

## RECHT UND KAPITALMARKT

# ESMA-Pläne zu Differenzgeschäften stoßen auf Kritik

### Erstmals europäische Produktintervention durch die Aufsichtsbehörde

Von Ingo Wegerich und Matthias Hach\*)

Börsen-Zeitung, 26.5.2018

Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) hat am 27.3.2018 verkündet, dass sie ein Verbot binärer Optionen und Beschränkungen für Differenzgeschäfte (CFD) einführt. Die Maßnahme sieht die Beschränkung der Vermarktung, des Vertriebs und des Verkaufs von CFDs an Kleinanleger vor. Die Beschränkung umfasst mehrere Bereiche: Hebel-Obergrenzen bei der Eröffnung von Positionen, Margin-Glattstellungsvorschrift auf Einzelkontobasis, Negativsaldo-schutz auf Einzelkontobasis, Unterbindung des Einsatzes von Anreizen durch CFD-Anbieter und firmenspezifische standardisierte Risikowarnungen.

Die Maßnahme sorgt für heftige Kritik. Bei der Konsultation, die die ESMA im Vorfeld durchgeführt hat, gingen knapp 18 500 Antworten ein. Rund 14 600 davon kamen nach Aussage eines Anbieters von Kunden. Davon wiederum sprachen sich 98,1 % deutlich gegen die Pläne aus.

#### Nicht reguliert

In seiner Stellungnahme zu den geplanten Neuregelungen hat der CFD-Verband betont, dass er grundsätzlich Maßnahmen begrüße, die dem Anlegerschutz dienen. Es seien jedoch vor allem nicht regulierte Anbieter sowie Anbieter aus Ländern mit niedrigeren regulatorischen Standards wie Zypern, die den Anlegerschutz gefährden. Die Fakten geben dem CFD-Verband Recht. So hatte auch die ESMA in ihrer Warnung vom 25.7.2016 ausdrücklich auf das Fehlverhalten zyprischer CFD-Anbieter hingewiesen. In Frankreich weist eine Untersuchung der Aufsicht im Jahr 2015 genau 1 617 Kundenbeschwerden auf.

1 478 waren auf nicht regulierte Anbieter zurückzuführen. 118 betrafen Anbieter mit einer Lizenz der zyprischen Aufsicht. Lediglich 21 und damit 1,3 % betrafen Anbieter mit einer Lizenz einer Aufsicht eines anderen EU-Mitgliedstaates.

#### „Notfallbefugnis“

Die ESMA stützt ihre aktuellen Maßnahmen auf Artikel 40 der Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente (Mifir), die seit dem 3.1.2018 anwendbar ist und erstmals ein Interventionsrecht vorsieht. Maßnahmen, die im Ermessen der ESMA stehen, sind unter anderem bei erheblichen Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes möglich. Die Gesetzesbegründung spricht mehrfach explizit von einer „Notfallbefugnis“, von der die ESMA nur in Ausnahmefällen Gebrauch machen dürfe. Die ESMA darf nur vorübergehend tätig werden. Mindestens alle drei Monate muss sie die Beschränkung überprüfen.

Eine weitere Voraussetzung ist, dass die regulatorischen Anforderungen nach dem Unionsrecht die Gefahr nicht abwenden. Ob dies gegeben ist, ist für den CFD-Verband jedoch unklar. Denn noch gebe es keine Erkenntnisse über die Auswirkungen von Mifid II. Dies gelte insbesondere für die Auswirkungen der Einführung eines Produktfreigabeverfahrens für jedes Finanzinstrument und des Vertriebes innerhalb eines bestimmten Kundenzielmarktes. Ob ein Vertrieb innerhalb bzw. außerhalb des vorgesehenen Zielmarktes stattfindet, muss zudem nach der Delegierten Verordnung zur Mifir zwingend im Rahmen der erheblichen Bedenken berücksichtigt werden. Eine Nichtberücksichtigung ist ermessensfehlerhaft.

Mit dieser weitgehenden Maßnahme stellt sich die ESMA auch gegen die deutsche Aufsicht, die lediglich

die Vermarktung, den Vertrieb und den Verkauf von CFDs mit Nachschusspflicht an Privatkunden untersagte. Dies spricht dafür, dass mildere Mittel durchaus denkbar sind.

Bei den erheblichen Bedenken für den Anlegerschutz muss die ESMA auch die Art der beteiligten Kunden berücksichtigen. Die ESMA spricht lediglich von Kleinanlegern, differenziert aber nicht. Demgegenüber stellt die Delegierte Verordnung unter anderem auch auf die Qualifikation und Befähigung der Kunden ab, einschließlich der Erfahrungen mit ähnlichen Finanzinstrumenten. Nach einer Marktstudie handelt der durchschnittliche CFD-Investor seit viereinhalb Jahren. Jeder zweite Kunde verfügt über einen Universitätsabschluss.

#### Teure Implementierung

Insbesondere die Hebel-Obergrenzen und die Margin-Glattstellungsvorschrift können für die Anbieter zu hohen Implementierungskosten bis hin zu Umsatzeinbußen führen. Für einige Anbieter kann dies die Existenz gefährden. Der CFD-Verband geht davon aus, dass 80 % der Kunden bei reduzierten Hebeln nicht mehr handeln werden und sich nicht regulierten Anbietern außerhalb der EU zuwenden. Derart existenzgefährdende Maßnahmen sind durch eine vorübergehende Notfallbefugnis nicht abgedeckt.

Die Maßnahmen stellen zudem auch Eingriffe in die wirtschaftliche Handlungsfreiheit der Privatanleger dar, die durchaus erfahren sind und auf diese seit 30 Jahren etablierten Produkte nicht verzichten möchten, wie die große Teilnahme an der ESMA-Konsultation deutlich belegt.

\*) Ingo Wegerich ist Partner der Luther Rechtsanwalts-gesellschaft, Matthias Hach Marketing- und Vertriebsvorstand der Comdirect Bank und Vorstand im CFD-Verband.