

J. MIGUEL MARTÍNEZ GIMENO, Secretario del Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores,

CERTIFICO:

Que según figura en el Acta de la sesión de 7 de septiembre de 2020, el Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, ha emitido el siguiente Informe:

**INFORME DEL COMITÉ CONSULTIVO DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES SOBRE EL PROYECTO DE CIRCULAR SOBRE PUBLICIDAD DE LOS PRODUCTOS Y SERVICIOS DE INVERSIÓN**

El Proyecto de Circular viene a desarrollar en determinados aspectos, la regulación contenida en la Orden EHA/1717/2010, de 1 de junio, de regulación y control de la publicidad de servicios y productos de inversión, (la Orden) que, a tal efecto, contiene una delegación expresa a favor de la CNMV, para su desarrollo, en su Disposición Final Primera.

El Proyecto de Circular, junto a la determinación de su objeto, definiciones y sus ámbitos objetivo y subjetivo, contiene normas específicas acerca del contenido y formato de los mensajes publicitarios, de la determinación de políticas comerciales, y su control interno, del registro interno de las actividades publicitarias, de la posible adhesión a sistemas de autorregulación de la actividad publicitaria, y finalmente, de la actividad supervisora de la CNMV.

El Proyecto merece una opinión general positiva por parte del Comité que aprecia la utilidad de contar con regulaciones de general conocimiento sobre estas materias para ayudar a las entidades en su organización interna y articulación de sus actividades publicitarias.

Sin perjuicio de lo anterior, se ponen de manifiesto algunas observaciones cuya finalidad es la de contribuir a una mejora del texto y clarificación de algunos de sus aspectos.

**COMENTARIOS**

**Norma 2.- Definiciones.**

-La definición del término "Actividad Publicitaria" se refiere a efectos de esta Circular a la que es "realizada por las entidades en el ámbito de su actividad".

Debe tenerse en cuenta que las entidades sujetas a esta Circular realizan servicios de inversión y auxiliares y comercializan u ofrecen productos de inversión – concepto indeterminado pero que el artículo 3 del Proyecto aclara – que estarán sometidos a la misma, pero también desarrollan otras actividades que reúnen esta condición. En el caso de Empresas de Servicios de Inversión la Nota Técnica 2/2019 de la CNMV específicamente reguló el régimen de estas últimas.

En la redacción actual no queda claro que el ámbito de las actividades publicitarias regulado es aquél que se refiere a actividades reguladas y no a otras actividades que estas entidades puedan desarrollar conforme a su régimen legal, denominadas “actividades accesorias”.

-En esta Norma "proveedor de servicios" que se define como *“Tercero que realiza un proceso, servicio o actividad para la entidad, o parte de los mismos, en el ámbito de la actividad publicitaria con arreglo a un contrato publicitario, según se regulan en la ley 34/1988, de 11 de noviembre, General de Publicidad, un contrato de prestación de servicios o un acuerdo de externalización”*.

De otra parte, la Norma 6 establece lo siguiente, dentro de los controles internos a realizar por las entidades sujetas a la Circular, respecto de los proveedores de servicios:

*“Garantizar que no se contrata a proveedores de servicios en el ámbito de la actividad publicitaria que pudieran estar realizando actividades de comercialización de servicios de inversión o de captación de clientes, salvo que se trate de entidades autorizadas a prestar tales servicios de acuerdo a lo previsto en el 144.1 del TRLMV. Se entenderá en todo caso que hay actividad de captación de clientes por parte de los proveedores de servicios publicitarios cuando su remuneración se vincule al volumen efectivo de productos o servicios contratados o al número de clientes que abran cuenta de valores”*.

El Comité considera que debe tenerse en cuenta que, en el ámbito de la comercialización de instrumentos financieros, y entre ellos, de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), es frecuente que se suscriban acuerdos con entidades distribuidoras habilitadas para prestar servicios de inversión.

Estos contratos de prestación de servicios para la comercialización de dichos instrumentos financieros pueden establecer la posibilidad de que los distribuidores, para la captación de clientes, lleven a cabo actividades publicitarias sobre los instrumentos financieros objeto de comercialización, y su remuneración está vinculada al volumen contratado.

En estos casos, la contratación del distribuidor se realiza con la finalidad de comercializar dichos instrumentos financieros, y su base jurídica no es un contrato de publicidad o de prestación de servicios de publicidad, sino un contrato de distribución. El propio distribuidor, en tanto que entidad regulada, estará sujeto en su actividad publicitaria, a esta Circular.

Por todo lo anterior, sería conveniente aclarar en el ámbito de las definiciones que los distribuidores, aun cuando tengan recogido en el contrato de prestación de servicios de distribución la posibilidad de realizar actividad publicitaria, no tienen la consideración de “proveedor de servicios” a los efectos de la Circular.

### **Norma 3.-Ámbito objetivo.**

-La redacción de esta Norma está en línea con la Norma 3 de la Orden, si bien la amplía en unos términos que se consideran adecuados y útiles. Particularmente la letra f) debe poder ser útil en un escenario de proliferación de Crypto-activos cuyo régimen legal está en proceso de ser determinado.

Sin embargo, para mantener esta coherencia con la Orden, y eliminar dudas al respecto, parece recomendable que la Circular incluya la exclusión de su ámbito de aplicación a las “personas y entidades que se enumeran en el artículo 14 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre”. Estas son expresamente excluidas del ámbito de aplicación de la Orden que la presente Circular desarrolla.

-Por otro lado, sería conveniente incluir en el apartado 2 de la Norma 3, referida a los supuestos que no tienen la consideración de actividad publicitaria, la documentación/información de Fondos de Inversión Alternativa (FIA) gestionados por SGIC, Sociedades Gestoras de Entidades de Inversión Colectiva de tipo cerrado o por Gestoras de la Unión Europea autorizadas por la Directiva 2011/61/UE , de 8 de junio, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (DGFIA), que se proporcione a analistas/inversores institucionales directamente, o por terceros autorizados en su nombre, a fin de comprobar el interés por un FIA, durante el periodo previo al inicio de su comercialización, tal y como se define en el artículo 30 bis de la citada DGFIA.

La finalidad de este cambio sería la mejor articulación de la noción de publicidad, en este caso, de las actividades que no constituyen actividad publicitaria con el nuevo artículo 30 bis referido a la noción de precomercialización que la Directiva (UE) 2019/1160 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019, introduce en la DGFIA, y que está en proceso de transposición a la normativa española.

-El apartado 2 de la Norma 3, letra d) establece que no tendrá la consideración de actividad publicitaria:

*“d) los contenidos informativos precisos para la contratación de productos o servicios sujetos a esta Circular, o para la realización de una operación sobre dichos productos, tales como la información precontractual y contractual o las informaciones o advertencias sobre las características y riesgos de los productos o servicios ofrecidos que se faciliten en cumplimiento de obligaciones de información, a través de cualquier soporte, incluido el sitio web de la entidad”.*

La excepción a la consideración de actividad publicitaria incluida en este apartado, tal y como está redactada, no incluiría determinada información que se remite a los clientes o se difunde en la página web de la entidad que simplemente describe de una forma objetiva ciertas características de un instrumento financiero (por ejemplo, en el caso de un Fondo de Inversión, la composición de su cartera, la evolución de su valor liquidativo), sin que en ningún momento se añada elementos subjetivos o juicios de valor sobre el mismo.

Esta información si bien no se proporciona en cumplimiento de una obligación legal, ni pretende sustituir a la documentación precontractual, tampoco tiene la finalidad de promover la suscripción o adquisición de instrumentos financieros (como exige la definición de actividad publicitaria del artículo 2 de la Orden EHA/1717/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de servicios y productos de inversión), sino simplemente se trata de incrementar el grado de información a los inversores, respecto de la establecida por la normativa.

Por todo ello, este tipo de información también debería quedar excluida de la consideración de actividad publicitaria, sin perjuicio de que la misma deba cumplir con los principios generales previstos en el art. 44 del Reglamento Delegado UE 2017/565 de 25 de abril de 2016.

-El apartado 4 de la Norma 3 establece que en ningún caso se podrá realizar actividad publicitaria dirigida a inversores minoristas o al público en general referida a cualquier producto o servicio cuya venta o prestación esté prohibida para clientes minoristas. Sería conveniente matizar que no se incluyen en esta prohibición aquellos supuestos en los que la normativa exige requisitos adicionales para la comercialización a clientes minoristas de un producto o servicio, como un desembolso mínimo inicial o la suscripción de documentos por parte del mismo que dejen constancia del conocimiento de los riesgos de la inversión.

#### **Norma 6.-Política de comunicación comercial. Procedimientos y controles internos.**

-El apartado 3 de esta Norma, en su párrafo segundo, recoge la posibilidad de que entidades de reducido tamaño puedan establecer “una política de comunicación comercial simplificada”.

El Comité valora muy positivamente cualquier elemento de proporcionalidad como el que esta Norma pretende incorporar.

Sin embargo, se propone que la norma realice un esfuerzo para fijar mejor los perfiles – o el modo en que se evaluarán en cada caso por el supervisor- de algunos conceptos indeterminados como “entidad de reducida dimensión”, “actividad publicitaria limitada” o “principalmente” al referirse a la publicidad de productos no complejos.

Por otro lado, la norma se articula como una exigencia de los tres requisitos acumulados, si bien al hablar de entidades de reducida dimensión, esta simplificación podría aplicarse directamente, salvo que se den circunstancias muy específicas y relevantes por la naturaleza de las comunicaciones comerciales o de una campaña comercial particularmente amplia o activa.

A los efectos de concretar el concepto de “entidad de reducida dimensión”, se podría recurrir a aquellas que cumplan los criterios de pequeña o mediana empresa de la Directiva 2013/34/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los estados financieros anuales, los estados financieros consolidados y otros informes afines de ciertos tipos de empresas.

-Por otro lado, no se contienen indicaciones de qué se considera una “política de comunicación comercial simplificada”. Y a qué aspectos de la misma se refiere esta simplificación. En este sentido, la referencia específica a que dicha política simplificada “deberá tener en cuenta los aspectos contemplados en el apartado anterior” -que son los que debe tener cualquier política de comunicación comercial- no sirve para aclarar este extremo, sino que parece exigir que las políticas simplificadas contengan un contenido similar al de las no simplificadas.

Ambos elementos deben permitir a las entidades planificar con mayor seguridad en cuanto al marco regulatorio, sus actividades publicitarias.

-El apartado 5 establece que la difusión de las piezas publicitarias debe necesariamente realizarse “en los términos previstos por las áreas funcionales de la entidad responsables de su revisión interna”.

Por otro lado, el apartado 3 especifica que “El órgano de administración será el responsable de establecer la política de comunicación”.

Tanto la política de comunicación como su plasmación concreta en piezas publicitarias es algo que corresponde a los órganos de gestión de la entidad y no a los órganos de control interno, o a las funciones que internamente los revisan. Estas, obviamente, deben conocerlos e informarlos, pero no debe depositarse en ellos la responsabilidad última.

La referencia en el apartado 5 es algo confusa en este sentido, y puede entenderse como que son éstas áreas funcionales las responsables de determinar dicho contenido.

El Comité considera que debe revisarse la redacción, en el sentido señalado.

-En relación con el apartado 2, c), vi) se planean dos cuestiones sobre la diferenciación clara entre entidades que prestan servicios de publicidad por un lado, y entidades que prestan servicios de inversión o de captación de clientes, por otro.

- La primera -y como se ha comentado en relación con la definición de “Proveedor de servicios” en la Norma 2 - una entidad que comercializa instrumentos financieros, aun cuando para ello desarrolle actividades publicitarias, no es un proveedor de servicios de publicidad para el emisor/originador del instrumentos financiero. Son relaciones jurídicas diferentes.

- En sentido inverso, no porque se fije una determinada forma de retribución-dependiente de la efectividad de la campaña publicitaria para la captación de clientes-se debe entender, y menos presumir, que esta actividad publicitaria supone la captación de clientes, e indirectamente la prestación de un servicio de inversión o la realización de una actividad reservada.

Para entender que es así, habrá que prestar atención a las actuaciones concretas de cada entidad involucrada, para poder determinar si se incurre en una infracción del principio de reserva de actividad que establece el artículo 144, 1, párrafo segundo del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, cuya redacción precisa que *“Asimismo, la comercialización de servicios y actividades de inversión y la captación de clientes sólo podrán realizarlas profesionalmente, por sí mismas (las entidades autorizadas a prestar servicios de inversión) o a través de los agentes regulados en el artículo 146, las entidades que estuvieran autorizadas a prestar tales servicios”*.

Establecer una presunción en este sentido en una Norma de rango de Circular se considera por el Comité inadecuado.

-El Comité propone que se recoja específicamente en la Circular que la política de comunicación comercial se puede estructurar a nivel de grupo, lo cual no perjudica en modo alguno su finalidad y permite una mayor eficiencia en esta materia a los grupos de entidades.

#### **Norma 7.-Registro de publicidad.**

El apartado 4 prevé la posibilidad de un “sistema simplificado de registro de la actividad publicitaria”. A este apartado le resultan de aplicación los comentarios realizados respecto de la política de comunicación comercial simplificada en la Norma 6.

#### **Norma 9.-Función supervisora de la CNMV. Procedimiento para requerir el cese o rectificación de la actividad publicitaria.**

-La Norma 9 establece un plazo de 3 días para que las entidades atiendan los requerimientos de la CNMV sobre información específica de campañas y piezas publicitarias, y también, por defecto, 3 días para acreditar el cumplimiento de los requerimientos referidos al cese o rectificación de la publicidad u objetarlos. Ambos plazos son excesivamente cortos. Sería conveniente establecer plazos más amplios (ej.: 10-15 días hábiles).

-Se proponen varias modificaciones – subrayadas abajo- extraídas del contenido de la Circular 4/2020, de 26 de junio, del Banco de España, sobre publicidad de los productos y servicios bancarios, texto normativo al que se refiere la propia Exposición de motivos al establecer la conveniencia de que la publicidad de servicios y productos de inversión esté alineada con la de productos y servicios bancarios.

*“7. En el supuesto de que la resolución que ponga fin al procedimiento confirmase el requerimiento de cese o rectificación en todos o algunos de sus términos, la entidad deberá cumplirlo en el plazo máximo de tres días hábiles, salvo que la CNMV establezca un plazo distinto en la notificación, a través de los mismos medios empleados para la difusión de la campaña o pieza publicitaria y con idéntico alcance, todo ello sin perjuicio de la posibilidad de interponer el recurso administrativo correspondiente.”*

*8. En caso de actuación administrativa en el marco de un expediente sancionador, y en lo que se refiere únicamente al cumplimiento de lo previsto en la norma 5 y en el anexo, se entenderá que la entidad actuó diligentemente si la pieza publicitaria controvertida se hubiese ajustado al contenido del informe de consulta previa positivo emitido por el sistema de autorregulación publicitaria al que esté adherida, salvo que dicho informe contradiga manifiestamente lo dispuesto en esta circular.”*

## **ANEXO**

### **I.- Principios y Criterios Generales.**

-El apartado 1, en su párrafo segundo, establece que las entidades deben “cumplir con los principios recogidos en el artículo 44 del Reglamento Delegado UE 2017/565, de 25 de abril de 2016 (...)”.

El presente Proyecto regula el régimen de publicidad, por lo que esta Norma da a entender que los requisitos de dicho artículo 44 deben cumplirse cuando se desarrollen actividades publicitarias. Y sin embargo, el mencionado artículo 44 regula los requisitos para que la información que se dirige a clientes sea imparcial, clara y no engañosa. No regula actividades publicitarias.

Al ser, por tanto, dos normas que están muy relacionadas, pero cada una regula aspectos diferentes, hay algunas previsiones normativas del artículo 44 que no resultan del todo compatibles con las exigencias en materia de publicidad que el propio Anexo contiene.

Solo un ejemplo de ello sería el diferente régimen de comparación de productos que contiene una y otra norma. En Anexo exige que cuando se comparen productos, la comparación se hará de modo objetivo, mientras que el artículo 44, para tal caso, exige que se informe de las fuentes de información en la comparación y los principales hechos o hipótesis utilizados para hacer la misma.

Estas dos últimas exigencias pueden ser lógicas en un escenario de información precontractual, pero no son exigibles en el ámbito de la publicidad.

La actual referencia que el Anexo -en su apartado I,1, párrafo segundo- realiza al artículo 44 del Reglamento Delegado puede, por tanto, plantear dudas acerca de las exigencias concretas que de ello se deriva.

Se propone por el Comité en este punto, una mayor especificación de qué aspectos del artículo 44 aplican a las piezas publicitarias y a la actividad publicitaria en general.

Quizá una referencia específica en la Exposición de Motivos de la Circular pueda servir al efecto.

-En un sentido similar, en el apartado 2 se precisa que:

*“La información contenida en las comunicaciones comerciales deberá ser coherente y no podrá contradecir la información o advertencias que las entidades estén obligadas a proporcionar a los clientes en la comercialización de los productos o servicios. En aquellos casos en que en virtud de disposición reglamentaria o resolución de la CNMV hayan de formularse advertencias, deberán incluirse en las comunicaciones comerciales en la forma en que la disposición correspondiente especifique. Cuando se trate de advertencias de otro tipo requeridas por la CNMV, podrán no incluirse en las comunicaciones comerciales con limitaciones de espacio a que se refiere el punto 10 siguiente de este apartado.”*

Si bien resulta lógico que se exija que la información de las comunicaciones comerciales sea coherente y no contradiga las advertencias que las entidades están obligadas a proporcionar a los clientes en la comercialización de productos o servicios, y la redacción del Proyecto trata de suavizar este efecto, parece excesivo que se pueda llegar a exigir que se reproduzcan literalmente en los materiales publicitarios las advertencias diseñadas para ser comunicadas a los potenciales inversores como paso previo a la comercialización de productos y servicios, o las advertencias requeridas para incluir en la documentación precontractual y/o periódica de las IIC.

El hecho de que existan dichas advertencias como paso previo al proceso de comercialización garantiza que van a ser conocidas por los inversores antes de suscribir los instrumentos financieros correspondientes, sin que sea necesario reproducirlas en las comunicaciones publicitarias, cuya finalidad es la divulgación de información sobre un determinado producto o servicio para atraer a posibles compradores o usuarios.

Por ello, sería más conveniente limitar esta exigencia a aquellos supuestos en que la propia normativa exija expresamente la inclusión de una advertencia concreta en las comunicaciones comerciales dirigidas al público en general, en lugar de actual referencia genérica a las advertencias a realizar en la comercialización a clientes de productos y servicios.



-En el apartado 4, se establece que:

*"Las entidades sujetas a esta Circular deberán asegurarse, cuando ello no sea evidente por el contexto, de que su actividad publicitaria se identifica claramente como publicidad en el medio utilizado para la difusión del mensaje o pieza publicitaria. A estos efectos, se entenderá en todo caso que una comunicación tiene carácter publicitario cuando se refiera a productos y servicios concretos de una determinada entidad y ésta pague o proporcione cualquier tipo de remuneración, monetaria o no monetaria, directa o indirecta, por la difusión".*

De la referencia a "productos y servicios concretos" surge la duda sobre si se refiere a un producto individualmente considerado susceptible de ser contratado como tal (ej.: un fondo concreto de una entidad) quedando, por tanto, excluidas las comunicaciones referidas a una gama de productos que agrupe a varios, sin identificarlos de forma individualizada (por ejemplo: información sobre las características de los fondos de inversión de renta variable en general). En este último caso, si no hubiera que identificar la comunicación como publicitaria, este tipo de comunicaciones quedarían fuera del alcance de la Circular, con independencia de que deban cumplir con los principios generales previstos en el art. 44 del Reglamento Delegado UE 2017/565 de 25 de abril de 2016. Sería conveniente que la Circular aclarase este aspecto en la redacción del apartado 4.

-En el apartado 5 se hace referencia a la información sobre coste o rentabilidad de un producto. Sería conveniente especificar la posibilidad de que la comunicación remita a la parte de la documentación precontractual del producto financiero donde se encuentra dicha información, en particular, en el caso de las IIC, en el Documento de Datos Fundamentales para el Inversor.

-En relación con el apartado 12, sería conveniente establecer como excepción a la responsabilidad de la entidad por el reenvío de textos o contenidos compartidos por un tercero, la referida al reenvío de textos publicados en prensa y revistas especializadas del sector financiero o páginas web especializadas en análisis y evaluación de productos financieros (ej.: Morningstar) en los que se haga referencia a los productos y servicios de la entidad, dado que respecto de dichas publicaciones, a diferencia de la meras opiniones de clientes, ya existe una entidad responsable de su contenido.

## **II.- Otros Criterios sobre el contenido y el formato de los mensajes publicitarios**

-En relación con apartado 6, y en lo que toca a las exigencias en cuanto a la información sobre rentabilidades pasadas, el Comité plantea lo siguiente:

- Para fondos, y otros instrumentos financieros de nueva creación, al no tener información para un periodo adicional de 12 meses, sería interesante para los inversores que se permitiera dar la información sobre la rentabilidad acumulada del año en curso.

- Se debería prever que se pueda dar información sobre rentabilidades de períodos superiores al año, si éstas se dan anualizadas (TAE) y como añadidura a la información lealmente exigida. Y estableciendo otras cautelas, como que no puedan aparecer destacadas, se especifique claramente que son TAE y qué período de años se ha utilizado, que deberían ser necesariamente los últimos y consecutivos.

Madrid, 21 de septiembre de 2020.

El Secretario,

VºBº La Presidenta,