

CONSULTA PÚBLICA SOBRE MEDIDAS ADICIONALES DE INTERVENCIÓN EN LA COMERCIALIZACIÓN DE CFD

I. Introducción

1. Los contratos financieros por diferencias (CFD) son instrumentos financieros especialmente complejos que se caracterizan por su alto riesgo debido al efecto multiplicador sobre los resultados que produce su apalancamiento y a su elevada volatilidad a corto plazo, que requiere un seguimiento constante de la posición por parte del inversor, y por su condición de producto no estandarizado que se negocia de forma bilateral, lo que implica que el proveedor aplica sus propias condiciones y comisiones. En los análisis realizados tanto en España como en otros países de nuestro entorno se ha puesto de manifiesto que un alto porcentaje de clientes minoristas obtienen pérdidas en su operativa en CFD.
2. La comercialización de estos productos se realiza principalmente por internet a través de plataformas electrónicas, lo que facilita su distribución a distancia y se utiliza con frecuencia la publicidad para captar nuevos clientes que en muchas ocasiones no son experimentados.
3. La CNMV, ESMA y otros supervisores europeos han adoptado en el pasado reciente distintas medidas con la finalidad de restringir la comercialización de CFD a los inversores minoristas, entre las que resultan destacables las establecidas por ESMA en 2018, y las posteriores de CNMV de 2019, aún vigentes, con un contenido similar.
4. En España, una buena parte de la distribución de CFD se realiza por entidades europeas en libre prestación, es decir, sin establecimiento, aunque también tiene importancia la actividad desarrollada por sucursales o agentes de entidades europeas o por entidades autorizadas en España.
5. Al analizar la situación actual del mercado en España a la luz de la práctica supervisora de la CNMV se observa una combinación de los siguientes elementos: se trata de un producto complejo y de elevado riesgo, accesible para clientes minoristas sin conocimientos financieros suficientes por medio de campañas de publicidad generalista agresivas, en ocasiones mediante la participación de terceros no autorizados a comercializar en que los clientes se captan ofreciendo a los comerciales importantes incentivos que promueven la comercialización de manera especialmente agresiva o incluso masiva a través de *call centers*, y utilizando con frecuencia prácticas de elusión de las restricciones vigentes. Con todo ello, los clientes vienen obteniendo pérdidas relevantes y recurrentes.
6. Ello sucede a pesar de haberse establecido restricciones a la operativa en CFD y aunque la CNMV ha venido reforzado los recursos dedicados a la monitorización y supervisión de esta operativa habiendo adoptado las actuaciones pertinentes, que en varios casos han finalizado con el cese de operaciones. Hasta la fecha 12 entidades extranjeras que prestaban servicios sin presencia física en España han comunicado que cesan su actividad en España, tras el traslado por la CNMV a su supervisor competente de las malas prácticas identificadas en su labor de monitorización (y que en general no habían sido previamente identificadas por el supervisor competente). Asimismo 2 entidades con establecimiento mediante agente o sucursal han acordado su cierre y el consiguiente cese en la comercialización de sus servicios en España a inversores minoristas.
7. Algunos países europeos mantienen regímenes más restrictivos que aquellos basados en advertencias y restricciones a la comercialización, distribución y venta de CFD acordados en su día por ESMA, poniendo el foco en la distribución a distancia y en la publicidad. En particular, Bélgica prohibió la distribución a minoristas a través de plataformas electrónicas y el uso de una serie de técnicas agresivas, como la utilización de centros de llamadas para contactar con los clientes o determinadas técnicas de retribución a los

comerciales. Por su parte, Francia prohibió las comunicaciones de carácter publicitario por vía electrónica a iniciativa de la entidad que puedan dirigirse a minoristas.

8. Por todo ello, sin perjuicio de otras medidas coordinadas que pudieran establecerse a nivel europeo, la CNMV considera que las medidas tomadas hasta la fecha no han resultado suficientes en la protección del inversor minorista y es necesario su refuerzo. Este escenario aconseja adoptar medidas de mayor alcance que refuercen la protección de los inversores minoristas cuando invierten en este tipo de productos, como ya sucede en otras jurisdicciones.
9. Esta Consulta Pública analiza la efectividad de las medidas en vigor y plantea medidas adicionales de intervención con la finalidad de proteger al inversor, para lo que solicita su colaboración con objeto de obtener su opinión y valoración.

II. Medidas en vigor que limitan la operativa con CFD. Consideraciones sobre su efectividad y preocupaciones

2.1. Contenido de las medidas de intervención de CFD vigentes

10. Las medidas de intervención adoptadas por ESMA en mayo de 2018 (Decisión (EU) 2018/796) y las sucesivas prórrogas trimestrales hasta alcanzar los 12 meses adoptadas según el artículo 40 de MIFIR, fueron sustituidas en España por las medidas de la CNMV de junio de 2019 (Resolución de CNMV de 27 de junio), de contenido análogo. En relación con CFD¹, estas medidas establecen que la comercialización, distribución o venta a clientes minoristas está restringida al cumplimiento de las siguientes condiciones:
 - a) Limitación al apalancamiento: 1/30 para divisas relevantes, 1/20 en otras divisas, oro, e índices relevantes de acciones, 1/10 para materias primas o índices de acciones no relevantes, 1/2 en criptoactivos, y 1/5 para acciones u otros activos no incluidos en los restantes grupos.
 - b) Protección del cierre de posición: se deben cerrar las posiciones cuando los fondos desciendan a menos de la mitad de la garantía inicial.
 - c) Protección contra saldos negativos: las pérdidas totales máximas quedan limitadas a los fondos aportados.
 - d) Prohibición de ofertas de beneficios monetarios o no monetarios.
 - e) Inclusión de advertencias de riesgo: *Los CFD son instrumentos complejos y están asociados a un riesgo elevado de perder dinero rápidamente debido al apalancamiento. Un XX % de los inversores minoristas pierden dinero cuando negocian con CFD. Debe considerar si comprende el funcionamiento de los CFD y si puede permitirse asumir un riesgo elevado de perder su dinero.*
11. La resolución prohíbe asimismo la realización de prácticas de elusión del cumplimiento de estas restricciones.

2.2. Consideraciones sobre la efectividad de la normativa en vigor y otras preocupaciones significativas respecto a la protección del inversor

12. En la actividad supervisora desarrollada por la CNMV se han puesto de manifiesto diversas prácticas comerciales, así como limitaciones de otra naturaleza que han restado efectividad a las restricciones establecidas en 2018 para la comercialización, distribución o venta de CFD con la finalidad de proteger adecuadamente al inversor minorista:

¹ Las medidas se referían también a opciones binarias, y prohibían su comercialización, distribución y venta. No se viene observando una comercialización relevante de este instrumento.

- Establecimiento por parte de algunas entidades de un modelo de negocio centrado de manera prácticamente exclusiva en CFD u otros productos derivados y de elevado riesgo, que se comercializan a inversores minoristas, en muchas ocasiones de forma agresiva, y sin informar adecuadamente de las características y riesgos de estos instrumentos. Todo ello, tratándose de productos particularmente complejos y arriesgados con un mercado objetivo muy estrecho no adecuado en general para los clientes minoristas².
 - Comercialización de estos instrumentos a través de plataformas online, aplicaciones móviles y redes sociales, lo que facilita su distribución masiva y a distancia por las entidades.
 - La captación de nuevos clientes se realiza ofreciendo formación gratuita sin que se haya realizado previamente la correspondiente evaluación de la conveniencia que debería hacerse a todo cliente potencial.
 - Realización de actividades de comercialización a través de terceros (afiliados) que en numerosas ocasiones no cuentan con autorización para prestar servicios de inversión ni para comercializar dichos servicios.
 - Utilización de *call centers* para captar nuevos clientes de forma agresiva. Con frecuencia la formación del personal comercial resulta insuficiente.
 - Establecimiento de remuneraciones y beneficios al personal comercial que incentivan a actuar de manera especialmente agresiva, lo que genera un conflicto de interés muy relevante con el adecuado tratamiento de estos clientes.
 - Prestación de los servicios de inversión de asesoramiento e incluso en algún caso de gestión de carteras no reconocidos y al margen de los procedimientos y controles de la entidad con la finalidad incentivar la adquisición de estos instrumentos por los clientes.
 - Realización de prácticas que suponen la elusión de las restricciones vigentes como son la incentivación para que el cliente minorista solicite su tratamiento como profesional, lo que desactiva las medidas protectoras establecidas, y la promoción de la operativa a través de entidades del grupo situadas en terceros países en los que no aplicarían las medidas establecidas en España, aun cuando ello supone la realización de actividades sin contar con licencia.
13. En lo que se refiere específicamente a las comunicaciones publicitarias, se observa una generalización de campañas publicitarias dirigidas a una audiencia masiva, que dan la impresión engañosa de que los productos complejos que se comercializan son baratos y adecuados para el inversor menos familiarizado con los mismos, lo que agrava la situación y sus potenciales perjuicios. En concreto, se destaca las siguientes prácticas observadas en el mercado español:
- Comunicaciones publicitarias que resultan engañosas para el inversor menos formado, unidas a la existencia de relevante publicidad corporativa y de marca dirigida a todos los públicos. Mediante el uso de famosos o patrocinios de clubes y eventos deportivos muy populares que por definición se dirigen indiscriminadamente al público en general, se da la impresión de que los productos complejos que se comercializan son adecuados para el inversor minorista y le permiten beneficiarse de forma más provechosa de un movimiento de precios en el mercado.
- En las actuaciones de supervisión realizadas por la CNMV se pone de manifiesto que con frecuencia el cliente no comprendía de forma adecuada la naturaleza del producto y riesgo en el momento de la inversión, sino que se guiaba por factores

² En relación con el mercado objetivo de los CFD, el Consultation Paper de ESMA de Revisión de las Guías sobre las exigencias de Mifid II en materia de gobernanza de productos (ESMA 35-43-3114), publicado en julio de 2022, señala precisamente esta condición que tienen los CFD.

sociales o emocionales (imagen de éxito y credibilidad de grandes empresas, clubes deportivos y personajes famosos) difundidos por internet. Adicionalmente, se observaron expresiones como: "dinero fácil y seguro", "juega gratis ahora" "solo 200 € serían suficientes para obtener un segundo salario", "sin conocimiento de ningún tipo está multiplicando su dinero día a día", "mujer separada de Madrid gana 800 € cada día haciendo esto".

- A la difusión de campañas publicitarias le siguen con frecuencia llamadas telefónicas directas en nombre de la entidad a clientes con poca o ninguna experiencia en estos productos que hayan mostrado interés a partir de dicha publicidad inadecuada, con información igualmente engañosa, oferta de beneficios o regalos prohibidos en la comercialización de CFD, ausencia de una correcta evaluación de la compatibilidad del producto con los conocimientos y experiencia del cliente, así como prestación no reconocida ni autorizada de servicios de asesoramiento o gestión que requerirían de una evaluación de la idoneidad entre otros controles. A las primeras llamadas le siguen en ocasiones además fuertes presiones para invertir cada vez más dinero con la amenaza de que en caso contrario se perdería todo lo invertido, así como dificultades para reembolsarlo.
 - Las comunicaciones comerciales iniciales no informan adecuadamente sobre la verdadera naturaleza del producto, el servicio específico ofrecido y sus riesgos asociados, son ofrecidas de forma indiscriminada al público en general y se observa la oferta mezclada de productos de muy distinta naturaleza a través del mismo portal, lo que da una impresión errónea al inversor no cualificado sobre su funcionamiento y los diferentes niveles de protección aplicables (CFD, acciones fraccionadas, ETF, ETN, incluso instrumentos no regulados como criptos).
 - Por último, se ha extendido el uso de anuncios y promociones de comisiones muy reducidas o incluso sin comisiones que incentivan la operativa mientras desvían la atención de un inversor con poca o nula experiencia en estos productos sobre sus verdaderos costes implícitos y altos riesgos asociados.
14. A pesar de las medidas de intervención adoptadas en España y las repetidas advertencias realizadas, así como de la comunicación pública de medidas adoptadas por algunas entidades como consecuencia de las actuaciones de supervisión de la CNMV en colaboración con las autoridades nacionales competentes, según la información disponible de entidades que reportan a CNMV (entidades españolas y europeas con establecimiento en España), los CFD continúan siendo el principal producto derivado comercializado a minoristas por las entidades y ello cuando se trata de un producto no adecuado con carácter general para un inversor minorista.
15. Según estos reportes, la negociación minorista en España en instrumentos derivados no cotizados ascendió en 2021 a 192.243 millones de euros en importes nominales, lo que supone alrededor de un 60% del total de derivados negociados, y un incremento del 26% respecto de la negociación de 2020. De esta negociación, la operativa en CFD supuso la mayor parte, y alcanzó 155.389 millones de euros, con un incremento del 37% respecto a 2020 (114.941 millones de euros). Esta operativa en CFD se desarrolla mayoritariamente por empresas de servicios de inversión (ESI), que intermediaron 154.042 millones de euros, frente a las entidades de crédito (EC) que intermediaron 1.347 millones de euros.
16. Las 8 entidades con mayor volumen intermediado en CFD suponen la práctica totalidad, el 99 %, del total negociado de entre las que reportan a CNMV, y declaran contar con más de 60.000 clientes minoristas. La actividad más relevante de estas 8 entidades en términos de ingresos es la negociación en CFD para clientes minoristas.
17. Con la finalidad de disponer de datos actualizados sobre los resultados que han obtenido los clientes en esta operativa, así como de los costes que soportan, la CNMV solicitó información de la actividad en 2021 de estas 8 entidades, lo que incluía información específica sobre el resultado obtenido por los clientes, el efectivo dedicado a esta actividad, y las posiciones mantenidas. La principal conclusión que se extrae del análisis de los datos

aportados es que los clientes pierden de manera muy mayoritaria, obteniendo unas pérdidas en un corto espacio de tiempo que en promedio varían entre -1.649 y -7.269 euros por cliente. Estas 8 entidades que concentran la actividad en CFD informan en todos los casos de que los clientes minoristas considerados en su conjunto pierden (como se indica más adelante, el porcentaje de los que pierden es además muy alto), ascendiendo la pérdida agregada a 70 millones de euros en 2021.

18. Por su parte, las entidades europeas sin establecimiento no remiten información periódica a la CNMV, ya que no es el supervisor competente. En este caso, se dispone de información más limitada sobre las entidades más activas, correspondiente a 2020, de acuerdo con la cual el número estimado de clientes españoles se sitúa alrededor de 60.000 (dato similar al de las entidades con establecimiento en España, que reportan a CNMV) y los ingresos netos de estas entidades sin establecimiento por la actividad en España superarían los 100 millones de euros. Como puede observarse, la actividad desarrollada por entidades sin establecimiento es tanto o más relevante que la de las entidades con establecimiento en España.
19. De acuerdo con un análisis realizado por la CNMV sobre el porcentaje de pérdidas de clientes minoristas para las entidades con mayor actividad en España, tanto las sujetas a reporte como las que realizan su actividad bajo el régimen de libre prestación, tomando como base el contenido de las advertencias incluidas en su web, se observó que persiste un elevado porcentaje de clientes minoristas que sufre pérdidas, superior al 70% para la gran mayoría de las entidades con mayor actividad, y que en algún caso se acerca al 90%.
20. El reporte que realizan las entidades a CNMV sobre reclamaciones incluye información sobre el instrumento, en su caso. Resulta destacable que, del total de reclamaciones presentadas por clientes minoristas a los Servicios de Atención al Cliente en relación con productos derivados, todas las reclamaciones realizadas salvo 1 correspondían a las 8 entidades que concentran la práctica totalidad de la negociación en CFD. En total, el número de reclamaciones presentadas por los clientes a estas 8 entidades fue de 558 en 2020 y de 531 en 2021.
21. Respecto a las entidades en libre prestación de servicios, según datos disponibles, referidos a 2020, las 7 entidades consideradas más activas por cuota de mercado minorista en España acumularon más de 200 reclamaciones.
22. La CNMV considera, en conclusión, que a pesar de las medidas restrictivas de la operativa en CFD adoptadas en 2018, persiste una falta de protección de los inversores minoristas por la comercialización de estos productos de elevado riesgo, lo que hace necesario valorar la adopción de medidas adicionales. Así:
 - La comercialización de estos productos de elevado riesgo y complejidad entre clientes minoristas continúa siendo relevante en España según los reportes de actividad obtenidos por la CNMV cuando se trata de un producto no adecuado con carácter general para clientes minoristas.
 - El porcentaje de clientes minoristas que pierde en sus inversiones con este producto continúa siendo muy elevado (en torno a un 75%).
 - Se observa la existencia de una elevada actividad publicitaria dirigida al público en general, principalmente a través de medios electrónicos como emails, anuncios a través de banners o por medio de redes sociales, con imágenes y mensajes que dan la impresión engañosa de que los productos complejos que se comercializan son adecuados, cuando no sencillos, para el inversor minorista. Las campañas de publicidad son con frecuencia agresivas y no advierten de lo inadecuado del producto para los minoristas con carácter general.
 - Adicionalmente, lo habitual es que los clientes entren en contacto con las entidades y comiencen a valorar la posibilidad de operar sin que se les realice la correspondiente evaluación previa de su conveniencia. Esta evaluación suele retrasarse al momento justo anterior a comenzar a operar.

- Se ha extendido el uso de sistemas de retribución a la red comercial, tanto de empleados como de terceros, que con frecuencia no cuentan con autorización para ello, que incentivan la operativa de clientes minoristas de forma agresiva, en ocasiones de forma masiva a través de *call centers*, incumpliendo las normas de conducta sobre los deberes de información y de actuar en el mejor interés de los clientes.
23. A pesar de los recursos dedicados a la monitorización y supervisión de la actividad desarrollada por la CNMV, continúan produciéndose prácticas comerciales y de elusión de la normativa que conducen a numerosos casos a la obtención de pérdidas generalizadas entre minoristas. Se ha constatado que la supervisión de esta actividad no basta por sí sola para alcanzar la debida protección de los inversores, por lo que resulta necesaria la adopción de medidas restrictivas adicionales, particularmente en el ámbito de la publicidad, dado que nos encontramos ante un producto que, en general, no es adecuado para clientes minoristas y la publicidad es una palanca fundamental para comercializar este producto.

III. Propuesta de medidas adicionales restrictivas

24. Se contemplan diversas medidas adicionales a las establecidas en 2018 con la finalidad de proteger a los clientes minoristas. Estas medidas se aplicarían a toda la actividad de comercialización, distribución y venta de CFD dirigida a clientes minoristas residentes en territorio español, con independencia de que se realice por entidades españolas o de otros estados europeos o de terceros estados con o sin establecimiento en España.

3.1. Texto de la propuesta.

25. La propuesta de Resolución de CNMV es la siguiente:

Definiciones.

A los efectos de la presente resolución se entenderá por:

- a) Instrumentos sujetos: contratos financieros por diferencias (en adelante, CFD), de acuerdo con la definición recogida en la Resolución de CNMV de 27 de junio de 2019.
- b) Servicios sujetos: servicios de inversión del artículo 140 de la Ley del Mercado de Valores referidos a instrumentos sujetos como objeto de inversión.
- c) Comunicación de carácter publicitario: cualquier forma de transmisión de información, verbal o visual, destinada a promocionar directa o indirectamente los instrumentos y servicios sujetos, independientemente de los medios de comunicación, soportes y formatos publicitarios utilizados, tales como televisión, cine, radio, prensa, teléfono, internet (en cualquiera de sus formas, incluidas las redes sociales, canales de vídeos, audios, noticias, blogs, buscadores, plataformas especializadas o páginas web) o dispositivos móviles, todo tipo de publicidad exterior, publicidad directa, publicidad en el lugar de venta, folletos, catálogos, regalos promocionales, campañas de fidelización, visitas a domicilio, o cualquier otra forma de comunicación comercial.

Ámbito de aplicación.

La presente resolución resulta de aplicación a las entidades habilitadas para la prestación de servicios de inversión en España respecto a toda la actividad de comercialización, distribución y venta de los instrumentos y servicios sujetos a inversores minoristas residentes en España,

independientemente de la procedencia de la entidad que comercialice y distribuya estos productos o la existencia o no de sucursal en España.

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

1. Queda prohibida la comercialización, distribución o venta de los instrumentos y servicios sujetos por medio de comunicaciones de carácter publicitario que se dirijan a inversores minoristas residentes en España, incluidos los clientes potenciales, sobre los instrumentos y servicios sujetos.
2. En todo caso, se considerarán incluidas entre las comunicaciones de carácter publicitario que se prohíben aquellas que:
 - reenvíen hacia una página web que ofrece instrumentos o servicios sujetos;
 - dirijan hacia un formulario de contacto, la descarga de una aplicación, o cualquier otro tipo de herramienta destinada a poner al cliente en contacto con un proveedor de servicios de inversión que ofrezca este tipo de instrumentos o servicios;
 - presenten ofertas de formación, seminarios técnicos, cursos y jornadas cuando estas ofertas están relacionadas con los servicios o instrumentos sujetos, así como cuentas demo o herramientas similares de formación a inversores minoristas o al público en general o que fomenten la inversión en los mismos en el caso de que estas ofertas se realicen de manera gratuita o por un precio simbólico, ya sean promovidas o celebradas por los sujetos obligados o por partes vinculadas o afiliadas con ellos.
3. Queda excluido del ámbito de esta Resolución:
 - a) El suministro de información en respuesta a la solicitud a iniciativa exclusiva del cliente, en relación con los productos o servicios sujetos. Es responsabilidad del proveedor de servicios de inversión conservar los elementos (cartas, correos electrónicos, registros telefónicos, etc.) que acrediten que la solicitud inicial procede del cliente.
 - b) Los contenidos informativos precisos para la contratación de productos o servicios sujetos a esta Resolución, 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 a los inversores en cumplimiento de obligaciones de información, a través de cualquier soporte, incluido el sitio web de la entidad. Asimismo, y, sin perjuicio del cumplimiento con lo establecido en el artículo 44 del Reglamento Delegado UE 2017/565 de 25 de abril de 2016, quedan excluidas por no tener la consideración de comunicación de carácter publicitario, las informaciones remitidas a clientes o publicadas en la web sobre datos objetivos de un instrumento financiero (por ejemplo, las fichas informativas de productos) que no incluyan elementos subjetivos o juicios de valor sobre el mismo, así como los documentos o publicaciones informativas que se envíen a los clientes explicando la situación de los mercados y cuáles han sido las decisiones de gestión de la entidad en dicho contexto de mercado para un periodo determinado.

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

Queda prohibida cualquier operación de patrocinio de eventos u organizaciones y la publicidad de marca, incluyendo la utilización de personas de relevancia pública, cuando su objeto o efecto sea la publicidad, directa o indirecta, de instrumentos o servicios sujetos a esta Resolución, salvo cuando se demuestre que estos patrocinios o publicidad de marca no tienen por objeto ofrecer dichos productos o servicios, en particular cuando se demuestre que tales

productos o servicios son solo una parte muy pequeña de las ofertas de la entidad sujeta en comparación con su actividad general.

Prohibición de determinadas prácticas comerciales.

Queda prohibidas las siguientes prácticas comerciales sobre instrumentos y servicios sujetos:

- a) Retribución a clientes que aporten nuevos clientes minoristas;
- b) Remuneración la red comercial propia o de terceros que se dedique a la captación y comercialización que se determine, directa o indirectamente, en todo o parte, en base al número de clientes captados, los ingresos de efectivo de clientes, los ingresos de la entidad que presta el servicio de inversión, o las pérdidas de clientes y en general, cualquier forma de remuneración que genere conflicto con los intereses de los clientes;
- c) Utilización y remuneración de colaboradores para la formación de nuevos clientes potenciales sin conocimientos y experiencia acreditados.
- d) Uso de *call centres* propios u operados por terceros que contacten con clientes o posibles clientes para la promoción de la prestación de servicios de inversión sobre los instrumentos objeto de la restricción;
- e) Uso de *software* en los que la remuneración a los proveedores de dicho *software* se determine, directa o indirectamente, en todo o parte, en base a los ingresos de efectivo de clientes, o ingresos del distribuidor o pérdidas de clientes
- f) Aceptación de realización de ingresos de efectivo por parte de los clientes mediante tarjeta de crédito.

Aplicación.

La presente resolución resultará aplicable a los veinte días de su publicación en el Boletín Oficial del Estado, con las siguientes especialidades:

1. Los contratos de patrocinio o de publicidad de marca pactados con anterioridad a la fecha de publicación podrán mantenerse hasta su primer vencimiento sin que resulte posible su prórroga y sin que, en cualquier caso, puedan extenderse más allá de 12 meses contados desde la fecha de publicación.
2. Las medidas adoptadas en la presente Resolución serán revisables anualmente pudiendo se revocadas de conformidad con lo dispuesto en el artículo 42.6 del Reglamento (UE) n ° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n ° 648/2012.

Aplicación a otros instrumentos.

Las condiciones establecidas en el artículo 4, letras a) y b) de la Resolución de CNMV de 27 de junio de 2019 para CFD resultarán asimismo de aplicación a la comercialización, distribución o venta a clientes minoristas de los instrumentos que cumplan alguna de las siguientes características:

- (1) el riesgo máximo no se conoce en el momento de la suscripción;
- (2) el riesgo de pérdida es mayor que el importe de la contribución financiera inicial.

3.2. Consideraciones sobre la propuesta.

3.2.1. Prohibición de la comercialización, distribución o venta de los instrumentos y servicios por medio de comunicaciones de carácter publicitario.

26. En las actuaciones de supervisión se ha puesto de manifiesto que uno de los elementos que contribuye significativamente a la comercialización de CFD entre inversores

minoristas que conducen en último término a la generación de pérdidas generalizadas es el uso de medios masivos de difusión publicitaria y prácticas comerciales agresivas.

27. Los CFD son productos que con carácter general no resultan adecuados para inversores minoristas cuyas necesidades, características y objetivos habitualmente no son compatibles con el instrumento financiero.
28. Los clientes minoristas señalan con frecuencia que no comprenden la naturaleza del producto y riesgo en el momento de la inversión, sino que se guían por los aspectos positivos destacados en las comunicaciones publicitarias, como la simplicidad del instrumento, su ausencia de comisiones, o recomendación por personas de relevancia pública, difundidos por una actividad publicitaria inadecuada dirigida a una audiencia masiva.
29. Alguno de los países europeos que mantienen regulaciones más restrictivas han puesto el foco de la restricción en las comunicaciones publicitarias referidas al instrumento. Así, la normativa francesa impuso en 2016 restricciones a la comercialización³, y estableció en particular que los prestadores de servicios de inversión no podrán enviar, directa o indirectamente, por medios electrónicos (a modo de ejemplo, en el documento de preguntas y respuesta que publicó sobre esta iniciativa incluye e-mail, banners en internet, radio, TV, etc., a lo que cabría añadir la publicidad incluida en redes sociales), comunicaciones publicitarias a clientes que puedan ser no profesionales, incluidos los clientes potenciales, en relación con la prestación de servicios de inversión relacionados con los instrumentos objeto de la medida.
30. La restricción establecida en Francia no se limita a CFD, sino que se extiende a los contratos financieros no admitidos a negociación que se encuentre en alguno de los siguientes supuestos: (1) riesgo máximo no se conoce en el momento de la suscripción; (2) riesgo de pérdida es mayor que el importe de la contribución financiera inicial; (3) riesgo de pérdida en relación con los posibles beneficios correspondientes no es razonablemente comprensible, habida cuenta de la naturaleza particular del contrato financiero propuesto.
31. Se considera que adoptar una medida como la francesa, para al menos los CFD, reforzaría la protección al cliente minorista, incluidos los clientes potenciales, respecto de la venta a distancia a iniciativa de la entidad, entendida como cualquier toma de contacto no solicitada por éste, y la publicidad generalista de estos productos por vía electrónica. Los clientes que deseen operar con este tipo de productos podrán hacerlo por su propia iniciativa, y no porque hayan visto o recibido publicidad que les haya incitado a ello. Debe entenderse, por tanto, que esta restricción está dirigida a los proveedores de estos instrumentos, y no a los clientes, quienes por iniciativa propia podrían contactar con un proveedor que cumpla con las exigencias establecidas para contratar estos productos. El proveedor de servicios en cualquier caso debe evaluar los conocimientos y experiencia del cliente potencial y advertirle en su caso de la falta de conveniencia antes de facilitarle la información relativa a la prestación del servicio.
32. Por tanto, la medida que se propone se asemeja a la francesa al prohibir los mensajes publicitarios de tipo electrónico, informático y telefónico, así como a los patrocinios (su tratamiento se aborda a continuación), que son las vías fundamentales en que tiene lugar actualmente la publicidad de estos productos. No obstante, para evitar que esta actividad se reconduzca a otros formatos que serían igual de perjudiciales para los clientes no profesionales, incluye asimismo otros soportes publicitarios más tradicionales (publicidad exterior, folletos, catálogos, papel, ...).

³ Francia estableció restricciones a la comercialización por medios electrónicos a clientes que puedan ser no profesionales por medio de la Ley 2016-1691, de 9 de diciembre de 2016, que introdujo el artículo L. 533-12-7 en el Código monetario y financiero ([enlace](#)). El artículo 314-7 del Reglamento General de la AMF establece los instrumentos financieros a los que resulta aplicable ([enlace](#)).

33. Cuestión: ¿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.

34. La medida propuesta establece una limitación a comunicaciones publicitarias para inversores minoristas en todo caso, sin hacer distinción alguna sobre el medio en que se realice la comunicación, por lo que alcanzaría tanto a medios generalistas como a medios especializados en temas financieros y abarcaría medios tradicionales en formato papel u otros, así como medios digitales.

35. Cuestión: ¿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.

3.2.2. Prohibición adicional de patrocinios y publicidad de marca.

36. Adicionalmente al establecimiento de una restricción a la publicidad de CFD, se considera necesario establecer una restricción a determinada publicidad corporativa o de marca de aquellas entidades cuya actividad fundamental es la comercialización de este tipo de instrumentos, lo que se concretaría en una prohibición del patrocinio de eventos u organizaciones y de la publicidad de marca que se dirijan indiscriminadamente al público en general, entre el que se incluye el inversor minorista. Esta restricción se extendería a la utilización de personas de relevancia pública.

37. Mifid II ha introducido como una de sus principales novedades las obligaciones en materia de gobernanza de productos, que establecen el deber de revisar la adecuación del producto o servicio al público objetivo al que se dirige. Los CFD son instrumentos que se considera que, en general, no resultan adecuados para el inversor minorista según se establece en la Circular 1/2018 de la CNMV. Por ello, no resulta razonable que se realicen promociones de estos instrumentos que se dirijan indiscriminadamente a un público general ni, tampoco, la promoción de entidades o marcas cuya actividad fundamental sea la comercialización de estos instrumentos, aunque directamente no se promocionen los propios instrumentos.

38. Por tanto, se propone establecer, adicionalmente a la prohibición de publicidad de instrumentos y servicios sujetos, una restricción a la publicidad de marca similar a la establecida en Francia, que en su Código de Consumo⁴ señala que los acuerdos de patrocinio están prohibidos cuando su finalidad o efecto sea, directa o indirectamente, la publicidad de servicios de inversión sobre los instrumentos que son objeto de restricción.

39. La propuesta tendría el alcance indicado en apartado del texto de la propuesta, referido a la prohibición de los acuerdos de patrocinio de estas entidades y a la publicidad de marca, salvo cuando se demuestre que estos patrocinios o publicidades no tienen por objeto ofrecer dichos productos o servicios, en particular cuando se demuestre que tales productos o servicios son solo una parte muy pequeña de las ofertas de productos financieros de la entidad sujeta, en comparación con su actividad general.

40. Cuestión: ¿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.

3.2.3. Restricciones adicionales sobre remuneraciones y otras técnicas de venta

⁴ Artículo L222-16-2 del Código de consumo ([enlace](#))

41. La CNMV ha identificado en sus actuaciones de supervisión sobre CFD prácticas de remuneración a la red comercial que resultan inadecuadas, consistentes en la fijación de sistemas retributivos que se determinan como el pago de un importe relevante por la captación de clientes o por la operativa desarrollada por ellos. Estos acuerdos constituyen un incentivo inadecuado para comercializar estos productos a clientes minoristas de manera especialmente agresiva y masiva, frecuentemente a través de call centers, en los que se utilizan técnicas de venta que promueven una toma de decisiones rápida y compulsiva por parte del inversor en muchas ocasiones sin suficientes conocimientos y experiencia. Otras prácticas comerciales sobre minoristas, ya sean clientes o potenciales clientes, como la oferta de formación gratuita a personas sin conocimientos, la realización de llamadas, la admisión de ingresos mediante tarjetas de crédito o la remisión de avisos y alertas frecuentes fundamentalmente a través de software con sugerencias de inversión, promueven asimismo la toma de decisiones no meditadas por parte del inversor no profesional, que finalmente terminan en la mayor parte de los casos en pérdidas.
42. Estas prácticas de remuneración se utilizan tanto con la red comercial propia de la entidad como a terceros que realizan labores de comercialización, en algún caso sin contar con la autorización para prestar estos servicios.
43. En relación con estas prácticas, Bélgica introdujo en 2016 diversas medidas restrictivas de la comercialización de CFD que contemplan diversas medidas adicionales a la prohibición de forma amplia de la comercialización de derivados OTC a través de plataformas electrónicas⁵. La CNMV considera de interés algunas de estas medidas adicionales que se refieren a técnicas específicas de distribución agresivas o inadecuadas (como los incentivos al personal de venta, las llamadas telefónicas directas, o la realización de ingresos mediante tarjeta de crédito), que refuerzan la protección al cliente minorista.
44. En este sentido, se contempla que entre las posibles medidas se incluya una restricción específica sobre determinadas prácticas comerciales con el alcance señalado en el texto de la propuesta.

45. Cuestión: ¿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

3.2.4. Extensión de las medidas restrictivas a otros instrumentos apalancados

46. Las medidas de intervención de CNMV de 2019 se referían a CFD y a opciones binarias. En el caso de las opciones binarias, la medida consistía en una prohibición general de su comercialización a clientes minoristas, sin que desde entonces se hayan identificado incidencias relevantes en cuanto al cumplimiento de esta restricción más allá de la utilización de otros instrumentos similares cuya comercialización indebida ha sido corregida con actuaciones de supervisión. En el caso de los CFD las medidas no suponían una prohibición general sino restricciones en su nivel de apalancamiento, la protección de cierre de posición y de saldo, así como en la oferta de beneficios que incentiven su compra, y un deber de información mediante advertencias.
47. Existen otros instrumentos financieros que comparten con los CFD el que conllevan un elevado apalancamiento, lo que supone que presentan mayor riesgo de pérdida para el inversor, entre los que se encuentran de manera destacada por su difusión los futuros y opciones financieras. Esta operativa no es actualmente muy frecuente en España en muchas entidades particularmente cuando el servicio se presta a clientes minoristas, pero sí se han identificado algunas situaciones que han debido ser corregidas mediante las pertinentes actuaciones de supervisión al haber permitido que los clientes minoristas adquieran niveles de apalancamiento superiores a los permitidos en la operativa con CFD. Concretamente, en una reciente actuación de supervisión de la CNMV, referida a una sola

⁵ Estas medidas se aprobaron mediante el Real Decreto de 21 de julio de 2016 que aprobó la Resolución de la FSMA sobre la distribución de derivados extrabursátiles (ver [enlace](#)).

entidad que permitía a sus clientes minoristas apalancamientos intradía relevantes, se ha puesto de manifiesto que el porcentaje de clientes minoristas que obtuvieron pérdidas en futuros negociados en mercados regulados se situaba en un rango similar (75%) al de los clientes que operaban en CFD.

48. Recientemente otros supervisores europeos han adoptado medidas restrictivas de la comercialización referidas a instrumentos distintos de CFD pero de naturaleza compleja y que conllevan apalancamiento. Así, en 2021 la autoridad de valores holandesa adoptó unas medidas referidas a los denominados turbos⁶, consistente básicamente en el establecimiento de límites al apalancamiento, la obligación de publicar advertencias específicas de riesgo y la prohibición de establecer determinadas remuneraciones que constituyen inventivos perniciosos para su comercialización.
49. Por su parte, Alemania está tramitando en 2022 una medida restrictiva sobre la comercialización⁷, distribución y venta a clientes minoristas de futuros negociados con obligaciones de pago adicionales a las cantidades depositadas por los clientes.
50. Aunque la operativa de clientes minoristas con otros instrumentos apalancados diferentes de los CFD en España no es muy frecuente en la actualidad en la gran mayoría de las entidades, considerando que las restricciones a la operativa con CFD podría llevar a un cambio estratégico en la comercialización de otros productos de carácter muy especulativo, se plantea la posibilidad de establecer limitaciones a la operativa con otros productos apalancados comercializados a clientes minoristas de alguna manera similar a como se ha hecho para los CFD o para otros instrumentos en el caso de algunas jurisdicciones de la UE.
51. En concreto, la medida podría consistir en extender las restricciones adicionales que se contemplan en la presente consulta, o algunas de ellas, en la distribución a clientes minoristas no sólo de CFD sino también de otro tipo de contratos financieros o derivados que al tratarse de instrumentos con apalancamiento tengan una o varias de las siguientes características:
 - (1) el riesgo máximo no se conoce en el momento de la suscripción;
 - (2) el riesgo de pérdida es mayor que el importe de la contribución financiera inicial.
52. En cualquier caso, la propuesta extiende a estos instrumentos algunas de las medidas adoptadas por la CNMV en su Resolución de 27 de junio de 2019, sobre medidas de intervención de producto relativas a contratos financieros por diferencias, y al menos la consistente en la exigencia de la garantía inicial establecida en los términos de dicha Resolución, que limitaría el apalancamiento de estos productos (artículo 4.a de la Resolución de 2019), y la consistente en la protección de cierre de la posición (artículo 4.b de la Resolución de 2019).

53. Cuestión: ¿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.

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?

⁶ Esta decisión de la autoridad holandesa AFM fue publicada en junio de 2021 y resulta aplicable desde el 1 de octubre de 2021 (ver [enlace](#)).

⁷ El supervisor alemán Bafin sometió esta medida a consulta pública en febrero de 2022 (ver [enlace](#)).

3.3. Posibilidad alternativa de establecer una prohibición de las plataformas de negociación OTC.

55. La CNMV plantea como una primera opción el establecimiento de medidas restrictivas referidas a la actividad promocional y publicitaria de CFD así como a la publicidad de marca y al patrocinio en aquellos casos en los que existe una estrecha vinculación entre dicha marca y la actividad en CFD. Asimismo, contempla la posibilidad de incluir otras medidas restrictivas complementarias relativas a técnicas remunerativas al personal comercial, uso de call centers, y otras prácticas consideradas inadecuadas.
56. En el caso de que las medidas anteriores no pudieran implementarse en su integridad o se estimaran insuficientes, la CNMV se plantea como alternativa una medida de mayor alcance, consistente en establecer una prohibición directa de la operativa OTC con CFD a través de plataformas electrónicas (es decir, no se extendería a instrumentos negociados en centros de negociación).
57. Se trataría de una restricción similar a la medida adoptada por Bélgica en 2016, que prohíbe la distribución a los consumidores a través de plataformas de negociación electrónica de diversos instrumentos OTC entre los que se incluyen los CFD.

58. Cuestión. ¿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?

3.4. Otras cuestiones.

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

IV. Período de consulta y próximos pasos

60. Como se ha indicado, la CNMV está interesada en conocer la opinión de los participantes del mercado en relación con las distintas opciones de cara al establecimiento de medidas de intervención a nivel nacional restrictivas de la comercialización de CFD u otros instrumentos. La presente consulta va dirigida especialmente a las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito que prestan servicios de inversión, así como a las asociaciones de inversores. Se ruega faciliten las razones que motivan los distintos comentarios
61. El período de contestación a la consulta finaliza el 31 de enero de 2023.
62. Para facilitar y agilizar la remisión de los comentarios, se ha habilitado la siguiente dirección de correo electrónico: dge.supervision@cnmv.es
63. Todos los comentarios que se reciban serán publicados una vez concluido el período de consulta pública. Si alguien no desea que sus comentarios, ya sea total o parcialmente, se hagan públicos, deberá manifestarlo expresamente en su propia respuesta e identificar adecuadamente, en su caso, qué parte no desea que se haga pública. A estos efectos, las advertencias genéricas de confidencialidad incluidas en los mensajes de correo electrónico no serán consideradas como una manifestación expresa de que no se desea que los comentarios remitidos se pongan a disposición del público.
64. Una vez concluido el período para la remisión de respuestas a la consulta, la CNMV tendrá en consideración las respuestas recibidas de cara a la tramitación de la propuesta de Resolución que en su caso considere, sobre la que se cumplirá con el deber de comunicación a ESMA y otras autoridades europeas, y demás requisitos establecidos en

los artículos 42 y siguientes del Reglamento (UE) nº 600/2014, y que en todo caso establecerá un período transitorio para su adopción.