

**BORRADOR DE COMENTARIOS DEL COMITÉ CONSULTIVO DE LA CNMV ACERCA DE LA
“CONSULTA PÚBLICA SOBRE MEDIDAS ADICIONALES DE INTERVENCIÓN EN LA
COMERCIALIZACIÓN DE CFD” HECHA PÚBLICA POR LA CNMV**

La CNMV ha sometido a Consulta Pública la posible adopción de medidas adicionales a las adoptadas en 2019, respecto de las operaciones de CFD ofrecidas a clientes minoristas.

En la Consulta Pública, la CNMV considera que las medidas adoptadas mediante Resolución de 27 de junio de 2019- limitación al apalancamiento, protección del cierre de posición, protección contra saldos negativos, prohibición de ofertas de beneficios monetarios y no monetarios e inclusión de advertencias de riesgo- no han conseguido adecuadamente el propósito de proteger a los inversores minoristas que aún siguen invirtiendo en este producto con significativas pérdidas.

La CNMV propone adoptar medidas adicionales acerca de las actividades publicitarias y de marketing, de marketing de marca y de políticas retributivas en relación con la distribución y oferta de estos productos a clientes minoristas.

Por último, plantea la posibilidad de extender estas medidas, o aquellas adoptadas en 2019, a otros productos apalancados como futuros y opciones.

Comentarios de carácter general.

-El Comité Consultivo apoya las medidas orientadas a proteger a los inversores y, en concreto, valora positivamente las capacidades de intervención que a las autoridades nacionales- en nuestro caso, la CNMV- otorga el artículo 42 del Reglamento 600/2014 (MIFIR).

- El Comité manifiesta que la protección de los inversores es particularmente relevante en caso de inversores minoristas que invierten en productos complejos y específicamente en productos apalancados o en los que el intermediario permite un apalancamiento mayor de la posición del cliente, siendo particularmente importante en estos casos, la transparencia.

- En tanto que las medidas que pueden adoptarse son restrictivas, y suponen excepción al régimen general, éstas deben acordarse en aquellos supuestos en que se cumplan los requisitos que en tal artículo 42 se enumeran, particularmente que los mecanismos regulatorios existentes no constituyen una respuesta suficiente, que el problema no se resolvería mejor mediante una mayor supervisión o una aplicación más estricta de los requisitos vigentes, y que la medida es proporcionada.

-En la Consulta Pública, la CNMV describe una situación actual en la comercialización de CFD en la que se identifican un número relevante de infracciones, que lo son a la vista de la normativa vigente: falta de información suficiente sobre los productos, falta de evaluación de conveniencia, falta de licencia de algunos comercializadores, prácticas remunerativas que agraven los conflictos de interés, prestación de servicios de asesoramiento y gestión de carteras de forma encubierta, falta de realización de test de

idoneidad, realización de actividades sin licencia, realización de publicidad engañosa, falta de información sobre los verdaderos costes implícitos, entre otros.

El Comité, como no puede ser de otra manera, manifiesta su preocupación por esta situación y valora positivamente que la CNMV tome medidas al respecto.

En este sentido, si bien la Consulta menciona que CNMV ha realizado “actividades de supervisión” no aclara si contra estas entidades o contra estos específicos incumplimientos, se han realizado actuaciones sancionadoras, que parece estarían justificadas para restituir el cumplimiento de la normativa ya en vigor y que según se describe, está siendo incumplida.

- Al intentar comprender los CFD, Comité considera que desde la perspectiva de la protección del inversor minorista, debería ser tenida en cuenta en lo posible, la diferencia en el modelo de negocio y en la forma en que las entidades actúan frente a sus clientes. Así, existen, diferentes tipos de CFD que responden a perfiles de negocio diferentes, y que pueden suponer niveles de protección del inversor también diferentes:

- CFD emitidos por entidades sin realizar ningún tipo de cobertura a su cartera de emisión (lo que se conoce como B-book).

En este caso, las ganancias de los clientes son automáticamente pérdidas de la Entidad y viceversa. En este contexto, se genera un claro conflicto de interés, ya que el objetivo principal de algunas de estas Entidades puede ser que los clientes pierdan para poder ellas maximizar su beneficio.

Las Entidades que tienen este modelo de negocio pueden permitir captar, asumiendo un gasto notable en marketing y comunicación, en muchos casos agresivo y sin respeto a la normativa vigente, cualquier tamaño de cuenta y perfil de cliente.

- CFD emitidos por entidades reguladas en la UE que realizan una cobertura perfecta o casi perfecta a su cartera de emisión de CFDs.

En este modelo de negocio el Broker se remunera con una pequeña comisión por operación, como en cualquier otro servicio de intermediación financiera tradicional (acciones, renta fija o futuros, por ejemplo). Al pivotar este modelo de negocio sobre la generación de pequeñas comisiones por operación, se resuelve el potencial conflicto de interés entre la Entidad y los clientes, ya que el Broker no gana nada si la cuenta de un cliente pierde y se descapitaliza pronto, lo que reduce los potenciales conflictos de interés..

Por otro lado, existen, desde el punto de vista de su negociación en mercados, CFD listados en mercados o MTFs como LMAX - entidad regulada por la FCA -donde los clientes pueden acceder a una liquidez multilateral, con precios transparentes y reglas

claras de pre y post trading; CFD sobre acciones con precios DMA (Direct Market Access), que garantiza al cliente la mejor ejecución, con precios transparentes, volúmenes oficiales de mercado y acceso a las subastas de apertura y cierre; y, finalmente, CFD con precios cerrados bilateralmente entre el cliente y la entidad.

Por tanto, como primer comentario de carácter general, el Comité considera que unas medidas tan relevantes y con este alcance podrían tener en consideración en lo posible y sin perjudicar la finalidad principal de la medida *modus operandi* diferentes entre sí, en términos de protección del inversor.

Un análisis de la distribución de las reclamaciones recibidas en CNMV, por modelo de negocio, sería también ilustrativo en este sentido.

Todo ello sobre la base de que la propia regulación diseña estas medidas de intervención como un último recurso y con una fuerte justificación.

-Por otro lado, el Comité considera que, desde la perspectiva de la protección del inversor, los futuros y opciones negociados en mercados no plantean las mismas cuestiones que plantean los CFD.

Por ello, y por los argumentos que se detallan más adelante, no resultaría procedente extender estas medidas, ni aquellas adoptadas en la Resolución de la CNMV en 2019, a los contratos de futuros y opciones.

Todo ello sin perjuicio, como se ha señalado más arriba, de que de identificarse prácticas de apalancamiento excesivo entre entidad y cliente minorista, éstas deban corregirse.

-Una vez realizadas estas consideraciones iniciales, el Comité sí considera que – sujeto a los criterios anteriores- medidas restrictivas en cuanto a prácticas publicitarias y de retribución sí resultan adecuadas y deben servir para mejorar el actual estado de cosas, evitando que clientes minoristas inviertan de forma poco reflexiva y en masa, llevándoles a pérdidas.

Contestación a las preguntas de la Consulta Pública.

33.-¿Está de acuerdo con el establecimiento de la prohibición de las comunicaciones de carácter publicitario incluida en el texto propuesto, similar a la vigente en Francia? Por favor, explique los motivos de su respuesta.

El Comité opina que existen normas que regulan la publicidad y que éstas deben ser aplicadas con carácter general en estos y en todos los casos.

En el caso de los CFD, la Consulta de CNMV identifica algunas prácticas cuya prevención puede no conseguirse de forma efectiva con esta aplicación general de la regulación de la publicidad y que conforme señala la propia CNMV sí pueden requerir medidas concretas de limitación o prohibición de las mismas.

Respecto de tales actividades- que utilizan a terceros sin licencia (los denominados afiliados), usan mecanismos como call centers para presionar a clientes minoristas en

sus decisiones, realizan prácticas agresivas de comercialización, alinean prácticas retributivas con ellas, ofrecen servicios de asesoramiento o gestión de carteras de forma encubierta, etc- que adicionalmente, de forma mayoritaria se realizan desde jurisdicciones sobre la que la CNMV no tiene capacidades supervisoras, el Comité coincide en lo apropiado de tomar medidas restrictivas o prohibitivas como propone la CNMV.

El Comité llama la atención, no obstante, sobre que dicha prohibición se describa de forma que no impida actividades publicitarias o de marketing más allá de lo que se pretende limitar con estas medidas.

Con todo, la prohibición de determinadas actividades publicitarias no debería, en opinión del Comité, distraer la atención sobre el hecho de que lo realmente grave es que haya entidades que no cumplan con las normas de conducta especialmente importantes en estos casos. Y es particularmente preocupante que estas prácticas se puedan realizar desde otras jurisdicciones de la Unión Europea sin que el supervisor de origen gestione adecuadamente esta situación, en aras de la protección del inversor y el supervisor de acogida- la CNMV- tenga capacidades supervisoras muy limitadas.

35.-¿Está de acuerdo con que la prohibición alcance a medios especializados? Por favor, en caso de considerar que la prohibición propuesta debe limitarse a medios generalistas explique los motivos, la definición de lo que serían medios especializados y la forma en que considera que se podría asegurar que la audiencia del medio especializado se limite a inversores profesionales.

El Comité considera que cualquier medida que se adopte en este sentido debe estar alineada con la contestación a la pregunta anterior.

Por otro lado, debe tenerse en cuenta que los medios especializados tienen la doble función de promoción, pero también de información e intercambio de opiniones y experiencias entre inversores, lo cual puede ser positivo.

En lo posible, debería evitarse, a la hora de establecer prohibiciones, que esta última función- que puede ser positiva para los inversores- se perjudique.

40.-¿Está de acuerdo con el establecimiento de una restricción a los patrocinios y publicidad de marca, similar a la vigente en Francia, cuando por la actividad fundamental de la Entidad su fin o su efecto directo o indirecto sea la publicidad de CFD? Por favor, explique los motivos de su respuesta.

Si bien una entidad que ofrece intermediación en productos financieros y cobrando una comisión por ello parece que genere un margen neto de sus operaciones que permita financiar campañas de patrocinios, sponsors deportivos, parece claro que si hay entidades que sacan amplios márgenes de beneficios operando con CFD, y que están detrás de estos patrocinios.

En ese sentido, y en coherencia con lo señalado en la contestación a la pregunta 35 una prohibición como la que plantea la CNMV tiene sentido.

45.-¿Está de acuerdo con que se adopten estas restricciones al sistema retributivo de la red comercial y a algunas o todas de las restantes prácticas comerciales indicadas? Por favor, explique los motivos de su respuesta.

Las entidades españolas tienen que cumplir con las normas que regulan las prácticas remunerativas y todas ellas deben tener definidas sus políticas retributivas.

Este debería ser el estándar con que contrastar lo adecuado o no de la actuación de una entidad, también en la promoción de CFD.

Así, si se cumplen estas normas y la comercialización al cliente se produce sin prácticas agresivas, informando y cumpliendo con las normas de conducta, no se entendería que haya limitaciones a prácticas retributivas.

Fuera de estos casos, algunos esquemas que llevan a abusos y que CNMV tiene identificados, sí deben ser señalados a efectos de limitarlos o prohibirlos por parte de CNMV.

53.-¿Está de acuerdo con extender a otros instrumentos apalancados distintos de los CFD, como ocurre en otras jurisdicciones de la UE, medidas restrictivas de su comercialización para proteger adecuadamente a los clientes minoristas? ¿Qué medidas serían razonables y proporcionadas en su opinión para conseguir una adecuada protección del inversor? ¿A qué instrumentos específicos considera que debería extenderse la medida? Por favor, explique los motivos de su respuesta.

-Sin perjuicio de que, como se expone más adelante, el caso de los futuros y opciones es muy diferente en muchos aspectos del de los CFD negociados bilateralmente por entidades frente a clientes minoristas, el Comité considera que las medidas de intervención deben ser muy justificadas y deben responder a análisis rigurosos previos y que esto no se pone de manifiesto en la Consulta Pública respecto de las opciones y futuros negociados en mercados, como la propia consulta reconoce.

Más bien al contrario, se explica en la misma que esta práctica es minoritaria en España y que no se han identificado incumplimientos, ni mucho menos una situación que justifique medidas tan excepcionales. Adicionalmente, su adopción requiere, conforme establece el artículo 42 de MIFIR, que se den circunstancias que el Comité no entiende, a la luz de la Consulta Pública de CNMV, que estén presentes en este momento.

Por tanto, no resultaría adecuado tomar una medida tan excepcional y potente - como son las adoptadas en 2019 y la que se propone adoptar ahora frente a determinados CFD- respeto de otros instrumentos financieros sin antecedentes y análisis que lo justificasen claramente.

-Por otro lado, el Comité valora muy positivamente que se promueva la negociación de instrumentos financieros en mercados con transparencia de precios, y sistema de garantías, como es el caso de los futuros y opciones negociados.

-Si perjuicio de todo lo anterior, de identificarse prácticas de apalancamiento excesivo de clientes minoristas, CNMV sí debería actuar.

A salvo lo anterior, por lo que respecta al caso de los futuros y opciones, el Comité considera que en la valoración de la extensión de las medidas no debería atenderse únicamente a la característica de que son contratos con apalancamiento. En los contratos de futuros y opciones financieras concurren características de las que resulta patente que no son asimilables a los CFDs, además de ser instrumentos negociados en mercados regulados y la intervención de una cámara de contrapartida central (CCP).

- Los futuros y opciones financieros negociados en mercados regulados son contratos estandarizados, cuyas características y normas de negociación han sido aprobadas por la CNMV y cumplen con MiFIR y MiFID II.

- Al estar negociados en mercados regulados, su negociación es multilateral y cuentan con mecanismos que contribuyen a la integridad del mercado y a la transparencia, como la distribución de información que incluye las horquillas de precio y volúmenes disponibles. Esas circunstancias contribuyen a la determinación de su precio, a diferencia de los CFDs.

- Adicionalmente, cuentan con reglas del mercado para la corrección de errores materiales evidentes, de obligado cumplimiento por todas las partes.

- Solo comparten con los CFDs la condición de que son contratos con apalancamiento. Sin embargo, el apalancamiento de los contratos derivados negociados en un mercado regulado viene modulado por la intervención de una cámara de contrapartida central (CCP) autorizada conforme a EMIR (Reglamento (UE) 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contraparte central y los registros de operaciones), que exige determinadas garantías.

De hecho, los niveles de garantía exigidos por la cámara son el resultado de unos análisis de volatilidad histórica y liquidez que diferencia por tipo de subyacente. Esto cambiaría si se extendieran las restricciones a los contratos de futuro y opción en la forma que se plantea, ya que resultaría de aplicación lo dispuesto en el Anexo I de la Resolución de CNMV de 27 de junio de 2019 para CFD, en concreto, el apartado (e): 20 % del valor nominal del CFD cuando el instrumento subyacente sea: (i) Una acción.

En la actualidad, si bien la mayoría de las CCPs exigen una garantía menor al 20% como depósito de garantía de la posición en futuros financieros, también hay un gran número de subyacentes para los cuales las CCPs exigen garantías superiores al 20%, teniendo por tanto una mayor cobertura del riesgo asociado a una posición que la regla general aplicada a los CFDs. La medida limitativa de apalancamiento impuesta a los CFD por la Resolución de CNMV de 2019 tuvo su razón de ser, precisamente porque en ese entorno no interviene la figura de la CCP.

Por lo tanto, aplicar las medidas relativas al apalancamiento de los CFDs a los futuros financieros provocaría una distorsión de las garantías exigidas en función del riesgo asociado al subyacente, lo que en unos casos resultaría en unas garantías insuficientes y en otros excesivas.

- Como se ha señalado más arriba, el modelo de negocio de las plataformas bilaterales de CFDs se basa en el beneficio que obtienen a partir de las pérdidas que el cliente tenga a resultas de su operativa, de manera que la pérdida del cliente conduce necesariamente a la ganancia de la otra parte. En ese modelo las comisiones cobradas por la intermediación no resultan relevantes y por ello necesitan un continuo flujo de clientes nuevos. Por el contrario, en los mercados regulados, los intermediarios no resultan beneficiados de las pérdidas de sus clientes.

Por todo lo anterior, siendo evidentes estas diferencias entre los contratos por diferencias CFDS y los contratos de futuro y opción, la propuesta de Resolución debería recoger expresamente que se excluye a estos contratos de futuro y opción negociados en mercados regulados de la extensión de la aplicación de las medidas.

Por lo que respecta a la posible extensión a los contratos de futuro y opción de todas o algunas de las medidas contempladas en la propuesta de Resolución de CNMV para CFD, se vuelve a poner de manifiesto las diferencias entre los contratos CFD y estos contratos negociados en mercados regulados.

Como se ha expuesto más arriba, los ejemplos de actuaciones analizadas por la CNMV y que motivan el riesgo que se quiere prevenir mediante estas nuevas medidas no concurren en el caso de los derivados negociados en mercados regulados. Es más, de aplicarse a los mismos, alguna de dichas medidas se alejaría del esfuerzo realizado por esa Comisión, las instituciones públicas y los propios mercados en los últimos años para incentivar la formación y el conocimiento del funcionamiento y correcta actuación en los mercados al público en general, y de manera particular, la formación como medida que fomenta la protección de los inversores minoristas.

En los mercados regulados de derivados la formación juega un papel muy importante. Los mercados regulados y sus miembros promueven la formación que contribuye a conocer las ventajas y riesgos de estos contratos, de manera que los clientes, sean minoristas o no, puedan negociar y comprender el alcance de dicha negociación para cubrir carteras, como inversión o como posicionamiento en un determinado subyacente.

La propuesta de la CNMV pretende frenar la práctica habitual en determinadas plataformas no reguladas de acercar y hacer más atractivo el producto de manera que siempre haya nuevos clientes interesados. Dichas prácticas no buscan la formación ni la creación y fomento de cultura financiera en nuestra sociedad, a diferencia de los ámbitos de colaboración mencionados entre instituciones y sujetos de los mercados regulados, incluidos éstos. Y sobre ellas ya se ha pronunciado el Comité más arriba.

De todo lo anterior, se deriva que las prohibiciones y restricciones propuestas deberían ceñirse a dichas plataformas de negociación bilateral que además se caracterizan porque el modelo de negocio se basa en el beneficio que obtienen a partir de las pérdidas que el cliente tenga a resultas de su operativa. En este modelo las comisiones cobradas por la intermediación no resultan relevantes – como sí lo son en otros modelos mencionados- y por ello necesitan un continuo flujo de clientes nuevos al que atraen mediante diferentes técnicas que en nada contribuyen a la formación real del inversor.

54.-¿Está de acuerdo con extender a los otros instrumentos apalancados indicados las medidas limitativas de apalancamiento y de cierre de posición que se preveían para CFD en la Resolución de CNMV de 27 de junio de 2019? ¿Considera que debería asimismo aplicar a estos otros instrumentos las restantes medidas establecidas en dicha Resolución, de protección contra saldos negativos, aportación a clientes de beneficios excluidos, y realización de advertencia sobre los riesgos de la operativa?

Ver contestación a la pregunta anterior.

58.-¿Estaría de acuerdo con la posibilidad de establecer una prohibición similar a la vigente en Bélgica de la comercialización de CFD a través de plataformas electrónicas por considerar que las medidas propuestas como primera opción pueden resultar

insuficientes para conseguir la adecuada protección de los inversores minoristas que se persigue?

En tanto las prácticas abusivas se realicen a través de plataformas, estas, una vez identificadas adecuadamente, sí pueden, a juicio del Comité, ser objeto de las medidas propuestas.

Sin embargo, el Comité llama la atención sobre que no se confunda esto con prohibir el medio – electrónico- sino determinadas prácticas que lo utilizan.

Así, al tomar cualquier medida al respecto, debe tenerse presente que la operativa de clientes que sí puedan contratar CFD, con cumplimiento de las prohibiciones que se adopten y de las normas de conducta, no debe limitar la contratación online de estos productos ni de las operaciones que de ellos deriven.

Por otro lado, al hablar de plataformas, debe tenerse en cuenta que la existencia de CFDs listados en un Mercado/MTF puede ser una solución muy buena para atajar gran parte de los problemas relacionados con las malas prácticas de determinadas entidades.

59.-¿Cree que hay alguna otra cuestión relevante o tiene algún otro comentario sobre la propuesta de Resolución?

La consulta pública expone que las medidas adoptadas mediante la Resolución de 27 de junio de 2019 no han resultado suficientes para proteger al inversor minorista, motivo por el que aprecia que las mismas han de ser reforzadas en forma de las medidas adicionales de intervención que se desarrollan en el apartado III de la consulta.

Asimismo, la CNMV incluye un punto de “Adaptación” dentro del mencionado apartado III, en el que se dispone que las medidas serán revisadas anualmente.

Teniendo en cuenta el origen de estas medidas y su objetivo de reforzar la protección del inversor minorista, el Comité Consultivo considera muy adecuado que se lleve a cabo la revisión anual propuesta, al objeto de verificar el alcance y eficacia de las mismas y decidir sobre su mantenimiento o revocación.