



MEDIDAS ADICIONALES DE INTERVENCIÓN EN LA COMERCIALIZACIÓN DE CFD Y OTROS INSTRUMENTOS APALANCADOS.

VALORACIÓN DE LAS OBSERVACIONES RECIBIDAS DURANTE LA FASE DE CONSULTA PÚBLICA.

DIRECCIÓN GENERAL DE ENTIDADES

4 de julio de 2023

ÍNDICE

1.	Introducción	3
2.	Análisis de las observaciones referidas a las medidas adicionales sobre CFD	3
3.1.	Observaciones generales.....	3
3.2.	Definiciones	4
3.3.	Ámbito de aplicación.....	4
3.4.	Prohibición de las comunicaciones de carácter publicitario dirigidas a clientes minoristas o al público en general	5
3.5.	Prohibición del patrocinio de eventos y organizaciones y la publicidad de marca.....	7
3.6.	Prohibición de determinadas prácticas comerciales	8
3.7.	Posibilidad de prohibir las plataformas de negociación OTC.....	8
3.	Análisis de las observaciones referidas a las medidas restrictivas aplicables a otros instrumentos apalancados.	9
3.8.	Extensión a otros instrumentos apalancados de los límites de apalancamiento y cierre de posición vigentes para CFD.	9
3.9.	Posibilidad de extender a otros instrumentos apalancados las medidas adicionales sobre CFD.....	9

1. Introducción

El artículo 42 del Reglamento (UE) nº 600/2014 (MiFIR) faculta a las autoridades nacionales competentes a prohibir o restringir la comercialización, distribución o venta de determinados instrumentos financieros con ciertas características específicas que susciten una preocupación significativa en cuanto a la protección del inversor.

El 28 de noviembre de 2022 la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) abrió un periodo de consulta pública sobre medidas adicionales de intervención en la comercialización de CFD, que incluía también medidas sobre otros instrumentos apalancados ofrecidos a clientes minoristas.

El periodo de consulta pública finalizó el 31 de enero de 2023 y durante el mismo se han recibido observaciones de 20 participantes, entre los que se incluye el Comité Consultivo de la CNMV, el principal operador de mercados financieros español, una asociación de intermediarios financieros y otra de usuarios de servicios financieros, tres proveedores de CFD españoles y diez europeos de los cuales siete operan sin establecimiento permanente en España. Asimismo, se ha recibido observaciones de una plataforma de asesoramiento y educación financiera, de un portal divulgativo financiero y de una persona física.

El 23 de marzo de 2023 se publicaron íntegras las observaciones de aquellos participantes que no se habían manifestado en contra de su publicación e identificación, las cuales pueden consultarse en la página web de la CNMV.

La CNMV agradece todas las aportaciones recibidas durante el periodo de consulta pública que han ayudado a mejorar la redacción definitiva de la Resolución.

La Resolución ha sido aprobada por el Comité Ejecutivo de la CNMV el XX de julio de 2023.

2. Análisis de las observaciones referidas a las medidas adicionales sobre CFD

En esta sección, siguiendo básicamente la estructura de la propuesta de Resolución, se exponen de manera resumida las principales observaciones recibidas referidas a las medidas adicionales sobre CFD ofrecidos a minoristas, y la valoración que se ha hecho de las mismas a efectos de la redacción definitiva del texto.

3.1. Observaciones generales

Varios participantes consideran que la mayoría de las malas prácticas señaladas en la consulta ya están tipificadas en la legislación actual, así como que las medidas de 2018-2019 sobre CFD fueron efectivas y resultan suficientes. En algún caso se manifiestan partidarios de que exista una armonización a nivel europeo. Otros señalan que lo preocupante es que la normativa no se aplica con igual eficacia a entidades reguladas por la CNMV, entidades con pasaporte europeo en libre prestación y aquellas que operan off-shore.

Algunos intermediarios proponen medidas alternativas relativas a reforzar las advertencias de riesgos, el análisis de idoneidad y conveniencia, el control de altos cargos y responsables de cumplimiento normativo, o la publicación, por parte del supervisor, de un listado de proveedores que cumplan la norma de forma adecuada. Otros son partidarios de mejorar de la supervisión y realizar, entre otros, revisiones de mystery client. Dos participantes proponen posponer las medidas.

Valoración CNMV: pese a la normativa en materia de información, remuneraciones, conflicto de interés y gobernanza de productos, entre otros, y las medidas de 2018-2019 y su supervisión -así como la monitorización de la actividad realizada por los intermediarios europeos cuya supervisión recae en los supervisores de origen-, el problema de una comercialización inadecuada de estos instrumentos a clientes minoristas no se ha resuelto. Se considera por tanto necesario adoptar estas medidas de intervención para conseguir una adecuada protección de los inversores minoristas. Se considera asimismo deseable que haya una armonización regulatoria y supervisora a nivel europeo, pero ello no debe impedir que, en su ausencia, se adopten medidas a nivel nacional, previstas por la normativa comunitaria. Por ello, aunque no hay que descartar a futuro nuevas medidas si se observara que las que ahora se plantean resultan insuficientes, en este momento se considera adecuada la propuesta actual, que no se debe posponer, aunque no se adopten en toda la UE, entre otras razones, porque la realidad de los mercados en las distintas jurisdicciones no es la misma.

3.2. Definiciones

- a) Algunos intermediarios sugieren una definición de los “instrumentos sujetos” no referida a los CFD en general sino que tenga en cuenta el riesgo, de forma que, entre otros, no aplique a instrumentos que cuenten con un mecanismo en el contrato que asegure que la pérdida máxima para el cliente no podrá exceder la cantidad invertida. Otros participantes consideran que debería ampliarse la definición.

Valoración CNMV: se considera adecuada la definición con la redacción actual, que se refiere a CFD en general, por ser este instrumento complejo y de alto riesgo el que se viene comercializando de manera mayoritaria entre inversores minoristas y no se desea incentivar la creación de CFD con pérdidas limitadas a la inversión inicial. Para otro tipo de instrumentos derivados finalmente no se ha considerado necesario establecer estas mismas restricciones al no haberse observado en España prácticas negativas similares.

- b) Un intermediario considera que la definición de “comunicación de carácter publicitario” es muy amplia y no aprecia diferenciación entre “publicidad” y “comercialización”.

Valoración CNMV: se considera que la redacción actual es clara para la finalidad de prohibir cualquier tipo de comunicación publicitaria sobre CFD que se dirija a inversores entre los que puedan encontrarse minoristas. La comercialización es un concepto distinto y no queda prohibida.

- a) Un participante considera que la operativa en CFD debería hacerse bajo la modalidad de asesoramiento en materia de inversión.

Valoración CNMV: la propuesta de medidas no distingue entre los servicios prestados al cliente. No se considera que el asesoramiento sea un servicio especialmente indicado para desarrollar la operativa con CFD porque en este tipo de producto es muy arriesgado y exigiría unos costes muy elevados para hacer un seguimiento adecuado en tiempo real. En todo caso, la resolución lo que restringe es la actividad publicitaria dirigida a clientes minoristas o al público en general.

3.3. Ámbito de aplicación

- a) Varios participantes, entre los que se encuentra el Comité Consultivo de CNMV, son partidarios de que las medidas afecten únicamente a modelos de negocio en los que se genera un conflicto de interés con el cliente. Así, distinguen modelos de negocio en los que las entidades cubren la posición del CFD comercializado al cliente de aquellos otros donde la entidad actúa como contrapartida y obtiene su beneficio a partir de las pérdidas de sus clientes, y viceversa, lo que genera un conflicto de interés. En un

sentido similar, algunos participantes consideran que la comercialización de CFD no debería ser bilateral, sino realizarse en centros de negociación.

Tres intermediarios señalan que las medidas deberían ir dirigidas sólo a modelos de negocio de alto riesgo, como las empresas que operan centros de llamadas, o a entidades no reguladas o de dudosa reputación.

Valoración CNMV: en las actuaciones supervisoras realizadas por la CNMV se observa que el volumen de pérdidas y el porcentaje de clientes minoristas que obtienen pérdidas es elevado con independencia del modelo de negocio seguido, tanto el que supone cubrir la operativa del cliente como el que actúa como contrapartida. Delimitar las medidas por modelo de negocio sería en la práctica poco eficaz. Por estos motivos, así como porque los CFD se consideran con carácter general productos no adecuados para minoristas, no se han atendido estas sugerencias.

- b) Algún participante ha sugerido extender las medidas, en lo posible, a criptoactivos y capital riesgo.

Valoración CNMV: No se dispone en la actualidad de datos de la importancia que tiene la actividad de inversores minoristas con criptoactivos. Por otra parte, debe recordarse que los criptoactivos que no sean instrumentos del mercado de valores no están sujetos a las medidas de intervención previstas en la normativa MiFID. No obstante, se ha tenido en cuenta parcialmente esta preocupación por los riesgos de la comercialización de criptoactivos, por lo que se ha previsto que la publicidad de los CFD con subyacente criptoactivo que no sea instrumento financiero según la normativa MIFID esté limitada no solo a la comercialización realizada en España, sino también a la comercialización que realicen entidades españolas fuera de España.

- c) Un participante ha señalado que debería distinguirse entre los inversores minoristas a aquellos que no son vulnerables por formación y experiencia. Considera que aplicar las medidas por categoría MiFID discrimina al ciudadano por motivos sociales (su patrimonio) o personales (como su historial laboral), lo que incumple el artículo 14 de la Constitución Española.

Valoración CNMV: se considera adecuada la clasificación de clientes prevista en la normativa MiFID, que distingue en lo que aquí resulta de interés entre clientes minoristas y profesionales. Por otra parte, la restricción fundamental de las comunicaciones de carácter publicitario debe referirse al público en general para que sea eficaz. La normativa MiFID ya contempla distinto tratamiento a los diferentes tipos de cliente.

3.4. Prohibición de las comunicaciones de carácter publicitario dirigidas a clientes minoristas o al público en general

- a) La mayor parte de los intermediarios participantes son contrarios a restringir la actividad publicitaria, en atención a que consideran que el producto es de elevada utilidad y permite operar a menores costes. Varios opinan que estas medidas expulsarán del mercado español a las entidades registradas y lo dejarán para empresas no controladas (afiliados, colaboradores, chiringuitos...), que seguirán haciendo caso omiso de las restricciones

La mayoría de los participantes son contrarios a que la prohibición alcance a los medios especializados, porque esto privaría al inversor de información valiosa y un entorno donde se pueda explicar y comercializar este producto.

Sin embargo, tres participantes se declaran partidarios de una prohibición completa, ya que a los medios especializados también acceden los clientes minoristas, para los que este instrumento no resulta adecuado, y su lectura no garantiza una adecuada comprensión de un producto tan complejo sino que genera una percepción hacia él de mayor confianza.

Valoración CNMV: la operativa con CFD se considera que, con carácter general, no es adecuada para minoristas, lo que justifica la necesidad de restringir la publicidad que pueda ir dirigida a inversores minoristas. En cuanto a la aplicabilidad a medios especializados, se trata de una cuestión de difícil delimitación. En la práctica se observa que con frecuencia inversores minoristas acceden a medios que cabe calificar como especializados. Estos medios cuentan con una exposición gratuita a clientes minoristas y son ampliamente consultados por clientes no profesionales. Por eso, limitar la publicidad en medios generalistas y no en especializados dificultaría la eficacia de la medida que se propone. Por ello, teniendo en cuenta que los resultados de los inversores minoristas en esta operativa son mayoritariamente negativos, para conseguir una adecuada protección, se considera razonable y proporcionado restringir la publicidad dirigida al público en general.

- a) Cuatro intermediarios consideran preferible que las comunicaciones sean supervisadas, y no prohibidas.

Valoración CNMV: no se trata solo de que el mensaje sea equilibrado, condición que se podría asegurar con una supervisión a priori y generalizada, sino de que los CFD se consideran, con carácter general, productos no adecuados para minoristas. Se ha observado que los inversores pierden con esta operativa en su gran mayoría, aunque la información que se les facilitó pudiera haber sido correcta.

- b) Respecto a la restricción en materia de ofertas de formación a precio inmaterial de manera que se fomenta la inversión por minoristas, varios intermediarios se mostraron contrarios a la prohibición de cursos y eventos de formación, señalando que es preferible permitir los contenidos equilibrados y sobre gestión de riesgos. Alguno se muestra a favor de la formación financiera gratuita o eventos. Varios defienden las cuentas demo y no las consideran marketing. Un intermediario señala que los contenidos formativos sobre mercados, análisis, evolución de valores, etc. no son contenido publicitario.

Valoración CNMV: las medidas que se establecen siguen esencialmente las establecidas en Francia en 2016, a las que se ha añadido la restricción específica de oferta de cuentas demo. Las medidas sobre CFD de ESMA de 2018 mencionaban a los tutoriales de mercado dentro de los beneficios comerciales no monetarios que suelen ofrecerse, e incluyen entre las medidas la prohibición de estos beneficios. En las medidas actuales se considera necesario precisar las actividades no permitidas. En concreto, se han introducido incisos en la redacción final de la Resolución para aclarar que se prohíbe la oferta publicitaria de formación y la oferta gratuita de cuentas demo, así como la formación dirigida a clientes sin experiencia y conocimientos suficientes o al público en general, dado que la prohibición no pretende impedir la formación a minoristas con conocimientos y experiencia. Las actividades de formación, comercialización y publicidad es fácil que se confundan. En todo caso constituyen una promoción de la actividad que conviene prohibir por los efectos perjudiciales que tiene para el inversor minorista. Se aclara que la formación no está limitada cuando se dirige a clientes con conocimientos y experiencia.

- c) Tres intermediarios consideran que las medidas estarían prácticamente prohibiendo el sitio web de la entidad o la plataforma digital. Un intermediario entiende que se estaría prohibiendo los enlaces (internos) a la sección de preguntas frecuentes de la página web o a la zona de información y documentación legal donde se encuentra la declaración de riesgos y otro tipo de documentos contractuales, así como la información de la empresa o de contacto.

Valoración CNMV: la propuesta contempla permitir los contenidos informativos precisos para la contratación, y señala como ejemplos la información precontractual y contractual y las informaciones sobre características y riesgos (que no contenga elementos subjetivos), y hace una mención expresa a la posibilidad de incluir esta información legal en la web de la entidad. No se limitan los enlaces internos a apartados de la web en la que se incluya información permitida. La restricción, al igual que la medida establecida por Francia en 2016, se extiende a los enlaces a páginas webs que comercialicen CFD puesto que es una forma más de promocionar los productos entre el público en general, que es lo que se pretende restringir.

- d) Tres intermediarios consideran que se deberían permitir las comunicaciones comerciales derivadas de la realización de búsquedas tecleadas explícitamente en motores de búsqueda y canales de medios sociales, en tanto muestran la iniciativa del cliente.

Valoración CNMV: la promoción de la comercialización general de CFD con métodos como los señalados se considera inadecuada, toda vez que se considera que estos instrumentos no resultan adecuados, con carácter general, para clientes minoristas. La propuesta únicamente permite la información a los clientes de la prestación del servicio cumpliendo los requisitos establecidos en la norma, incluida la información legal que pueda ofrecerse en la web de la entidad, así como el suministro de información a los clientes (no comercial) en respuesta a su demanda de información.

3.5. Prohibición del patrocinio de eventos y organizaciones y la publicidad de marca

- a) Varios participantes, entre los que se incluye algún intermediario, se manifiestan a favor de la prohibición del patrocinio de eventos y organizaciones y de la publicidad de marca. Otros participantes, entidades europeas y una española, consideran que la prohibición sólo debería aplicar cuando se promueve el producto indiscriminadamente entre el público en general, no cuando el patrocinio o publicidad es sólo de marca, sin mencionar el producto, en especial en aquellos casos en que se trata de entidades con oferta variada de productos o servicios. Un participante señala la necesidad de concretar el término “actividad fundamental”.

Un participante se muestra partidario de utilizar a personajes públicos del ámbito financiero “acreditados por la propia CNMV”. Otro señala que prohibir patrocinios no resuelve el problema, pues habrá quien encuentre un resquicio en la restricción.

Valoración CNMV: la medida permite la publicidad de marca en aquellos casos en los que no existe una asociación tan directa entre la actividad en CFD y la marca, en concreto cuando la operativa con CFD es una parte muy pequeña de la actividad. La práctica supervisora indica que las entidades que operan en España con CFD de forma significativa son entidades especializadas. Son estas entidades las que se verán afectadas por esta restricción. Los CFD se consideran con carácter general no adecuados para minoristas y por ello conviene restringir tanto la publicidad específica como la de marca cuando está muy asociada al producto.

3.6. Prohibición de determinadas prácticas comerciales

- a) Varios de los participantes se manifiestan de acuerdo con estas prohibiciones. Muestran preocupación por esquemas retributivos ligados a la operativa del cliente o prácticas como las llamadas frías. Un intermediario resalta que la legislación actual no se aplique con igual eficacia a entidades fuera de España.

Una entidad española considera que la red comercial debería restringirse a los empleados y agentes registrados y debería prohibirse cualquier retribución directamente relacionada con el beneficio obtenido que provenga de la generación de pérdidas para el cliente.

Varios de los participantes, intermediarios, están parcialmente de acuerdo, bien porque consideran que las restricciones no deberían aplicar a la red comercial propia de una entidad autorizada ya sujeta a MiFID sino sólo a terceros, o porque cree conveniente fijar unos baremos objetivos de remuneración del desempeño, o porque está en contra de que afecten a los incentivos basados en clientes activos con buena salud financiera, experiencia y conocimientos.

Algunos intermediarios se manifiestan a favor del pago con tarjeta de crédito.

Valoración CNMV: las propuestas de restricciones a la remuneración, que son similares a las establecidas por el supervisor belga en 2016, son compartidas total o parcialmente por muchos participantes. Ni la normativa MiFID en materia de incentivos y conflicto de interés, ni las restricciones posteriores, ni una mejor supervisión han resuelto el problema.

3.7. Posibilidad de prohibir las plataformas de negociación OTC

- a) Dos intermediarios así como la asociación de usuarios de servicios financieros se manifiestan de acuerdo con la posibilidad de establecer una prohibición de las plataformas. Dos de ellos consideran que la raíz de las malas prácticas está en el conflicto de interés en la ejecución bilateral entre intermediario y cliente (más que en la publicidad).

Otros participantes no están de acuerdo; consideran que provocaría una retirada de las entidades reguladas y un incremento de operadores no regulados, lo que generaría más desprotección al minorista. Un intermediario considera que resulta más efectivo que se adopten medidas a nivel europeo.

Valoración CNMV: en las opiniones recibidas se observa una clara diferencia entre las entidades que operan fundamentalmente con instrumentos negociados en centros de negociación y las que operan a través de plataformas con negociación bilateral. Las primeras, así como la asociación de usuarios, se muestran favorables a establecer una restricción a las plataformas bilaterales. No obstante, por el momento se entiende que los objetivos de protección del inversor se cubren de forma suficiente sin establecer una prohibición en este sentido. Se considera que prohibir las plataformas sería una medida de mayor calado y que en este momento con la restricción de la actividad puede ser suficiente para proteger adecuadamente a los inversores.

3. Análisis de las observaciones referidas a las medidas restrictivas aplicables a otros instrumentos apalancados.

En esta sección se exponen de manera resumida las principales observaciones recibidas sobre las medidas aplicables a otros instrumentos apalancados ofrecidos a minoristas y la valoración que se ha hecho de las mismas a efectos de la redacción definitiva del texto.

3.8. Extensión a otros instrumentos apalancados de los límites de apalancamiento y cierre de posición vigentes para CFD.

- a) Bastantes de los participantes están en general de acuerdo con establecer una regulación común en este aspecto entre instrumentos con un riesgo similar.

Dos intermediarios así como el operador de mercados no están de acuerdo con aplicar a otros instrumentos los límites de apalancamiento y cierre de posición previstos para CFD, y aluden básicamente a las ventajas de invertir en mercados regulados, y sus diferencias con la negociación de CFD y a lo limitado del análisis para justificar la medida.

El Comité Consultivo de la CNMV considera que aplicar las medidas relativas al apalancamiento de los CFD provocaría una distorsión de las garantías exigidas a los futuros, lo que en unos casos resultaría en unas garantías insuficientes y en otros excesivas, sin perjuicio de que, de identificarse prácticas de apalancamiento excesivo entre entidad y cliente minorista, éstas sí deban corregirse.

Valoración CNMV: La comercialización de instrumentos apalancados distintos de CFD está menos extendida. Existe algún caso en que, en instrumentos como los futuros cotizados, el volumen de operaciones y apalancamientos eran elevados y el porcentaje de clientes minoristas que obtenía pérdidas resultaba ser similar a los de CFD. Por ello se mantiene la propuesta de aplicar límites operativos al conjunto de los instrumentos derivados, si bien se reformula la propuesta en varios aspectos, de manera que se acepta que las entidades permitan a los inversores minoristas apalancamientos máximos como los permitidos por el mercado (o la resolución de CFD si es superior), salvo en el caso de los criptoactivos que no sean instrumentos financieros sujetos a MiFID, que por su naturaleza OTC y grandes riesgos asociados, hacen aconsejable que no superen los límites de la resolución de CFD. Asimismo, en estos casos de subyacente criptoactivos, las medidas aplicarán también a la comercialización que realicen entidades españolas fuera de España.

- b) Una entidad considera deseable que se tenga en cuenta la restricción similar adoptada recientemente en Alemania sobre futuros negociados que puedan implicar obligaciones de pago adicionales a las cantidades invertidas.

Valoración CNMV: se considera que la adopción de una medida similar a la establecida en Alemania, que no limita los apalancamientos excesivos que pueden ofrecerse a inversores minoristas, no resulta suficiente para gestionar el riesgo de que estos obtengan pérdidas relevantes de forma muy acelerada.

3.9. Posibilidad de extender a otros instrumentos apalancados las medidas adicionales sobre CFD

- a) Varios de los participantes, tanto asociaciones de inversores como intermediarios, están de acuerdo en que la regulación sea igual para CFD y otros instrumentos apalancados similares. Un intermediario considera que las medidas deberían ser extensibles a otros productos derivados de igual riesgo como los Turbos, los Multi Warrants, los X-Rolling. Otro señala que la medida se debe establecer de forma

consistente entre instrumentos, y para ello tener en cuenta los rendimientos obtenidos por los inversores.

En cambio, tres intermediarios, el operador de mercados y el Comité Consultivo de la CNMV están en desacuerdo. Estos y otros participantes valoran los mercados regulados por su transparencia de precios, negociación multilateral y sistema de garantías, y consideran que un futuro o una opción no puede asimilarse a un CFD. Dos intermediarios apuntan asimismo al riesgo de que los inversores busquen operar en mercados menos restrictivos.

Valoración CNMV: en las actuaciones de supervisión que se vienen realizando se observa que por el momento el CFD es el producto apalancado y con alto riesgo fundamentalmente comercializado entre inversores minoristas, y se considera que con la extensión a otros productos de riesgo de las restricciones específicas de apalancamiento y protección de la garantía se alcanza el nivel deseado de protección al inversor. Por tanto, la redacción final de la resolución no incluye medidas más restrictivas a las planteadas inicialmente. La posibilidad de que los inversores decidan acudir a entidades no supervisadas en la UE existe, pero ello ya sucede con las vigentes restricciones aplicables a los CFD y la existencia de prácticas de elusión de la normativa de la UE continuará siendo objeto de atención por la CNMV.