnung auszuschließen:
    - i) jedes CFD-Handelskonto, das innerhalb des Berechnungszeitraums kein offenes CFD in Verbindung mit ihm aufwies;
    - ii) sämtliche Gewinne und Verluste aus anderen Produkten als CFD in Verbindung mit dem CFD-Handelskonto;
    - iii) sämtliche Einzahlungen oder Abhebungen von Geldern von dem CFD-Handelskonto;
5. Falls ein CFD-Anbieter in dem letzten 12-Monats-Berechnungszeitraum kein offenes CFD in Verbindung mit einem CFD-Handelskonto eines Kleinanlegers bereitgestellt hat, hat dieser CFD-Anbieter abweichend von den Absätzen 2 bis 4 die Standard-Risikowarnungen zu verwenden, die in den Abschnitten D bzw. E vorgegeben sind.

## ABSCHNITT B

**Anbieterspezifische Risikowarnung auf dauerhaftem Datenträger und Website**

CFD sind komplexe Instrumente und gehen wegen der Hebelwirkung mit dem hohen Risiko einher, schnell Geld zu verlieren.

**[Prozentsatz pro Anbieter eingeben] % der Kleinanlegerkonten verlieren Geld beim CFD-Handel mit diesem Anbieter.**

Sie sollten überlegen, ob Sie verstehen, wie CFD funktionieren, und ob Sie es sich leisten können, das hohe Risiko einzugehen, Ihr Geld zu verlieren.

## ABSCHNITT C

**Abgekürzte anbieterspezifische Risikowarnung**

**[Prozentsatz pro Anbieter eingeben] % der Kleinanlegerkonten verlieren Geld beim CFD-Handel mit diesem Anbieter.**

Sie sollten überlegen, ob Sie es sich leisten können, das hohe Risiko einzugehen, Ihr Geld zu verlieren.

## ABSCHNITT D

**Standardrisikowarnung auf dauerhaftem Datenträger und Website**

CFD sind komplexe Instrumente und gehen wegen der Hebelwirkung mit dem hohen Risiko einher, schnell Geld zu verlieren.

**Zwischen 74 % und 89 % der Kleinanlegerkonten verlieren beim Handel mit CFD Geld.**

Sie sollten überlegen, ob Sie verstehen, wie CFD funktionieren, und ob Sie es sich leisten können, das hohe Risiko einzugehen, Ihr Geld zu verlieren.

## ABSCHNITT E

**Abgekürzte Standardrisikowarnung**

**Zwischen 74 % und 89 % der Kleinanlegerkonten verlieren beim Handel mit CFD Geld.**

Sie sollten überlegen, ob Sie es sich leisten können, das hohe Risiko einzugehen, Ihr Geld zu verlieren.