

Besluit van 18 april 2019, houdende beperkingen aan het op de markt brengen, verspreiden of het verkopen van contracts for differences aan niet-professionele cliënten in verband met Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 en de Wet op het financieel toezicht (Beperkingen aan CFD's)

De Autoriteit Financiële Markten,

gelet op,

artikel 42 van de Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten in financiële instrumenten en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012;

artikel 21 van de Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/567 van de Commissie van 18 mei 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot definities, transparantie, portefeuillecompressie en toezichtmaatregelen voor productinterventie en voor posities;

artikel 1:77f van de Wet op het financieel toezicht; en

artikel 2, eerste lid, aanhef en onderdeel m, van het Besluit uitvoering EU-verordeningen financiële markten,

besluit:

Artikel 1 Definities

Voor de toepassing van dit besluit wordt verstaan onder:

1. *'contract for differences' of 'CFD'*: een derivaat niet zijnde een optie, future, swap of rentetermijncontract, dat bedoeld is om de houder langdurig of kortdurend bloot te stellen aan schommelingen in prijs, niveau of waarde van een onderliggende waarde, ongeacht of dat wordt verhandeld op een handelsplatform, en dat contant moet of mag worden afgewikkeld naar keuze van een der partijen tenzij de reden het in gebreke blijven is of een andere reden die beëindiging van het contract tot gevolg heeft;
2. *'uitgezonderd niet-geldelijke voordelen'*: ieder niet-geldelijk voordeel anders dan voorlichtings- en onderzoekstools voor zover die verband houden met CFD's;
3. *'initiële marge'*: iedere betaling die is bedoeld om een CFD aan te gaan, exclusief commissie, transactiekosten en overige gerelateerde kosten;
4. *'bescherming van de initiële marge'*: de initiële marge zoals bepaald in bijlage I;
5. *'margin close-outbescherming'*: het sluiten van een of meer openstaande CFD posities van een niet-professionele cliënt tegen de voor die cliënt voordeligste voorwaarden overeenkomstig de artikelen 24 en 27 van Richtlijn 2014/65/EU zodra de som van de middelen op de CFD-beleggingsrekening en de ongerealiseerde nettowinst van alle aan die rekening gerelateerde openstaande CFD posities daalt tot minder dan de helft van de totale bescherming van de initiële marge voor al die openstaande CFD posities;
6. *'bescherming tegen negatief saldo'*: begrenzing van het totale bedrag van de schulden van de cliënt uit hoofde van alle CFD's op een CFD-beleggingsrekening met een CFD-aanbieder tot de middelen op die CFD-rekening;
7. *'aanbieden'*: op de markt brengen, verspreiden of verkopen; en
8. *'aanbieder'*: de persoon die aanbiedt.

Artikel 2 Beperkingen aan CFD's met betrekking tot niet-professionele cliënten

CFD's kunnen uitsluitend op de markt worden gebracht, worden verspreid of worden verkocht aan niet-professionele cliënten indien in ieder geval aan alle volgende voorwaarden is voldaan:

1. de CFD-aanbieder eist van de niet-professionele cliënt betaling van de initiële marge bescherming;
2. de CFD-aanbieder verschaft de niet-professionele cliënt de margin close-outbescherming;
3. de CFD-aanbieder verschaft de niet-professionele cliënt de bescherming tegen negatief saldo;



4. de CFD-aanbieder verschaft de niet-professionele cliënt, rechtstreeks of middellijk, geen betaling of geldelijk dan wel uitgezonderd niet-geldelijk voordeel in verband met het op de markt brengen, verspreiden of verkopen van een CFD anders dan de gerealiseerde winst op een verstrekte CFD, en
5. de CFD-aanbieder doet niet, rechtstreeks of middellijk, enige mededeling aan en publiceert evenmin enige voor niet-professionele cliënten toegankelijke informatie in verband met het op de markt brengen, verspreiden of verkopen van een CFD tenzij in die mededeling of informatie een passende risicowaarschuwing is opgenomen zoals gespecificeerd in en in overeenstemming met de voorwaarden van bijlage II.

Artikel 3 Verbod op deelname aan ontduikingsactiviteiten

Het is verboden om doelbewust deel te nemen aan activiteiten die ontwijking van de vereisten van artikel 2 als oogmerk of als resultaat hebben, en eveneens om daartoe op te treden als vervanger van de CFD-aanbieder. De CFD-aanbieder eist van de niet-professionele cliënt betaling van de initiële marge bescherming.

Artikel 4 Inwerkingtreding

Dit besluit treedt in werking met ingang van 19 april 2019.

Besloten te Amsterdam op 18 april 2019



BIJLAGE I PERCENTAGES VOOR INITIËLE MARGE, NAAR SOORT ONDERLIGGENDE WAARDE

- a) 3,33% van de notionele waarde van het CFD wanneer het onderliggende valutapaar bestaat uit om het even welke twee van de volgende valuta: Amerikaanse dollar, euro, Japanse yen, pond sterling, Canadese dollar of Zwitserse frank;
- b) 5% van de notionele waarde van het CFD wanneer de onderliggende index, het onderliggende valutapaar of de onderliggende grondstof wordt gevormd door:
 - i. een van de volgende aandelenindexen: Financial Times Stock Exchange 100 (FTSE 100); Cotation Assistée en Continu 40 (CAC 40); Duitse aandelenindex 30 van Deutsche Bourse AG (DAX30); Dow Jones Industrial Average (DJIA); Standard & Poors 500 (S&P 500); NASDAQ samengestelde index (NASDAQ), NASDAQ 100-index (NASDAQ 100); Nikkei-index (Nikkei 225); Standard & Poor's/Australian Securities Exchange 200 (ASX 200); EURO STOXX 50-index (EURO STOXX 50);
 - ii. een valutapaar waarvan ten minste één valuta niet wordt genoemd onder a) hierboven; of
 - iii. goud;
- c) 10% van de notionele waarde van het CFD wanneer de onderliggende grondstof of aandelenindex niet een van de onder b) hierboven genoemde grondstoffen of aandelenindexen is;
- d) 50% van de notionele waarde van het CFD wanneer het onderliggende actief een cryptomunt is, of
- e) 20% van de notionele waarde van het CFD wanneer het onderliggende actief bestaat uit:
 - i. een aandeel; of
 - ii. niet anderszins in dit artikel is vermeld.



BIJLAGE II RISICOWAARSCHUWINGEN

DEEL A

Voorwaarden met betrekking tot risicowaarschuwingen

1. De risicowaarschuwing wordt opgesteld in een vorm die haar een prominente plek in de mededeling of gepubliceerde informatie verzekert, met een lettergrootte die ten minste gelijk is aan de in die mededeling of informatie overheersende lettergrootte en in dezelfde taal als die waarin die mededeling of informatie is verwoord.
2. Indien de mededeling of gepubliceerde informatie op een duurzame drager of een webpagina is geplaatst, geldt voor de risicowaarschuwing de vorm zoals beschreven in deel B.
3. Indien de mededeling of informatie wordt overgebracht via een medium anders dan een duurzame drager of een webpagina, geldt voor de risicowaarschuwing de vorm zoals beschreven in deel C.
4. De risicowaarschuwing bevat een actueel, aanbiedersspecifiek verliespercentage dat is berekend aan de hand van het percentage door de CFD-aanbieder aan retailcliënten verstrekte CFD-rekeningen waarop verlies is geleden. Die berekening wordt elke drie maanden gemaakt en heeft betrekking op de periode van twaalf maanden voorafgaande aan de datum waarop zij is gemaakt ('berekeningsperiode van twaalf maanden'). Ten behoeve van de berekening:
 - a) wordt op de CFD-rekening van een afzonderlijke retailcliënt geacht verlies te zijn geleden indien de som van alle gerealiseerde en ongerealiseerde nettowinsten op CFD's binnen die CFD-rekening gedurende de berekeningsperiode van twaalf maanden een negatief bedrag is;
 - b) worden alle kosten in verband met de aan de CFD-rekening gerelateerde CFD's bij de berekening in aanmerking genomen, met inbegrip van alle lasten, kosten en commissies;
 - c) worden de volgende posten bij de berekening niet in aanmerking genomen:
 - i. eventuele CFD-rekeningen waaraan binnen de berekeningsperiode geen open CFD's waren verbonden;
 - ii. de winsten of verliezen uit producten anders dan de aan de CFD-rekening gerelateerde CFD's; en
 - iii. middelen die op de CFD-rekening zijn gestort of daaraan zijn onttrokken.
5. In afwijking van de leden 1), 2) en 3) maakt de CFD-aanbieder die gedurende de meest recente berekeningsperiode van twaalf maanden geen open CFD's heeft verstrekt die gerelateerd zijn aan de CFD-rekening van een retailcliënt, gebruik van de standaard risicowaarschuwing zoals aangegeven in deel D en E, naargelang van toepassing.
6. Indien de mededeling of informatie in een andere taal dan de Nederlandse taal is opgesteld, hanteert de CFD-aanbieder voor de risicowaarschuwing de corresponderende tekst zoals deze is gepubliceerd in de betreffende andere taal in Bijlage 2 van Besluit (EU) 2018/796 van de Europese Autoriteit voor effecten en markten van 22 mei 2018 om tijdelijke beperkingen op te leggen aan contracts for differences (CFD's) in de Unie overeenkomstig artikel 40 van Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad.

DEEL B

Duurzame drager en aanbiedersspecifieke risicowaarschuwing op de webpagina

CFD's zijn complexe instrumenten en brengen vanwege het hefboomeffect een hoog risico mee van snel oplopende verliezen. [percentage per aanbieder invoegen] % van de retailbeleggers lijdt verlies op de handel in CFD's met deze aanbieder. Het is belangrijk dat u goed begrijpt hoe CFD's werken en dat u nagaat of u zich het hoge risico op verlies kunt permitteren.

DEEL C

Beknopte aanbiedersspecifieke waarschuwing

[percentage per aanbieder invoegen] % van de retailbeleggers lijdt verlies op de handel in CFD's met deze aanbieder. Het is belangrijk dat u nagaat of u zich het hoge risico op verlies kunt permitteren.

DEEL D

Duurzame drager en standaard risicowaarschuwing op de webpagina

CFD's zijn complexe instrumenten en brengen vanwege het hefboomeffect een hoog risico mee van snel oplopende verliezen. Tussen 74% en 89% van de retailbeleggers verliest geld met de handel in CFD's. Het is belangrijk dat u goed begrijpt hoe CFD's werken en dat u nagaat of u zich het hoge risico op verlies kunt permitteren.



DEEL E

Beknopte standaard risicowaarschuwing

Tussen 74% en 89% van de retailbeleggers verliest geld met de handel in CFD's. Het is belangrijk dat u nagaat of u zich het hoge risico op verlies kunt permitteren.

TOELICHTING

1. Inleiding

- 1) De afgelopen jaren hebben de Europese Autoriteit voor effecten en markten (**ESMA**) en verscheidene bevoegde autoriteiten in de lidstaten van de Europese Unie (**bevoegde autoriteiten**), waaronder de Autoriteit Financiële Markten (**AFM**), een snelle toename waargenomen van het op de markt brengen, verspreiden of verkopen van CFD's aan niet-professionele cliënten (**retailcliënten**) in de gehele Europese Unie (**EU**). CFD's zijn naar hun aard riskante en complexe producten en worden vaak speculatief verhandeld. ESMA en bevoegde autoriteiten hebben vastgesteld dat het aanbod van deze CFD's aan retailcliënten in toenemende mate wordt gekenmerkt door agressieve marketingtechnieken en onvoldoende transparante informatie die retailcliënten niet in staat stellen om de onderliggende risico's van deze producten te begrijpen. Ook hebben ESMA en de bevoegde autoriteiten in de afgelopen jaren een toename van het aantal retailcliënten vastgesteld dat deze producten verhandelt en geld verliest. Deze toename ging in de afgelopen jaren gepaard met talrijke klachten van retailcliënten uit de gehele EU die significante schade hebben geleden bij het handelen in CFD's.
- 2) De AFM heeft in het verleden verschillende malen gewezen op de risico's in verband met handelen in CFD's. De AFM heeft reeds in 2011 een waarschuwing van ESMA overgenomen over de risico's van CFD's.¹ In 2015 heeft de AFM in het rapport naar aanleiding van het productonderzoek naar CFD's geconcludeerd dat aanbieders² van CFD's beleggers onnodig bloot stellen aan risico's.³ In 2017 heeft de AFM voorts een reclameverbod voor (onder meer) CFD's met een hefboom van 10 of hoger geconsulteerd.⁴ Op 8 januari 2019 heeft de AFM de markt geïnformeerd dat zij onderzoekt of het noodzakelijk is om nationale maatregelen te treffen met betrekking tot de verkoop in of vanuit Nederland van binaire opties en CFD's.⁵ Op 7 maart 2019 heeft de AFM het publiek geïnformeerd dat zij een verbod op binaire opties en beperkingen aan CFD's in Nederland voorbereidt.⁶ ESMA publiceert daarnaast sinds enkele jaren waarschuwingen waarin zij haar zorgen onderstreept met betrekking tot de risico's van het ongecontroleerde aanbod van CFD's aan retailcliënten.⁷
- 3) Vanwege de grote zorgen over de bescherming van beleggers heeft ESMA op 22 mei 2018 het besluit⁸ genomen om tijdelijke beperkingen op te leggen aan het op de markt brengen, verspreiden of verkopen van CFD's in de EU overeenkomstig artikel 40 van Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad (**ESMA Besluit**). De maatregel is van kracht vanaf 1 augustus 2018 en is inmiddels drie keer verlengd met steeds een periode van drie maanden.⁹ Voorafgaand aan het ESMA Besluit heeft ESMA op 18 januari 2018 een 'Call for Evidence' gepubliceerd¹⁰ waarin zij de markt heeft geconsulteerd over de mogelijke productinterventiemaatregelen met betrekking tot het op de markt brengen, verspreiden of verkopen van binaire opties en CFD's aan retailcliënten (**Call for Evidence**).
- 4) De AFM onderschrijft de overwegingen in het ESMA Besluit ter onderbouwing van de beper-

¹ 'Europese Toezichthouder ESMA waarschuwt beleggers', 7 december 2011, <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2011/dec/esma-waarschuwing-beleggers>.

² Zoals gedefinieerd in artikel 1, achtste lid van dit besluit.

³ 'AFM: 'Aanbieders van Contracts for Difference stellen beleggers onnodig bloot aan risico's'', 13 februari 2015, <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2015/feb/rapport-cfds>.

⁴ 'Consultatie: AFM bereidt reclameverbod schadelijke producten voor', 20 februari 2017, <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2017/feb/consultatie-reclameverbod>.

⁵ 'ESMA verlengt verbod op binaire opties en beperkingen op CFD's', 8 januari 2019, <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/nieuws/2019/jan/verlenging-verbod-binaire-opties>.

⁶ 'AFM bereidt verbod voor op binaire opties en beperkingen aan CFD's in Nederland', 7 maart 2019 <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/nieuws/2019/mrt/interventies-binaire-opties-cfds>.

⁷ Waarschuwing van ESMA en EBA aan beleggers aangaande 'contracts for difference (CFD's)', 28 februari 2013, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-267.pdf>; waarschuwing van ESMA aan beleggers aangaande 'risico's van beleggen in complexe producten', 7 februari 2014, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/investor_warning_-_complex_products_20140207_-_en_0.pdf; waarschuwing van ESMA aan beleggers aangaande 'CFD's, binaire opties en andere speculatieve producten' van 25 juli 2016 (beschikbaar op: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1166_warning_on_cfds_binary_options_and_other_speculative_products_0.pdf).

⁸ Besluit (EU) 2018/796 van de Europese Autoriteit voor effecten en markten van 22 mei 2018 om tijdelijke beperkingen op te leggen aan contracts for differences (CFD's) in de Unie overeenkomstig artikel 40 van Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/?uri=CELEX:32018X0601\(02\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/?uri=CELEX:32018X0601(02)).

⁹ 'ESMA to renew restriction on CFDs for a further three months', 28 september 2018, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-renew-restriction-cfds-further-three-months>; 'ESMA to renew restrictions on CFDs for a further three months from 1 February 2019', 19 december 2018, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-renew-restrictions-cfds-further-three-months-1-february-2019>, en 'ESMA to renew restrictions on CFDs for a further three months from 1 May 2019', 27 maart 2019, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-renew-restrictions-cfds-further-three-months-1-may-2019>.

¹⁰ 'Call for Evidence – Potential product intervention measures on contracts for differences and binary options to retail clients', 18 januari 2018, <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/call-evidence-%E2%80%93-potential-product-intervention-measures-contracts>.

kende maatregelen die ESMA heeft opgelegd. De AFM komt, zoals hierna uit de overwegingen in paragraaf 3.1 blijkt, tot dezelfde conclusie als ESMA dat een ongecontroleerd aanbod van CFD's aan retailcliënten leidt tot significante reden tot bezorgdheid over de beleggersbescherming. Ook is de AFM van mening dat het bij de huidige stand van zaken niet acceptabel is dat CFD's (weer) zonder beperkingen op de markt worden gebracht, verspreid of verkocht aan retailcliënten.

- 5) De AFM acht het daarom noodzakelijk om het op de markt brengen, verspreiden of verkopen van CFD's aan retailcliënten in of vanuit Nederland te beperken overeenkomstig artikel 42 van Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten in financiële instrumenten en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012 (**MiFIR**) en artikel 1:77f van de Wet op het financieel toezicht (**Wft**). De beperkingen zijn zowel van toepassing op de beleggingsonderneming met zetel in Nederland als op de beleggingsonderneming met zetel in een andere lidstaat die door middel van een bijkantoor of via het vrij verrichten van diensten met een Europees paspoort in Nederland beleggingsdiensten verleent. De beperkingen zijn ook van toepassing op beleggingsondernemingen met een zetel in Nederland die beleggingsdiensten verlenen in een andere lidstaat. De beperkingen gelden voor onbepaalde tijd. De AFM zal de beperkingen intrekken zodra de voorwaarden van artikel 42, tweede lid, MiFIR niet langer van toepassing zijn.
- 6) De AFM heeft het onderhavige besluit niet geconsulteerd, omdat een openbare consultatie of consultatie van relevante marktpartijen niet is vereist op grond van artikel 42 MiFIR. Bovendien geldt dat marktpartijen reeds eerder de gelegenheid hebben gehad om te reageren op de Call for Evidence van ESMA. De onderhavige maatregel van de AFM wijkt op inhoud niet af van het ESMA Besluit. Tot slot merkt de AFM op dat zij de door ESMA naar voren gebrachte punten met betrekking tot de ontvangen reacties heeft meegewogen in het onderhavige besluit.
- 7) Om iedere twijfel weg te nemen, hebben de terminologie en definities – tenzij uitdrukkelijk anders vermeld – in dit besluit dezelfde betekenis als in de Wft, Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU (**MiFID II**) en MiFIR.
- 8) Dit besluit is van toepassing op beleggingsondernemingen waaraan op grond van MiFID II een vergunning is verleend en kredietinstellingen waaraan op grond van Richtlijn 2013/36/EU van het Europees Parlement en de Raad (Richtlijn Kapitaalvereisten) een vergunning is verleend als deze beleggingsdiensten verlenen en/of beleggingsactiviteiten verrichten, en marktexploitanten, met inbegrip van door hen geëxploiteerde handelsplatformen.¹¹
- 9) Het onderhavige besluit van de AFM voldoet aan de voorwaarden die zijn gesteld in artikel 42 MiFIR. De AFM licht dit als volgt in dit besluit toe:
 - Hoofdstuk 2 beschrijft het toepassingsbereik van dit besluit.
 - Hoofdstuk 3 beschrijft op grond waarvan de AFM concludeert dat aan de voorwaarden van artikel 42, tweede lid, MiFIR is voldaan.
 - i. Paragraaf 3.1 beschrijft het bestaan van een significante reden tot bezorgdheid over beleggersbescherming (artikel 42, tweede lid, onder a, sub i, MiFIR).
 - ii. Paragraaf 3.2 beschrijft de bestaande vereisten op grond van het Unierecht die van toepassing zijn en die de bezorgdheid over beleggersbescherming niet (kunnen) wegnemen (artikel 42, tweede lid, onder b, MiFIR).
 - iii. Paragraaf 3.3 beschrijft de evenredigheid van dit besluit (artikel 42, tweede lid, onder c, MiFIR).
 - iv. Paragraaf 3.4 beschrijft het raadplegen door de AFM van de bevoegde autoriteiten in andere lidstaten die een aanzienlijk effect kunnen ondervinden van dit besluit (artikel 42, tweede lid, onder d, MiFIR).
 - v. Paragraaf 3.5 beschrijft de afwezigheid van een discriminerend effect van de maatregel op diensten en activiteiten die vanuit een andere lidstaat worden verricht (artikel 42, tweede lid, onder e, MiFIR).
 - vi. Paragraaf 3.6 beschrijft het overleg van de AFM met de overheidsinstantie die bevoegd is met het toezicht op en het beheer en de regulering van de fysieke markten voor landbouwproducten (artikel 42, tweede lid, onder f, MiFIR).
 - Hoofdstuk 4 beschrijft de wijze waarop de AFM alle andere bevoegde autoriteiten en ESMA in kennis heeft gesteld van de onderhavige maatregel (artikel 42, derde lid, MiFIR).
 - Hoofdstuk 5 beschrijft de wijze van publicatie van de kennisgeving van het onderhavige besluit (artikel 42, lid 5, MiFIR).

2. Toepassingsbereik

- 10) Dit besluit heeft betrekking op CFD's in de vorm van derivatencontracten die in contanten

¹¹ Zie artikel 1, tweede lid, MiFIR.

worden afgewikkeld en tot doel hebben de houder in staat te stellen long dan wel short te gaan om te profiteren van koersschommelingen, het niveau of de waarde van een onderliggende waarde. Voorbeelden van CFD's zijn rolling spot forex-producten en financial spread bets.

- 11) Uitsluitend CFD's zoals gedefinieerd in artikel 1 van dit besluit vallen binnen het toepassingsgebied van dit besluit. Dit besluit heeft geen betrekking op opties, futures, swaps en termijncontracten. Evenmin vallen warrants en turbocertificaten binnen het toepassingsgebied van dit besluit. De AFM erkent, evenals ESMA, dat er overeenkomsten zijn tussen CFDs, warrants en turbocertificaten, maar wijst erop dat deze producten in meerdere opzichten van elkaar verschillen. De AFM zal nauwlettend in de gaten houden of er zich bij het in of vanuit Nederland aanbieden van deze producten soortgelijke schadelijke gevolgen voor retailcliënten voordoen, en indien nodig stappen ondernemen. CFD's in de vorm van gesecuritiseerde derivaten zijn uitdrukkelijk niet van de definitie van CFD's uitgesloten.

3. De voorwaarden voor beperkingen (artikel 42, tweede lid, MiFIR)

- 12) In artikel 42, tweede lid, MiFIR zijn de voorwaarden opgenomen voor het inzetten van productinterventie op grond van artikel 42 MiFIR en artikel 1:77f Wft. Op grond van voornoemde artikelen kan de AFM het op de markt brengen, verspreiden of verkopen van CFD's beperken indien zij op redelijke gronden heeft geconcludeerd dat aan alle voorwaarden uit het tweede lid van artikel 42 MiFIR is voldaan. Dit hoofdstuk bevat de motivering door de AFM van het onderhavige besluit, waarbij de AFM per voorwaarde toelicht op basis waarvan zij tot de conclusie komt dat daaraan is voldaan.

3.1 Significante reden tot bezorgdheid over beleggersbescherming (artikel 42, tweede lid, onder a, sub i, MiFIR)

- 13) De eerste voorwaarde die artikel 42, tweede lid, onder a, MiFIR stelt, is dat de AFM op redelijke gronden heeft geconcludeerd dat CFD's een significante reden tot bezorgdheid over de beleggersbescherming vormen. Om te bepalen of er sprake is van een significante reden tot bezorgdheid over de beleggersbescherming, heeft de AFM de criteria en factoren beoordeeld die zijn opgesomd in artikel 21, tweede lid, onder (a) tot en met (v), Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/567 van 18 mei 2016 (**Gedelegeerde Verordening**). Alle criteria en factoren in aanmerking nemend, komt de AFM tot de conclusie dat er sprake is van significante bezorgdheid over de bescherming van beleggers. De AFM licht dit hierna toe aan de hand van de relevante criteria en factoren.

3.1.1 De mate van complexiteit en transparantie van CFD's (artikel 21, tweede lid, onder (a), Gedelegeerde Verordening)

- 14) CFD's zijn complexe producten die doorgaans niet op handelsplatforms worden verhandeld. De prijsstelling, handelsvoorwaarden en afwikkeling van dergelijke producten zijn niet gestandaardiseerd, wat het voor retailcliënten lastig maakt om de voorwaarden van het product te begrijpen. Bovendien verlangen CFD-aanbieders vaak van cliënten dat ze bevestigen dat de referentieprijzen aan de hand waarvan de waarde van een CFD wordt bepaald, kunnen verschillen van de prijs die beschikbaar is op de betreffende markt waarop de onderliggende waarde wordt verhandeld. Dit maakt het voor retailcliënten moeilijk om na te gaan of de door de aanbieder verstrekte prijzen betrouwbaar zijn.
- 15) De kosten en bijbehorende lasten die voor het handelen in CFD's in rekening worden gebracht, zijn complex en weinig transparant voor retailcliënten. Het is voor hen met name lastig zich een goed beeld te vormen van het verwachte rendement van een CFD, mede gezien de complexiteit als gevolg van het effect van transactiekosten op dit rendement. Transactiekosten worden bij CFD's normaliter in rekening gebracht op de volledige notionele waarde van de transactie, met als gevolg dat beleggers bij hogere hefboomniveaus te maken krijgen met hogere transactiekosten in verhouding tot het bedrag van hun belegging. Transactiekosten worden gewoonlijk ingehouden op de initiële marge die door een cliënt is ingelegd. Een hoge hefboom kan leiden tot een situatie waarbij de cliënt bij het openen van een CFD een significant verlies op zijn beleggingsrekening waarneemt doordat er hoge transactiekosten in rekening worden gebracht. Omdat bij een hogere hefboom de transactiekosten een groter deel van de initiële marge van de cliënt beslaan, moet de cliënt meer geld uit de transactie zelf verdienen om winst te realiseren. Hierdoor heeft de cliënt minder kans om na aftrek van de transactiekosten winst te realiseren, met als gevolg dat het risico op verlies toeneemt.
- 16) Naast transactiekosten kunnen spreads en andere financieringskosten en lasten in rekening worden gebracht. Het kan hierbij gaan om commissies (een algemene commissie of een commissie per transactie, of een commissie bij het openen en sluiten van een CFD-rekening) en/of beheerskosten. Ook worden gewoonlijk financieringskosten in rekening gebracht voor het

openhouden van een CFD, zoals dag- of overnight-kosten, waarbij tevens een toeslag kan worden berekend. De verscheidenheid aan en de complexiteit van de verschillende kosten en bijbehorende lasten en het effect ervan op het transactierendement voor de cliënt, dragen eraan bij dat CFD's onvoldoende transparant zijn om een retailcliënt in staat te stellen een goed gefundeerde beleggingsbeslissing te nemen.

- 17) Een ander aspect van de complexiteit komt voort uit het gebruik van stop-lossorders. Dit productkenmerk kan retailcliënten ten onrechte de indruk geven dat de stop-lossorder uitvoering garandeert tegen de prijs die zij hebben ingesteld (het niveau van de stop-loss). Stop-lossorders garanderen echter geen specifiek beschermingsniveau, maar enkel activering van een marktorde (bestensorder) wanneer de koers van het CFD de door de cliënt ingestelde prijs bereikt. De prijs die de cliënt ontvangt (uitvoeringsprijs), kan dus verschillen van de prijs waarop de stop-loss is ingesteld. Een stop-loss is geen uniek kenmerk van CFD's, maar door het hefboomeffect wordt de marge van de belegger gevoeliger voor koersbewegingen van de onderliggende waarde, wat het risico op plotselinge verliezen vergroot. Dit betekent dat het gebruik van stop-lossorders en andere traditionele instrumenten voor transactiebeheer onvoldoende zijn om de zorgen over de bescherming van beleggers te beheersen.
- 18) Een ander belangrijk aspect van de complexiteit in verband met CFD's hangt samen met de desbetreffende onderliggende markt. Bij valutahandel bijvoorbeeld speculeren cliënten op de koersbeweging van de ene valuta ten opzichte van die van een andere. Indien geen van beide valuta's de valuta is waarmee de CFD-positie door de cliënt is geopend, is een eventueel rendement voor de cliënt afhankelijk van de maatregelen die hij neemt om de koersbewegingen van de drie valuta's te beoordelen. Dit brengt mee dat de belegger veel kennis van alle betrokken valuta's moet hebben om succesvol de complexiteit van dergelijke valutahandel te kunnen doorgronden. Retailcliënten beschikken doorgaans niet over dergelijke kennis.
- 19) CFD's met cryptomunten als onderliggende waarde geven aanleiding tot andere en significante redenen tot bezorgdheid. Cryptomunten vormen een relatief onvolwassen waardecategorie die grote risico's voor beleggers oplevert. De AFM heeft in 2017 gewaarschuwd voor de risico's van het investeren in cryptomunten.¹² Ook ESMA en andere regelgevende instanties hebben bij herhaling gewaarschuwd over de risico's van het beleggen in cryptomunten.¹³ Veel van deze zorgen gelden evenzeer voor CFD's op cryptomunten. Dit komt doordat retailcliënten doorgaans niet bekend zijn met de risico's van het speculeren met een uiterst volatiele en relatief onvolwassen waardecategorie, terwijl die risico's door het handelen op marge verder worden vergroot, omdat cliënten hierbij gedwongen zijn op zeer korte termijn te reageren. Vanwege de specifieke kenmerken van cryptomunten als waardecategorie zullen de in dit besluit beschreven beperkingen ten aanzien van CFD's met cryptomunten als onderliggende waarde in het bijzonder nauwlettend worden gevolgd en geëvalueerd indien dit nodig wordt geacht.
- 20) De hoge mate van complexiteit, het gebrek aan transparantie, de aard van de risico's en het type onderliggende waarde bevestigen het bestaan van een significante reden tot bezorgdheid over beleggersbescherming met betrekking tot deze CFD's.

3.1.2 De specifieke kenmerken of componenten van CFD's (artikel 21, tweede lid, onder (e), Gedelegeerde Verordening)

- 21) Het voornaamste kenmerk van CFD's is de hefboomwerking ervan. In algemene zin geldt dat een hefboom voor cliënten de mogelijke winst, maar ook het mogelijke verlies kan vergroten. De AFM heeft in 2017 onderzoek gedaan bij aanbieders van CFD's die zetel of een bijkantoor hebben in Nederland. In 2018 heeft de AFM voorts onderzoek gedaan bij aanbieders van CFD's aan retailcliënten in Nederland die zetel hebben in een andere lidstaat. Uit de onderzoeken is gebleken dat de hefboomen van CFD's variëren van 1:1 tot 100:1 en hoger. Bij retailcliënten kan de toepassing van een hogere hefboom de kans op een groter verlies sterker doen toenemen dan de kans op een grotere winst, om de hieronder beschreven redenen.
- 22) De hefboomwerking verhoogt het effect van transactiekosten voor cliënten en is daarmee van invloed op het rendement van een belegging.
- 23) Een ander risico met betrekking tot het handelen in hefboomproducten hangt samen met de wisselwerking tussen een hoge hefboom en de praktijk van automatische 'margin close out'. Onder de gebruikelijke contractuele voorwaarden kunnen CFD-aanbieders naar eigen goeddunken de rekening van een cliënt vroegtijdig sluiten wanneer het netto belegde vermogen van de

¹² 'Wat zijn de risico's van investeren in virtuele valuta', 21 juli 2017, <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2017/juni/virtuele-valuta>

¹³ Zie bijvoorbeeld de gezamenlijke waarschuwing van ESMA, EBA en EIOPA over virtuele valuta's, beschikbaar op: https://eiopa.europa.eu/Publications/Other%20Documents/Joint%20ESAs%20Warning%20on%20Virtual%20Currencies_NL.pdf en de waarschuwing van EBA van 2013, beschikbaar op: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/598344/EBA+Warning+on+Virtual+Currencies.pdf>. Zie ook de webpagina van IOSCO voor een overzicht van waarschuwingen van regelgevende instanties over virtuele valuta's en initial coin offerings, beschikbaar op: <http://www.iosco.org/publications/?subsection=ico-statements>

- cliënt een bepaald percentage bereikt van de initiële marge die hij moet betalen om een of meer CFD-posities te openen.
- 24) De wisselwerking tussen een hoge hefboom en automatische margin close-out houdt in dat de kans wordt vergroot dat de positie van een cliënt op korte termijn automatisch door de CFD-aanbieder wordt gesloten of dat de cliënt aanvullende marge stort in de hoop een verliesgevende positie te verbeteren. Een hoge hefboom vergroot de kans dat de cliënt onvoldoende marge heeft ter ondersteuning van de openstaande CFD's. Zijn positie wordt door de hoge hefboom immers gevoelig voor kleine, voor hem ongunstige fluctuaties in de koers van de onderliggende waarde.
- 25) Uit het ESMA besluit volgt dat ESMA heeft waargenomen dat in de marktpraktijk CFD-aanbieders de margin close-out voornamelijk hebben ingevoerd als middel om risicoposities van de cliënt en hun eigen kredietrisico eenvoudiger te beheersen, door de positie van een cliënt te sluiten voordat de middelen van de cliënt zodanig zijn geslonken dat diens actuele positie niet meer kan worden afgedekt. Automatische margin close-out biedt aan de andere kant ook de cliënt een zekere mate van bescherming, omdat hiermee het risico dat hij (met name bij hoge hefboomniveaus) zijn volledige initiële inleg of meer verliest, voor een deel, maar niet helemaal, wordt weggenomen.
- 26) De AFM heeft geconstateerd dat het niveau waarop een automatische margin close-out voorafgaand aan de inwerkingtreding van het ESMA Besluit werd toegepast uiteenloopt. CFD-aanbieders met cliënten die doorgaans handelen met orders van lagere waarde, en die doorgaans als directe tegenpartij van hun cliënten optreden, hebben eerder de margin close-outregel gesteld op 0% tot 30% van de initiële marge. Door de geldmiddelen van de cliënt tot nabij de 0 te laten dalen, verhoogt de aanbieder het risico dat de cliënt meer geld verliest dan hij heeft ingelegd. Tevens hebben sommige bevoegde autoriteiten waargenomen dat het standaard marktpraktijk is om margin close-out per rekening toe te passen. Dit betekent dat de vereisten voor de minimale inleg worden toegepast op grond van de gecombineerde marge die vereist is voor alle open posities van een cliënt op de CFD-rekening, ook als er sprake is van verschillende waardecategorieën. Hierdoor kunnen verlieslatende posities op de rekening van de cliënt worden verrekend met winstgevende posities.
- 27) Een hiermee samenhangend risico van hefboomwerking is dat cliënten meer geld kunnen verliezen dan zij hebben ingelegd. Dit is een belangrijk risico, dat ondanks schriftelijke waarschuwingen mogelijk niet door retailcliënten wordt begrepen. De door de cliënt ingelegde marge dient als onderpand ter ondersteuning van zijn positie. Indien de koers van de onderliggende waarde zich bijvoorbeeld in een voor de cliënt ongunstige richting beweegt, waarbij de initiële marge wordt overschreden, kan de cliënt te maken krijgen met verliezen die de middelen op zijn CFD-beleggingsrekening te boven gaan, zelfs nadat al zijn andere open CFD-posities zijn gesloten.
- 28) Bij handelen met een hoge hefboom wordt tijdens perioden van aanzienlijke marktvolatiliteit (bijvoorbeeld de 'flash crash' van het Britse pond en de loskoppeling van de Zwitserse frank van de euro) ook het effect van prijssprongen ('gapping') vergroot. Gapping vindt plaats bij plotselinge bewegingen in de koers van de onderliggende waarde. Gapping is niet uniek voor CFD's, maar de risico's van dergelijke gebeurtenissen worden door een hoge hefboom wel vergroot. Bij gapping is de cliënt die verlies lijdt mogelijk niet in staat een open CFD tegen de door hem gewenste prijs te sluiten, wat kan leiden tot aanzienlijke verliezen als hij met een hoge hefboom handelt. In het geval van de heftige koersstijging van de Zwitserse frank in 2015 had dit bijvoorbeeld tot gevolg dat retailcliënten aanzienlijk meer verloren dan hun oorspronkelijke inleg.
- 29) De combinatie van vaak hoge hefboomniveaus die retailcliënten worden geboden, de volatiliteit van bepaalde onderliggende waarden en de transactiekosten die van invloed zijn op het rendement van de belegging kan leiden tot snelle veranderingen in de beleggingspositie van een cliënt. Als gevolg hiervan wordt de cliënt gedwongen snel actie te ondernemen om zijn risicopositie onder controle te houden, en wel door extra marge in te leggen om te voorkomen dat de positie automatisch wordt gesloten. In dergelijke gevallen kan een hoge hefboom voor retailcliënten op zeer korte termijn tot grote verliezen leiden en wordt de kans vergroot dat de cliënten meer verliezen dan ze hebben ingelegd om in CFD's te handelen.
- 30) Bovenstaande factoren bevestigen dat er met betrekking tot deze CFD's sprake is van een significante reden tot bezorgdheid over beleggersbescherming.

3.1.3 De omvang van potentieel nadelige gevolgen en het bestaan en de mate van discrepantie tussen het verwachte rendement of de verwachte winst voor de beleggers en het risico van verlies (artikel 21, tweede lid, onder (b) en (f), Gedelegeerde Verordening)

- 31) De AFM heeft in 2017 informatie ontvangen van aanbieders van CFD's met een zetel of bijkantoor in Nederland. In 2018 heeft de AFM voorts met assistentie van de betrokken bevoegde autoriteiten informatie ontvangen van aanbieders van CFD's met zetel in een andere lidstaat, die retailcliënten in Nederland bedienen. Tevens heeft de AFM in 2018 op verzoek van ESMA in het

kader van de heroverweging door ESMA van het ESMA Besluit en de verlenging daarvan informatie ontvangen van aanbieders van CFD's met zetel in Nederland. Op basis van voornoemde informatie schat de AFM dat er in 2018 tussen 55 en 65 duizend retailcliënten in Nederland actief in CFD's handelden.¹⁴ Dit is een geschatte toename van dertig tot veertig procent vergeleken met 2017. Het gemiddelde resultaat dat de retailcliënt met handel in CFD's behaalde in 2017 was negatief. Naar schatting¹⁵ leed de gemiddelde retailcliënt € 1.201 verlies. Uit de data blijkt een correlatie tussen het behaalde resultaat en de hefboom van het CFD. Naarmate de hefboom hoger is, wordt het gemiddeld behaalde resultaat slechter.

- 32) Uit voornoemde informatie blijkt tevens dat de activiteiten met betrekking tot CFD's grensoverschrijdend zijn. De retailcliënten in Nederland worden zowel bediend door aanbieders van CFD's met zetel in Nederland als door aanbieders met zetel in een andere lidstaat, waaronder Cyprus, Denemarken, Luxemburg en het Verenigd Koninkrijk.
- 33) Aanbieders van CFD's moeten ten tijde van de totstandkoming van het onderhavige besluit op grond van het ESMA Besluit en de verlengingen ervan risicowaarschuwingen tonen op overeenkomstige wijze als bepaald in artikel 2, vijfde lid, van het onderhavige besluit. Onderdeel van de risicowaarschuwingen is het tonen van het percentage van de retailcliënten¹⁶ dat in de voorafgaande 12 maanden verlies heeft geleden met de handel in CFD's bij de betreffende aanbieder. De AFM heeft op basis van de risicowaarschuwingen van aanbieders van CFD's die zich (mede) richten op retailcliënten Nederland, vastgesteld dat het gemiddeld getoonde verliespercentage 76% bedraagt.¹⁷
- 34) Een zorgwekkend beeld komt naar voren wat betreft de bescherming van retailcliënten aan wie deze CFD's worden aangeboden. Voornoemde (verlies)cijfers bevestigen het bestaan van een significante reden tot bezorgdheid over de beleggersbescherming met betrekking tot CFD's.

3.1.4 Het soort cliënt dat betrokken is (artikel 21, tweede lid, onder (c), Gedelegeerde Verordening)

- 35) CFD's worden op grote schaal op de markt gebracht, verspreid of verkocht aan retailcliënten. De financiële drempel om CFD's te kopen is laag. Cliënten kunnen met het storten van een klein bedrag (bijvoorbeeld € 100) al CFD's aankopen. CFD's zijn hierdoor voor een breed publiek toegankelijk.
- 36) De retailcliënt belegt met CFD's indirect in de onderliggende waarde. CFD's stellen hierdoor een breder publiek in staat om te handelen in de onderliggende waardes, die anders voor een deel van het publiek niet bereikbaar zouden zijn geweest. Ook stelt de hefboomwerking van CFD's de retailcliënt in staat om grotere posities in de onderliggende waarde in te nemen, die zonder de hefboomwerking niet mogelijk zouden zijn geweest voor de betreffende retailcliënt.
- 37) CFD's worden veelal aangeboden door middel van platformen waarmee een breed publiek kan worden bereikt (bijvoorbeeld internetzoekmachines, sociale mediaplatformen of grote voetbalclubs). Dit staat in schril contrast met de complexiteit van CFD's die, zoals hiervoor in 3.1.1 overwogen, buitengewoon moeilijk is om te doorgronden voor de retailcliënt. Doordat CFD's (hoofdzakelijk) zonder advies of vermogensbeheer worden verkocht, hebben aanbieders van CFD's bovendien beperkt zicht op de persoonlijke situatie of kerndoelstellingen van de cliënt. Dit draagt bij aan het significante risico dat CFD's niet bij een specifiek omschreven doelgroep, maar bij het brede publieke terechtkomen. Het in 3.1.3 genoemde bewijs van de verliezen die door retailcliënten zijn geleden, bevestigt daarom voor de AFM dat er bij het zonder beperkingen aanbieden van CFD's aan retailcliënten sprake is van een significante reden tot bezorgdheid over beleggersbescherming.

3.1.5 De verkooppraktijken die met CFD's gepaard gaan (artikel 21, tweede lid, onder (j), Gedelegeerde Verordening)

- 38) Hoewel CFD's complexe producten zijn, worden ze veelal via elektronische handelsplatformen aan retailcliënten aangeboden zonder beleggingsadvies of vermogensbeheer. In dit soort gevallen moet overeenkomstig artikel 4:24 Wft worden beoordeeld of de dienst of het product passend is. Indien de aanbieder beoordeelt dat de dienst of het product niet passend is, dan dient zij de cliënt te waarschuwen. Deze beoordeling kan echter niet voorkomen dat, zonder beperkingen daaraan te stellen, CFD's terechtkomen bij cliënten voor wie ze niet passend zijn.
- 39) De AFM heeft, net als bevoegde autoriteiten in andere lidstaten, agressieve marketingmethoden en misleidende reclame-uitingen van spelers in dit marktsegment waargenomen. Dit betreft

¹⁴ Het totale aantal klanten met een rekening bij CFD-aanbieders is hoger, omdat hier ook klanten bij zitten die niet actief hebben gehandeld in de waargenomen periode.

¹⁵ De AFM beschikt van een deel van de aanbieders over data die enkel een deel van 2017 beschrijven. De schatting is gemaakt door middel van extrapolatie van de data.

¹⁶ In de risicowaarschuwing zelf wordt gesproken van retailbelegger.

¹⁷ Peildatum 28 januari 2019.

bijvoorbeeld sponsorregelingen of samenwerkingen met vooraanstaande sportclubs, die door het promoten van algemene merkbekendheid onterecht de indruk wekken dat complexe en speculatieve producten zoals CFD's geschikt zijn voor de retailmarkt. Daarnaast is er ook sprake van het gebruik van misleidende uitingen in de trant van 'Handelen op de beurs is nog nooit zo eenvoudig geweest', 'Begin nu een carrière als handelaar op de beurs' en 'Verdien 13 000 GBP in 24 uur – Verlies geen minuut!'.

- 40) Een deel van de aanbieders van CFD's met retailcliënten in Nederland heeft een zetel in het Verenigd Koninkrijk. De Financial Conduct Authority (**FCA**), de bevoegde autoriteit in het Verenigd Koninkrijk, heeft herhaaldelijk tekortkomingen aangetroffen in de aanpak van CFD-aanbieders bij het toepassen van de passendheidsbeoordeling, waaronder onvolkomenheden in de beoordeling zelf, ontoereikende risicowaarschuwingen aan retailcliënten voor wie de passendheid als onvoldoende werd beoordeeld, en het ontbreken van een procedure om te beoordelen of cliënten voor wie de passendheid als onvoldoende is beoordeeld maar die desalniettemin in CFD's willen handelen, daartoe de mogelijkheid moeten krijgen. Toen de FCA deze kwestie in het najaar van 2016 opnieuw onder de loep nam, bleek dat een significant aantal ondernemingen onvoldoende opvolging had gegeven aan de teruggekoppelde tekortkomingen.
- 41) Verder hebben de AFM en andere bevoegde autoriteiten hun bezorgdheid geuit over de mate waarin CFD-aanbieders hun verplichting nakomen om cliënten te voorzien van duidelijke en niet-misleidende informatie, en om te handelen in het belang van hun cliënten. Bevoegde autoriteiten hebben tevens hun bezorgdheid geuit over de ontoereikende mate waarin in de praktijk de passendheidstoets wordt uitgevoerd en over ontoereikende waarschuwingen aan cliënten die niet slagen voor de passendheidstoets.
- 42) Voorbeelden van voornoemde praktijken waren de aanleiding tot de Q&A van ESMA met betrekking tot het aanbieden van CFD's en andere speculatieve producten aan retailcliënten onder MiFID. Naar aanleiding van deze Q&A meldden sommige bevoegde autoriteiten aan ESMA dat CFD-aanbieders vaak de risico's van deze producten niet afdoende bekendmaken. Sommige bevoegde autoriteiten meldden met name dat CFD-aanbieders onvoldoende duidelijk maken dat er een risico bestaat op snel oplopende verliezen die hoger kunnen uitvallen dan de ingelegde middelen.
- 43) Ook hebben enkele bevoegde autoriteiten hun zorg geuit over het 'churning' karakter van de bedrijfsmodellen van sommige CFD-aanbieders. De gemiddelde levensduur van rekeningen in dit segment kan relatief kort zijn, waardoor aanbieders mogelijk onder druk worden gezet om te zorgen voor een constante aanwas van nieuwe cliënten en daartoe zich mogelijk van agressieve marketing- en verkooptechnieken bedienen die niet in het belang zijn van de retailcliënt.
- 44) Marketing- en salestechnieken die door ondernemingen in de markt voor CFD's veel worden toegepast, zijn het aanbieden van (geldelijke en niet-geldelijke) handelsvoordelen zoals bonussen om retailcliënten te werven en hen aan te sporen in CFD's te beleggen, en het aanbieden van geschenken (zoals vakanties, auto's, elektronica), lessen in het handelen of een lagere kosten (kleinere spread of gereduceerd tarief).
- 45) Bonussen en andere prikkels kunnen de aandacht van de cliënt afleiden van de hoge risico's die aan het product zijn verbonden. Ze zijn typisch bedoeld om retailcliënten aan te trekken en hen aan te sporen tot handelen. Het is mogelijk dat retailcliënten deze aanbiedingen als een centraal productkenmerk gaan beschouwen waardoor ze niet meer in staat zijn om de feitelijke risico's van het product te beoordelen.
- 46) Bovendien kunnen cliënten dergelijke prikkels voor het openen van CFD-handelsrekeningen vaak pas benutten als ze geld inleggen bij de aanbieder en gedurende een bepaalde periode een bepaald aantal transacties uitvoeren. Gezien de aanwijzingen dat de meerderheid van de retailcliënten bij het handelen in CFD's geld verliest, betekent dit vaak dat cliënten, doordat ze meer in CFD's handelen, meer geld verliezen dan ze anders zouden hebben verloren zonder een bonusaanbod.
- 47) Verscheidene bevoegde autoriteiten hebben in het kader van hun toezichtswerkzaamheden aan het licht gebracht dat de voorwaarden voor dit soort aanbiedingen vaak misleidend zijn, en dat veel cliënten niet op de hoogte zijn van de voorwaarden waaraan zij moeten voldoen om van de aangeboden voordelen/bonussen te profiteren. Ten slotte meldde een aantal cliënten dat zij moeilijkheden ondervonden bij het opnemen van middelen op het moment dat ze een dergelijke bonus wilden gebruiken.
- 48) Naast de hierboven beschreven factoren merken veel bevoegde autoriteiten, waaronder ook de AFM, op dat de waargenomen distributiemodellen in dit marktsegment bepaalde belangenconflicten meebrengen. De kans op belangenconflicten wordt vergroot door de druk om een constante aanvoer van nieuwe cliënten te waarborgen. Belangenconflicten hebben zich voorgedaan en kunnen zich blijven voordoen als gevolg van het feit dat sommige CFD-aanbieders tegenpartij zijn bij transacties van cliënten zonder hun positie af te dekken, waardoor hun belangen tegengesteld zijn aan die van hun cliënten. Bij deze aanbieders bestaat een groter risico op en grotere prikkel tot het manipuleren van referentieprijzen, of het gebruiken van minder transparante referentieprijzen, of van andere twijfelachtige praktijken zoals het onder oneigenlijke voorwendselen annuleren van winstgevendende transacties. Ook bestaat het risico dat

aanbieders het effect van zogenaamde asymmetrische verschuivingen gaan uitbuiten (prijswattingen die plaatsvinden tussen de opdracht tot en de uitvoering van een transactie), bijvoorbeeld door verliezen aan de cliënt door te berekenen en winsten zelf te houden. Aanbieders kunnen dit effect verder uitbuiten door doelbewust tijd te rekken tussen de quotering en de uitvoering van CFD-transacties. De AFM en andere bevoegde autoriteiten zijn ook op praktijken gestuit waarbij CFD-aanbieders een asymmetrische of niet-consistente toeslag berekenen op core spreads.

- 49) De hierboven beschreven marketing- en verspreidingstechnieken voor CFD's bevestigen dat er een significante reden is tot bezorgdheid over de bescherming van beleggers in verband met deze CFD's.

3.2 Bestaande vereisten nemen de bezorgdheid omtrent beleggersbescherming niet weg (artikel 42, tweede lid, onder b, van MiFIR)

- 50) Zoals vereist onder artikel 42, tweede lid, onder b, MiFIR heeft de AFM beoordeeld of bestaande vereisten op grond van het Unierecht die van toepassing zijn op het verlenen van beleggingsdiensten met betrekking tot CFD's de bovengenoemde bezorgdheid afwenden en of de kwestie niet beter zou kunnen worden aangepakt met beter toezicht of handhaving van de bestaande vereisten. De relevante toepasselijke bestaande vereisten bij het aanbieden van financiële instrumenten zoals CFD's zijn neergelegd in onder meer MiFID II en de implementatie ervan in de Wft en het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (**BGfo**) en de MiFID II Gedelegeerde verordening 2017/565 (**MiFID II Gedelegeerde Verordening**).¹⁸ In dit besluit gaat de AFM in het bijzonder in op een aantal wettelijke vereisten waarmee de bezorgdheid omtrent de beleggersbescherming zou kunnen worden aangepakt. De AFM komt tot de conclusie dat in het onderhavige geval de zorgen omtrent de beleggersbescherming, vanwege de bovengenoemde risico's en schadelijkheid van CFD's voor retailcliënten, niet met beter toezicht en handhaving op deze vereisten kan worden weggenomen.
- 51) De AFM is van mening dat in het bijzonder de volgende vereisten relevant zijn voor de onderhavige maatregel:
- de vereisten ten aanzien van informatieverstrekking inhoudende dat cliënten van passende informatie worden voorzien overeenkomstig de artikelen 4:19, 4:20 en 4:22 van Wft, en de nadere uitwerking hiervan in artikel 58 BGfo,¹⁹ alsmede de vereisten die in Hoofdstuk III, Afdeling I van de MiFID II Gedelegeerde Verordening zijn opgenomen en de vereisten inhoudende dat aan beleggers informatie beschikbaar wordt gesteld overeenkomstig de artikelen 5 tot en met 14 van Verordening (EU) nr. 1286/2014 (PRIIPs-verordening);
 - de vereisten betreffende geschiktheid en passendheid zoals neergelegd in de artikelen 4:23 en 4:24 Wft;²⁰
 - de vereisten betreffende uitvoering onder de voordeligste voorwaarden (best execution) overeenkomstig de artikelen 4:90a e.v. Wft²¹; en
 - de vereisten voor productontwikkeling en -governance overeenkomstig artikel 4:14, 4:90 Wft en de artikelen 32 tot en met 32d BGfo.²²
- 52) In dit besluit wordt in het bijzonder ingegaan op de vereisten die in de Wft en het BGfo zijn opgenomen. Deze vereisten vloeien voort uit MiFID II en gezien de maximumharmonisatie die met MiFID II is beoogd, gelden gelijkwaardige vereisten ook in alle andere lidstaten. Daar waar de AFM refereert aan de bestaande vereisten in de Wft en het BGfo waarmee de onderhavige kwestie niet beter kan worden aangepakt, beoogt de AFM ook te refereren aan de vereisten uit MiFID II en de nationale implementatie in andere lidstaten zoals die van toepassing zijn op beleggingsondernemingen met zetel in die andere lidstaten of beleggingsondernemingen met zetel in Nederland die via een bijkantoor of het vrij verrichten van diensten (Europees Paspoort) in andere lidstaten CFD's aanbieden.

3.2.1 Informatieverstrekking

- 53) De Wft stelt vereisten ten aanzien van de informatieverstrekking aan (potentiële) cliënten. De

¹⁸ Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/565 van de Commissie van 25 april 2016 houdende aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening en wat betreft de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn, Pb. L 87, p. 1–83.

¹⁹ Artikel 24, derde, vierde en vijfde lid, MiFID II.

²⁰ Artikel 25, tweede, derde, vierde en zesde lid, MiFID II.

²¹ Artikel 27 MiFID II.

²² Artikel 16, derde lid, en artikel 24, tweede lid 2, MiFID II. en Hoofdstuk III van de Gedelegeerde Richtlijn (EU) 2017/593 VAN DE COMMISSIE van 7 april 2016 tot aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot het vrijwaren van financiële instrumenten en geldmiddelen die aan cliënten toebehoren, productgovernanceverplichtingen en de regels die van toepassing zijn op het betalen of het ontvangen van provisies, commissies en geldelijke of niet-geldelijke tegemoetkomingen

vereisten zien onder meer op het verstrekken van correcte, duidelijke en niet-misleidende informatie²³ en het (tijdig) verstrekken van bepaalde informatie.²⁴ Die informatie omvat met name passende voorlichting en waarschuwingen over de risico's verbonden aan het beleggen in financiële instrumenten en of het financiële instrument bedoeld is voor retailcliënten of professionele beleggers. Tevens zijn beleggingsondernemingen verplicht om hun cliënten van informatie te voorzien over alle kosten en bijbehorende lasten die met de beleggingsdiensten en financiële instrumenten verbonden zijn.

- 54) Daarnaast gelden de vereisten met betrekking tot informatieverstrekking aan beleggers uit hoofde van de **PRIPs-verordening**.²⁵ In de PRIPs-verordening zijn uniforme regels gesteld aangaande de vorm en de inhoud van het door PRIIP²⁶-ontwikkelaars op te stellen essentiële-informatiedocument alsmede aangaande de verstrekking van het essentiële-informatiedocument aan retailcliënten teneinde hen in staat te stellen de essentiële kenmerken en risico's van een PRIIP te begrijpen en te vergelijken. Specifiek wordt in artikel 5 van de PRIPs-verordening, zoals nader ten uitvoer gelegd door de Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/653 van de Commissie, onder meer een methodologie uiteengezet voor de presentatie van de samenvattende risico-indicator en bijbehorende toelichting, bijvoorbeeld over de vraag of de retailcliënt het gehele bedrag aan belegd vermogen kan kwijtraken of verdere financiële verplichtingen moet aangaan.
- 55) De AFM is van mening dat het voldoen aan de vereisten omtrent de informatieverstrekking de significante reden tot bezorgdheid over de beleggersbescherming niet weg kan nemen. Het verbeteren van de informatieverstrekking heeft ten eerste geen invloed op de specifieke kenmerken of componenten van CFD's zoals beschreven in paragraaf 3.1.2. Het verbeteren van de informatie doet in het bijzonder niets af aan het significante risico van verlies en evenmin aan de negatieve verwachte waarde van CFD's. Ten tweede is de complexiteit van CFD's zoals beschreven in paragraaf 3.1.1 zodanig, dat ook wanneer aan de wettelijke informatieverstrekkingseisen wordt voldaan, de producten nog steeds moeilijk te begrijpen zullen zijn voor retailcliënten.

3.2.2 Beoordeling van geschiktheid en passendheid van beleggingsdienst en product

- 56) De vereisten ten aanzien van de geschiktheid van het financieel instrument als bedoeld in artikel 4:23 Wft zijn onder MiFID II aangescherpt met de verplichting om een geschiktheidsrapportage aan de retailcliënt te verstrekken en met de nadere omschrijving van de geschiktheidstoets. De doelstellingen van de geschiktheidstoets (beoordeling van de geschiktheid van producten in het licht van de kennis en ervaring van de cliënt, zijn financiële situatie, zijn risicobereidheid en zijn beleggingsdoelstellingen) zijn niet wezenlijk gewijzigd ten opzichte van de regels die onder MiFID I²⁷ golden. Het vereiste omtrent het inwinnen van voldoende relevante informatie en beoordeling van de geschiktheid van de te verlenen beleggingsdienst of het financieel instrument is nader uitgewerkt in de artikelen 54 en 55 van de MiFID II Gedelegeerde Verordening. Specifiek vereist artikel 4:23, eerste lid, onder a, Wft van beleggingsondernemingen dat zij de nodige informatie inwinnen over de kennis en ervaring van de cliënt of potentiële cliënt op beleggingsgebied met betrekking tot de specifieke soort product of dienst, zijn financiële situatie, met inbegrip van zijn vermogen om verliezen te dragen, en zijn beleggingsdoelstellingen, met inbegrip van zijn risicotolerantie teneinde de aanbieder van CFD's in staat te stellen om de cliënt of potentiële cliënt de voor hem geschikte en, met name, met zijn risicotolerantie en vermogen om verliezen te dragen strokende financiële instrumenten aan te bevelen.
- 57) De vereisten ten aanzien van geschiktheid zijn echter uitsluitend van toepassing op het verlenen van beleggingsadvies en vermogensbeheer. Deze vereisten zijn bijgevolg doorgaans niet relevant voor het op de markt brengen, verspreiden of verkopen van CFD's, wat meestal plaatsvindt via elektronische platforms zonder beleggingsadvies of vermogensbeheersdiensten. Deze vereisten zijn derhalve niet afdoende om de significante reden tot bezorgdheid over de beleggersbescherming weg te nemen.
- 58) Daarnaast heeft implementatie van MiFID II ook geleid tot aanscherping van de vereisten ten aanzien van passendheid, met name door het aantal als niet-complex aangemerkte producten terug te brengen en de ruimte voor execution only dienstverlening te beperken. Op grond van artikel 4:24, eerste lid, Wft zijn beleggingsondernemingen verplicht bij hun (potentiële) cliënten informatie in te winnen over hun ervaring en kennis op beleggingsgebied met betrekking tot de

²³ Artikel 4:19, eerste lid, Wft.

²⁴ Artikel 4:20 Wft juncto artikel 58 BGfo en de artikelen 44 tot en met 51 van de MiFID II Gedelegeerde Verordening.

²⁵ Verordening (EU) Nr. 1286/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 26 november 2014 over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (PRIIP's).

²⁶ Packaged retail and insurance-based investment product, zoals gedefinieerd in artikel 4, derde lid, PRIIPs-verordening

²⁷ Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 3/22/EEG van de Raad (PB L 145 van 30.4.2004, blz. 1).

specifieke soort product die wordt aangeboden of verlangd, zodat de aanbieder kan beoordelen of dat product passend is voor de cliënt of potentiële cliënt. Indien de aanbieder oordeelt dat het product voor de cliënt of de potentiële cliënt ongeschikt is, waarschuwt hij hen.

- 59) CFD's gelden als complexe financiële producten en zijn bijgevolg onderworpen aan de passendheidstoets conform artikel 4:24, eerste lid, Wft. Dat was echter al het geval onder MiFID I, die voorzorg in een passendheidstoets die niet wezenlijk verschilt van de toets onder MiFID II. Niet-correcte naleving van de vereisten ten aanzien van passendheid draagt niet of in zeer beperkte mate bij aan de in paragrafen 3.1.1 tot en met 3.1.6 beschreven criteria en factoren die aanleiding geven tot bezorgdheid over de beleggersbescherming. Bovendien kunnen de vereisten ten aanzien van passendheid niet verhinderen dat een retailcliënt, ook indien niet-passendheid is vastgesteld, handelt in CFD's. Het is derhalve niet aannemelijk dat beter toezicht en handhaving op de naleving de vereisten ten aanzien van passendheid de significante reden tot bezorgdheid over de beleggersbescherming kan wegnemen.

3.2.3 Vereisten omtrent de 'best execution'

- 60) Wat betreft uitvoering onder de voordeligste voorwaarden ('best execution') als bedoeld in artikel 4:90a e.v. Wft bestonden de meeste van de betreffende regels ook al onder MiFID I. Die regels zijn aangescherpt onder MiFID II. Marktdeelnemers dienen bijvoorbeeld aanvullende informatie te publiceren en met name beleggingsondernemingen zijn verplicht om de vijf belangrijkste plaatsen waar zij orders van cliënten hebben uitgevoerd bekend te maken, alsmede de resultaten van die uitvoering.²⁸
- 61) De vereisten ten aanzien van best execution hebben evident geen invloed op de mate van complexiteit en de kenmerken en componenten van het product zelf. Dit betekent dat toezicht of handhaving op deze vereisten er niet toe kan leiden dat de factoren en criteria zoals beschreven in paragrafen 3.1.1 en 3.1.2 anders worden. Evenmin hebben toezicht of handhaving op deze vereisten invloed op de factoren en criteria zoals beschreven in paragrafen 3.1.3 tot en met 3.1.6. Met toezicht en handhaving op voornoemde vereisten kan de geïdentificeerde significante reden tot bezorgdheid over de beleggersbescherming dus niet weggenomen worden.

3.2.4 Vereisten omtrent productontwikkeling

- 62) De AFM heeft de potentiële gevolgen onderzocht van de regels voor productontwikkeling en governance volgend uit artikel 4:14 Wft, artikel 4:90 Wft en de artikelen 32 tot en met 32d BGfo. Onder deze regels dienen ontwikkelaars van financiële instrumenten (waaronder dus CFD's) voor verkoop aan cliënten ervoor te zorgen dat deze producten zo ontworpen zijn dat zij voldoen aan de behoeften van de geïdentificeerde doelgroep van eindcliënten binnen de relevante categorie van cliënten, dat de distributiestrategie van de producten aansluit op de geïdentificeerde doelgroep, dat zij redelijke stappen ondernemen om ervoor te zorgen dat de financiële instrumenten worden gedistribueerd aan de geïdentificeerde doelgroep en dat zowel de identificatie van de doelgroep als de prestaties van het product regelmatig worden geëvalueerd. Ontwikkelaars of distributeurs van CFD's dienen de financiële instrumenten die zij aanbieden of aanbevelen te begrijpen en daarnaast te beoordelen of de financiële instrumenten voldoen aan de behoeften van de cliënten aan wie zij beleggingsdiensten verlenen. Hierbij houden zij rekening met de geïdentificeerde doelgroep van eindcliënten, en zorgen ervoor dat financiële instrumenten uitsluitend worden aangeboden of aanbevolen als dit in het belang van de cliënt is. Voorts dienen aanbieders die niet door henzelf vervaardigde financiële instrumenten verspreiden, over adequate procedures en maatregelen te beschikken om informatie over de productontwikkeling te verkrijgen, met inbegrip van de geïdentificeerde doelgroep en de kenmerken van het product. Distributeurs van financiële instrumenten die zijn ontwikkeld door aanbieders die niet zijn onderworpen aan de vereisten inzake productontwikkeling van MiFID II of door aanbieders uit derde landen, treffen eveneens passende voorzieningen om zich te verzekeren van voldoende informatie over die financiële instrumenten.
- 63) De AFM merkt op dat de vereisten voor productontwikkeling voortvloeien uit MiFID II. De Richtsnoeren van ESMA voor productontwikkelingsverplichtingen van MiFID II, door ESMA gepubliceerd op 2 juni 2017, geven aan hoe ontwikkelaars en distributeurs de doelgroep kunnen vaststellen.
- 64) De vereisten voor productontwikkeling hebben tot doel dat de categorieën cliënten voor wie de financiële instrumenten passend zijn (ofwel de doelgroep), en onder wie ze daarom verspreid kunnen worden, nauwkeurig worden vastgesteld en dat de financiële instrumenten uitsluitend binnen de vastgestelde doelgroep worden gedistribueerd. Indien de financiële instrumenten niet (meer) voldoen aan de behoeften, kenmerken en doelstellingen van de doelgroep, of indien de financiële instrumenten buiten de vastgestelde doelgroep worden aangeboden, dan dient de

²⁸ Zie artikel 4:90b, derde lid, Wft.

aanbieder passende maatregelen te nemen. Een passende maatregel kan zijn het aanpassen van de doelgroep, de distributiewijze en/of het product.

- 65) De productontwikkelingsvereisten zijn sinds 3 januari 2018 van toepassing op ontwikkelaars en distributeurs van financiële instrumenten. De AFM heeft na de inwerkingtreding van de productontwikkelingsvereisten geen wezenlijke verandering waargenomen in de wijze waarop beleggingsondernemingen CFD's aanbieden aan retailcliënten. Eerst met de inwerkingtreding van het ESMA Besluit heeft de AFM aanpassingen waargenomen in het aanbod van CFD's die bijdragen aan het wegnemen van de significante reden tot bezorgdheid over beleggersbescherming. De AFM heeft overwogen of met beter toezicht en handhaving op de productontwikkelingsvereisten de significante reden tot bezorgdheid over de beleggersbescherming veroorzaakt door CFD's kan worden aangepakt. De AFM concludeert echter dat een dergelijke aanpak niet effectief, en derhalve onvoldoende, is om de kwestie aan te pakken. De AFM licht dat als volgt toe.
- 66) De bezorgdheid over de beleggersbescherming betreft niet een individuele aanbieder van CFD's, maar een marktbrede kwestie waar vele aanbieders bij betrokken zijn. Een handhavingstraject op de productontwikkelingsvereisten is naar zijn aard complex en intensief. Het handhaven bij alle CFD-aanbieders is daardoor onevenredig belastend voor zowel de betrokken aanbieders als de verantwoordelijke bevoegde autoriteiten. Bovendien kan handhaving op de productontwikkelingsvereisten niet voorkomen dat nieuw ontwikkelde CFD's significante reden geven tot bezorgdheid over de beleggersbescherming.

3.3 Het besluit is evenredig (artikel 42, tweede lid, onder c, MiFIR)

- 67) Met het oog op de omvang en aard van de vastgestelde significante zorgen over de bescherming van beleggers acht de AFM het beperken van het op de markt brengen, verspreiden of verkopen van CFD's aan retailcliënten, noodzakelijk en proportioneel.
- 68) De beperkingen van artikel 2, eerste, tweede en derde lid, van dit besluit beogen de risico's van het handelen in CFD's te beperken. De beperkingen van artikel 2, vierde lid, beogen de informatievoorziening bij het aanbieden van CFD's te verbeteren. De beperkingen van artikel 2, vijf lid, beogen de retailcliënten te beschermen tegen onwenselijke prikkels om te handelen in CFD's. Met deze beperkingen is rekening gehouden met de aard van het gesignaleerde risico, evenals met het kennisniveau van en het verwachte effect op de retailcliënten die in CFD's handelen. De AFM merkt daarbij op dat de beperkingen er niet toe leiden dat retailcliënten niet in CFD's kunnen handelen. Evenmin hebben de beperkingen effect op de mogelijkheid van retailcliënten om reeds ingenomen posities in CFD's te sluiten.
- 69) De AFM hanteert in het onderhavige besluit dezelfde beperkingen als die van toepassing zijn in het ESMA Besluit. Het besluit van de AFM om volledig aan te sluiten bij de beperkingen in het ESMA Besluit is gebaseerd op het volgende.
- 70) Ten eerste onderschrijft de AFM de uitgangspunten en conclusies van ESMA die ten grondslag liggen aan de beperkingen in het ESMA Besluit. De AFM heeft daarbij data-analyses van ESMA met betrekking tot CFD's met inbegrip van het gehanteerde simulatiemodel²⁹ en de in het ESMA Besluit gerapporteerde reacties op de Call for Evidence³⁰ geëvalueerd. Ten tweede hebben aanbieders van CFD's in het afgelopen jaar hun bedrijfsvoering reeds aangepast aan het ESMA Besluit. Door dezelfde beperkingen in het onderhavige besluit te hanteren als in het ESMA Besluit, in plaats van daarvan afwijkende beperkingen, wordt voorkomen dat aanbieders van CFD's hun bedrijfsvoering opnieuw zouden moeten aanpassen. Ten derde is er bij het aanbieden van CFD's veelal sprake van grensoverschrijdende dienstverlening. Een aantal bevoegde autoriteiten heeft reeds eigen nationale maatregelen opgelegd die in lijn zijn met het ESMA Besluit. Een uniforme set van beperkingen in de EU is gelet op de grensoverschrijdende dienstverlening door aanbieders van CFD's wenselijk. Het hanteren van dezelfde beperkingen als in het ESMA Besluit draagt hieraan bij.
- 71) Met de beperkingen wordt de significante reden tot bezorgdheid over de bescherming van beleggers tegengegaan door middel van een passend en uniform beschermingsniveau voor retailcliënten die in of vanuit Nederland door aanbieders van CFD's worden bediend. De AFM is van mening dat de beperkingen thans voldoende zijn om de significante reden tot bezorgdheid over de beleggersbescherming tegen te gaan. De AFM zal de ontwikkelingen blijven volgen en het onderhavige besluit in de toekomst, indien nodig, heroverwegen, uitbreiden of anderszins wijzigen.
- 72) De voornaamste voordelen van de onderhavige maatregel van de AFM zijn de volgende:
- i. terugdringen van de miss-selling van CFD's en de daaraan gerelateerde financiële gevolgen. Dit is een belangrijk voordeel, zowel voor de retailcliënt als voor de financiële markten in hun geheel; en

²⁹ Zie paragraaf 3.3.1 van dit besluit.

³⁰ Zie overwegingen 92 tot en met 104 van het ESMA Besluit.

- ii. herstel van het vertrouwen van beleggers in de financiële markten, waaronder het vertrouwen in de aanbieders in de financiële sector wier reputatie wellicht heeft geleden onder de problemen die beleggers hebben ondervonden.
- 73) De AFM licht hierna eerst de beperkingen van het onderhavige besluit toe. Daarna zal de AFM toelichten waarom het besluit in zijn geheel evenredig is.

3.3.1 Bescherming van de initiële marge

- 74) De AFM acht het noodzakelijk om het op de markt brengen, verspreiden of verkopen van CFD's aan retailcliënten te beperken door het toepassen van specifieke hefboomlimieten, afhankelijk van de aard van de onderliggende waarde.
- 75) Dergelijke hefboomlimieten bieden bescherming voor de cliënt door te eisen dat die een minimale initiële marge inlegt alvorens een CFD te kunnen aangaan. Deze eis wordt de 'bescherming van de initiële marge' genoemd en beperkt de notionele blootstelling van de cliënt in verhouding tot het belegde bedrag. De beperking van de hefboomlimieten draagt bij aan de bescherming van de retailcliënt en aan het tegengaan van de zorgen over de beleggersbescherming. De AFM licht dat als volgt toe.
- 76) Ten eerste leidt een hogere hefboom tot een grotere gevoeligheid van een CFD voor de koersbewegingen van de onderliggende waarde en daarmee tot een groter risico van het CFD. Door de hefboom te beperken, wordt een grens gesteld aan dit risico. Ten tweede leidt een hogere hefboom tot een grotere notionele blootstelling. De kosten van een CFD nemen toe met de notionele blootstelling, en met de kosten neemt ook de kans op verlies met een CFD toe. De hefboomlimieten beperken de toename van voornoemde verlieskansen. Ter derde leidt een hogere hefboom tot een grotere kans dat de initiële marge niet meer toereikend is, waardoor de positie door de aanbieder en met verlies wordt gesloten. De hefboomlimieten verkleinen de kans dat een positie door de aanbieder en met verlies wordt gesloten.
- 77) ESMA heeft ten behoeve van het ESMA Besluit voor verschillende categorieën onderliggende waarden de bescherming van de initiële marge vastgesteld in overeenstemming met de volatiliteit van de onderliggende waarde, op basis van een simulatiemodel waarmee de kans wordt bepaald dat een cliënt gedurende een passende beleggingsperiode 50% van zijn initiële inleg kwijtraakt. Meer bepaald heeft ESMA een kwantitatieve simulatie verricht van de distributie van het verwachte rendement voor een belegger in één CFD bij uiteenlopende hefboomen. Die simulatie was gebaseerd op de dagelijkse marktprijzen gedurende een periode van circa tien jaar (in de meeste gevallen) van verschillende soorten onderliggende waarden die gewoonlijk worden gebruikt in CFD's voor het retailsegment. Ten behoeve van de analyse nam ESMA een CFD dat automatisch wordt gesloten zodra de inleg 50% van de initiële waarde bereikt. De gesimuleerde kans van zo'n close-out hangt af van (en neemt toe met) de gegeven hefboom. Een van de onderzochte maatstaven was de waarschijnlijkheid van een (automatische) close-out als functie van de hefboom. Op basis van deze maatstaf kan een hefboomlimiet modelmatig worden vastgesteld waarmee de schade voor de cliënt op consistente wijze kan worden geadresseerd bij de verschillende categorieën onderliggende waarden.
- 78) De AFM is met ESMA van oordeel dat het, gezien de niet-professionele aard van de beleggers en de statistieken over de distributie van de perioden dat CFD's worden aangehouden (op basis van openbare informatie van de bevoegde autoriteiten), passend is om er voor de bescherming van de initiële marge vanuit te gaan dat retailcliënten een positie gedurende minimaal één dag aanhouden. Om te voorzien in een consistent referentiepunt, onderzocht ESMA vervolgens in de simulatie, voor verschillende onderliggende waarden, welke hefboom zou leiden tot een margin close-out met een waarschijnlijkheid van 5%. Vervolgens werden de hefboomlimieten bepaald aan de hand van het resultatenspectrum voor elke categorie van onderliggende waarden. In de meeste gevallen werd gekozen voor een conservatieve limiet aan de onderzijde van het spectrum. Ook de omvang van de handel in de verschillende activa werd in aanmerking genomen. Bij CFD's in grondstoffen bijvoorbeeld worden olie en goud beide veel verhandeld onder retailcliënten. Simulaties wijzen echter uit dat de hefboom waarbij sprake is van een waarschijnlijkheid van een margin close-out van 5%, bij CFD's in goud ongeveer tweemaal zo hoog is als bij CFD's in olie. Dat betekent dan ook dat de hefboomlimiet voor CFD's in goud verschilt van die voor CFD's in olie en andere grondstoffen. Door bescherming van de initiële marge op deze wijze, en met name via een gesimuleerde positie van ten minste één dag, te bepalen, wordt een consistent en noodzakelijk beschermingsniveau geboden voor cliënten die hun positie gedurende een handelsdag mogelijk niet actief bijhouden, of die mogelijk niet in staat zijn de noodzaak van een snelle reactie in het licht van de volatiliteit van de onderliggende markt te beoordelen. Bij CFD's op aandelen blijken de posities veelal langer te worden aangehouden dan bij andere activa en is derhalve een periode van maximaal vijf dagen in aanmerking genomen.
- 79) Uit het ESMA Besluit blijkt verder dat ESMA ook alternatieve benaderingswijzen heeft overwogen voor het kalibreren van de bescherming van de initiële inleg. Een alternatief is bijvoorbeeld het gebruik van één enkele hefboomlimiet voor alle CFD's, ongeacht de onderliggende waarde.

De AFM is evenwel met ESMA van mening dat het passend is onderscheid te maken tussen verschillende soorten onderliggende waarden, gezien de verschillen in historische prijsvolatiliteit tussen de activacategorieën, naast de verschillen qua voorkomende kostenstructuren binnen de bestaande populatie van CFD-aanbieders en het gebruikelijk gedrag van cliënten.

- 80) De AFM hanteert in het onderhavige derhalve dezelfde hefboomlimieten als die in het ESMA besluit worden gehanteerd. Voor de bepaling van de initiële marge, en daarmee de hefboom, worden uitsluitend contante betalingen in aanmerking genomen die door of namens de retailcliënt zijn gedaan. Een betaling die wordt gefinancierd door een krediet verstrekt door de CFD-aanbieder aan de retailcliënt, ongeacht of het krediet gedekt is door een onderpand, geldt aldus niet als betaling voor de bepaling van de initiële marge. Indien een CFD middels een ander derivaat blootstelling biedt aan de onderliggende waarde, wordt voor de bepaling van de initiële marge als het ware 'door het andere derivaat heen gekeken'. Voor bijvoorbeeld een CFD met een future op het valutapaar USD/EUR als onderliggende waarde, geldt 3,33% van de notionele waarde van het CFD als initiële marge, namelijk het percentage dat van toepassing is op het valutapaar USD/EUR als onderliggende waarde.

3.3.2 Margin close-out bescherming

- 81) Een andere maatregel ter bescherming van retailcliënten is de zogenaamde margin close-outbescherming. Deze maatregel – als aanvulling op de invoering van bescherming van de initiële marge – beperkt het risico dat retailcliënten onder normale marktomstandigheden aanzienlijke verliezen lijden die het bedrag van hun inleg in een CFD overstijgen.
- 82) De margin close-outbescherming en standaardisering van het percentage waarbij CFD-aanbieders een openstaand CFD van een cliënt moeten sluiten (bij 50% van de verplichte initiële inleg) is ook bedoeld als maatregel tegen inconsistente toepassing van margin close-out door CFD-aanbieders. Door niet te verhinderen dat de inleg van de cliënt tot bijna nul afneemt, brengen de aanbieders hun cliënten in een positie waar zij in geval van 'gapping' het gevaar lopen meer dan hun inleg te verliezen. Andersom zou een te hoge margin close-out voor cliënten betekenen dat hun CFD veelvuldig wordt gesloten, ook als dat niet in hun belang is. De AFM is met ESMA in het ESMA Besluit van oordeel dat de drempel van 50% in de maatregel het risico van substantieel verlies voor retailcliënten beperkt en derhalve proportioneel is.
- 83) ESMA heeft voor de totstandkoming van het ESMA Besluit een analyse verricht van de verwachte effecten voor beleggers van een margin close-outregel per positie (waarbij een CFD wordt gesloten zodra de waarde ervan daalt tot onder 50% van de waarde van de initiële marge) versus een margin close-out per CFD-rekening (waarbij een CFD wordt gesloten zodra de waarde van alle open CFD's binnen de rekening, samen met alle middelen op die rekening, daalt tot onder 50% van de waarde van de totale initiële marge voor alle geopende CFD's). ESMA heeft meer specifiek de close-outfrequentie vastgesteld, alsmede de gevolgen qua verliezen voor cliënten bij een gesimuleerde CFD-portefeuille in elk van de scenario's. De uitkomsten zijn niet exact cijfermatig gekwantificeerd, gezien de zeer grote verscheidenheid aan mogelijke portefeuilles die een belegger kan aanhouden. In de analyse is daarentegen wel onderzocht of een van beide benaderingen in algemene zin tot betere uitkomsten voor beleggers zou leiden. De algemene conclusie was dat de gunstigste uitkomst voor beleggers van de margin close-out, per positie of per rekening, afhankelijk is van de prijsontwikkeling van de onderliggende waarden van de CFD's in de beleggingsportefeuille. Dit komt doordat na een close-out op basis van de ene, maar niet de andere benadering, de prijs van de onderliggende waarde kan herstellen of verslechteren.
- 84) Hoewel de benadering per positie versus de benadering per rekening voor veel beleggers waarschijnlijk dus weinig verschil zal uitmaken (al kan dat verschil niet exact worden gekwantificeerd vanwege het ontbreken van een representatieve portefeuille), zijn er uit de reacties op de Call for Evidence aanvullende redenen naar voren gekomen waarom een benadering per rekening voor sommige beleggers mogelijk gunstiger uitpakt. Ten eerste ondersteunt een benadering per rekening een diverse beleggingsportefeuille doordat winst op de ene positie kan worden ingezet om verlies op een andere positie te compenseren. Ten tweede vermindert de benadering per rekening de omvang van de extra kosten voor de belegger als gevolg van het heropenen van posities.
- 85) Gezien de analyse van ESMA, die de AFM kan volgen, en de reacties die uit de Call for Evidence naar voren zijn gekomen, is de AFM met ESMA van mening dat een gestandaardiseerde regel voor margin close-out per rekening bij 50% van de totale bescherming van de initiële marge proportioneler is als minimaal in te voeren bescherming, in aanvulling op de overige in dit besluit beschreven beperkingen. Meer bepaald zou deze regel voorzien in de sluiting van een of meer CFD's op de voor de retailcliënt gunstigste voorwaarden om te waarborgen dat de waarde van de rekening niet daalt tot onder 50% van de bescherming van de totale initiële marge die is gestort om op enig moment alle momenteel uitstaande CFD's te kunnen aangaan. De waarde van de rekening dient in dit verband te worden bepaald op basis van de tegoeden op die rekening aangevuld met eventuele ongerealiseerde nettowinst op de aan die rekening gekop-

- pelde openstaande CFD's. Andere activa dan CFD's en tegoeden op de rekening (bijvoorbeeld andere financiële instrumenten) tellen in dit verband niet mee voor de waardebeoordeling.
- 86) Onder de margin close-outbescherming kan een aanbieder nog altijd per positie een close-outregel hanteren naast de close-outregel per rekening. De aanbieder doet er in dat geval goed aan om na te gaan wat de effecten zijn van het hanteren van beide regels naast elkaar. Tevens verwacht de AFM dat de aanbieder daarover correct, duidelijk en niet-misleidend communiceert richting de retailcliënt.
- 87) Een CFD-aanbieder kan de voorwaarde hanteren dat het verlies voor het aangaan van een CFD in alle gevallen niet hoger kan zijn dan de inleg. De AFM merkt op dat de margin close-outbescherming in dat geval geen aanvullende bescherming biedt voor zover het gaat om het voorkomen van een verlies dat hoger is dan de inleg. Echter, de margin close-outbescherming dient in dat geval nog steeds het doel van het tegengaan van een inconsistente toepassing van de margin close door aanbieders.

3.3.3 Bescherming tegen negatief saldo

- 88) De bescherming tegen negatief saldo is bedoeld als bescherming voor cliënten in uitzonderlijke omstandigheden, zoals een dermate grote en plotselinge verandering in de prijs van het onderliggende waarde dat de CFD-aanbieder de positie niet kan sluiten overeenkomstig de margin close-outbescherming, resulterend in een negatief saldo op de rekening van de cliënt. Met andere woorden, grootschalige gebeurtenissen op de markt kunnen leiden tot grote prijssprongen, waardoor de automatische margin close-outbescherming niet doelmatig werkt. ESMA meldt in het ESMA Beluist dat een aantal bevoegde autoriteiten situaties heeft waargenomen waarin het verlies voor cliënten na een dergelijke gebeurtenis veel groter was dan het bedrag van hun inleg en bleven ze zitten met een negatief saldo op hun rekening.
- 89) De bescherming tegen negatief saldo is bedoeld om te waarborgen dat de maximale verliezen voor een belegger uit hoofde van de handel in CFD's – met inbegrip van alle gerelateerde kosten – beperkt blijven tot het totale aan CFD's gerelateerde bedrag op de CFD-rekening van die belegger. Dit omvat ook eventuele nog op die rekening te storten nettowinst uit hoofde van de sluiting van openstaande CFD posities binnen die rekening. De handel in CFD's mag niet tot aanvullende aansprakelijkheid leiden voor de belegger. Andere rekeningen mogen niet vallen onder het risicokapitaal van de belegger. Wanneer op een handelsrekening ook andere financiële instrumenten (zoals rechten van deelneming in een icbe of aandelen) worden aangehouden, geldt het risico uitsluitend voor de expliciet voor de handel in CFD's aangemerkte middelen, en niet voor de middelen voor de andere instrumenten. De aanbieder kan dus niet de tegoeden van retailcliënten die niet expliciet zijn aangemerkt voor de handel in CFD's, benutten voor de bescherming tegen negatief saldo.
- 90) De bescherming tegen negatief saldo fungeert ook als 'achtervang' bij extreme marktomstandigheden. ESMA heeft voor de totstandkoming van het ESMA Besluit in meerdere scenario's de rechtstreekse gevolgen voor beleggers van de gebeurtenis met de Zwitserse frank in januari 2015 geanalyseerd. Het betrof de volgende drie scenario's:
- i. bescherming tegen negatief saldo op een CFD-rekening van een retailcliënt;
 - ii. bescherming tegen negatief saldo op iedere CFD-positie van een retailcliënt; en
 - iii. geen bescherming tegen negatief saldo.
- 91) Bij het beoordelen van deze scenario's heeft ESMA in het ESMA Besluit opgemerkt dat het effect van de verschillende scenario's onder extreme marktomstandigheden moet worden afgewogen tegen de structurele kosten voor het verstrekken van die bescherming. CFD-aanbieders zouden met name te maken krijgen met structurele kosten in verband met de behoefte aan extra kapitaal of risicoafdekking in het kader van hun risicobeheer. Een deel van die kosten zouden ze kunnen doorberekenen aan de beleggers in de vorm van een hogere spread of hogere andersoortige lasten.
- 92) Daar staat tegenover dat bij afwezigheid van bescherming tegen negatief saldo een belangrijk risico op aanzienlijke schade voor de consument optreedt, namelijk dat hij bij extreme marktomstandigheden met een schuld aan de onderneming achterblijft. Een dergelijke situatie is met name nadelig voor beleggers die niet beschikken over omvangrijke liquide middelen. ESMA heeft gekozen voor bescherming tegen negatief saldo per CFD-rekening als instrument om deze potentiële bron van aanzienlijke schade voor beleggers tegen te gaan waarbij de kosten die daarmee gepaard gaan voor de ondernemingen of beleggers zo laag mogelijk worden gehouden. ESMA heeft daarbij met name overwogen dat het opleggen van bescherming tegen negatief saldo per afzonderlijke CFD-positie tot buitenproportionele kosten zou kunnen leiden voor zowel beleggers als ondernemingen. De invoering van bescherming tegen negatief saldo per positie zou ertoe leiden dat ondernemingen eventuele verliezen van de cliënt die het bedrag van de voor die positie aangemerkte middelen overstijgen, zouden moeten kwijtschelden, met inbegrip van de initiële marge en alle eventuele extra marge die de cliënt heeft bijgestort. Bij een regel per positie zou de bescherming tegen negatief saldo geen verliescompensatie toestaan tussen de posities binnen de portefeuille van een cliënt, en zou het marktrisico voor de

onderneming toemenen. Dit zou waarschijnlijk leiden tot hogere kapitaalsvereisten voor ondernemingen, waarvan de kosten waarschijnlijk zouden worden doorberekend aan de retailcliënten.

- 93) De AFM kan de bovenstaande analyse van ESMA volgen. ESMA heeft verder in het ESMA Besluit de reacties op de Call for Evidence meegewogen en de gevolgen voor de aanbieders van het bieden van bescherming tegen negatief saldo afgewogen tegen de aanzienlijke schade die retailcliënten kunnen ondervinden als deze bescherming niet wordt geboden. De AFM is met ESMA van oordeel dat, na belangenafweging, de bescherming tegen negatief saldo een antwoord biedt op de zorg over de aanzienlijke schade die retailcliënten kunnen ondervinden als deze bescherming er niet zou zijn, en de bescherming tegen negatief saldo hierom proportioneel moet worden geacht.

3.3.4 Risicowaarschuwingen

- 94) Een andere maatregel waarmee de risico's voor retailcliënten in verband met CFD's kunnen worden aangepakt, is te eisen dat er gestandaardiseerde en doelmatige ondernemingsspecifieke waarschuwingen worden verstrekt, waarin onder meer het percentage verliezen wordt vermeld dat in de rekeningen van de retailcliënten van een CFD-aanbieder wordt opgetekend. Aanbieders van CFD's moeten de risicowaarschuwingen op een prominente plek tonen. Zij mogen risicowaarschuwingen derhalve niet plaatsen achter disclaimers of op plekken die inspanning vergen van de retailcliënt om te bereiken. Evenmin mag de presentatie van de risicowaarschuwing, bijvoorbeeld de keuze van het lettertype, de kleur of de duur van het tonen van de risicowaarschuwing, ertoe leiden dat de risicowaarschuwing onduidelijk of onvoldoende leesbaar is. De AFM wijst in dit verband op het doel van de risicowaarschuwing, namelijk dat de retailcliënt in staat wordt gesteld om de informatie van de risicowaarschuwing tot zich te nemen zodat hij de informatie erbij kan betrekken om een afgewogen beslissing te nemen om al dan niet een CFD aan te gaan.
- 95) Zoals hierboven al gemeld, hebben meerdere bevoegde autoriteiten gewezen op de slechte kwaliteit van risicowaarschuwingen aan cliënten die voorafgaand aan het ESMA Besluit werden getoond door aanbieders van CFD's en meldden zij dat CFD-aanbieders vaak verzuimen om het risicovolle en complexe karakter van hun producten duidelijk aan te geven. In die risicowaarschuwingen werd met name vaak niet duidelijk uitgelegd dat de verliezen voor de belegger snel kunnen oplopen tot boven het bedrag van zijn inleg, of wordt die boodschap vertroebeld als gevolg van de wijze waarop de waarschuwing is weergegeven of door beweringen over de potentiële winst.
- 96) De ondernemingsspecifieke risicowaarschuwingen die met dit besluit verplicht worden gesteld, voorzien retailcliënten van essentiële informatie over deze specifieke producten, namelijk het percentage retailrekeningen dat verlies lijdt bij de handel in CFD's. ESMA refereert in het ESMA Besluit aan een onderzoek waaruit is gebleken dat retailcliënten dankzij een gestandaardiseerde risicowaarschuwing een veel beter begrip krijgen van het product, waaronder het risico dat zij meer geld verliezen dan het bedrag van hun inleg en de kans op winst.³¹
- 97) Met de eis aan CFD-aanbieders om het percentage te vermelden van retailrekeningen waarop verlies wordt geleden, beoogt de AFM tegenwicht te bieden aan de neiging van CFD-aanbieders om de potentiële winsten te benadrukken en de potentiële verliezen onder te belichten.
- 98) Verder verwacht de AFM dat retailcliënten dankzij de waarschuwingen een beter gefundeerd besluit kunnen nemen over de aanschaf van een risicovol product dat hen meer kans biedt op verlies dan op winst.
- 99) Teneinde beleggers te waarschuwen voor het risico op verlies bij het beleggen in CFD's, is de AFM met ESMA van mening dat iedere CFD-aanbieder zijn cliënten moet inlichten over het percentage van CFD-rekeningen van retailcliënten in haar administratie dat gedurende de voorafgaande twaalf maanden verlies heeft geleden. Dit percentage moet ieder kwartaal worden vastgesteld om te zorgen dat de cijfers actueel zijn. Het percentage moet op een eenvoudige en duidelijke wijze gepresenteerd worden, als onderdeel van de risicowaarschuwing in iedere afzonderlijke communicatie-uiting van de aanbieder.
- 100) Bij het vaststellen of op een rekening verlies is geboekt, dienen zowel de gerealiseerde als ongerealiseerde winsten en verliezen in aanmerking te worden genomen. De gerealiseerde winsten en verliezen houden verband met de CFD-posities die tijdens de berekeningsperiode zijn gesloten. De niet-gerealiseerde winsten en verliezen houden verband met de waarde van openstaande posities aan het eind van de berekeningsperiode. Voor een compleet beeld van het percentage van de rekeningen dat tot winst (of verlies) heeft geleid, dient de berekening te worden verricht met inachtneming van alle kosten die verband houden met de handel in CFD's.
- 101) Nieuw opgerichte CFD-aanbieders en aanbieders die de voorafgaande twaalf maanden geen open posities hebben gehad, kunnen het percentage voor die periode van twaalf maanden niet

³¹ Zie overweging 127 van het ESMA Besluit.

berekenen. Voor deze ondernemingen voorziet dit besluit in een gestandaardiseerde risicowaarschuwing waarin de percentages worden genoemd uit bestaande onderzoeken door de bevoegde autoriteiten (Bijlage 2, Deel A, artikel 5 van dit besluit).

- 102) Een risico van ondernemingspecifieke percentages dat ESMA, de AFM en andere bevoegde autoriteiten onderkennen, is dat ze gebruikt gaan worden voor marketingdoeleinden in plaats van hun oorspronkelijke doel, te weten het waarschuwen voor risico's. Daarom moeten de bevoegde autoriteiten erop toezien dat beleggingsondernemingen de ondernemingspecifieke percentages niet op een oneigenlijke manier gebruiken. De AFM zal de toepassing van aanbieders van de verplicht gestelde risicowaarschuwingen nauwlettend volgen en deze beperking, indien nodig, in de toekomst wijzigen bijvoorbeeld indien blijkt dat de waarschuwing in de praktijk niet het gewenste effect sorteert.

3.3.5 Het verbod op geldelijke en niet-geldelijke voordelen

- 103) Een laatste maatregel waarmee wordt beoogd de risico's in verband met de verspreiding van CFD's onder retailcliënten aan te pakken, is een verbod op geldelijke (zoals bepaalde 'handelsbonussen') en bepaalde soorten niet-geldelijke voordelen. Financiële aanbiedingsacties met bonussen of andere prikkels die cliënten moeten aansporen om in CFD's te handelen, leiden de aandacht van deze cliënten vaak af van het zeer risicovolle karakter van CFD-producten. Ze trekken retailcliënten aan die anders wellicht niet voor beleggen in dit type producten zouden kiezen. Aan de aangeboden voordelen wordt vaak de voorwaarde verbonden dat de cliënt geld stort op de rekening of een bepaald transactievolume bereikt.
- 104) Het verbod op voordelen heeft echter geen betrekking op voorlichtings- en onderzoekstools die aan retailcliënten ter beschikking worden gesteld, voor zover die verband houden met CFD's (en geen andere niet-geldelijke voordelen bevatten), aangezien deze tools cliënten juist ondersteunen bij het nemen van een besluit. Het verbod op voordelen heeft evenmin betrekking op algemene voordelen, zoals lagere transactiekosten, die niet beogen om de retailcliënt over te halen om (meer) te handelen in CFD's.

3.3.6 Het besluit is in zijn geheel evenredig

- 105) De AFM heeft de grenzen van wat doelmatig is bereikt in het gebruik van de niet-bindende instrumenten, zoals publieke waarschuwingen tegen de risico's van het handelen in CFD's. In dit verband en specifiek met betrekking tot productontwikkeling onderkent de AFM bovendien dat beginselen van productontwikkeling reeds voor de inwerkingtreding van MiFID II deel uitmaken van de toezichtcultuur in de financiële sector binnen de Unie. In november 2013 is door de Europese toezichthoudende autoriteiten (ETA's) een gezamenlijk standpunt uitgebracht over processen van vervaardigers voor producttoezicht en governance, met belangrijke uitgangspunten voor het toezicht op en de governance van financiële instrumenten. In februari 2014 publiceerde ESMA een advies over MiFID-praktijken voor ondernemingen die complexe producten verkopen en in maart 2014 een advies over gestructureerde producten voor de particuliere markt – Goede werkwijzen voor productgovernance.
- 106) Ondanks deze uitgangspunten voor toezicht en de in dit besluit beschreven regelgevingsvereisten zijn de schadelijke effecten van het op de markt brengen, verspreiden of verkopen van CFD's aan retailcliënten in de jaren voorafgaand aan de inwerkingtreding van het ESMA Besluit blijven toenemen.
- 107) De AFM is derhalve van oordeel dat de onderhavige maatregel zijnde beperkingen op het op de markt brengen, verspreiden of verkopen van CFD's aan retailcliënten passend is om de risico's voor de beleggersbescherming tegen te gaan. Het onderhavige besluit is in zijn totaliteit noodzakelijk en evenredig om de zorgen over de bescherming van beleggers weg te nemen.
- 108) In algemene zin wordt verwacht dat de beperkingen de abnormale en significante verliezen voor retailcliënten bij de handel in CFD's verminderen en daarnaast het bewustzijn vergroten van de risico's verbonden aan deze producten onder deze groep cliënten. De potentiële gevolgen voor CFD-aanbieders bestaan hoofdzakelijk uit de potentiële vermindering van hun omzet uit de handel in CFD's (als gevolg van kleinere handelsvolumes, een lager bedrag aan door cliënten betaalde transactiekosten en lagere verliezen door cliënten). Gezien het feit dat aanbieders van CFD's reeds sinds 1 augustus 2018 onder de beperkingen van het ESMA Besluit vallen, kunnen de financiële gevolgen immers geen verband hebben met het aanpassen van de bedrijfsvoering aangezien deze aanpassingen reeds zijn uitgevoerd vanwege het ESMA Besluit.

3.4 Raadpleging bevoegde autoriteiten in andere lidstaten (artikel 42, tweede lid, onder d, MiFIR)

- 109) De AFM heeft voor de totstandkoming van het onderhavige besluit alle bevoegde autoriteiten via de Investor Protection and Intermediaries Standing Committee van ESMA op de hoogte gesteld van het voornemen tot het onderhavige besluit. Geen enkele bevoegde autoriteit in een

andere lidstaat heeft een reactie gegeven met de strekking dat zij of haar lidstaat aanzienlijk effect kan of zal ondervinden van het onderhavige besluit. De AFM heeft daarnaast omwille van extra zorgvuldigheid CySEC en FCA ook individueel en rechtstreeks geraadpleegd, omdat een relatief groot aantal beleggingsondernemingen dat CFD's aan retailcliënten in Nederland aanbiedt, een zetel heeft op respectievelijk Cyprus en in het Verenigd Koninkrijk. Het onderhavige besluit kan derhalve mogelijk een effect hebben op CySEC en FCA vanwege hun verantwoordelijkheid als de *home country supervisor*.

3.5 Geen discriminerend effect op diensten en activiteiten vanuit een andere lidstaat (artikel 42, tweede lid, onder e, MiFIR)

- 110) Dit besluit is van toepassing op aanbieders van CFD's met een zetel in Nederland en op aanbieders van CFD's met een zetel in een andere lidstaat die CFD's aanbieden aan Nederlandse retailcliënten. Beleggingsondernemingen met zetel in een andere lidstaat die in Nederland beleggingsdiensten verlenen vallen derhalve onder de onderhavige maatregel evenals beleggingsondernemingen met zetel in Nederland. Het is daarom niet aannemelijk dat het onderhavige besluit een discriminerend effect heeft op diensten en activiteiten vanuit een andere lidstaat.

3.6 Overleg met overheidsinstanties toezicht op en beheer en regulering van fysieke markten voor landbouwproducten (artikel 42, tweede lid, onder f, MiFIR)

- 111) De voorgestelde maatregel kan, in beperkte mate, verband houden met landbouwgrondstoffen-derivaten. De AFM heeft daarom uit extra zorgvuldigheid overleg gepleegd met het Ministerie van Landbouw, Natuur en Voedselkwaliteit, directie Europees Landbouw- en Visserijbeleid en Voedselzekerheid. Het overleg heeft niet tot inzichten geleid die zouden leiden tot een ander besluit dan het onderhavige.

4. Notificatie van bevoegde toezichthouders in andere lidstaten en ESMA (artikel 42, derde lid, MiFIR)

- 112) De AFM heeft op 21 februari 2019, zijnde minimaal een maand voordat de maatregel van kracht wordt, alle bevoegde autoriteiten in andere lidstaten en ESMA schriftelijk en op de overeengekomen wijze in kennis gesteld van de bijzonderheden zoals bedoeld artikel 42, derde lid, MiFIR. ESMA heeft conform artikel 43, tweede lid, MiFIR een advies aangenomen en gepubliceerd op de website van ESMA.³² De AFM heeft kennisgenomen van het aangenomen advies van ESMA. De AFM concludeert dat de voorgestelde maatregel niet in strijd is met het aangenomen advies van ESMA.

5. Publicatie kennisgeving besluit op website (artikel 42, vijfde lid, MiFIR)

- 113) De AFM publiceert een kennisgeving van dit besluit op de volgende locatie: <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/productinterventie>. De maatregel van de AFM treedt in werking na publicatie van de kennisgeving van dit besluit op de website van de AFM en in de Staatscourant.
- 114) De AFM ziet geen aanleiding om een overgangstermijn te bepalen, omdat reeds sinds 1 augustus 2018 overeenkomstige beperkingen aan het op de markt brengen, verspreiden of het verkopen van CFD's aan niet-professionele cliënten in de EU van kracht zijn. Marktdelnemers hebben derhalve geen tijd in de vorm van een overgangsregeling nodig om de nodige aanpassingen in hun bedrijfsvoering te maken. Bovendien heeft de AFM op 7 maart 2019 de markt geïnformeerd over haar voornemen om de beperkingen in het ESMA Besluit op korte termijn nationaal over te nemen.

³² 'ESMA opinion under Article 43(2) MiFIR (AFM_CFDs)', 2 April 2019, <https://www.esma.europa.eu/document/esma-opinion-under-article-432-mifir-afmcfds>