

DECISIÓN (UE) 2018/796 DE LA AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS**de 22 de mayo de 2018****de restringir provisionalmente los contratos por diferencias en la Unión en virtud del artículo 40 del Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo**

LA JUNTA DE SUPERVISORES DE LA AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS,

Visto el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea,

Visto el Reglamento (UE) n.º 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión n.º 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión ⁽¹⁾ y, en particular, su artículo 9, apartado 5, y su artículo 44, apartado 1,

Visto el Reglamento (UE) n.º 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.º 648/2012 ⁽²⁾ y, en particular, su artículo 40,

Visto el Reglamento Delegado (UE) 2017/567 de la Comisión de 18 de mayo de 2016 por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las definiciones, la transparencia, la compresión de carteras y las medidas de supervisión en lo que atañe a la intervención en materia de productos y las posiciones ⁽³⁾ y, en particular, su artículo 19,

Considerando lo siguiente:

1. INTRODUCCIÓN

- (1) En los últimos años, la AEVM (European Securities and Markets Authority; AEVM, Autoridad Europea de Valores y Mercados) y diversas autoridades nacionales competentes (ANC) han observado un rápido aumento en la comercialización, distribución y venta de los contratos por diferencias (CFD) a clientes minoristas en la Unión Europea. Los CFD son productos complejos que presentan un riesgo intrínseco y que habitualmente se comercializan con fines especulativos. La AEVM y las ANC han observado, además, que la oferta de estos productos a los clientes minoristas se ha caracterizado, cada vez más, por técnicas de comercialización agresivas, así como por la falta de información transparente que dificulta que los clientes minoristas comprendan los riesgos subyacentes a dichos productos. La AEVM y las ANC han manifestado su preocupación general por el aumento del número de clientes minoristas que negocian con estos productos y pierden su dinero. Estas inquietudes también están fundamentadas en las innumerables reclamaciones recibidas por parte de los clientes minoristas en la Unión que se han visto significativamente perjudicados en la comercialización con CFD.
- (2) Esta preocupación significativa relativa a la protección del inversor ha llevado a la AEVM a tomar una serie de medidas no vinculantes. Desde junio de 2015, la AEVM ha coordinado la labor de un grupo conjunto reunido para abordar cuestiones relativas a un grupo de proveedores con sede en Chipre que ofrecen CFD, opciones binarias y otros productos especulativos a clientes minoristas a escala transfronteriza en la Unión ⁽⁴⁾. Asimismo, desde julio de 2015, la AEVM ha coordinado un grupo de trabajo compuesto por AEVM y ANC, cuya labor está dirigida a la supervisión de la oferta de CFD y opciones binarias en el mercado masivo de acceso minorista, así como el fomento de planteamientos homogéneos en materia de supervisión con relación a esta cuestión en la Unión. La AEVM también ha fomentado la convergencia supervisora en la Unión en relación con la oferta de los CFD a clientes minoristas mediante la emisión de un dictamen ⁽⁵⁾, así como con un conjunto de Preguntas y Respuestas frecuentes ⁽⁶⁾ en virtud del artículo 29 del Reglamento (UE) n.º 1095/2010. Finalmente, la AEVM ha

⁽¹⁾ DO L 331 de 15.12.2010, p. 84.

⁽²⁾ DO L 173 de 12.6.2014, p. 84.

⁽³⁾ DO L 87 de 31.3.2017, p. 90.

⁽⁴⁾ El grupo conjunto está compuesto por el representante de Comisión del Mercado de Valores de Chipre (CY-CySEC), la ANC chipriota y los representantes de ocho ANC cuyas jurisdicciones se han visto afectadas por los servicios prestados por los proveedores con sede en Chipre. El trabajo del grupo conjunto dio lugar a un plan de acción que será ejecutado por la CySEC e incluye, *entre otras medidas*, investigaciones ampliadas de los proveedores de CFD, así como exámenes temáticos de una muestra de empresas autorizadas por la CySEC.

⁽⁵⁾ Dictamen sobre las prácticas en materia de MiFID para las empresas que venden productos financieros complejos (AEVM/2014/146).

⁽⁶⁾ Preguntas frecuentes relativas a la provisión de CFD y otros productos especulativos a clientes minoristas por medio de MiFID (AEVM-35-36-794). El Documento de preguntas y respuestas se actualizó por última vez el 31 de marzo de 2017.

publicado alertas ⁽¹⁾ en las que subraya sus inquietudes respecto a los riesgos planteados por la oferta descontrolada de los CFD y las opciones binarias, *inter alia*, a clientes minoristas. A pesar de que estas medidas obtuvieron algunos resultados positivos ⁽²⁾, la AEVM considera que la preocupación relevante por la protección de los inversores perdura.

- (3) Con fecha de 18 de enero, la AEVM realizó una consulta pública sobre posibles medidas de intervención de productos relacionadas con la comercialización, distribución o venta de CFD y opciones binarias a clientes minoristas ⁽³⁾ (la «consulta pública»). El plazo para contestar a la consulta concluyó el 5 de febrero de 2018. La AEVM recibió casi 18 500 ⁽⁴⁾ respuestas. Entre estas respuestas, se recibieron 82 de proveedores, organizaciones comerciales, mercados de valores e intermediarios implicados en operaciones de CFD y/o opciones binarias, 10 de representantes de consumidores y el resto de particulares. Una gran mayoría de las respuestas de los particulares fueron canalizadas y facilitadas por medio de proveedores de CFD y/o opciones binarias. La consulta pública puso de manifiesto una inquietud general por parte de la primera categoría de encuestados y, en concreto, de los proveedores de productos, con respecto al descenso de los ingresos que las medidas propuestas podrían causar, así como los costes relacionados con su aplicación. Además, un gran número de encuestados particulares mostraron su inquietud principalmente acerca de la insuficiencia de los límites de apalancamiento propuestos.
- (4) La AEVM ha tenido debidamente en cuenta estas inquietudes. Sin embargo, tras sopesar éstas y la preocupación relevante por la protección de los inversores identificada, que ha sido mayormente confirmada por las respuestas aportadas por los representantes de los consumidores y los particulares en apoyo a las medidas propuestas y la exigencia de medidas más rigurosas, la AEVM considera necesaria la imposición de una restricción provisional sobre la comercialización, distribución y venta de los CFD a clientes minoristas en virtud del artículo 40 del Reglamento (UE) n.º 600/2014.
- (5) Una medida impuesta en virtud del artículo 40 del Reglamento (UE) n.º 600/2014 debe ser objeto de revisiones periódicas como mínimo cada tres meses. Al revisar esta medida, la AEVM abordará cualquier práctica evasiva que pueda surgir. Si la medida no se renueva al cabo de tres meses, expirará.
- (6) Para evitar cualquier duda, los términos empleados en esta Decisión tendrán el mismo significado que los empleados en la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo ⁽⁵⁾ y el Reglamento (UE) n.º 600/2014, incluida la definición de los derivados.
- (7) La restricción provisional de la AEVM cumple las condiciones establecidas en el artículo 40 del Reglamento (UE) n.º 600/2014 por las razones que se exponen a continuación.

2. DESCRIPCIÓN DEL MERCADO MINORISTA DE LOS CFD Y LA EXISTENCIA DE UNA PREOCUPACIÓN SIGNIFICATIVA RELATIVA A LA PROTECCIÓN DE LOS INVERSORES (EL ARTÍCULO 40, APARTADO 2, PUNTO a) DEL REGLAMENTO (UE) N.º 600/2014)

- (8) Esta Decisión se refiere a los CFD que son contratos de derivados con pago en efectivo, cuyo propósito es dar al titular una exposición, que puede ser larga o corta, a las fluctuaciones en el precio, nivel o valor de un instrumento subyacente. Estos CFD incluyen, *inter alia*, contratos de divisas al contado (*rolling spot forex*) y apuestas sobre diferenciales financieros. Esta Decisión no se refiere a contratos de opciones, de futuros, *swaps* y acuerdos sobre tipos de interés futuros.
- (9) Algunos de los que respondieron a la consulta pública solicitaron mayores aclaraciones sobre el alcance de la medida. Algunos de los encuestados sugirieron que la definición de los CFD de la AEVM en la consulta pública excluía explícitamente los derivados titulizados del ámbito de la medida, mientras que otros señalaron las similitudes entre los CFD y otros productos de inversión y solicitaron que se aplicaran las mismas medidas.

⁽¹⁾ Advertencia a los inversores de la AEVM y la EBA sobre los contratos por diferencias (CFD), de 28 de febrero de 2013 (disponible en: https://www.AEVM.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/investor_warning_-_cfd_-_AEVM_2013_00070000_es_cor_-_2.pdf); advertencia a los inversores de la AEVM sobre los riesgos de las inversiones en productos complejos, de 7 de febrero de 2014 (disponible en: https://www.AEVM.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/investor_warning_-_complex_products_-_es.pdf);

advertencia a los inversores de la AEVM sobre los CFD, las opciones binarias y otros productos especulativos, de 25 de julio de 2016 (disponible en: https://www.AEVM.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1166_warning_on_cfd_binary_options_and_other_speculative_products_0.pdf).

⁽²⁾ Por ejemplo, la labor del grupo conjunto ha obtenido como resultado la adopción por parte de CY-CySEC de medidas de ejecución dirigidas a aumentar el cumplimiento de las empresas de inversión que ofrecen productos especulativos como los CFD.

⁽³⁾ Consulta pública sobre las posibles medidas de intervención de los productos en los contratos por diferencias y las opciones binarias a los clientes minoristas (AEVM35-43-904).

⁽⁴⁾ El número de encuestados es menor a estas cifras, dado que la AEVM también recibió i) varias respuestas de los mismos encuestados (por ejemplo, una respuesta sobre cada una de las posibles restricciones para los CFD en distintos correos electrónicos) y ii) respuestas duplicadas de los mismos encuestados.

⁽⁵⁾ Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (DO L 173 de 12 de junio de 2014, p. 349).

- (10) La AEVM confirma que únicamente los CFD pertenecen al ámbito de esta Decisión. Las garantías de opción (*warrants*) y los turbocertificados no pertenecen a este ámbito. La AEVM reconoce que existen similitudes entre los CFD y los certificados *warrants* y *turbo*, si bien los productos también difieren en diversas cuestiones. La AEVM supervisará de cerca si se desarrollarán consecuencias perjudiciales similares para los clientes minoristas a escala paneuropea y actuará en consecuencia. Los derivados titulizados que son CFD no están explícitamente excluidos de la definición de los CFD. Aunque la AEVM no es consciente de CFD titulizados en esta fase, el envoltorio de un valor y la posibilidad de negociar en una plataforma de negociación no cambian las características esenciales de un CFD. Ante la aparición de dichos productos, estos pertenecerían al ámbito de esta Decisión.
- (11) Los CFD que ofrecen una exposición apalancada a los cambios de precio, nivel o valor en las clases de activos han existido como un producto especulativo de inversión a corto plazo proporcionados a un nicho de clientes en algunas jurisdicciones durante varios años. Sin embargo, en los últimos años, un gran número de ANC han planteado su preocupación sobre la distribución creciente de CFD en el mercado minorista masivo, a pesar de que estos productos son complejos e inapropiados para la gran mayoría de clientes minoristas. A partir de la información provista por un conjunto de ANC, la AEVM también ha observado un aumento en los niveles de apalancamiento que se ofrecen en dichos productos a clientes minoristas y en los niveles de las pérdidas de los clientes que se producen a raíz de invertir en estos productos ⁽¹⁾. Estas preocupaciones a menudo se ven amplificadas por estrategias agresivas de comercialización y prácticas inapropiadas por parte de los proveedores que comercializan, distribuyen y venden CFD, como la oferta de pagos, beneficios monetarios o no monetarios o por medio de una información de los riesgos inapropiada.
- (12) Estas inquietudes se han materializado en varias jurisdicciones, en que una mayoría de clientes minoristas habitualmente han perdido dinero, como han puesto de manifiesto varias ANC ⁽²⁾. Con el fin de abordar estas preocupaciones, algunas ANC han adoptado medidas a este respecto ⁽³⁾. Sin embargo, a la luz de la naturaleza transfronteriza, *inter alia*, de estas actividades, una restricción provisional de la AEVM es la herramienta más apropiada y eficiente para abordar la preocupación relevante por la protección de los inversores y para garantizar un nivel mínimo común de protección del inversor en toda la Unión, en virtud de las condiciones estipuladas en el artículo 40 del Reglamento (UE) n.º 600/2014.
- (13) La condición a la que se refiere el artículo 40, apartado 2, letra a), del Reglamento (UE) n.º 600/2014 es que debe existir *entre otras condiciones*, una preocupación significativa relativa a la protección del inversor. Para determinar si existe una preocupación significativa relativa a la protección del inversor, la AEVM ha evaluado la pertinencia de los criterios y factores enumerados en el artículo 19, apartado 2, del Reglamento Delegado (UE) 2017/567. Tras tomar en consideración los criterios y factores pertinentes, la AEVM ha llegado a la conclusión de que existe una preocupación significativa relativa a la protección del inversor por los siguientes motivos:

2.1. El grado de complejidad y transparencia de los CFD

- (14) Los CFD son productos complejos ⁽⁴⁾, habitualmente no comercializados en una plataforma de negociación. La fijación de precios, las condiciones comerciales y la liquidación de dichos productos no están normalizadas, lo que menoscaba la capacidad de los clientes minoristas de comprender las condiciones del producto. Además, los proveedores de CFD habitualmente solicitan a los clientes que reconozcan que los precios de referencia empleados para determinar el valor de un CFD pueden diferir del precio disponible en el respectivo mercado en que se comercializa el instrumento subyacente, lo que plantea dificultades a los clientes minoristas a la hora de comprobar y verificar la exactitud de los precios propuestos por el proveedor.
- (15) Los costes y cargos aplicables a la comercialización con CFD son complejos y carentes de transparencia para los clientes minoristas. En concreto, los clientes minoristas habitualmente encuentran dificultades para comprender y evaluar el rendimiento previsible de un CFD, si además se tiene en cuenta la complejidad derivada del impacto de las comisiones por operación en dicho rendimiento. Las comisiones por operación en los CFD se aplican normalmente a la totalidad del valor teórico de la negociación y por consiguiente los inversores incurrir en

⁽¹⁾ Véase la nota a pie de página n.º 35.

⁽²⁾ Véase la nota a pie de página n.º 35.

⁽³⁾ Véanse las notas a pie de página n.º 73 y 75.

⁽⁴⁾ Los CFD no cumplen los criterios para ser contemplados como instrumentos financieros no complejos, de acuerdo con la lectura combinada del artículo 25, apartado 4 de la Directiva 2014/65/UE y el artículo 57 del Reglamento Delegado (UE) 2017/567 de la Comisión de 25 de abril de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva, DO L 87, 31.3.2017, p. 1.

comisiones por operación más elevados en relación con sus fondos invertidos a niveles más elevados de apalancamiento. Las comisiones por operación habitualmente se deducen de la garantía inicial depositada por el cliente y un apalancamiento elevado puede conducir a una situación en la que el cliente, en el momento de la apertura de un CFD, observa una pérdida significativa de su cuenta de operaciones, provocada por la aplicación de comisiones por operación elevadas. Dado que las comisiones por operación con un apalancamiento elevado erosionarán más la garantía inicial del cliente, los clientes se verán obligados a percibir más dinero de la negociación en sí misma para obtener beneficios. Esto minimiza las oportunidades del cliente de obtener un beneficio neto de comisiones por operaciones, lo que expone a los clientes a un elevado riesgo de pérdida.

- (16) Además de las comisiones por operaciones, pueden aplicarse diferenciales y otros costes de financiación ⁽¹⁾. Entre estos se incluyen comisiones (una comisión general o una comisión por cada negociación, o por la apertura y cierre de una cuenta de CFD) y/o gastos de gestión de la cuenta. Los costes de financiación también se consideran habitualmente aquellos necesarios para mantener un CFD abierto, como cargos diarios o nocturnos, a los que se puede sumar un aumento del precio. La cantidad y la complejidad de los diversos costes y cargos y su impacto en los resultados de la negociación de los clientes contribuyen a una falta de transparencia necesaria en relación con los CFD que permita al cliente minorista tomar una decisión de inversión fundamentada.
- (17) El uso de las órdenes de pérdida limitada también entraña complejidad. Esta característica del producto puede dar a los clientes la impresión equivocada de que una orden de pérdida limitada garantiza la ejecución al precio que han establecido (el nivel de la pérdida limitada). Sin embargo, las órdenes de pérdida limitada no garantizan un nivel de protección, sino que desencadenan una «orden de mercado» cuando el precio del CFD alcanza el precio fijado por el cliente. De este modo, el precio recibido por el cliente (precio de ejecución) puede ser diferente del precio al que la pérdida limitada fue fijado ⁽²⁾. Si bien las pérdidas limitadas no son exclusivas de los CFD, el apalancamiento aumenta la sensibilidad de la garantía de un inversor ante las fluctuaciones de precio de los instrumentos subyacentes, lo que aumenta el riesgo de pérdidas repentinas, e implica que los controles tradicionales en torno a la negociación, como los límites de pérdidas, son insuficientes para gestionar la inquietud relativa a la protección de los inversores.
- (18) Otra complejidad esencial asociada a los CFD puede surgir del mercado subyacente pertinente. Por ejemplo, en el caso de las operaciones de intercambio de divisas, los clientes especulan con una moneda con respecto a otra. Si ninguna de estas divisas es la moneda empleada por el cliente para abrir una posición de CFD, cualquier rendimiento percibido por el cliente dependerá de las medidas adoptadas por el mismo para evaluar la fluctuación de estas tres divisas. Esto sugiere que se requiere un gran conocimiento de todas las monedas involucradas para navegar con satisfacción las complejidades de dichas operaciones con divisas. Los clientes minoristas no disponen habitualmente de dicho conocimiento.
- (19) Los CFD con criptodivisas como instrumento subyacente suscitan distintas e importantes preocupaciones. Las criptodivisas son una clase de activo relativamente inmaduro que plantean riesgos importantes a los inversores. La AEVM y otros organismos reguladores han advertido repetidamente ⁽³⁾ de los riesgos que entraña la inversión en criptodivisas. En el caso de los CFD sobre criptodivisas muchas de estas inquietudes perduran hoy en día. Esto se debe a que los clientes minoristas habitualmente no comprenden los riesgos que entraña la especulación con una clase de activo extremadamente volátil y relativamente inmaduro, que se agrava por medio de la operativa con garantías, dado que requiere que los clientes reaccionen en un período muy breve. Debido a las características específicas de las criptodivisas como clase de activo, las medidas en la presente Decisión se supervisarán y evaluarán minuciosamente si se considerase necesario.
- (20) El elevado nivel de complejidad, un nivel pobre de transparencia, la naturaleza de los riesgos y el tipo de subyacente confirman que existe una preocupación significativa relativa a la protección de los inversores de estos CFD.

⁽¹⁾ Un diferencial cotizado por un proveedor de CFD a clientes minoristas puede incluir una revalorización de los precios de mercado a los que se enfrenta un proveedor de una fuente externa, como un proveedor de liquidez.

⁽²⁾ Véase además el artículo 19, apartado 2, punto d) del Reglamento Delegado (UE) 2017/567 y, en concreto, el último guion listado, que se corresponde con el uso de terminología u otra información que implique mayor nivel de seguridad o rentabilidad que el realmente posible o probable.

⁽³⁾ Véanse, por ejemplo, la advertencia conjunta de la AEVM, la EBA y la EIOPA (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación) sobre las divisas virtuales. Disponible en: https://www.AEVM.europa.eu/sites/default/files/library/AEVM50-164-1284_joint_esas_warning_on_virtual_currencies.pdf; la advertencia de la EBA del 2013, disponible en: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/598344/EBA+Warning+on+Virtual+Currencies.pdf>, y véase la página web de IOSCO para obtener una visión general de las alertas de los organismos reguladores sobre las divisas virtuales y las ofertas de moneda iniciales. Disponible en: <http://www.iosco.org/publications/?subsection=ico-statements>

2.2. Las características o componentes particulares de los CFD

- (21) La principal característica de los CFD es su capacidad de operar con apalancamiento. En general, si bien el apalancamiento puede aumentar el potencial beneficio para los clientes, también puede aumentar las posibles pérdidas. Las ANC han observado que los niveles de apalancamiento aplicados a los CFD en toda la Unión varían de 3:1 a 500:1 ⁽¹⁾. En lo que concierne a los clientes minoristas, la aplicación del apalancamiento puede aumentar la probabilidad de una pérdida en mayor medida que la probabilidad de una ganancia mayor por las razones que se exponen a continuación.
- (22) El apalancamiento afecta al rendimiento de una inversión aumentando el impacto de las comisiones por operación en que incurren los clientes minoristas ⁽²⁾.
- (23) Otro riesgo relacionado con las operaciones con productos con un nivel de apalancamiento está asociado a la interacción entre un apalancamiento elevado y la práctica de la liquidación automática de la garantía. En virtud de las condiciones contractuales habitualmente aplicadas, se concede a los proveedores de los CFD la facultad de liquidar una cuenta de un cliente una vez que la participación neta del cliente alcanza un porcentaje específico de la garantía inicial que se espera del cliente que abone para abrir una o varias posiciones de CFD ⁽³⁾.
- (24) La interacción entre un apalancamiento elevado y una liquidación de la garantía consiste en el aumento de la probabilidad de que se cierre automáticamente la posición de un cliente a manos del proveedor de CFD en un plazo ajustado o un cliente tiene que registrar una garantía adicional con la esperanza de recuperar una posición de pérdida. Un elevado apalancamiento aumenta la probabilidad de que el cliente disponga de insuficiente garantía para dar apoyo a sus CFD abiertos de modo que las posiciones del cliente sean más sensibles a pequeñas fluctuaciones en el precio del subyacente para desventaja del cliente.
- (25) La AEVM observa que en la práctica del mercado, la liquidación de la garantía parece haber sido introducida por los proveedores de CFD, principalmente para permitirles gestionar con mayor facilidad los riesgos de los clientes y el riesgo crediticio del proveedor mediante la liquidación de la posición del cliente antes de que el mismo disponga de fondos insuficientes para cubrir su exposición actual. La liquidación automática de la garantía también brinda un nivel de protección a los clientes, dado que reduce, si bien no elimina, el riesgo de que el cliente (especialmente en niveles elevados de apalancamiento) lo pierda todo o más que su garantía inicial.
- (26) Algunas ANC han informado a la AEVM ⁽⁴⁾ de que el nivel al que se aplica la liquidación automática de la garantía no es consistente entre todos los proveedores de CFD ⁽⁵⁾. Los proveedores de CFD con clientes que habitualmente comercialicen con tamaños menores del valor de la orden y que típicamente actúen como entidad de contrapartida directa de las operaciones de los clientes han fijado previamente la norma de liquidación de la garantía entre 0 y 30 % de la garantía inicial requerida. Mediante la erosión de los fondos del cliente cercanos a 0, el proveedor está situando al cliente ante un riesgo mayor de perder más dinero del que ha invertido. Algunas ANC han observado, además, que es una práctica normalizada del mercado aplicar una liquidación de la garantía por cuenta ⁽⁶⁾. Esto significa que los requisitos de garantía mínimos se aplican en función de la garantía combinada necesaria para todas las posiciones abiertas de un cliente asociadas a una cuenta de CFD, incluidas las que pertenecen a todas las clases de activo diferentes. Esto permite que las posiciones provechosas compensen la pérdida de posiciones en toda la cuenta del cliente.

⁽¹⁾ La UK-FCA (Financial Conduct Authority), la ANC en Reino Unido, ha observado niveles de apalancamiento de 200:1 para los tamaños de posición más pequeños. Asimismo, la UK-FCA también ha observado que 200:1 es el apalancamiento típico en las monedas «principales», pero está disponible un apalancamiento de 500:1 y mayor ofrecido por proveedores que se dirijan a clientes minoristas menores. La FR-AMF (Autorité des marchés financiers), la ANC en Francia, ha observado un apalancamiento de hasta 400:1 en los pares de divisas más líquidos. El IE-CBI (Central Bank of Ireland), la ANC irlandesa, ha observado un apalancamiento de hasta 400:1. La DE-BaFIN (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht), la ANC alemana, ha destacado un caso en concreto alemán de una empresa que ofrece un apalancamiento de 400:1 sin ajuste de márgenes. La IT-CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), la ANC italiana y el BG-FSC (Комисията за финансов надзор búlgara), la ANC búlgara, han observado un apalancamiento de hasta 500:1.

⁽²⁾ Véase la nota a pie de página n.º 15.

⁽³⁾ Sin embargo, es también una práctica de mercado para los proveedores de CFD fijar un nivel de ajuste de garantías que sea mayor que el nivel de liquidación de la garantía y que brinda al cliente la oportunidad de registrar más garantía para dar apoyo a su negociación. El cliente puede escoger realizar esta operación a riesgo de perder más dinero. Por ejemplo, si un proveedor fija el nivel de ajuste de garantías al 70 % de un margen de 100, se solicitaría al cliente que depositara más dinero en la cuenta de operaciones una vez que el saldo descendiera a 70 o menos.

⁽⁴⁾ La AEVM y las ANC han compartido información, también por medio de la puesta en común, de forma continuada en relación con la oferta de CFD en toda la Unión.

⁽⁵⁾ La CZ-CBN (Česká národní banka), la ANC checa, ha observado que los proveedores de CFD checos habitualmente liquidan las posiciones cuando la garantía cae por debajo del 15 %. La DE-BaFIN y la BG-FSC han observado que las posiciones de los clientes estarían cerradas cuando los fondos en una cuenta de un cliente caen entre el 30 y el 50 % del margen mínimo. La LU-CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier), la ANC luxemburguesa, y la FR-AMF, la ANC francesa han observado que las liquidaciones automáticas establecidas por los proveedores se encuentran habitualmente entre el 120 y el 150 % de la garantía inicial.

⁽⁶⁾ La CY-CySEC y la UK-FCA.

- (27) Un riesgo relacionado con el apalancamiento es que sitúa a los clientes ante el riesgo de perder más dinero del que han invertido. Este es un riesgo esencial que los clientes minoristas pueden no comprender, incluso a pesar de las alertas por escrito. La garantía prestada por un cliente está registrado como garantía para dar apoyo a la posición del cliente. Si el precio del subyacente, por ejemplo, fluctúa en contra de la posición del cliente por exceso de la garantía inicial registrada ⁽¹⁾, el cliente puede ser responsable de pérdidas por exceso de los fondos en su cuenta de operaciones de CFD, incluso tras el cierre de todas sus posiciones abiertas de CFD. Algunas ANC han informado a la AEVM de que un número de clientes minoristas perdieron grandes sumas de dinero durante una revaluación del franco suizo en enero del 2015 ⁽²⁾. Muchos de los clientes minoristas no eran conscientes de que podrían perder más dinero del que habían invertido ⁽³⁾.
- (28) La negociación a niveles elevados de apalancamiento también aumenta el impacto de las diferenciales o «gapping» en períodos de volatilidad significativa del mercado (por ejemplo, el *flash crash* de Sterling o la revaluación del franco suizo). El *gapping* tiene lugar cuando hay una fluctuación repentina en el precio del subyacente. El *gapping* no es único de los CFD, sino que los riesgos relacionados con dichos eventos se ven amplificados por el apalancamiento elevado. Si ocurre el *gapping*, el cliente del lado perdedor podría verse en la situación de no poder cerrar un CFD abierto a su precio de preferencia y podría tener como consecuencia pérdidas significativas para el cliente ⁽⁴⁾ cuando operan con un apalancamiento elevado. En el caso del shock del franco suizo en 2015, por ejemplo, tuvo por consecuencia la pérdida de mucho más de la suma inicialmente invertida de los clientes minoristas ⁽⁵⁾.
- (29) Los habituales niveles elevados de apalancamiento ofrecidos a los clientes minoristas, la volatilidad de determinados activos subyacentes, junto con la aplicación de comisiones por operación que tienen un impacto en el rendimiento de la inversión, pueden generar fluctuaciones rápidas en una posición de inversión del cliente. Esto provoca que el cliente tiene que adoptar medidas rápidas para gestionar la exposición al riesgo mediante el registro de garantía adicional que evite que la posición se liquide automáticamente. En tales instancias, el apalancamiento elevado puede conducir a grandes pérdidas para los clientes minoristas durante un período muy breve y amplifica el riesgo de que los clientes pierdan más que los fondos abonados para operar con CFD.
- (30) Los factores anteriormente expuestos confirman que existe una preocupación significativa relativa a la protección de los inversores con respecto a estos CFD.

2.3. El alcance de las posibles consecuencias perjudiciales y el grado de disparidad entre el rendimiento o el beneficio previsto para los inversores y el riesgo de pérdida

- (31) La información a continuación proporcionada por las ANC a la AEVM indica que el número de clientes minoristas que invierten en CFD, así como el número de proveedores que ofrecen estos productos en toda la Unión ha aumentado:
- la mayoría de las ANC han informado a AEVM de que han observado proveedores que ofrecen CFD a clientes minoristas autorizados en su jurisdicción ⁽⁶⁾. Casi todas las ANC han informado a la AEVM de que los proveedores de CFD que se desplazan transfronterizamente de otros Estados miembros ofrecen CFD en su jurisdicción ⁽⁷⁾. Algunas ANC también han mencionado que los proveedores de CFD emplean sucursales o agentes vinculados para desplazarse transfronterizamente a jurisdicciones de acogida ⁽⁸⁾;
 - la CY-CySEC (Cyprus Securities and Exchange Commission), la ANC chipriota, y la UK-FCA (Financial Conduct Authority), la ANC británica, han informado de un aumento en el número de proveedores de CFD especializados en la venta de estos productos a clientes minoristas de forma transfronteriza, de 103 a 138 proveedores en Chipre y de 117 a 143 proveedores en Reino Unido entre 2016 y 2017.

⁽¹⁾ Por ejemplo, con un apalancamiento de 50:1 una fluctuación del precio por exceso del 2 %.

⁽²⁾ Por ejemplo, la FR-AMF, la DE-BaFin y la UK-FCA.

⁽³⁾ De acuerdo con la DE-BaFin, estos productos [los CFD] captaron la atención del público principalmente a causa del «shock del franco suizo» a inicios del 2015, cuando el Banco Nacional Suizo abandonó el límite superior del valor del franco suizo en relación con el euro y varios inversores de CFD sufrieron pérdidas importantes como consecuencia de haberse visto obligados a realizar pagos adicionales posteriormente. Disponible en: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Pressemitteilung/2016/pm_161208_allgvfg_cfd_en.html

⁽⁴⁾ Algunos de los encuestados en la consulta pública señalaron que perdieron más de 100 000 EUR en sus operaciones con CFD.

⁽⁵⁾ Véase un ejemplo en que un inversor perdió 280 000 EUR cuando invirtió únicamente 2 800 EUR. Disponible en: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Pressemitteilung/2016/pm_161208_allgvfg_cfd_en.html.

⁽⁶⁾ Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Dinamarca, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Lituania, Malta, Países Bajos, Reino Unido, República Checa, Rumanía, así como Islandia, Liechtenstein y Noruega.

⁽⁷⁾ AT-FMA, BE-FSMA (con medidas nacionales introducidas para restringir estos productos), CY-CySEC, CZ-CNB, DE-BaFin, DK- Finans-tilsynet, EE-FSA, EL-HCMC, ES-CNMV, FI-FSA, FR-AMF, IE-CBI, IS-FME, IT-CONSOB, LI-FMA, LT- Lietuvos Bankas, MT-MFSA, NL-AFM, NO- Finanstilsynet, PT-CMVM, RO-ASF, SE-FI, SI-ATVP, UK-FCA.

⁽⁸⁾ IT-CONSOB, IE-CBI, FR-AFM y CZ-CNB.

- iii) la UK-FCA también ha observado un aumento en el número de solicitudes para autorización de las empresas de inversión que ofrecen CFD. Nuevos mercados como el de Grecia, Hungría, Portugal y Eslovaquia también han experimentado un aumento en las solicitudes de autorización para las empresas de inversión que ofrecen CFD ⁽¹⁾.
- (32) Las cifras de clientes activos en relación con estos productos son fluidas, debido a la vida útil relativamente breve de las cuentas de clientes de CFD y la naturaleza transfronteriza de las actividades. En función de los datos reunidos por la AEVM provenientes de un conjunto de ANC ⁽²⁾, la AEVM estima que el número de cuentas de clientes minoristas de proveedores de CFD y opciones binarias con sede en el EEE aumentó de 1,5 millones en 2015 ⁽³⁾ a aproximadamente 2,2 millones en 2017 ⁽⁴⁾.
- (33) Los datos relativos a las reclamaciones de los clientes minoristas también muestran preocupaciones continuadas en este ámbito ⁽⁵⁾.
- (34) Las ANC ⁽⁶⁾ han informado a la AEVM de la preocupación relativa a que los proveedores de CFD busquen clientes en otros Estados miembro debido a que en algunos mercados nacionales se hayan restringido por medidas nacionales (por ejemplo, Bélgica ⁽⁷⁾ y Francia ⁽⁸⁾).
- (35) Estudios específicos realizados por las siguientes ANC sobre los resultados de clientes minoristas que invierten en CFD muestran que una mayoría de clientes minoristas en estos Estados miembros que invierten en estos productos pierden dinero con las operaciones:
- i) La CY-CySEC llevó a cabo un análisis de una muestra de cuentas de clientes minoristas (aproximadamente 290 000 cuentas de clientes) de 18 proveedores de CFD importantes en el período comprendido entre el 1 de enero de 2017 y el 31 de agosto de 2017. Se demostró que, de media, el 76 % de las cuentas de los clientes sufrieron una pérdida en conjunto durante ese período en concreto, con cerca del 24 % de las cuentas de clientes en ganancia. De media, la pérdida por cuenta se estimó en 1 600 EUR;
 - ii) la ES-CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), la ANC española, descubrió que el 82 % de los clientes minoristas ⁽⁹⁾ han perdido dinero en conjunto en el período de 21 meses comprendido entre principios de 2015 y finales de 2016. La pérdida media por cliente minorista fue de 4 700 EUR ⁽¹⁰⁾;
 - iii) la FR-AMF (Autorité des marchés financiers), la ANC francesa, descubrió que más de 89 % de los inversores minoristas perdieron dinero en conjunto durante el período de cuatro años comprendido entre 2009 y 2013, y que la pérdida media por cliente minorista fue de 10 887 EUR ⁽¹¹⁾. Adicionalmente, los datos proporcionados por la FR-AMF de la Oficina del Defensor del Pueblo Europeo identificaron que la pérdida media en conjunto por año de los denunciantes fue de 15 207 EUR en 2016. Asimismo, el Defensor del Pueblo Europeo observó que, particularmente en 2016 y 2017, las prácticas de los proveedores regulados se tornaron más agresivas y se centraron en mayor frecuencia a inversores que muy probablemente desembolsaran pagos significativos. Diversas reclamaciones relativas a incidentes de acoso y manipulación provinieron de inversores con ahorros sustanciosos. Las cifras relativas a las mediaciones de 2016 ante el Defensor del Pueblo Europeo francés parecen confirmar esta situación, con una cuantía media recuperada que asciende a 11 938 EUR y en que la mitad de la totalidad de casos tienen por objeto una cuantía superior a 5 000 EUR. Las pérdidas soportadas por algunos inversores excedieron los 90 000 EUR y las

⁽¹⁾ En 2017, la EL-HCMC (Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς), la ANC griega, la HU-MNB (Magyar Nemzeti Bank), la ANC húngara, y la SK-NBS (Národná Banka Slovenska), la ANC eslovaca, informaron a la AEVM de que habían observado un crecimiento en el número de solicitudes para la autorización de los proveedores de CFD.

⁽²⁾ Información facilitada en 2015 por las siguientes ANC: BG-FSMA, CY-CySEC, CZ-CNB, FR-AMF, IE-CBI, IS-FME, LU-CSSF, NL-AFM, MT-MFSA, PT-CMVM, RO-ASF, UK-FCA. Datos proporcionados en 2017 por: CY-CySEC, CZ-CNB, ES-CNMV, FR-AMF, IE-CBI, LU-CSSF, NL-AFM, MT-MFSA, NO- Finanstilsynet, SK-NBS, UK-FCA.

⁽³⁾ Dada la frecuente dimensión transfronteriza de la actividad de los proveedores del producto, esta cifra puede incluir clientes de Estados no pertenecientes al EEE. En particular en el Reino Unido, el número de cuentas de clientes financiadas con CFD ha ascendido de 657 000 en 2011 a 1 051 000 a finales de 2016. No obstante, esas cifras incluyen cuentas de clientes inactivas y cuentas múltiples utilizadas por el mismo cliente minorista. La cifras provistas por CY-CySEC se han compilado con base en las cuentas abiertas en proveedores que ofrecen estos productos autorizados por CY-CySEC.

⁽⁴⁾ En lo que concierne al Reino Unido, esta cifra no incluye clientes no británicos de proveedores autorizados por Reino Unido, que en 2016 se estimaron en aproximadamente 400 000. En el caso de los demás Estados miembros que facilitaron información a la AEVM, las cifras proporcionadas pueden incluir clientes de Estados no pertenecientes al EEE.

⁽⁵⁾ Han recibido quejas relativas a los CFD la AT-FMA, IBE-FSMA, BG-FSC, HR- HANFA, CZ-CNB, CY-CySEC, DE-Bain, DK-Finanstilsynet, EE-Finansinspektsioon, EL-HCMC, ES-CNMV, FI-Finanssivalvonta, FR-AMF, IE-CBI, IT-CONSOB, LT-Lietuvos Bankas, MT-MFSA, NL-AFM, PL-KNF, PT-CMVM, RO-ASF, SE-Finansinspektionen, SI-ATVP, the UK-FCA y NO-Finanstilsynet.

⁽⁶⁾ Por ejemplo, el Banco Nacional Checo, la KNF polaca y la CNMV española.

⁽⁷⁾ Disponible en: <https://www.fsma.be/en/news/fsma-regulation-establishes-framework-distribution-otc-derivatives-binary-options-cfds>.

⁽⁸⁾ Disponible en: http://www.amf-france.org/en_US/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-2016.html?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2Fad42eccc-9720-49da-82a8-2ddcb72fbf1d.

⁽⁹⁾ En un estudio de 30 000 clientes que representaban aproximadamente el 100 % de los clientes minoristas de los proveedores de CFD autorizados por la ES-CNMV.

⁽¹⁰⁾ Disponible en: <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7bf1a92bb1-5f1b-420b-b58c-122d64a1ed9a%7d>

⁽¹¹⁾ Disponible en: <http://www.amf-france.org/technique/multimedia%3FdocId%3Dworkspace%253A%252F%252FSpacesStore%252F9bf2caa8-1ce4-4832-85f4-4dfface8644%26>.

pérdidas acumulativas en los casos gestionados sobre el fondo, es decir, involucrando a las empresas autorizadas, superó el millón de euros. La FR-AMF también ha constatado que los inversores minoristas que más operan (por número de operaciones, tamaño medio de la operación o volumen acumulativo) son los que más pierden. Esto mismo se puede afirmar sobre los que se prolongan en el tiempo, lo que indica que no hay curva de aprendizaje alguna;

- iv) la HR-HANFA (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga), la ANC croata, llevó a cabo un estudio de pérdida por cliente para una empresa de inversión croata que ofrece CFD a sus clientes. El estudio evaluó las pérdidas y ganancias de 267 clientes durante el período de operaciones de enero a septiembre de 2016. La HR-HANFA constató que las pérdidas totales de los clientes para el período fue de aproximadamente 1 017 900 EUR, si bien las ganancias totales del cliente minorista fueron de aproximadamente 420 000 EUR;
- v) el IE-CBI (Central Bank of Ireland), la ANC irlandesa, llevó a cabo una revisión temática en 2015 que mostraba que el 75 % de los clientes minoristas que comercializaban con CFD durante 2013 y 2014 sufrieron pérdidas de media por importe de 6 900 EUR. Una revisión de seguimiento de una muestra de los mayores proveedores de CFD en Irlanda mostró que en el período de dos años desde 2015 a 2016, el 74 % de los clientes minoristas perdieron dinero, con una pérdida media de 2 700 EUR ⁽¹⁾;
- vi) el trabajo de la IT-CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), la ANC italiana, llevado a cabo durante el 2016 ha mostrado que en el período 2014-2015 el 78 % de los clientes italianos minoristas de un proveedor de CFD específico perdió dinero invirtiendo en CFD, y el 75 % perdió dinero invirtiendo en los contratos de divisas al contado (*rolling spot forex*), con una pérdida media de 2 800 EUR. También se mostró que existe una correlación positiva entre la cantidad de operaciones llevadas a cabo por los clientes minoristas y la cantidad de pérdidas sufridas. Una encuesta de marzo de 2017 realizada por la IT-CONSOB en cinco sucursales de proveedores que operan con CFD mostró que en el 2016 las pérdidas de los clientes minoristas alcanzaron el 83 % con una pérdida media de aproximadamente 7 000 EUR.
- vii) la PL-KNF (Komisja Nadzoru Finansowego), la ANC polaca, hizo un estudio en el primer trimestre del 2017 ⁽²⁾ conforme a los datos provistos por 10 empresas de inversión que ofrecen CFD (sobre la base de 130 399 cuentas de clientes, de las cuales 38 691 estaban activas) y llegó a la conclusión de que el 79,28 % de los clientes perdió dinero en 2016. La media del resultado fue una pérdida por cliente de 10 060 PLN. Asimismo, un estudio similar hecho por la PL-KNF en el primer trimestre del 2018 conforme a los datos provistos por siete empresas de inversión que ofrecen CFD en Polonia, en el 2017 (sobre la base de 177 883 cuentas de clientes, de las cuales 40 209 estaban activas) mostró que el 79,69 % de los clientes perdió dinero en el 2017. La media del resultado fue una pérdida por cliente de 12 156 PLN en 2017. El porcentaje de clientes activos ⁽³⁾ que pierden dinero ascendió a 81 % (2012), 81 % (2013), 80 % (2014), 82 % (2015), 79 % (2016) y 80 % (2017);
- viii) un estudio llevado a cabo por la LU-CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier), la ANC luxemburguesa, indicó, en septiembre de 2017, que de dos proveedores autorizados de LU-CSSF que proporcionan CFD, la pérdida media por cliente minorista fué de 4 500 EUR y aproximadamente 1 700 EUR;
- ix) un análisis realizado por la UK-FCA en 2014 acerca de una muestra de cuentas de clientes minoristas sin asesoramiento de 8 proveedores de CFD sugirió que el 82 % de los clientes minoristas perdió dinero en estos productos y que la media de los resultados fue una pérdida de 2 200 GBP por cliente minorista en un año. La información recibida durante el proceso de consulta de la UK-FCA con fecha de diciembre de 2016 también mostró una correlación entre los niveles más altos de apalancamiento y el aumento de la probabilidad y el tamaño de las pérdidas ⁽⁴⁾. Un estudio posterior hecho por la UK-FCA en el período comprendido entre el 2016 y el 2017 respecto de los servicios de discrecionalidad y asesoramiento provistos por los CFD en un plazo de 12 meses mostró más pruebas de los pobres resultados para los clientes minoristas. La revisión mostró que en la población de empresas que ofrecen CFD para servicios de discrecionalidad y asesoramiento el 76 % de los clientes perdió dinero y tuvo una pérdida media de 9 000 GBP. Incluso cuando se tenía en cuenta a los clientes minoristas rentables, de media, un típico cliente minorista que invierte con una cuenta de discrecionalidad y asesoramiento perdió cerca de 4 100 GBP ⁽⁵⁾;
- x) la PT-CMVM (Comissãdo Mercado de Valores Mobiliários), la ANC portuguesa, mostró que sobre la base de un valor notional de la posición de inversores de 44 700 millones EUR en 2016 y de 44 200 millones EUR en 2017, la pérdida media de los inversores minoristas fue de 66,8 millones EUR y de 47,7 millones EUR para los años 2016 y 2017, respectivamente.

⁽¹⁾ Disponible en: <https://www.centralbank.ie/docs/default-source/publications/Consultation-Papers/cp107/consultation-paper-107.pdf?sfvrsn=4>. Véanse las páginas 1 y 2.

⁽²⁾ Disponible en: https://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty?articleId=50315&p_id=18 (publicado en polaco).

⁽³⁾ Estos clientes invirtieron principalmente en CFD. Estos datos también incluyen a los inversores que invierten en opciones binarias que constituyeron menos de un 4 % de los clientes activos en 2017.

⁽⁴⁾ Disponible en: <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp16-40.pdf>. Véanse las páginas 23 y 35.

⁽⁵⁾ Disponible en: <https://www.fca.org.uk/publication/correspondence/dear-ceo-letter-cfd-review-findings.pdf>.

- (36) Asimismo, un estudio fue llevado a cabo por la NO-Finanstilsynet (Finanstilsynet), la ANC noruega sobre los resultados de las operaciones de 6 clientes de proveedores de CFD en 2016. El estudio incluyó aproximadamente a 1 000 clientes minoristas ⁽¹⁾ que operan en CFD sobre uno a dos años; la fecha de inicio fue enero de 2014 y la de finalización entre diciembre de 2014 y diciembre de 2015 (de media un período de 1 año y medio). Mostró que el 82 % de estos clientes perdió dinero con una pérdida media por cliente de 29 000 EUR. La media de los costes por operación relativa a los valores de renta variable de los clientes fue de 37 % (debido al alto nivel de apalancamiento y a la frecuencia de las operaciones) ⁽²⁾.
- (37) En particular, el patrón constante de pérdida media para los clientes minoristas en CFD con el tiempo y entre países se produce a pesar del rendimiento positivo para los clientes minoristas de otros productos financieros en muchos de los años en cuestión. Es notablemente consistente el porcentaje de los clientes minoristas que pierden dinero en el estudio de la AMF al que se hace referencia en la nota 35, punto iii) en cada año desde el 2009 hasta el 2013, a pesar del rendimiento anual variable en el mercado de valores y los índices de productos básicos en el mismo período, por ejemplo ⁽³⁾. La persistencia del patrón de pérdida para los clientes minoristas de CFD indica una característica estructural del perfil de rendimiento que contrasta con el rendimiento histórico positivo de las inversiones (a largo plazo) en otros productos financieros como los fondos de inversión de capital.
- (38) Estos estudios pintan un cuadro oscuro en cuanto a la preocupación significativa relativa a la protección de los inversores que plantea la oferta de estos CFD a clientes minoristas.

2.4. El tipo de clientes que participa

- (39) Los CFD se comercializan, distribuyen o venden tanto a clientes profesionales como minoristas. Sin embargo, los clientes minoristas (a diferencia de los profesionales) habitualmente no disponen de la experiencia, el conocimiento y la pericia para tomar decisiones de inversión que evalúen adecuadamente los riesgos en que incurren con respecto a los CFD complejos restringidos por la presente Decisión.
- (40) En efecto, un estudio llevado a cabo en un Estado miembro ha indicado que los niveles más altos de máximo apalancamiento se ofrecieron frecuentemente a clientes minoristas, si bien se ofreció a los clientes profesionales y las entidades de contrapartida aptas los niveles más bajos de máximo apalancamiento ⁽⁴⁾. Dada la prueba de pérdidas en las cuentas de clientes minoristas observada por la AEVM descritas en esta Decisión, queda claro que existe una preocupación significativa relativa a la protección de los inversores respecto de la comercialización, distribución o venta sin restricciones de CFD para esta categoría de cliente.

2.5. Actividades de comercialización y distribución en relación con los CFD

- (41) Si bien los CFD son productos complejos, se ofrecen a clientes minoristas generalmente a través de plataformas comerciales electrónicas, sin la provisión de asesoramiento para inversiones ni gestión de cartera. En tales casos, se requiere la evaluación de la conveniencia de conformidad con el artículo 25, apartado 3 de la Directiva 2014/65/UE ⁽⁵⁾. No obstante, esta evaluación no impide que los proveedores de CFD o sus clientes o potenciales

⁽¹⁾ Esto representa aproximadamente de un 33 % a un 50 % de todos los clientes minoristas que operan CFD activos en Noruega.

⁽²⁾ Publicado en noruego: <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2017/finansstilsynet-advarer-mot-handel-i-cfd/>

⁽³⁾ Por ejemplo, conforme a los datos de Thomson Reuters Lipper acerca de las clases de acciones minoristas del fondo de organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios con domicilio en la UE, la AEVM calcula que la media anual del rendimiento del inversor, medida en acciones, neta de cargos y tarifas iniciales y posteriores, era del 3 % en el período comprendido entre el 2008 y el 2017, con más del 5 % de rendimiento de media para las inversiones del fondo de capital. Pueden encontrarse más detalles sobre el rendimiento y los costes en relación con los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios europeos en el informe de la AEVM «Report on Trends, Risks and Vulnerabilities» (Informe sobre tendencias, riesgos y vulnerabilidades), n.º 2 de 2017, páginas 36-44, disponible en: https://www.AEVM.europa.eu/sites/default/files/library/AEVM50-165-416_trends_risks_and_vulnerabilities_no.2_2017.pdf.

⁽⁴⁾ La MT-MFSA llevó a cabo un estudio sobre la oferta de CFD y los contratos de divisas al contado para los clientes minoristas.

⁽⁵⁾ Anteriormente el artículo 19, apartado 5, de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo (DO L 145, de 30.4.2004, p.1). El anexo IV de la Directiva 2014/65/CE establece una tabla de correlación entre los requisitos de la Directiva 2004/39/CE y los de la Directiva 2014/65/CE y el Reglamento (UE) n.º 600/2014.

clientes puedan proceder con la transacción, con la condición de dar una simple advertencia al cliente. Esto puede ocurrir cuando el cliente no ha facilitado información al proveedor sobre su conocimiento y experiencia en el ámbito de inversión pertinente para el tipo específico de producto o cuando la información facilitada es insuficiente, así como cuando el proveedor ha determinado que el producto no es conveniente para el cliente. Esto les permite a los clientes minoristas acceder a productos, como los CFD, que, por sus características, no deben ser distribuidos a ellos ⁽¹⁾.

- (42) La UK-FCA observó fallos reiterados en el enfoque de los proveedores de CFD a la hora de completar la evaluación de la conveniencia, esto incluye: deficiencias en la propia evaluación, alertas inadecuadas sobre los riesgos a los clientes minoristas que no pasaron la evaluación de la conveniencia y una falta de un proceso establecido para determinar si los clientes que no pasan esta evaluación, pero que, de todas formas, desean negociar con CFD, deben ser autorizados para proceder con las transacciones de CFD ⁽²⁾. Al revisar esta cuestión a finales del 2016, la UK-FCA mostró que una cantidad significativa de empresas habían fracasado a la hora de atajar estos fallos después de haber recibido los comentarios anteriores ⁽³⁾.
- (43) Asimismo, las ANC han expresado su preocupación en cuanto al cumplimiento de los proveedores de CFD con sus obligaciones de dar a los clientes información clara y no engañosa o de actuar en el mejor interés de sus clientes ⁽⁴⁾. Las ANC también han expresado su preocupación respecto de la inadecuada forma de completar los test de conveniencia ⁽⁵⁾ en la práctica y de las alertas inadecuadas a los clientes cuando no pasan el test de conveniencia ⁽⁶⁾. Se describen ejemplos de estas malas prácticas, las cuales dieron lugar a las Preguntas y respuestas de la AEVM en relación con la provisión de CFD y otros productos especulativos a clientes minoristas en materia de MiFID ⁽⁷⁾.
- (44) Las ANC también han observado prácticas de mercado agresivas y comunicaciones comerciales engañosas en este sector del mercado ⁽⁸⁾. Estas incluyen, por ejemplo, el uso de afiliaciones o contratos de patrocinio con importantes equipos deportivos, que dan la impresión errónea de que productos complejos y especulativos como los CFD son aptos para el mercado masivo minorista al promocionar el conocimiento del nombre de la marca general. Asimismo, también incluyen el uso de declaraciones erróneas como «*Nunca ha sido tan fácil realizar transacciones como ahora*», «*Empiece su carrera de broker ahora mismo*», «*¡Gane 13 000 GBP en 24 horas! Comience a trabajar*» ⁽⁹⁾.

⁽¹⁾ Este riesgo posiblemente se magnifique por el sesgo de exceso de confianza que a menudo se ha observado en los estudios recientes sobre el comportamiento. Un estudio reciente que se centra en el mercado de divisas demuestra que el apalancamiento es un indicador significativo del exceso de confianza: Forman, John H. y Horton, Joanne, *Is Leverage Use a Better Indication for Overconfidence? Evidence from the Forex Market (¿Constituye el uso del apalancamiento un mejor indicador de un exceso de confianza? Datos fehacientes del mercado de divisas)* (30 de agosto de 2017) Disponible en: SSRN (<https://ssrn.com/abstract=2860103>). Según un estudio reciente (Li, Mingsheng; Li, Qian y Li, Yan, *The Danger of Investor Overconfidence (El Peligro del Exceso de Confianza en los Inversores)*, 14 de noviembre de 2016, disponible en inglés en el sitio web de SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2932961>) sobre los efectos del sentimiento del inversor en la eficiencia del mercado en torno al crack comercial, el exceso de la confianza impide la determinación de los precios, aumenta los riesgos de idiosincrasia y disminuye las respuestas al mercado antes del crack comercial debido a los sesgos de información (Peng, Lin, Wei Xiong, 2006. *Investor attention, overconfidence and category learning* (La atención de los inversores, el exceso de confianza y la categoría de aprendizaje). *Journal of Financial Economics*, 80, pp. 563-602), así como el sesgo en la atribución del inversor (Gervais, S. y T. Odean, 2001. *Learning to be Overconfident* (Aprender a ser excesivamente confiado). *The Review of Financial Studies*, 14, pp. 1– 27.) y el alto riesgo de arbitraje (Benhabib, Jess, Xuewen Liu, y Penfei Wang, 2016. *Sentiments, financial markets, and macroeconomic fluctuations* (Sentimientos, Mercados Financieros y Fluctuaciones Macroeconómicas). *Journal of Financial Economics* 120, pp. 420-443. Sobre este tema, véanse, entre otros, los siguientes documentos: Ricciardi Victor, capítulo 26: *The Psychology of Speculation in the Financial Markets* (La psicología de la especulación en los mercados financieros) (1 de junio de 2017). *Financial Behavior: Players, Services, Products, and Markets* (Comportamientos Financieros: Jugadores, Servicios, Productos y Mercados). H. Kent Baker, Greg Filbeck, y Victor Ricciardi, editores, pp. 481-498, Nueva York, NY: Oxford University Press, 2017.; N. Barberis y R. H. Thaler (2003), *A Survey of Behavioral Finance* (Una Encuesta sobre el Comportamiento Financiero), en M. Harris, G.M. Constantinides y R. Stultz, «*Handbook of the Economics of Finance*» (Manual de Economía y Finanzas); D. Dorn y G. Huberman (2005), *Talk and action: What individual investors say and what they do* (Hablar y actuar: Lo que los inversores particulares dicen y hacen); C.H. Pan and M. Statman (2010) *Beyond Risk Tolerance: Regret, Overconfidence, and Other Investor Propensities* (Más allá de la tolerancia al riesgo: Arrepentimiento, exceso de confianza y otras tendencias de los inversores), documento de trabajo; A. Nosić y M. Weber (2010), *How Risky do I invest: The Role of Risk Attitudes, Risk Perceptions and Overconfidence* (Qué arriesgadas son mis inversiones: El papel de las actitudes de riesgo, las percepciones sobre el riesgo y el exceso de confianza); N. Linciano (2010), *How Cognitive Biases and Instability of Preferences in the Portfolio Choices of Retail Investors – Policy Implications of Behavioural Finance*, A. Lefevre y M. Chapman (2017), «*Behavioural economics and financial consumer protection*» (La Economía del Comportamiento y la Protección Financiera del Consumidor), OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, n.º 42, Publicaciones de la OCDE.

⁽²⁾ UK-FCA, Dear CEO Letter, «*Client take-on review in firms offering contract for difference (CFD) products*» 2 de febrero de 2016. Véase: <https://www.fca.org.uk/publication/correspondence/dear-ceo-letter-cfd.pdf>.

⁽³⁾ UK-FCA, «*CFD firms fail to meet our expectations on appropriateness assessments*» 29 de junio de 2017. Véase: <https://www.fca.org.uk/publications/multi-firm-reviews/cfd-firms-fail-expectations-appropriateness-assessments>.

⁽⁴⁾ Por ejemplo, DE - BaFin, DK - Finanstilsynet, ES - CNMV, IE - CBI, FR - AMF, LU - CSSF NL - AFM.

⁽⁵⁾ Por ejemplo, IE - CBI.

⁽⁶⁾ Por ejemplo, UK-FCA.

⁽⁷⁾ Preguntas y respuestas relacionadas con la provisión de CFD y otros productos especulativos a inversores minoristas en materia de MiFID (AEVM-35-36-794) actualizadas el 31 de marzo de 2017.

⁽⁸⁾ Por ejemplo, BE-FSMA, ES-CNMV, FR-AMF y IT-CONSOB.

⁽⁹⁾ La Sección 3 de las Preguntas y respuestas relacionadas con la provisión de CFD y otros productos especulativos a inversores minoristas en materia de MiFID (AEVM-35-36-794) actualizadas el 31 de marzo de 2017 y un ejemplo de .UK-FCA.

- (45) En el contexto del desarrollo de los CFD y las Preguntas y respuestas, algunas ANC han informado a la AEVM que los proveedores de CFD a menudo no divulgan adecuadamente los riesgos de estos productos ⁽¹⁾. En particular, algunas ANC ⁽²⁾ mostraron que los proveedores de CFD no describieron suficientemente bien el potencial de sufrir pérdidas rápidas que podrían exceder los fondos invertidos.
- (46) Además, en este contexto, algunas ANC también han expresado preocupación acerca de la naturaleza «agitada» de algunos modelos de negocio de los proveedores de CFD ⁽³⁾. El hecho de que la vida útil de las cuentas de los clientes sea relativamente corta puede ejercer cierta presión sobre los proveedores para mantener un flujo constante de nuevos clientes, lo que podría motivar a los proveedores a adoptar técnicas de comercialización y ventas de carácter agresivo que no son en el mejor interés de sus clientes minoristas.
- (47) Una característica común de las técnicas de comercialización y ventas adoptadas por la industria de CFD ha sido la oferta de beneficios comerciales (monetarios y no monetarios), como bonus para atraer y motivar a los clientes minoristas a invertir en CFD, la oferta de obsequios (por ejemplo, vacaciones, automóviles, dispositivos electrónicos), tutoriales de mercado o costes reducidos (por ejemplo, diferencial o de comisiones) ⁽⁴⁾.
- (48) Las bonificaciones y otros beneficios comerciales pueden servir de distracción de la naturaleza de alto riesgo del producto. Por lo general, están dirigidos a atraer a los clientes minoristas e incentivar su participación en las operaciones. Los clientes minoristas pueden considerar estas promociones como una característica principal del producto hasta el punto de no evaluar adecuadamente el nivel de riesgos asociados con el mismo.
- (49) Asimismo, estos beneficios comerciales para abrir cuentas de negociación de CFD a menudo requieren que los clientes paguen fondos al proveedor y lleven a cabo una cantidad específica de transacciones en un período determinado. Dado que las pruebas demuestran que la mayoría de los clientes minoristas pierden dinero adquiriendo CFD, esto significa, por lo general, que los clientes pierden más dinero al efectuar estas operaciones con mayor frecuencia de la que, de otro modo, lo harían sin recibir la oferta de un bonus.
- (50) El trabajo de supervisión llevado a cabo por varias ANC hapuesto de manifiesto que los términos y las condiciones de las ofertas promocionales a menudo son engañosos y que muchos clientes no conocían las condiciones para acceder a los beneficios o bonus ofrecidos. Por último, una cantidad de clientes informó tener dificultad para retirar los fondos cuando intentaban usar esos bonus ⁽⁵⁾.
- (51) Además de los factores descritos, muchas ANC ⁽⁶⁾ observan que los modelos de distribución de este sector del mercado presentan algunos conflictos de interés ⁽⁷⁾. La presión para mantener el flujo de nuevos clientes aumenta la posibilidad de que existan conflictos de interés. Los conflictos de interés pueden surgir, y han surgido, a partir de que algunos proveedores de CFD actúan de entidades de contrapartida para las transacciones de los clientes sin cubrir su exposición, por lo que sus intereses entran en conflicto directo con los de sus clientes. Para estos proveedores existe un mayor riesgo e incentivo para manipular o usar menos precios transparentes de referencia o para buscar otras prácticas cuestionables, como la de cancelar las transacciones rentables con pretextos falsos. También está el riesgo de que los proveedores puedan buscar explotar el fracaso asimétrico (por ejemplo, dejar pasar una pérdida por el fracaso del cliente al tiempo que mantienen la ganancia obtenida a raíz del fracaso). Los proveedores pueden retrasar deliberadamente el tiempo que transcurre entre la cotización y la ejecución de las transacciones de CFD para explotar más esta práctica. Las ANC también han identificado prácticas por las cuales los proveedores de CFD aplican un margen de beneficio asimétrico o inconsistente a los principales diferenciales.
- (52) Las prácticas de comercialización y distribución asociadas con los CFD descritas anteriormente confirman la existencia de una preocupación significativa relativa a la protección de los inversores respecto de estos CFD.

⁽¹⁾ Por ejemplo, ES-CNMV UK-FCA, CY-CySEC y DE-BaFin.

⁽²⁾ En particular, la UK-FCA podrá: La legislación alemana se introdujo para proteger a los clientes de las pérdidas (Ley administrativa general DE-BaFin publicada el 8 de mayo de 2017. Prohíbe la comercialización, distribución o venta de CFD a clientes minoristas que no excluyen las obligaciones de pago adicionales).

⁽³⁾ La ES-CNMV, por ejemplo, mostró que los clientes usualmente operan durante un breve período debido a los resultados negativos que obtienen.

⁽⁴⁾ La Sección 6 de las Preguntas y respuestas relacionadas con la provisión de CFD y otros productos especulativos a los inversores minoristas en materia de MiFID (AEVM-35-36-794) actualizadas el 31 de marzo de 2017 establece que es poco probable que una empresa que ofrece un bonus diseñado para incentivar a los clientes minoristas a operar con productos especulativos complejos como los CFD y los contratos de divisas al contado pueda demostrar que actúa de manera franca, justa y profesional y en beneficio de los clientes minoristas.

⁽⁵⁾ Por ejemplo, la FR-AMF, UK-FCA y la ES-CNMV.

⁽⁶⁾ Por ejemplo, la CZ-CNB, FR-AMF, HU-MNB, LU-CSSF y la UK-FCA.

⁽⁷⁾ La Sección 2 de las Preguntas y respuestas relacionadas con la provisión de CFD y otros productos especulativos a inversores minoristas en materia de MiFID (AEVM-35-36-794) actualizadas el 31 de marzo de 2017 plantea algunos de estos conflictos de interés con más detalle.

3. LOS REQUISITOS REGLAMENTARIOS VIGENTES APLICABLES EN VIRTUD DEL DERECHO DE LA UNIÓN NO ABORDAN LA PREOCUPACIÓN SIGNIFICATIVA RELATIVA A LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR IDENTIFICADA [ARTÍCULO 40, APARTADO 2, LETRA b), DEL REGLAMENTO (UE) N.º 600/2014]

- (53) Como exige el artículo 40, apartado 2, punto b, del Reglamento (UE) 600/2014, la AEVM ha evaluado si los requisitos regulatorios existentes en la Unión que son aplicables a las actividades o instrumentos financieros relevantes no abordan esta amenaza. Los requisitos regulatorios existentes están establecidos en la Directiva 2014/65/UE, Reglamento (UE) n.º 600/2014 y Reglamento (UE) n.º 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo ⁽¹⁾. En particular, incluyen: i) el requisito de proporcionar la información adecuada a los clientes en el artículo 24, apartado 3 y 4, de la Directiva 2014/65/UE ⁽²⁾; ii) los requisitos de idoneidad y conveniencia en el artículo 25, apartado 2 y 3 de la Directiva 2014/65/UE ⁽³⁾; iii) los requisitos de mejor ejecución en el artículo 27 de la Directiva 2014/65/UE ⁽⁴⁾; iv) los requisitos de gobierno del producto en los artículos 16, apartado 3, y 24, apartado 2, de la Directiva 2014/65/UE; y v) los requisitos de información en los artículos 5 a 14 del Reglamento (UE) n.º 1286/2014.
- (54) Algunos proveedores, intermediarios y organizaciones profesionales mencionaron explícitamente en sus respuestas a la consulta pública que la AEVM debe considerar los efectos de la nueva legislación antes de aplicar cualquier medida de intervención de productos, concretamente la reciente introducción de la MiFID II (en particular, las normas de gobernanza de los productos) y los PRIIP.
- (55) Debe mencionarse que el alcance y el contenido de varios requisitos regulatorios aplicables en virtud de la Directiva 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n.º 600/2014 son similares a los que existen conforme a la Directiva 2004/39/EC ⁽⁵⁾. Si bien la aprobación de la Directiva 2014/65/UE y del Reglamento (UE) n.º 600/2014 tenían como objeto mejorar varios aspectos fundamentales de los servicios y las actividades de inversión para reforzar la protección de los inversores (incluso a través de poderes de intervención de los productos), las mejoras en una serie de disposiciones pertinentes no abordan las preocupaciones específicas que se describen en la presente Decisión. En lo que respecta a los aspectos relativos a los riesgos y al perjuicio para el inversor que se abordan en la presente Decisión, varias disposiciones han permanecido prácticamente sin cambios.
- (56) Los requisitos relativos a la obligación de proporcionar a los clientes información adecuada se detallaron en la Directiva 2014/65/UE, con una mejora significativa en el ámbito de la información sobre costes y gastos al disponerse que las empresas de servicios de inversión deben proporcionar a los clientes información agregada de todos los costes y gastos, incluidos los relacionados con los servicios de inversión y los instrumentos financieros. No obstante, las normas de información por sí solas —incluida la mejora de la información sobre los costes— claramente no son suficientes para enfrentar el riesgo complejo que surge a partir de la comercialización, distribución o venta de los CFD a los clientes minoristas.
- (57) En particular, el artículo 24, apartado 3, de la Directiva 2014/65/UE dispone que las empresas de servicios de inversión, *entre otras*, deben garantizar que toda la información, incluidas las comunicaciones publicitarias, dirigida por la empresa de servicios de inversión a los clientes o posibles clientes sea imparcial, clara y no engañosa. Asimismo, el artículo 24, apartado 4, de la Directiva 2014/65/UE exige que las empresas de servicios de inversión proporcionen a los clientes o posibles clientes con suficiente antelación información conveniente con respecto a la empresa de servicios de inversión, los instrumentos financieros y las estrategias de inversión propuestas, los centros de ejecución de órdenes y todos los costes y gastos asociados, incluidas orientaciones y advertencias apropiadas acerca de los riesgos asociados a las inversiones en esos instrumentos o en relación con estrategias de inversión particulares, y si el instrumento financiero está pensado para clientes minoristas o profesionales.
- (58) Asimismo, la AEVM ha tenido en cuenta la pertinencia de las normas de divulgación previstas en el Reglamento (UE) n.º 1286/2014. El Reglamento (UE) n.º 1286/2014 establece normas uniformes sobre el formato y el contenido que debe incluir el documento de información clave que deben proporcionar a los inversores minoristas quienes diseñan productos de inversión empaquetados y productos de inversión basados en seguros («PRIIP») con el fin de ayudarles a comprender y comparar las características y los riesgos clave de tales

⁽¹⁾ Reglamento (UE) n.º 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros (PRIIP) (DO L 352, de 9 de diciembre de 2014, p. 1).

⁽²⁾ Anteriormente el artículo 19, apartados 2 y 3, de la Directiva 2004/39/CE.

⁽³⁾ Anteriormente, artículo 19, apartados 4 y 5, de la Directiva 2004/39/CE.

⁽⁴⁾ Anteriormente el artículo 21 de la Directiva 2004/39/CE.

⁽⁵⁾ El anexo IV de la Directiva 2014/65/CE establece una tabla de correlación entre los requisitos de la Directiva 2004/39/CE y los de la Directiva 2014/65/CE y el Reglamento (UE) n.º 600/2014.

productos. En especial, el artículo 5 del Reglamento (UE) n.º 1286/2014, aplicado en el Reglamento delegado de la Comisión (UE) n.º 2017/653 ⁽¹⁾, establece, entre otras cuestiones, una metodología para la presentación del resumen del indicador de riesgo y las explicaciones de respaldo, lo que incluye información sobre si el inversor minorista puede perder todo el capital invertido o incurrir en obligaciones financieras adicionales. No obstante, este tipo de divulgación no alcanza para hacerles notar a los clientes minoristas las consecuencias de invertir en CFD. Por ejemplo, el coeficiente de rendimiento solo se relaciona con el producto CFD individual, y esto no proporciona al cliente el porcentaje global de las cuentas del cliente minorista que pierden dinero adquiriendo CFD. Asimismo, el resumen del indicador de riesgo no incluye información directa sobre el rendimiento pasado del producto, y es posible que esta información no se proporcione en las explicaciones de respaldo dado que se le deja cierta discrecionalidad al fabricante de los PRIIPS a la hora de qué explicaciones deben incluirse.

- (59) La AEVM ha tenido en cuenta si estos requisitos podrían abordar algunas o todas las preocupaciones relacionadas con la comercialización, distribución o la venta de CFD a clientes minoristas o, al menos, eliminar la necesidad de incorporar las alertas de riesgos en esta Decisión. No obstante, estos requisitos no aseguran que los clientes minoristas de toda la Unión reciban información uniforme y eficaz acerca de los riesgos relacionados con operar en CFD. En especial, la orientación y las alertas a las que se hace referencia en el artículo 24, apartado 4, de la Directiva 2014/65/UE no parecen abordar estas preocupaciones dada la divergencia de la información que se puede proporcionar a los clientes, la cual podría no ser suficiente para hacer notar a los clientes las consecuencias concretas que surgen al operar CFD. Las alertas en cuanto a los riesgos que se incorporaron en esta Decisión brindarían a los clientes minoristas datos importantes, a saber, el porcentaje de las cuentas minoristas que pierden dinero al operar CFD con cada empresa particular. Asimismo, armonizaría las prácticas del negocio transfronterizo y, por ende, aseguraría el mismo nivel de información para los inversores de toda la Unión.
- (60) Los requisitos de idoneidad también se han reforzado en la Directiva 2014/65/UE que requiere que se entregue al cliente un informe de idoneidad y refina el proceso de evaluación de la idoneidad. En especial el artículo 25, apartado 2, de la Directiva 2014/65/UE exige a los proveedores de CFD obtener la información necesaria en cuanto al conocimiento o la experiencia del cliente o potencial cliente en el campo de inversión relevante, entre otras cuestiones, para el tipo de producto específico, su situación financiera, lo que incluye su capacidad para soportar pérdidas, y sus objetivos de inversión, incluida su tolerancia al riesgo, con el propósito de permitir al proveedor de CFD recomendar al cliente o potencial cliente los productos financieros que sean adecuados para ellos y conforme a su tolerancia a los riesgos y capacidad para soportar pérdidas. No obstante, los requisitos de idoneidad solo se aplican a la provisión del asesoramiento de inversión y la gestión de cartera y, por ende, generalmente son irrelevantes respecto de la comercialización de CFD que ocurre, en la mayoría de los casos, a través de plataformas electrónicas, sin la provisión de asesoramiento de inversión ni de gestión de cartera.
- (61) Además, los objetivos de la evaluación de la idoneidad (la consideración de los productos teniendo en cuenta los conocimientos y la experiencia del cliente, su situación financiera y los objetivos de la inversión) no han cambiado sustancialmente en comparación con el régimen de la Directiva 2004/39/CE y, como demuestra la presente Decisión, no han sido suficientes para evitar las consecuencias perjudiciales para el inversor identificadas.
- (62) Asimismo, los requisitos de conveniencia se han reforzado en virtud de la Directiva 2014/65/UE, en particular, mediante la reducción de la lista de productos no complejos y, por lo tanto, la restricción del ámbito de los productos de servicios exclusivamente de ejecución. El artículo 25, apartado 3, de la Directiva 2014/65/UE requiere que los proveedores de CFD les soliciten a sus clientes o potenciales clientes información sobre su conocimiento y experiencia en el campo de la inversión relevante para, entre otras cuestiones, el producto específico ofrecido o demandado con el propósito de permitirle al proveedor determinar si el producto es apropiado para el cliente o potencial cliente. Cuando el proveedor considere que el producto o servicio no es conveniente para el cliente o posible cliente, deberá advertirle de su opinión. Los CFD son categorizados como productos financieros complejos y, por ende, están sujetos a la prueba de procedencia de conformidad con el artículo 25, apartado 3, de la Directiva 2014/65/UE.

⁽¹⁾ El Reglamento delegado de la Comisión (UE) n.º 2017/653 del 8 de marzo de 2017 que complementa el Reglamento (UE) n.º 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros (PRIIP) por la que se establecen los estándares técnicos regulatorios respecto de la presentación, el contenido, la evaluación y la revisión de los documentos de datos fundamentales y las condiciones para cumplir con los requisitos para presentar esos documentos, DO L 100, 12.4.2017, p. 1.

- (63) No obstante, este ya era el caso con arreglo a la Directiva 2004/39/CE, que preveía test de conveniencia esencialmente igual que la que establece la Directiva 2014/65/UE. Como se comprueba en esta Decisión y como ha quedado demostrado por la experiencia de supervisión de las ANC ⁽¹⁾, el test de conveniencia no ha sido suficiente para abordar la preocupación significativa relativa a la protección de los inversores descrita en esta Decisión.
- (64) Resulta poco probable que los tests de idoneidad y conveniencia en virtud de los requisitos regulatorios existentes impidan que los clientes minoristas adquieran CFD de forma tal que se asegure que la preocupación significativa relativa a la protección de los inversores está correctamente tratada.
- (65) Con respecto a la mejor ejecución, la mayoría de las normas en esta materia ya existían con arreglo a la Directiva 2004/39/CE. No obstante, la normativa se ha reforzado en virtud de la Directiva 2014/65/UE. En especial, el artículo 27 de la Directiva 2014/65/UE por el cual se establece que las empresas de inversión deben tomar «todas las medidas suficientes» (no ya «todas las medidas razonables») para obtener el mejor resultado posible para sus clientes al momento de la ejecución de la orden. Asimismo, los operadores en el mercado y, en particular, las empresas de servicios de inversión, deben publicar información adicional, en concreto, deben hacer pública información sobre los cinco principales centros de ejecución donde ejecutaron órdenes de clientes, así como sobre los resultados obtenidos cuando ejecutaron dichas órdenes.
- (66) La AEVM ha considerado si las normas revisadas de la mejor ejecución podrían abordar, al menos, algunas de las preocupaciones identificadas en relación con la comercialización, la distribución y la venta de CFD a clientes minoristas. Una mayor transparencia en torno a la ejecución de las órdenes ayudará a los clientes a comprender mejor y a evaluar la calidad de las prácticas de ejecución de las empresas y, en consecuencia, a apreciar mejor la calidad del servicio general que se les ofrece. Asimismo, mejorar la información sobre la forma en que las empresas ejecutan las órdenes de los clientes les ayudará a controlar si estas han adoptado todas las medidas suficientes para obtener el mejor resultado posible para el cliente. Los requisitos relativos a la mejor ejecución fortalecen, además, las mejores prácticas de ejecución en relación con los productos negociados fuera de mercados organizados (OTC) al exigir a las empresas que verifiquen la integridad del precio propuesto al cliente cuando ejecuten las órdenes o tomen la decisión de negociar con productos extrabursátiles, incluidos los productos personalizados. Los requisitos de la Directiva 2014/65/UE implican recabar información de mercado y utilizarla para estimar el precio de dichos productos y, cuando sea posible, para comparar estos productos con otros similares o comparables. No obstante, las normas relativas a la mejor ejecución, por sí mismas, no abordan ni los riesgos asociados con las características del producto, aparte de la ejecución, ni con la amplia comercialización, distribución o venta de estos productos a los clientes minoristas.
- (67) Respecto de estos requisitos regulatorios existentes muy similares, la AEVM ha remarcado en reiteradas oportunidades los riesgos descritos en las alertas del inversor, las Preguntas y respuestas ⁽²⁾ y la opinión sobre las «Prácticas en materia de MiFID para las empresas que venden productos complejos». La AEVM también ha llevado a cabo un trabajo de convergencia supervisora a través de, entre otras cuestiones, el Grupo conjunto y el Grupo de acción financiera de CFD. A pesar del uso amplio por parte de la AEVM de sus instrumentos no vinculantes para garantizar una aplicación consistente y eficaz de los requisitos regulatorios existentes y aplicables, todavía persiste la preocupación por la protección del inversor. Esto pone de relieve que, por las razones aquí expuestas, estos requisitos no abordan la preocupación identificada.
- (68) La AEVM ha considerado efectivamente el posible impacto de las normas de gobernanza de los productos establecidas en los artículos 16, apartado 3, y 24, apartado 2, de la Directiva 2014/65/UE. Estas normas requieren que los proveedores que producen instrumentos financieros (incluidos, por ende, los CFD) para venderlos a clientes aseguren lo siguiente: que los productos están diseñados para cumplir con las necesidades de un mercado destinatario identificado de los clientes finales dentro de la categoría relevante de los clientes; que la estrategia de distribución de los productos sea compatible con el mercado destinatario identificado; y que los proveedores tomen las medidas razonables para garantizar que los instrumentos financieros se distribuyan al mercado destinatario identificado y revisen con frecuencia la identificación de ese mercado destinatario y del rendimiento del producto. Los proveedores de CFD deberán entender los instrumentos financieros que ofrecen o recomiendan, evaluar la compatibilidad del instrumento con las necesidades del cliente a quien ofrecen servicios de inversión, y tener en cuenta el mercado destinatario identificado de los clientes finales, así como garantizar que los instrumentos financieros se ofrezcan o recomiendan solo cuando redunde en el interés del

⁽¹⁾ Por ejemplo, la IE-CBI manifestó su preocupación sobre los criterios usados para evaluar el conocimiento y la experiencia a los fines de la evaluación tras su inspección temática (<https://www.centralbank.ie/news/article/inspection-finds-75-percent-of-cfd-clients-lost-money>). Asimismo, los datos de las empresas recibidos por la UK-FCA en el primer trimestre del 2017 respecto de los proveedores de CFD muestran que, en algunos de los proveedores minoristas de CFD más grandes del Reino Unido (cerca del 70 % del mercado relevante de ese país), aproximadamente el 50 % de los clientes no había aprobado la prueba de procedencia, pero que, de todas formas, operaron tras recibir una advertencia de los riesgos mejorada. Asimismo, la UK-FCA ha observado que las empresas han fracasado reiteradas veces en relación con la adecuación de sus evaluaciones de procedencia y políticas y procedimientos relacionados (véase lo anterior).

⁽²⁾ Documento de preguntas y respuestas sobre la provisión de CFD y otros productos especulativos a inversores minoristas en virtud de la MiFID (ESMA35-36-794) actualizado el 2017 31 de marzo de 2017.

cliente. Además, los proveedores de CFD que distribuyan un instrumento financiero no producido por ellos deberán tener los acuerdos apropiados en vigencia para obtener y entender la información relevante respecto del proceso de aprobación del producto, lo que incluye el mercado destinatario identificado y las características del producto. Los proveedores de CFD que distribuyen instrumentos financieros producidos por proveedores que no estén contemplados en los requisitos de gobernanza de productos estipulados en la Directiva 2014/65/UE o por proveedores de terceros países también deberán tener los acuerdos apropiados para obtener la información suficiente sobre los instrumentos financieros.

- (69) La AEVM observa que los requisitos de gobernanza de los productos se introdujeron por primera vez en el Derecho de la Unión en virtud de la Directiva 2014/65/UE. El 2 de junio de 2017, la AEVM publicó las «Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID II»⁽¹⁾ que ofrecen orientación a los productores y desarrolladores para la evaluación del mercado destinatario
- (70) Si bien estos requisitos podrían reducir el tipo de clientes (el mercado destinatario) para los que los CFD serían apropiados y a cuáles, por ende, deberían ser distribuidos, estos no abordan los riesgos fundamentales descritos en esta Decisión que se asocian con las características del producto (por ejemplo el alto apalancamiento) o las prácticas relacionadas (como permitir obligaciones de pago adicionales o la oferta de bonus). Tampoco restringen específicamente la distribución de productos con las características anteriores al mercado masivo. Por el contrario, el detrimento de los clientes muestra que la comercialización, distribución o venta de CFD no es apropiada para el mercado masivo minorista, a menos que estén acompañadas de ciertas restricciones que los requisitos de gobernanza del producto no detallan. Si bien las respuestas a la consulta pública indican justamente que los requisitos de gobernanza del producto son aspectos importantes a la hora de determinar el mercado destinatarios y alinear la estrategia de distribución con ese mercado, también resulta claro r de la consulta pública que ciertos proveedores indicaron en su respuesta que consideran que los CFD con altos límites de apalancamiento (por ejemplo 100:1⁽²⁾) son, incluso cuando los requisitos de gobernanza del producto sean aplicables, un producto apropiado para los clientes minoristas (llegan a la conclusión de que el mercado destinatario para los CFD con este apalancamiento particular es un mercado masivo). Algunas empresas, tras la aplicación de la Directiva 2014/65/UE y los requisitos de gobernanza del producto, todavía operan CFD con ese alto nivel de apalancamiento en el mercado masivo (y evalúan la conveniencia únicamente). La AEVM y las ANC no están de acuerdo con ese enfoque. Esto demuestra que los requisitos de gobernanza del producto todavía dan cierto margen de discrecionalidad a los proveedores individuales en el momento de identificar las características de los productos que buscan ofrecer a sus clientes. Existe, por consiguiente, una falta de un nivel mínimo común de protección del inversor en toda la Unión.
- (71) A pesar de la existencia de estos requisitos regulatorios, las pruebas fehacientes muestran que los clientes minoristas continúan y continuarán perdiendo dinero con los CFD. La presente medida es, por consiguiente, necesaria para abordar la amenaza.

4. LAS AUTORIDADES COMPETENTES O BIEN NO HAN ADOPTADO MEDIDAS PARA HACER FRENTE A ESTA AMENAZA O LAS MEDIDAS QUE HAN TOMADO NO ABORDAN ADECUADAMENTE DICHA AMENAZA [ARTÍCULO 40, APARTADO 2, LETRA c), DEL REGLAMENTO (UE) N.º 600/2014]

- (72) Una de las condiciones para que la AEVM adopte la restricción contemplada en la presente Decisión es que una autoridad competente (o varias autoridades competentes) no haya tomado medidas para abordar la amenaza o que las medidas que se han tomado no hayan abordado adecuadamente dicha amenaza.
- (73) La inquietud relativa a la protección de los inversores descrita en esta Decisión ha llevado a las ANC a consultar sobre las medidas nacionales o a tomar medidas con el objeto de restringir la comercialización, distribución o venta de los CFD a los clientes minoristas:
- i) Desde agosto de 2016, la BE-FSMA (Financial Services and Markets Authority), la ANC belga, prohíbe la comercialización de ciertos contratos derivados OTC (incluidos los CFD) a clientes minoristas. asimismo, la FSMA ha prohibido una cantidad de técnicas de distribución agresivas o inapropiadas, como las llamadas no solicitadas a través de centros de llamadas externos, formas inapropiadas de retribución y obsequios o bonus ficticios⁽³⁾;
 - ii) desde noviembre de 2016, la CY-CySEC requiere que los proveedores de CFD establezcan una política de apalancamiento y apliquen límites al apalancamiento que no excedan el 50:1 para los clientes minoristas, a menos que un cliente, con el conocimiento y la experiencia relevantes, requiera un nivel mayor de apalancamiento⁽⁴⁾. La CY-CySEC también exige que los proveedores tengan una protección ante un saldo negativo para las cuentas CFD. Además, desde mediados de marzo de 2017 existe una prohibición de los bonus promoción⁽⁵⁾;

⁽¹⁾ AEVM «Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID II» del 2 de junio de 2017 (AEVM 35-43-620)

⁽²⁾ Por ejemplo, London Capital Group Ltd, Dom Maklerski TMS Brokers S.A., GKFX Financial Services Limited, AxiCorp Financial Services Pty Ltd, Swissquote y también algunas respuestas confidenciales se refirieron explícitamente al apalancamiento 100:1.

⁽³⁾ El Reglamento de la BE-FSMA que rige la distribución de ciertos instrumentos financieros derivados a los clientes.

⁽⁴⁾ Circular n.º C168 de la CY-CySEC con fecha 30 de noviembre de 2016.

⁽⁵⁾ Circular n.º C168 de la CY-CySEC con fecha 30 de noviembre de 2016.

- iii) desde diciembre de 2016, la legislación francesa prohíbe las comunicaciones comerciales de los proveedores de servicios de inversión a individuos respecto de los CFD que no limiten las pérdidas por posición de los clientes ⁽¹⁾;
- iv) Desde julio de 2015, la PL-KNF requiere que los proveedores de CFD apliquen límites de apalancamiento para los CFD ofrecidos a clientes minoristas que no superen el 100:1 ⁽²⁾. En julio de 2017, el Ministerio de Hacienda de Polonia lanzó un proyecto de cambio en la Ley sobre comercialización de instrumentos financieros con el objeto de establecer un apalancamiento máximo de 25:1 para todas las clases de activos e instrumentos financieros comercializados por clientes minoristas sin liquidación de la entidad de contrapartida central ⁽³⁾. Tras la amplia consulta pública que tuvo lugar en julio y noviembre de 2017, el 13 de diciembre de 2017 el Ministerio de Hacienda de Polonia anunció una actualización del proyecto con la consulta pública abierta desde el 13 hasta el 22 de diciembre de 2017. El nuevo proyecto incorporará dos límites de apalancamiento máximos diferentes: 100:1 para clientes minoristas con experiencia (aquellos que hayan concluido 40 transacciones en los 24 meses anteriores a celebrar la nueva transacción para las que el límite de apalancamiento se establece) y 50:1 para clientes minoristas sin experiencia ⁽⁴⁾.
- v) Desde octubre de 2017, la MT-MFSA (Malta Financial Services Authority), la ANC de Malta, aplica una Política Forex en línea que exige a los proveedores de CFD, contratos de divisas al contado y otros productos especulativos complejos establecer los siguientes límites de apalancamiento: 50:1 para los clientes minoristas y 100:1 para los clientes minoristas que eligen ser tratados como clientes profesionales ⁽⁵⁾;
- vi) en mayo de 2017, la DE-BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht), la ANC alemana, prohibió la comercialización, distribución o venta de CFD a clientes minoristas que no excluyan las obligaciones de pago adicionales ⁽⁶⁾;
- vii) En marzo de 2017, la ES-CNMV solicitó a las entidades que comercialicen a clientes minoristas establecidos en España CFD, contratos de divisas al contado con apalancamiento diez veces superior u opciones binarias, que les informen expresamente a esos clientes que la ES-CNMV considera que, dados la complejidad y el nivel de riesgo de estos productos, su adquisición no es adecuada para los clientes minoristas. También se ha solicitado a estas entidades que se aseguren de informar a los clientes el coste que tendrían que asumir si decidieran cerrar su posición tras comprar esos productos y, en el caso de los CFD y los contratos de divisas al contado, de advertirles de que, debido al apalancamiento, las pérdidas podrían ser mayores que la cantidad inicialmente pagada para comprar el producto relevante. Deben, además, obtener una declaración manuscrita o verbal grabada del cliente que les permita demostrar que este es consciente de que el producto que va a adquirir es especialmente complejo y de que la CNMV considera que no es un producto idóneo para los clientes minoristas. Asimismo, el material publicitario usado por las entidades, sujetas a la medida de la ES-CNMV, para promover estos productos siempre debe contener una advertencia acerca de la dificultad para entender los productos y del hecho de que la ES-CNMV estima que estos productos no son adecuados para los clientes minoristas debido a su complejidad y el nivel de riesgo que representan. La ES-CNMV también solicitó a la CY-CySEC y la UK-FCA que informen a los proveedores de CFD de estos requisitos e instara a los los proveedores que brindan servicios en España a mostrar la misma advertencia ⁽⁷⁾;
- viii) El 6 de marzo de 2017, la IE-CBI emitió un documento a consulta que buscaba opiniones sobre dos opciones principales: i) la prohibición de la venta o distribución de CFD a clientes minoristas, o ii) la aplicación de medidas de protección de inversores mejoradas, incluida la limitación del apalancamiento y el requerimiento que establece que los clientes minoristas no pueden perder más que la cantidad que hayan depositado por posición ⁽⁸⁾;

⁽¹⁾ El artículo 72 de la *Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique*.

⁽²⁾ Disponible en: <http://prawo.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20150000073>

⁽³⁾ Disponible en: <http://legislacja.gov.pl/docs/2/12300403/12445426/12445427/dokument298571.pdf>

⁽⁴⁾ Disponible en: <https://legislacja.rcl.gov.pl/docs/2/12300403/12445438/12445439/dokument321489.pdf>.

⁽⁵⁾ MT-MFSA: Requisitos para empresas de servicios de inversión de categoría 2 o categoría 3 que distribuyen o buscan distribuir CFD o contratos de divisas al contado en materia del régimen de MiFID, 3 de abril de 2017, disponible en: https://www.mfsa.com.mt/pages/readfile.aspx?f=/files/Announcements/Consultation/2017/20170403_Revised%20online%20forex%20policy_clean.pdf

⁽⁶⁾ La Ley administrativa general de DE-BaFin fue publicada el 8 de mayo de 2017, y los proveedores de CFD tuvieron que aplicar medidas relevantes para el 10 de agosto de 2017, la Ley está disponible en: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_170508_allgvfg_cfd_wa.html;jsessionid=BEF7FF8ADA6FF31D076D4DE32FBF8025.2_cid290?nn=7846960.

⁽⁷⁾ Las medidas previstas fueron anunciadas en la comunicación de la CNMV «Medidas en relación con la comercialización de CFD y otros productos especulativos entre clientes minoristas», de 21 de marzo de 2017.

⁽⁸⁾ *Consultation Paper 107 on the Protection of Retail Investors in relation to the Distribution of CFDs* (Informe de consulta 107 sobre la protección de los inversores minoristas en relación con la distribución de CFD).

- ix) El 10 de mayo de 2017, la EL-HCMC (Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς), la ANC griega, emitió una circular sobre la prestación de servicios de inversión en instrumentos financieros derivados OTC (incluidos los contratos de divisas al contado, CFD y las opciones binarias) a través de plataformas de comercialización electrónicas ⁽¹⁾; y
- x) En febrero de 2018, la PT-CMVM emitió una carta circular por la que se establecía que las empresas de inversión deben abstenerse de prestar servicios de comercialización relacionados con los derivados financieros asociados a criptomonedas si no son capaces de asegurar el cumplimiento de todas las obligaciones de información para con los clientes respecto de las características de los productos.
- (74) Además, la NO-Finanstilsynet (Finanstilsynet), la ANC noruega, publicó el 26 de febrero de 2018 un documento a consulta en el cual proponen, entre otras cuestiones, medidas similares en relación con los CFD que las propuestas por la AEVM en la consulta pública. El período de consulta es del 26 de febrero de 2018 al 26 de marzo de 2018 ⁽²⁾.
- (75) Otras ANC han advertido a los clientes minoristas en relación con los CFD. En particular:
- i) en diciembre de 2016, la AT-FMA emitió una advertencia en relación con los riesgos asociados a los CFD, los contratos de divisas al contado (*rolling spot forex*) y las opciones binarias;
- ii) en febrero de 2017, la IT-CONSOB emitió un comunicado específico para advertir a los clientes minoristas italianos acerca de los riesgos asociados a los CFD ⁽³⁾; y
- iii) en noviembre de 2017, la UK-FCA emitió una advertencia respecto de los riesgos asociados con los CFD en criptomonedas ⁽⁴⁾.
- (76) Asimismo, la NO-Finanstilsynet ha revocado la autorización de un proveedor de CFD tras una inspección in situ.
- (77) Como se demostró anteriormente, algunas acciones para enfrentar la preocupación relativa a la protección de los inversores que surgen a partir de la comercialización, distribución o venta de los CFD a clientes minoristas han sido aplicadas o consideradas por las ANC en 13 de los 28 Estados miembros. Estas medidas varían significativamente e incluyen, entre otras cuestiones, una prohibición de la comercialización de CFD a clientes minoristas, la incorporación de ciertos límites al apalancamiento, restricciones a la comercialización y un requisito para asegurar la protección ante un saldo negativo. No obstante, a pesar de que estas medidas han surtido algunos efectos, aún persiste una inquietud significativa relativa a la protección de los inversores.
- (78) Por ejemplo, en Francia, lugar donde se adoptó una de las medidas más sólidas de la Unión, la FR-AMF confirma que aún tiene preocupaciones asociadas con las características de estos productos y con que se sigan ofreciendo estos productos a clientes minoristas. A modo de ejemplo, si bien la FR-AMF ha registrado una reducción en la cantidad de reclamaciones en el 2017, aún observa una cantidad significativa (33 %) ⁽⁵⁾ de reclamaciones relacionadas con estos productos en comparación con la cantidad global de reclamaciones que recibe relativas a otros productos y servicios de inversión. En Polonia, la aprobación de medidas en julio de 2015 no ha sido suficiente para abordar la preocupación significativa relativa a la protección de los inversores. Como se mencionó anteriormente, un estudio llevado a cabo por la PL-KNF en el primer trimestre del 2018 mostró que el 79,69 % de los clientes perdió dinero en el 2017 y aumentó la pérdida media por cliente.
- (79) En contraste, en Bélgica, la BE-FSMA está satisfecha con el resultado de su acción, no obstante, la BE-FSMA prohíbe comercializar los CFD con clientes minoristas y, por ende, estos productos ya no pueden ser legalmente ofrecidos a estos clientes en Bélgica.
- (80) La AEVM no tiene pruebas fehacientes de que la prohibición de, frente a las restricciones, la comercialización, distribución o venta de CFD a clientes minoristas en la Unión, sea necesaria en esta etapa. Sin embargo, dado que las restricciones individuales aplicadas en las medidas nacionales que se tomaron hasta el momento que solo incluían algunos de los elementos de esta medida (por ejemplo, límites específicos de apalancamiento o restricciones de comercialización) demostraron ser insuficientes para resolver la preocupación relativa a la protección de los inversores identificada, la AEVM considera necesario imponer cada uno de los requisitos en esta Decisión como un paquete para alcanzar el nivel mínimo de protección de los clientes minoristas en toda la Unión.

⁽¹⁾ Circular n.º 56/10.5.2017 de la HCMC.

⁽²⁾ Disponible en: <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/455795d40fe4445f88a3b71b35079c94/horningsnotat—produktintervensjon.pdf>

⁽³⁾ La Comunicación de la CONSOB fue publicada el 13 de febrero de 2017 en el boletín informativo de la CONSOB que está disponible en: (Versión en italiano) <http://www.consob.it/web/area-pubblica/avvisi-ai-risparmiatori/documenti/tutela/cns/2017/ct20170207.html>; (versión en inglés) http://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/newsletter/documenti/english/en_newsletter/2017/year_23_n-05_13_february_2017.html#news2.

⁽⁴⁾ Disponible en: <https://www.fca.org.uk/news/news-stories/consumer-warning-about-risks-investing-cryptocurrency-cfds>

⁽⁵⁾ El 33 % de las quejas recibidas por la AMF en 2017 relacionadas con los CFD y las opciones binarias.

- (81) Asimismo, los CFD a menudo se comercializan, distribuyen y venden a través de cuentas de negociación en línea. Por consiguiente, una prohibición o restricción nacional resulta inadecuada para proteger a los clientes minoristas de los Estados miembros que no son aquellos donde se toma la medida cuando los proveedores de CFD operan en otros Estados miembros. Tal como lo demuestran los datos reunidos por la UK-FCA y la CY-CySEC ⁽¹⁾, los proveedores de CFD han podido alcanzar a clientes nuevos en toda la Unión de manera fácil y rápida al operar en línea. A modo de otro ejemplo que confirma la continua dimensión del negocio de la UE en esta área, la IT-CONSOB informó a la AEVM que todas las reclamaciones recibidas sobre los CFD y las opciones binarias en el plazo comprendido entre septiembre de 2017 y febrero de 2018 estaban relacionadas por completo con los proveedores de CFD que operan en Italia desde cinco Estados miembros diferentes por la libertad que existe para prestar servicios o actividades de inversión o por el derecho a establecer una sucursal en otros Estados miembros ⁽²⁾.
- (82) Habida cuenta de lo anterior, para que las medidas nacionales fueran eficaces para los clientes minoristas en toda la Unión, sería necesario que las ANC de todos los Estados miembros adoptaran medidas encaminadas a introducir, en un corto espacio de tiempo, el nivel mínimo común de protección de los inversores establecido en la presente Decisión. Dado que esto no ha ocurrido y debido a la urgencia de abordar esta inquietud identificada relativa a la protección de los inversores, la AEVM considera necesario ejercer sus facultades de restricción provisional de productos. El actual marco fragmentado brinda a los clientes minoristas un nivel de protección nulo o diferente en toda la Unión cuando invierten en los mismos productos complejos, en ocasiones con los mismos proveedores.
- (83) Por último, el uso de las facultades de supervisión por parte de las ANC de conformidad con el artículo 69 de la Directiva 2014/65/UE, por ejemplo en virtud del apartado 2, punto f) (prohibición provisional de la actividad profesional) y el punto t) (suspensión de la comercialización o venta por falta de cumplimiento de los requisitos del proceso de aprobación del producto), tampoco abordaría la inquietud significativa relativa a la protección de los inversores. Una medida de intervención se aplica a un producto o a una actividad relacionada con ese producto y, en consecuencia, se aplica a todas las empresas de servicios de inversión que ofrecen ese producto o actividad, en lugar de aplicarse al incumplimiento específico por parte de una empresa de inversión particular. Al abordar los riesgos que surgen a partir de la oferta de CFD a clientes minoristas en toda la Unión, la medida de restricción es más eficaz que el hecho de que las ANC intenten perseguir cada empresa por separado. Como se mencionó antes, las pruebas fehacientes muestran que se trata de un problema amplio de mercado y no se limita a las especificidades de proveedores particulares y que los riesgos fundamentales son inherentes al producto y al modelo de negocio de los proveedores. En consecuencia, las acciones de supervisión diversas y aisladas no evitarían inmediatamente que se cause un mayor daño a los clientes minoristas y no proporcionarían una alternativa adecuada al uso de los poderes de intervención de la AEVM. Debido a la naturaleza transfronteriza de la distribución de los CFD, el hecho de que afectan a más de un Estado miembro, la expansión de la distribución de los CFD en nuevas jurisdicciones y la proliferación de las diferentes medidas nacionales para abordar una preocupación similar relativa a la protección de los inversores (que, en última instancia, puede contribuir al riesgo de arbitraje regulatorio) se concluye que se consideran necesarias las medidas aplicadas en toda la Unión para asegurar un nivel común de protección en la Unión en su conjunto.

5. LA MEDIDA DE LA AEVM ABORDA LA PREOCUPACIÓN SIGNIFICATIVA RELATIVA A LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR IDENTIFICADA Y NO TIENE UN EFECTO PERJUDICIAL PARA LA EFICIENCIA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS O PARA LOS INVERSORES QUE RESULTE DESPROPORCIONADO CON RESPECTO A SUS BENEFICIOS [ARTÍCULO 40, APARTADOS 2, LETRA a) Y 3, Letra a), DEL REGLAMENTO (UE) N.º 600/2014]

- (84) Si se tiene en cuenta el tamaño y la naturaleza de la preocupación significativa relativa a la protección de los inversores, la AEVM considera necesario y proporcionado restringir provisionalmente la comercialización, distribución y venta de los CFD a clientes minoristas en las circunstancias en que se cumplan un conjunto de condiciones.
- (85) La restricción de la AEVM aborda la preocupación significativa relativa a la protección de los inversores permitiendo un nivel de protección apropiado y uniforme a los clientes minoristas que comercialicen con CFD en la Unión. Asimismo, no tiene un efecto perjudicial en la eficiencia de los mercados financieros o en los inversores desproporcionado con respecto a sus beneficios.
- (86) Los principales beneficios asociados a las medidas de restricción provisional de la AEVM son los siguientes:
- i) la reducción del riesgo de ventas abusivas de CFD y sus consecuencias financieras asociadas. Esto supone un gran beneficio para los clientes minoristas y para los mercados financieros en conjunto;

⁽¹⁾ En el Reino Unido y Chipre, donde la mayoría de los proveedores de CFD están establecidos, la CY-CySEC y la UK-FCA han informado un aumento en la cantidad de proveedores que se especializan en la venta de CFD a clientes minoristas en forma transfronteriza de 103 a 138 proveedores y de 117 a 143 proveedores entre el 2016 y el 2017, respectivamente.

⁽²⁾ Artículos 34 y 35 de la Directiva 2014/65/UE.

- ii) la reducción de los riesgos asociados al arbitraje regulatorio o de supervisión en distintas entidades y jurisdicciones;
 - iii) el restablecimiento de la confianza de los inversores en los mercados financieros, lo que incluye la confianza en los proveedores activos en este sector que hayan sufrido perjuicios a su reputación a raíz de los problemas a los que se han enfrentado los inversores.
- (87) La AEVM cree que las potenciales consecuencias y costes financieros a los que se enfrentarán los proveedores a la hora de aplicar las medidas de intervención de la presente Decisión serán con probabilidad tanto de naturaleza continua como excepcional y estarán asociados, *inter alia*, a:
- i) costes informáticos continuos y excepcionales;
 - ii) la actualización o evaluación de los arreglos procedimentales y organizativos existentes;
 - iii) costes pertinentes en materia de recursos humanos asociados a la aplicación de las medidas de intervención de la AEVM (entre los que se incluyen el personal de función de cumplimiento y personal que preste servicios de inversión pertinentes o brinde información sobre los productos);
 - iv) la potencial evaluación y actualización de los contratos existentes (*repapering*); y
 - v) la reducción de los volúmenes de ventas de los productos cubiertos por las medidas de intervención de la AEVM.
- (88) Es posible que algunos de estos costes sean asumidos los inversores.
- (89) A continuación, se referencia la incidencia prevista de las medidas de intervención con mayor detalle.

5.1. Protección de la garantía inicial

- (90) La AEVM considera necesario restringir la comercialización, distribución y venta de los CFD a los clientes minoristas mediante la aplicación de determinados límites de apalancamiento en función de la naturaleza del subyacente.
- (91) La introducción de estos límites de apalancamiento protegerá los clientes al exigirles el pago de una garantía inicial mínima para contratar un CFD. Este requisito se conoce como «protección de la garantía inicial». Esto limitará la exposición del notional de inversión del cliente en relación con la cantidad de dinero invertido. Puesto que los costes a los que se enfrenta un cliente están aumentando en la exposición notional de inversión, la protección de la garantía inicial reducirá la probabilidad de las pérdidas del cliente en comparación con las que se esperarían si el cliente negociara con un mayor apalancamiento ⁽¹⁾. Como se explica en profundidad más adelante, la investigación académica empírica corrobora este análisis y establece que los límites de apalancamiento mejoran la media de resultados de los inversores ⁽²⁾.
- (92) A la hora de llegar a conclusiones, la AEVM ha tenido en cuenta las respuestas a su consulta pública. Las respuestas de los proveedores, organizaciones comerciales y otras entidades interesadas a la consulta pública fueron, con algunas excepciones, generalmente negativas ante los límites de apalancamiento propuestos. El principal impacto para los proveedores debido a la imposición de límites de apalancamiento según se propuso fue un descenso previsto de los ingresos. Sin embargo, muchos de ellos indicaron que, en general, no se oponían a los límites de apalancamiento como medida de intervención, sino que se mostraban en desacuerdo con los límites específicos propuestos.
- (93) Los representantes de los consumidores se mostraron conformes con las medidas propuestas sobre CFD, entre las que se incluyen los límites de apalancamiento propuestos por la AEVM. En casi la mitad de las respuestas de los representantes de los consumidores, sin embargo, se propuso ir más allá de las medidas propuestas por la AEVM, mediante la adopción de medidas más estrictas, como límites de apalancamiento más estrictos o una prohibición íntegra de la comercialización, distribución o venta de los CFD a clientes minoristas.
- (94) La gran mayoría de las respuestas de los particulares mostraban un acuerdo o desacuerdo genéricos, habitualmente muy breve, de las medidas propuestas y únicamente un número muy limitado matizaron sus comentarios de manera sustancial. Una gran mayoría de estos particulares se mostraron contrarios a los límites de apalancamiento propuestos. Entre los pocos particulares que apoyaron las medidas propuestas por la AEVM, algunos mencionaron que consideraban que los clientes minoristas necesitan una capa adicional de protección a la hora de operar con estos instrumentos. Algunos hicieron referencia a las cuantías de las pérdidas que se habían producido a raíz de la negociación con CFD o expresaron quejas acerca del comportamiento agresivo mostrado por algunas empresas. En algunos casos, los inversores declararon que habían sido víctimas de fraude.

⁽¹⁾ Cuanto mayor sea el apalancamiento, será más probable que se produzcan pérdidas para el cliente, dado que los diferenciales y las tasas constituyen una gran proporción del margen inicial. Un mayor apalancamiento también hace que sea más probable que un cliente pierda un porcentaje dado del margen, lo que aumenta el riesgo de perjuicio material para el inversor.

⁽²⁾ *Should Retail Investors' Leverage Be Limited?* (¿Debería limitarse el apalancamiento de los inversores minoristas?) Rawley Z. Heimer y Alp Simsek. Documento de trabajo n.º 24176 de NBER, emitido en diciembre de 2017 y disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2150980.

- (95) Algunas respuestas a la consulta pública indicaron que apreciarían un mayor ajuste de las categorías empleadas para la protección de la garantía inicial. Una respuesta indicó diversos subyacentes específicos que reclasificar debido a su volatilidad. Tras un análisis cuantitativo en profundidad, la AEVM ha reasignado el índice europeo EuroSTOXX50 a la clase de activo de índices principales. También el NASDAQ-100 se ha añadido a esta clase.
- (96) La investigación existente indica que un apalancamiento menor está asociado a una mejora de los resultados para el cliente, entre los que se incluyen menores pérdidas por operación y comisiones totales por operación menores como una función de un menor volumen de negociación ⁽¹⁾.
- (97) En concreto, la investigación detallada de Rawley Z. Heimer y Alp Simsek, que compara los resultados de los clientes antes y después de la aplicación de los límites de apalancamiento en el mercado estadounidense, concluye que los límites de apalancamiento mejoraron los resultados para los clientes con mayor nivel de apalancamiento en 18 puntos porcentuales al mes y minimizaron sus pérdidas en un 40 % ⁽²⁾. Este estudio académico en profundidad demuestra una relación positiva entre un apalancamiento menor y un volumen menor de negociación, lo que contribuyó a una mejora de los resultados para los consumidores.
- (98) La AEVM no ha recibido ningún dato cuantitativo durante la consulta pública que demuestren que introducir una protección de la garantía inicial tiene por resultado un rendimiento en la inversión para los clientes minoristas.
- (99) Adicionalmente, la exigencia de una garantía inicial mínima abordará algunos de los riesgos de distribución relacionados con los CFD al garantizar que únicamente los clientes minoristas que sean capaces de registrar una garantía lo suficientemente elevada podrán operar con estos productos ⁽³⁾.
- (100) De igual forma, se espera que la protección de la garantía inicial también disminuya la probabilidad de que el proveedor de CFD fije su objetivo en un cliente minorista en masa por medio de cuentas de menor tamaño, apoyados por un apalancamiento más elevado. Probablemente animará a las empresas a centrarse en clientes minoristas sofisticados y clientes profesionales, en lugar de clientes minoristas menos sofisticados. Por tanto, la protección de la garantía inicial contribuirá a garantizar que los proveedores de CFD actúen en el mejor interés de los clientes en lugar de tratar de atraer nuevos clientes o expandir la cuota de mercado mediante niveles elevados de apalancamiento.
- (101) La protección de la garantía inicial también contribuirá a abordar el riesgo de conflictos potenciales de interés, particularmente cuando los proveedores de CFD no cubran contra las operaciones de los clientes y por tanto se beneficien directamente de las pérdidas de sus clientes, al reducir el riesgo de las empresas que se benefician de perder las operaciones de los clientes y los beneficios previstos de la operación. La medida refleja un planteamiento relativo a la protección del inversor común adoptado por algunas de las otras jurisdicciones internacionales ⁽⁴⁾.
- (102) La protección de la garantía inicial para cada subyacente ha sido establecido de acuerdo con la volatilidad de dicho subyacente empleando un modelo de simulación para evaluar la probabilidad de que un cliente pierda el 50 % de su inversión inicial en un plazo de tenencia adecuado ⁽⁵⁾. En concreto, la AEVM llevó a cabo una simulación cuantitativa de la distribución de los rendimientos que puede prever percibir un inversor con un único CFD en diferentes niveles de apalancamiento. El punto de partida de la simulación fueron aproximadamente 10 años de los datos diarios del precio de mercado (en la mayoría de casos) para diversos tipos de garantías habitualmente empleados en los CFD vendidos a los clientes minoristas ⁽⁶⁾. A efectos del análisis, la AEVM ha considerado un CFD que se liquide automáticamente si la garantía alcanza el 50 % de su valor inicial. La probabilidad simulada con la cual tiene lugar la liquidación depende (y está aumentando) del apalancamiento dado. Una métrica examinada fue la probabilidad de una liquidación (automática) de la garantía como una función de apalancamiento. Esta métrica permite que los límites de apalancamiento se establezcan de acuerdo con un modelo que se espera que aborde el detrimento en forma consistente para los diferentes tipos subyacentes.

⁽¹⁾ Véase Heimer, Rawley, y Simsek, Alp, *Should Retail Investors' Leverage Be Limited?* (¿Debería limitarse el apalancamiento de los inversores minoristas?). Documento de trabajo n.º 24176 de NBER, emitido en diciembre de 2017 y disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2150980.

⁽²⁾ *Should Retail Investors' Leverage Be Limited?* (¿Debería limitarse el apalancamiento de los inversores minoristas?). Rawley Z. Heimer y Alp Simsek. Documento de trabajo n.º 24176 de NBER, emitido en diciembre de 2017 y disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2150980.

⁽³⁾ Como tal, la protección del margen inicial debe también reducir la medida en la cual estos productos se distribuyen entre inversores particularmente vulnerables, como grupos de clientes de renta baja.

⁽⁴⁾ Los límites de apalancamiento están, por tanto, en vigencia en Estados Unidos, Japón, Hong Kong y Singapur. Los límites de apalancamiento y los requisitos de margen mínimo están también incluidos en el «Consultation Paper» (Documento de Consulta) con fecha de febrero de 2018 de IOSCO, disponible en: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD592.pdf>.

⁽⁵⁾ La FCA usó un marco analítico similar en su consulta publicado en diciembre de 2016. Disponible en: <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp16-40.pdf>.

⁽⁶⁾ En la mayoría de los casos, se usaron aproximadamente 10 años de datos. La excepción fue para algunos valores, para los que los datos de los precios solo estaba disponible para el período que comienza en la oferta pública inicial y las criptomonedas.

- (103) La AEVM consideró que, dadas la naturaleza minorista de los inversores y las estadísticas sobre las distribuciones de los períodos de tenencia de los CFD (con datos recopilados por las ANC), era apropiado establecer una protección de la garantía inicial al suponer que los clientes minoristas conservan un activo durante, al menos, un día. Para ofrecer un punto de referencia consistente, la AEVM simuló qué apalancamiento llevaría a obtener una liquidación de la garantía con un 5 % de probabilidad para diferentes activos subyacentes. El rango de resultados dentro de cada clase de activo luego informó la selección de los límites de apalancamiento. En la mayoría de los casos, los límites se establecieron con cautela hacia el extremo inferior del rango. Se tuvo en cuenta cuánto de amplia era la negociación de los diferentes activos. Por ejemplo, entre los CFD de productos básicos, tanto el petróleo como el oro a menudo son adquiridos por clientes minoristas, pero las simulaciones indican que el apalancamiento que implica una probabilidad del 5 % de liquidación de la garantía para los CFD de oro es casi el doble que el de los CFD del petróleo. El límite de apalancamiento para los CFD de oro es, por consiguiente, diferente al del petróleo y otros productos básicos. Determinar la protección de la garantía inicial de este modo, en particular a través de la simulación de posiciones que duran, al menos, un día, ofrece un nivel consistente y necesario de protección para los clientes minoristas que quizá no controlan en forma activa su posición en el transcurso de un día hábil o que quizá no puedan evaluar la necesidad de reacciones rápidas a la luz de la volatilidad del mercado subyacente. En el caso de los CFD de valores, los datos sugieren que, por lo general, la tenencia dura más que otros activos; por ende, se tuvo en cuenta períodos de tenencia de hasta 5 días.
- (104) La AEVM consideró enfoques alternativos para ajustar la protección de la garantía inicial. Por ejemplo, una opción sería establecer un único límite de apalancamiento para todas las CFD independientemente de su subyacente. No obstante, para la AEVM era apropiado hacer una distinción entre los diferentes tipos de subyacentes dadas las diferencias que existen en la volatilidad del precio histórico entre las diferentes clases de subyacentes y las diferencias en las estructuras típicas de comisiones dentro de la población de empresas de CFD actuales ⁽¹⁾ y las típicas conductas de los clientes.
- (105) Si bien la aplicación de la protección de la garantía inicial involucrará ciertos costes para los proveedores de CFD que tendrán que ajustar los límites de apalancamiento que actualmente están a disposición para los clientes minoristas, la AEVM espera que estos costes no serán desproporcionados comparados con los beneficios que acarrea la incorporación de tal protección. La AEVM también hace mención de que ya constituye una práctica estándar para los proveedores de CFD modificar a modo de rutina el apalancamiento ofrecido a sus clientes sobre la base del cambiante perfil de riesgo de ciertos activos.

5.2. Protección de liquidación de la garantía

- (106) Otra medida para proteger a los clientes minoristas es la protección de la liquidación de la garantía. Esta medida complementa la incorporación de la protección de la garantía inicial y reduce el riesgo de los clientes minoristas de perder más fondos significativos que los que habían invertido en un CFD en las circunstancias normales del mercado.
- (107) La provisión de la protección de la liquidación de la garantía y la estandarización del porcentaje en el que los proveedores de CFD están obligados a liquidar el CFD abierto de un cliente (al 50 % de la garantía inicial requerida) también están diseñadas para abordar la aplicación inconsistente de las prácticas de liquidación de la garantía por parte de los proveedores de CFD. Algunas ANC han observado que los proveedores de CFD permiten que los fondos de sus clientes caigan a un 0 - 30 % de la garantía inicial requerida para abrir un CFD ⁽²⁾. Al permitir que la garantía de los clientes se acerque a cero, los proveedores dejan que los clientes corran el riesgo de perder más de lo que depositaron, en particular durante un *gapping*. Por el contrario, un nivel de liquidación de la garantía demasiado alto dejaría expuesto a los clientes a ser liquidados con frecuencia, lo cual quizá no sea ventajoso para ellos. El límite del 50 % establecido en la medida de la AEVM reduce el riesgo de sufrir una pérdida sustancial por parte de los clientes y, por ende, es proporcional.

⁽¹⁾ Las suposiciones de los costes se basaron en los datos de costes provenientes de los proveedores de CFD. Las suposiciones de los costes variaron como parte de los controles de robustez, que no llevaron a cambios materiales en los resultados. Esto no indica que los diferenciales, las tarifas y los cargos no sean una fuente de detrimento material en general, especialmente a un nivel alto de apalancamiento. De hecho, estos costes son un motivo fundamental por el que la mayoría de los clientes minoristas pierden dinero y una fuente de pérdidas sustanciales para los clientes que comercializan muchas posiciones con frecuencia. Los controles de robustez simplemente indican que los típicos diferenciales, tarifas y cargos no hacen sustancialmente más probable la liquidación conforme a las suposiciones aplicadas. En el ejercicio de modelo, se simuló una sola posición de CFD en todos los casos.

⁽²⁾ Véase la nota a pie de página n.º 26.

- (108) En la consulta pública, la AEVM describió la protección de la liquidación de la garantía por posición individual. Tal enfoque tenía el objeto de abordar una cantidad de preocupaciones acerca de la aplicación de esta medida por cada cuenta de negociación de CFD del mercado actual. En particular, dado que la protección de la garantía inicial se aplica sobre la base del subyacente del CFD, aplicar una norma de liquidación de la garantía por posición aseguraría la aplicación eficaz de la protección de la garantía inicial para cada clase de subyacente y un tope máximo rígido en cada apalancamiento disponible por clase de subyacente. Otro motivo para justificar tal enfoque fue la intención de ayudar a asegurar que los clientes minoristas conozcan y entiendan su exposición a cada subyacente individual. En un principio, la AEVM propuso la aplicación de una norma de liquidación de la garantía a un 50 % del margen inicial por posición para ofrecer una protección eficaz a los clientes minoristas y, al mismo tiempo, reducir la complejidad del producto, mejorando la comprensión de los clientes minoristas de su exposición.
- (109) La AEVM ha tenido en cuenta las respuestas brindadas a su consulta pública. Una vasta mayoría de proveedores, intermediarios y empresas comerciales que respondieron a la consulta pública detalló sus preocupaciones acerca de una norma de liquidación de la garantía por posición. Respecto de los impactos en las empresas, los puntos fundamentales fueron los costes significativos de implementación de sistemas informáticos y y costes seguimiento continuo. Muchas respuestas de las empresas también alertaron acerca de la existencia de clientes que están familiarizados con las liquidaciones por cuenta. Además, los encuestados destacaron que aquellos inversores que implementan estrategias específicas de negociación ya no podrían usarlas con eficacia dado que las posiciones individuales podrían liquidarse en cierto momento si los clientes no recargan sus garantías para la posición específica, lo que resultaría en una exposición al mercado no anticipada para las posiciones restantes. Otro argumento que identifica potenciales consecuencias negativas de la liquidación de la garantía por posición indicaba que, debido a la liquidación de posiciones, los clientes tendrían que reabrir posiciones que podrían conducir a mayores costes de negociación.
- (110) Una parte sustancial de respuestas mencionaron preocupaciones similares respecto de las consecuencias negativas para los inversores de la liquidación de la garantía por posición. Los argumentos más frecuentes sostuvieron que una norma por posición inhibiría el uso de ciertas estrategias de negociación y exigiría a los inversores controlar continuamente sus posiciones dado que ya podrían confiar en ciertas coberturas.
- (111) La mayoría de los representantes de los consumidores estaban a favor de las medidas propuestas o, incluso, propusieron medidas mucho más restrictivas en relación con los CFD (como una prohibición total de la comercialización, distribución o venta de estos instrumentos financieros a clientes minoristas).
- (112) En la consulta pública, también hubo respuestas de empresas que estaban a favor de la norma de liquidación de la garantía por posición propuesta en esa consulta. Estas empresas indicaron que ya están aplicando tal enfoque y que están satisfechos con los resultados.
- (113) La AEVM llevó a cabo un análisis de los resultados esperados del inversor según si se aplicaba la norma de liquidación de la garantía por posición (un CFD se liquidará cuando su valor caiga por debajo del 50 % del valor de la garantía inicial) o por cada cuenta de negociación en CFD (un CFD se liquidará cuando el valor de todos los CFD abiertos conectados con la cuenta junto con todos los fondos de esa cuenta caiga por debajo del 50 % del valor de la garantía inicial total para todos esos CFD abiertos). En particular, evaluaba la frecuencia de la liquidación y el impacto de cristalizar las pérdidas de los clientes para una cartera simulada de posiciones de CFD en cada escenario. Este análisis no calculaba resultados numéricos precisos, lo que muestra que existe un rango extremadamente grande de potenciales carteras diferentes que un inversor podría tener. En lugar de eso, el análisis tenía en cuenta si en general se esperaba que alguna de las dos formas llevara a mejores resultados para los inversores. La conclusión general fue que el mejor resultado para el inversor en relación con una liquidación de la garantía por posición o por cuenta depende de los movimientos del precio de los subyacentes de los CFD en las carteras de inversión. Esto se explica porque tras una liquidación que sucedería conforme a una de las opciones pero no a la otra, el precio de un subyacente puede recuperarse o deteriorarse.
- (114) En general, la liquidación se esperaba que la opción por posición sucediera con un poco más de periodicidad suponiendo que la cartera del inversor fuera la misma en cada caso. No obstante, se espera que la liquidación sea un acontecimiento extraño en cualquiera de las opciones debido a la protección de la garantía inicial. Para los clientes con una sola posición en la cuenta de negociación de CFD, no habría ninguna diferencia entre la opción por cuenta y la opción por posición. A partir de la consulta pública, queda claro que existen muchas cuentas minoristas de negociación de CFD que incluyen solo una posición.

- (115) Si bien se espera que la diferencia de resultados entre la opción por posición y la opción por cuenta sea pequeña para muchos inversores (pero no se puede cuantificar con exactitud por falta de una cartera representativa), las respuestas de la consulta pública destacaron motivos adicionales de por qué una opción por cuenta puede ser mejor para algunos inversores. En primer lugar, al permitir ganancias de una posición para compensar las pérdidas de otra, una opción por cuenta respalda una cartera diversa de inversiones. En segundo lugar, en la medida en que la liquidación suceda con menos frecuencia en la opción por cuenta, reduce el alcance para los inversores de asumir los costes derivados de la reentrada de posiciones.
- (116) Teniendo en cuenta el análisis anterior y las respuestas de la consulta pública, la AEVM considera que la norma estandarizada de liquidación de la garantía por cuenta al 50 % de la protección de la garantía inicial total, vista como una medida individual que tomar además de otras medidas descritas en esta Decisión, es más proporcional como protección mínima a aplicar. En particular, esta norma debe ofrecer la liquidación de uno o más CFD conforme a términos más favorables para el cliente minorista con el fin de asegurar que el valor de la cuenta no caiga por debajo del 50 % de la protección de la garantía inicial total que se pagó para celebrar todos los CFD actualmente abiertos en cualquier momento. El valor de la cuenta para estos fines debe determinarse en virtud de los fondos de esa cuenta junto con toda ganancia neta latente de los CFD abiertos conectados a esa cuenta.
- (117) La protección de la liquidación de la garantía propuesta por la AEVM no impide que un proveedor aplique una norma de liquidación por posición al 50 % del requisito de la garantía inicial de la posición específica en lugar de una norma de liquidación por cuenta; de hecho esto podría reducir la complejidad para los clientes minoristas. Asimismo, al aplicar una norma de liquidación por posición al 50 %, el proveedor cumple intrínsecamente con el requisito de liquidación por cuenta dado que todas las posiciones únicas se liquidarán de acuerdo con la norma de liquidación del 50 %.

5.3. Protección del saldo negativo

- (118) La protección del saldo negativo tiene por objeto proteger a los clientes minoristas en circunstancias excepcionales donde exista un cambio de precio en la garantía que sea suficientemente grande y repentino como para evitar que el proveedor de CFD liquide la posición tal como lo exige la protección de liquidación de la garantía, lo que hace que el cliente tenga un valor de cuenta negativo. En otras palabras, los grandes eventos del mercado pueden ocasionar *gapping*, lo que impide que se aplique la protección automática de liquidación de la garantía. Varias ANC ⁽¹⁾ han observado que, tras esos eventos, los clientes adeudaron mucho más de lo que habían invertido y, como resultado, obtuvieron un saldo negativo en su cuenta de negociación de CFD.
- (119) El propósito de la protección del saldo negativo es garantizar que las pérdidas máximas del inversor ocasionadas a partir de la negociación de CFD, incluidos todos los costes relacionados, se limiten al total de fondos relacionados con la negociación de CFD que se encuentran en la cuenta de negociación de CFD del inversor. Esto debe incluir todos los fondos pendientes de pago en esa cuenta por las ganancias netas de la liquidación de los CFD abiertos conectados con esa cuenta. El inversor no debe incurrir en responsabilidades adicionales relacionadas con su negociación de los CFD. Otras cuentas no deben formar parte del capital en riesgo del inversor. En caso de que una cuenta de negociación también incluya otros instrumentos financieros (por ejemplo: organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios o acciones), solo son capital en riesgo los fondos usados explícitamente para negociar CFD y no aquellos usados para otros instrumentos financieros.
- (120) El propósito de la protección del saldo negativo es, además, brindar un mecanismo de respaldo ante condiciones extremas del mercado. La AEVM llevó a cabo un análisis del evento relacionado con el franco suizo en enero de 2015 para evaluar su impacto directo en los inversores en distintos escenarios ⁽²⁾. Estos escenarios fueron los siguientes:
- i) Protección frente a todo saldo negativo en una cuenta de negociación de CFD de un cliente minorista;
 - ii) Protección frente a todo saldo negativo en cada posición de CFD de un cliente minorista; y
 - iii) No protección de saldo negativo.

⁽¹⁾ Por ejemplo, la DE-BaFin indicó que algunos inversores perdieron más dinero de lo que habían invertido debido a la decisión del Banco Nacional Suizo de ya no fijar el franco suizo al euro. Disponible en: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_170508_allgvfg_cfd_wa_en.html

⁽²⁾ El «evento relacionado con el franco suizo» hace referencia a la repentina apreciación del franco suizo frente al euro a la orden del 15 % que tuvo lugar el martes, 15 de enero de 2015.

- (121) Al evaluar estas opciones, la AEVM observó que el impacto directo en los inversores a partir de las diferentes opciones en el caso de eventos extremos de mercado tenía que ser comparado con los costes acumulables resultantes de la provisión de esta protección. En particular, los proveedores de CFD tendrían que enfrentar costes acumulables atribuibles al capital o la cobertura adicional como parte de su gestión del riesgo. Parte de estos costes podrían, de hecho, traspasarse a los inversores mismos en concepto de diferenciales más elevados u otros cargos.
- (122) Por otro lado, otro riesgo importante de gran detrimento del consumidor que surge por la falta de la protección del saldo negativo es la posibilidad de que un inversor adeude dinero a una empresa como resultado de las condiciones extremas del mercado. Una situación tal perjudica especialmente a los inversores sin una liquidez disponible considerable⁽¹⁾. La AEVM decidió aprobar una protección de saldo negativo por cuenta de negociación de CFD como una manera de abordar esta fuente que puede causar un gran detrimento al tiempo que se reducen los costes asociados para las empresas y los inversores. En particular, la AEVM consideró que la imposición de una protección del saldo negativo para cada CFD hubiera ocasionado un riesgo e impuesto costes desproporcionados para los inversores y las empresas. Si se introdujera una protección del saldo negativo por posición, las empresas tendrían que condonar las pérdidas del cliente que superen los fondos destinados a esa posición, incluido la garantía inicial y toda garantía adicional pagada por el cliente. Dado que la protección del saldo negativo no permitiría la compensación de una pérdida significativa con otras posiciones en una cartera del cliente, una norma por posición aumentaría el riesgo de mercado asumido por las empresas. Esto probablemente provocaría un aumento de los requisitos de capital para las empresas, cuyos costes es probable se trasladen a los clientes minoristas.
- (123) Respecto de la propuesta de una protección del saldo negativo, la mayoría de los proveedores, intermediarios y empresas comerciales expresaron una visión positiva. Algunos proveedores pidieron mayor clarificación de esta norma. Las preocupaciones planteadas se relacionaban con el impacto de las medidas en los requisitos de capital de las empresas y con la posibilidad de que los clientes usen esto para especular en contra de los proveedores al ingresar dos posiciones opuestas con el mismo intermediario en diferentes cuentas. Los representantes de los consumidores se mostraron positivos frente a las medidas propuestas, incluida la protección del saldo negativo. En general, las personas que respondieron a la consulta pública y que se refirieron explícitamente a las propuestas sobre la protección del saldo negativo se mostraron positivas respecto de estas propuestas.
- (124) La AEVM ha tenido en cuenta los efectos para los proveedores de CFD al proporcionar una protección del saldo negativo, así como el detrimento sustancial para los clientes minoristas, el cual puede producirse sin esta protección. La AEVM considera que, en conjunto, la protección del saldo negativo por cuenta de negociación de CFD aborda la preocupación relativa a la protección de los inversores identificada y es proporcionada.

5.4. Alertas sobre los riesgos

- (125) Otra medida para abordar los riesgos que corren los clientes minoristas en relación con los CFD es requerir la provisión de alertas sobre los riesgos para empresas específicas que sean estandarizadas y eficaces, lo que incluye información sobre el porcentaje de pérdidas de las cuentas de clientes minoristas. Como se indicó anteriormente, varias ANC han notado la baja calidad de las alertas sobre los riesgos que se proporcionan a los clientes y han informado que, a menudo, los proveedores de CFD no establecen claramente el riesgo elevado y la naturaleza compleja de los productos. En particular, las alertas sobre los riesgos con frecuencia no explican claramente el potencial de sufrir pérdidas rápidamente que podrían exceder el dinero invertido por los clientes o los mensajes se diluyen por la forma en la que se presentan las alertas o por las declaraciones sobre las posibles ganancias.
- (126) En sus respuestas a la consulta pública, solo una minoría de proveedores e intermediarios se opusieron a introducir una alerta sobre los riesgos estandarizada. Algunas empresas señalaron que aprecian un porcentaje de pérdida específico de cada empresa en lugar de una alerta más estandarizada. Los representantes de los consumidores estaban divididos ya que casi la mitad de las respuestas indicaron que estaban a favor de medidas más estrictas en los CFD (por ejemplo una prohibición). Aquellos representantes que mencionaron explícitamente la alerta sobre los riesgos en su respuesta estaban a favor de la propuesta, siempre que se considere en combinación con las demás medidas propuestas.

⁽¹⁾ En una situación como tal, el detrimento causado era evidente en relación con el crack del franco suizo, donde algunos inversores, sin darse cuenta, se tornaron responsables de decenas de miles de euros, sumas que no podían pagar.

- (127) Las alertas sobre los riesgos para empresas específicas que se introdujeron en esta Decisión brindarían a los clientes minoristas datos importantes acerca de estos productos particulares, a saber, el porcentaje de las cuentas minoristas que pierden dinero al operar CFD. Un estudio mostró que una alerta sobre los riesgos estandarizada mejoró notablemente el entendimiento del cliente minorista del producto, incluida la posibilidad de perder más dinero del invertido y la probabilidad de obtener ganancias ⁽¹⁾.
- (128) El requisito que establece que los proveedores de CFD indiquen el porcentaje de las cuentas del cliente minorista a pérdida está pensado para compensar la tendencia que tienen los proveedores de CFD a destacar el potencial de ganancias por sobre el de pérdidas.
- (129) Asimismo, se espera que las alertas respalden a los clientes minoristas a la hora de tomar una decisión informada acerca de si desean proceder con un producto de riesgo elevado que, posiblemente, produzca una pérdida en lugar de una ganancia.
- (130) Con el fin de alertar a los inversores sobre el riesgo de pérdidas relacionado con invertir en CFD, la AEVM considera que cada proveedor de CFD debe informar a los clientes el porcentaje de sus cuentas de negociación de CFD de clientes minoristas que perdió dinero en los últimos 12 meses. Para garantizar que esa cifra esté actualizada, este cálculo debe hacerse trimestralmente. El porcentaje mostrado debe mostrarse de manera simple y clara como parte de una alerta sobre los riesgos en cada comunicación del proveedor.
- (131) Se tendrán en cuenta las ganancias y las pérdidas obtenidas y latentes a la hora de determinar si una cuenta perdió dinero. Las ganancias y las pérdidas obtenidas se relacionan con las posiciones de CFD que fueron liquidadas durante el período de cálculo. Las ganancias y las pérdidas latentes se relacionan con el valor de las posiciones abiertas al final del período de cálculo. Con el fin de ofrecer el panorama completo del porcentaje de cuentas que obtuvieron una ganancia o una pérdida, en el cálculo se deben tener en cuenta todos los costes relacionados con la negociación de CFD.
- (132) Para los proveedores de CFD recientemente establecidos y los proveedores de CFD que no hayan tenido ninguna posición de CFD abierta en los últimos 12 meses, no es posible calcular tal porcentaje en los últimos 12 meses. Para estas empresas, la presente Decisión establece una alerta sobre los riesgos estandarizada en la que se hace referencia a los porcentajes encontrados por las ANC en sus estudios existentes.
- (133) Como se indicó anteriormente, casi todos los proveedores que respondieron a la consulta pública respaldaron o fueron neutrales respecto de la alerta sobre los riesgos estandarizada. Los encuestados que dieron una respuesta negativa, o bien cuestionaron la eficacia de una alerta sobre los riesgos o bien no estaban de acuerdo con los porcentajes encontrados por los estudios de las ANC. Un comentario frecuente es que las empresas solicitaban una versión más resumida de la alerta sobre los riesgos que las empresas pudieran usar para mercadotecnia digital.
- (134) La AEVM ha considerado la posibilidad de requerir una alerta genérica sobre los riesgos que informe solo el riesgo de que los clientes minoristas pueden perder dinero rápidamente debido al apalancamiento de los CFD o una alerta más específica basada en las pérdidas medias para los clientes minoristas según los estudios de las ANC. La opción anterior ha sido descartada porque no era eficaz para hacer notar a los clientes minoristas el riesgo real, sobre todo de la negociación de CFD. La última opción ha sido descartada porque estos estudios no reflejan las especificidades (por ejemplo: una empresa que ofrece solo ciertos tipos de CFD). Si bien hacer cálculos para empresas específicas puede ser más oneroso para los proveedores que una alerta genérica sobre los riesgos, en consonancia con los comentarios de la consulta pública, la AEVM cree que son necesarios para alertar adecuadamente a los inversores sobre el riesgo de las pérdidas.
- (135) Un riesgo que la AEVM y las ANC reconocen del porcentaje de pérdidas para empresas específicas es que estos porcentajes se usarán para fines de mercadotecnia en lugar del propósito original: ser una alerta sobre los riesgos. Por estos motivos, las ANC deben controlar que las empresas de inversión no usen los porcentajes para empresas específicas de una manera inapropiada y revisarán la aplicación de esta medida.

⁽¹⁾ En particular, antes de mostrar la alerta sobre los riesgos estandarizada, el 66 % de los participantes del estudio indicó con exactitud que los CFD son más riesgosos que las cuentas de ahorro, los bonos y los fondos indexados, el 50 % indicó con exactitud que podría perder más dinero del invertido en CFD y el 54 % dijo con exactitud que la mayoría de los clientes perdió dinero usando estos productos. Tras haber mostrado la alerta sobre los riesgos estandarizada en la página web de la empresa, el estudio mostró que el 90 % de los participantes describió con exactitud el perfil de riesgo de los CFD (es decir, que son más riesgosos que los otros activos descritos). Para los clientes que dijeron erróneamente que todos los inversores ganan dinero, la probabilidad de que un cliente responda con precisión (al indicar que la mayoría de los inversores pierde dinero) era del 91,5 %. Esto indica que las alertas sobre los riesgos estandarizadas, incluida la divulgación del rendimiento de la cuenta del cliente, puede mejorar significativamente el entendimiento de los clientes del producto. From Mullett, T.L. & Stewart, N. (2017) *The effect of risk warning content for contract for difference products*. (El efecto del contenido de la alerta sobre los riesgos para los contratos por diferencias). Documento de trabajo Este trabajo fue financiado por una beca de investigación pública, pero fue desarrollado en consulta con la UK-FCA.

- (136) En consonancia con los comentarios de la consulta pública, la AEVM considera que un enfoque más proporcionado también adaptaría la alerta sobre los riesgos al tipo de canal de comunicación usado. Por esta razón, en esta Decisión se establece una alerta abreviada sobre los riesgos para las comunicaciones a través de medios no durables, como las aplicaciones móviles o las publicaciones en redes sociales.

5.5. La prohibición de los beneficios monetarios y no monetarios

- (137) La medida final para abordar los riesgos relacionados con la distribución de CFD a clientes minoristas es una prohibición de los beneficios monetarios (por ejemplo los llamados «bonus de negociación») y ciertos tipos de beneficios no monetarios. Las promociones financieras que ofrecen bonus u otros incentivos para negociar CFD a menudo distraen a los clientes minoristas de la naturaleza de alto riesgo de los productos CFD. Atraen clientes minoristas que quizá, de otra forma, no elegirían invertir en estos productos. A menudo, esos beneficios se ofrecen con la condición de que los clientes depositen dinero en una cuenta o ejecuten cierto volumen de operaciones.
- (138) No obstante, la prohibición de los beneficios de la AEVM no incluye a la información y las herramientas de investigación que se proporcionen a los clientes minoristas, siempre que estas se relacionen con los CFD (excluidos los beneficios no monetarios), ya que ayudarían a los clientes a tomar decisiones.
- (139) La mayoría de las respuestas de los proveedores, empresas de negociación e intermediarios estaban a favor de las medidas relacionadas con el incentivo de los clientes. También los representantes de los consumidores que se refirieron explícitamente a estas medidas se mostraron a favor. Tendiendo en cuenta los riesgos que representan estos beneficios para los clientes minoristas, la AEVM estima necesario y proporcionado restringirlos.

5.6. Principio de proporcionalidad general

- (140) Los instrumentos no vinculantes de la AEVM en este ámbito han alcanzado el límite de su efectividad. En este contexto, la AEVM reconoce que, concretamente en lo que respecta a la gobernanza de los productos, los principios de gobernanza de los productos ya forman parte de la cultura de supervisión de los servicios financieros de la Unión. En noviembre de 2013, las Autoridades Europeas de Supervisión (AES) emitieron una Posición Común *Manufacturers' Product Oversight and Governance Processes* por la que se establecen los principios de nivel elevado aplicables a los procesos de gobernanza y vigilancia de los instrumentos financieros ⁽¹⁾. En febrero de 2014, la AEVM emitió un dictamen *MiFID practices for firms selling complex products* (Prácticas para las empresas que venden productos complejos en materia de MiFID) ⁽²⁾ y, en marzo de 2014, emitió un dictamen *Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements* (Productos minoristas estructurados: prácticas recomendadas para los arreglos de gobernanza del producto) ⁽³⁾. Asimismo, a partir de marzo de 2007, está vigente la orientación que establece los principios de gobernanza del producto en el Reino Unido ⁽⁴⁾.
- (141) A pesar de estos principios de supervisión y los requisitos regulatorios descritos en esta Decisión, el detrimento en relación con la comercialización, distribución o venta de CFD a clientes minoristas continuó desarrollándose en los últimos años.
- (142) La medida global de la AEVM es necesaria y proporcionada para abordar la inquietud relativa a la protección de los inversores que se ha identificado. En general, se espera que reducirá las pérdidas anormales y significativas que experimentan los clientes minoristas en CFD y que mejorará el conocimiento de los clientes minoristas sobre los riesgos relacionados con estos productos. Los beneficios obtenidos al abordar de la manera que se propone la preocupación relativa a la protección de los inversores identificada tienen mayor peso que las posibles consecuencias para los proveedores de CFD, incluidos los costes de aplicación asociados con el cumplimiento de estos requisitos y una posible reducción de las ganancias de los proveedores de CFD (a través de volúmenes inferiores de negociación, comisiones inferiores de transacción pagadas por los clientes y pérdidas inferiores para los clientes).
- (143) Asimismo, la medida de la AEVM se aplicará a partir de los dos meses de la publicación de esta Decisión en el Diario Oficial de la Unión Europea. Esto otorga un plazo de preaviso de dos meses tras la presentación y publicación oficial que tiene por objeto equilibrar el interés de los clientes minoristas con una reducción inmediata del detrimento que surge de la negociación actual de CFD y la necesidad de permitir el tiempo suficiente para que los participantes relevantes del mercado organicen y cambien su modelo de negocio de una manera ordenada.

⁽¹⁾ Posición común sobre «Los principios para la vigilancia de la producción y los procesos de gobernanza de los fabricantes» (JC-2013-77).

⁽²⁾ Dictamen *MiFID practices for firms selling complex products* AEVM/2014/146. Este dictamen incluía específicamente referencias a los CFD y las opciones binarias.

⁽³⁾ Dictamen *Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements* (AEVM/2014/332).

⁽⁴⁾ *The Responsibilities of Providers and Distributors for the Fair Treatment of Customers* (Responsabilidad de los proveedores y distribuidores para el trato equitativo de los consumidores) https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/document/RPPD_FCA_20130401.pdf. Esta orientación está conectada con los Principios para los negocios del Reino Unido (PRIN) https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/document/rppd/RPPD_Full_20180103.pdf.

- (144) Esta Decisión establece los requisitos comunes que buscan proporcionar un nivel mínimo necesario de protección para los clientes minoristas en toda la Unión, además de los requisitos existentes. No pretende impedir que las ANC ni los proveedores de CFD aseguren un mayor nivel de protección para el inversor, por ejemplo, al aplicar requisitos de garantías iniciales más elevados.

6. LA MEDIDA NO CREA UN RIESGO DE ARBITRAJE REGULATORIO [ARTÍCULO 40, APARTADO 3, LETRA b), DEL REGLAMENTO (UE) N.º 600/2014]

- (145) Habida cuenta de la naturaleza de los riesgos identificados, del número y tipo de inversores afectados y de las medidas nacionales propuestas por varios Estados miembros, la medida de la AEVM garantizará un enfoque mínimo común en toda la Unión. La AEVM también ha valorado el riesgo de que los proveedores que ofrecen CFD actualmente pudieran tratar de ofrecer productos con características comparables, tales como contratos de opciones y de futuros, *swaps* y acuerdos sobre tipos de interés futuros. Los encuestados sobre la consulta pública confirmaron que hay similitudes entre los CFD y estos productos. Por lo tanto, si bien las pruebas de la AEVM principalmente se refieren a la negociación con CFD, la AEVM y las ANC también supervisarán estrechamente si dichas tendencias nuevas de distribución desarrollan consecuencias perjudiciales similares para los clientes minoristas y si hay esfuerzos por parte de los proveedores de CFD de eludir estas medidas de intervención, y actuarán según corresponda.
- (146) Adicionalmente, las medidas de intervención provisional de la AEVM se aplican a todos los proveedores de CFD y cualquier otra persona que a sabiendas e intencionadamente contribuyan a una violación de las medidas que correspondan al ámbito del Reglamento (UE) n.º 600/2014. Si bien el alcance de las entidades que se correspondan con el artículo 40 de este Reglamento a tenor de las sociedades gestoras de fondos debe en última instancia abordarse a escala legislativa para mejorar la seguridad jurídica ⁽¹⁾, la AEVM ha considerado el ámbito a efectos de arbitraje regulatorio. La AEVM ha determinado que, a la luz del detrimento del inversor demostrado anteriormente, las medidas propuestas tienen un alcance de aplicación lo suficientemente amplio y, por tanto, son capaces para abordar la preocupación significativa relativa a la protección de los inversores que surge de la comercialización, la distribución o la venta de los CFD.

7. CONSULTA Y NOTIFICACIÓN [ARTÍCULO 40, APARTADOS 3, LETRA c), Y 4, DEL REGLAMENTO (UE) N.º 600/2014]

- (147) Dado que las medidas propuestas podrán, en cierta medida, referirse a los derivados de materias primas agrícolas, la AEVM ha consultado a los organismos públicos con competencia en la supervisión, administración y regulación de los mercados agrícolas físicos en virtud del Reglamento (CE) n.º 1234/2007 del Consejo ⁽²⁾. La AEVM recibió respuestas del Bundesministerium für Ernährung und Landwirtschaft (Alemania), del Ministerio de Agricultura (Letonia) y el Ministerio de Agricultura y Silvicultura (Finlandia). Quienes contestaron no han formulado ninguna objeción a la aprobación de las medidas propuestas.
- (148) La AEVM notificó a las ANC la Decisión propuesta.

HA ADOPTADO LA PRESENTE DECISIÓN:

Artículo 1

Definiciones

A efectos de la presente Decisión:

- (a) el «*contrato por diferencias*» o «*CFD*» es un instrumento derivado distinto a un contrato de opciones, de futuros, *swaps* o acuerdos sobre tipos de interés futuros cuyo propósito es ofrecer al titular una exposición larga o corta a las fluctuaciones en el precio, nivel o valor de un instrumento subyacente, con independencia de si se comercializa en una plataforma de negociación, y que debe o puede liquidarse en efectivo a elección de una de las partes por motivos distintos al incumplimiento u otra condición de rescisión del contrato;

⁽¹⁾ La AEVM ha enfatizado el riesgo de arbitraje regulatorio en su dictamen del 12 de enero de 2017 «Impact of the exclusion of fund management companies from the scope of the MiFIR Intervention Powers» (Impacto de la exclusión de las empresas de gestión de fondos del ámbito de los poderes de intervención de MiFIR) (AEVM50-1215332076-23), en que se expresan inquietudes sobre el riesgo del arbitraje regulatorio y una posible reducción de la eficacia de medidas de intervención futuras que surgen de la exclusión de determinadas entidades del ámbito de las medidas pertinentes (empresas de gestión de inversión colectiva en valores mobiliarios y gestores de fondos de inversión alternativos). La Comisión ha propuesto una serie de modificaciones para mejorar la seguridad jurídica a este respecto mediante la modificación del Reglamento (UE) n.º 600/2014 [COM(2017) 536/948972].

⁽²⁾ Reglamento (CE) n.º 1234/2007 del Consejo, de 22 de octubre de 2007, por el que se crea una organización común de mercados agrícolas y se establecen disposiciones específicas para determinados productos agrícolas (Reglamento único para las OCM) (DO L 299 de 16.11.2007, p. 1).

- (b) el «*beneficio no monetario excluido*» es cualquier beneficio no monetario distinto, siempre que se refiera a los CFD, proporcionar información y herramientas de investigación;
- (c) la «*garantía inicial*» es cualquier pago a efectos de entrada en un CFD, excluidas las comisiones por operación o cualquier otro coste relacionado;
- (d) la «*protección de la garantía inicial*» es la garantía inicial determinado en el Anexo I;
- (e) la «*protección de la liquidación de la garantía*» es la liquidación de uno o más de los CFD abiertos de un cliente minorista en las condiciones más ventajosas para un cliente en virtud de los artículos 24 y 27 de la Directiva 2014/65/UE cuando la suma de los fondos en la cuenta de operaciones del CFD y las ganancias netas no realizadas de todos los CFD abiertos asociados a esta cuenta desciendan a menos de la mitad de la totalidad de la *protección de la garantía inicial* para todos esos CFD abiertos;
- (f) la «*protección del saldo negativo*» es el límite de la responsabilidad agregada del cliente minorista por todos los CFD asociados a una cuenta de operaciones de CFD con un proveedor de CFD para los fondos en dicha cuenta.

Artículo 2

Restricción provisional de los CFD en lo que se refiere a los clientes minoristas

La comercialización, distribución o venta a clientes minoristas de CFD está restringida a circunstancias en que al menos todas las siguientes condiciones se cumplan:

- (a) que el proveedor de CFD exija al cliente minorista el pago de la *protección de la garantía inicial*;
- (b) que el proveedor de CFD proporcione al cliente minorista la *protección de la liquidación de la garantía*;
- (c) que el proveedor de CFD proporcione al cliente minorista la *protección del saldo negativo*;
- (d) que el proveedor de CFD no proporcione de manera directa o indirecta al cliente minorista un pago, un beneficio monetario o *beneficio no monetario excluido* en relación con la comercialización, distribución o venta de un CFD distintos de los beneficios que se obtengan en cualquier CFD proporcionado; y
- (e) que el proveedor de CFD no envíe directa o indirectamente una comunicación a un cliente minorista o publique información accesible por el mismo sobre la comercialización, distribución o venta de un CFD salvo que incluya una advertencia de riesgo adecuada que cumpla con lo especificado en las condiciones del Anexo II.

Artículo 3

Prohibición de participar en prácticas de elusión

Estará prohibida la participación a sabiendas e intencionada en actividades cuyo objeto o efecto sea eludir los requisitos dispuestos en el artículo 2, incluida la actuación como un sustituto del proveedor de CFD.

Artículo 4

Entrada en vigor y aplicación

La presente Decisión entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Esta Decisión se aplicará a partir del 1 de agosto de 2018 durante un período de tres meses.

Hecho en París, el 22 de mayo de 2018.

Por la Junta de Supervisores
Steven MAIJOOR
El Presidente

ANEXO I

PORCENTAJES DE GARANTÍA INICIAL POR TIPO DE INSTRUMENTO SUBYACENTE

- (a) 3,33 % del valor nominal del *CFD* cuando el cambio de divisas subyacente esté compuesto por dos de algunas de las siguientes monedas: dólar estadounidense, euro, yen japonés, libra esterlina, dólar canadiense o franco suizo.
 - (b) 5 % del valor nominal del *CFD* cuando el índice, el cambio entre divisas o el producto de materia prima subyacente sea:
 - (i) cualquiera de los siguientes índices de acciones: Financial Times Stock Exchange 100 (FTSE 100); Cotation Assistée en Continu 40 (CAC 40); índice de acciones Deutsche Bourse AG 30 (DAX30); Dow Jones Industrial Average (DJIA); Standard & Poors 500 (S&P 500); índice NASDAQ Composite (NASDAQ), índice NASDAQ 100 (NASDAQ 100); índice Nikkei (Nikkei 225); Standard & Poors / Australian Securities Exchange 200 (ASX 200); índice EURO STOXX 50 (EURO STOXX 50);
 - (ii) un cambio entre divisas compuesto por al menos una moneda que no esté listada en el punto a) anteriormente mencionado; u
 - (iii) oro;
 - (c) 10 % del valor nominal del *CFD* cuando el producto de materia prima o índice de acciones subyacente sea un producto de materia prima o cualquier índice de acciones distintos a los listados en el punto b) anteriormente mencionado;
 - (d) 50 % del valor nominal del *CFD* cuando el instrumento subyacente es una criptomoneda; o
 - (e) 20 % del valor nominal del *CFD* cuando el instrumento subyacente sea:
 - (i) una acción; o
 - (ii) por lo contrario, no se encuentre listado en este Anexo.
-

ANEXO II

AVSIOS DE ALERTAS SOBRE LOS RIESGOS

SECCIÓN A

Condiciones de la advertencia de los riesgos

1. La advertencia del riesgo debe darse en un formato que garantice su importancia, en un tamaño de fuente que sea al menos igual al tamaño predominante y en el mismo idioma empleado en la comunicación o la información publicada.
2. Si la comunicación o la información publicada se encuentra en un soporte duradero o una página web, la advertencia del riesgo debe darse en el formato especificado en la Sección B.
3. Si la comunicación o la información publicada se encuentra en un medio distinto a un soporte duradero o una página web, la advertencia del riesgo debe darse en el formato especificado en la Sección C.
4. La advertencia del riesgo debe incluir un porcentaje de pérdida actualizado específico al proveedor basado en una estimación del porcentaje de cuentas de operaciones de CFD provistas a los clientes minoristas por el proveedor de CFD que sufrió las pérdidas de dinero. La estimación deberá llevarse a cabo cada tres meses y cubrir un período de 12 meses antes de la fecha en que se haya realizado (el «período de estimación de 12 meses»). A efectos de la estimación:
 - a. se considerará que una cuenta de operaciones de CFD de un cliente minorista particular ha perdido dinero si la suma de todos los beneficios netos realizados y no realizados sobre los CFD asociados a una cuenta de operaciones de CFD durante el período de estimación de 12 meses es negativa;
 - b. cualquier coste relacionado con los CFD asociados a la cuenta de operaciones de CFD deberá incluirse en la estimación, incluidos los cargos, tasas y comisiones;
 - c. deberán excluirse de la estimación los siguientes elementos:
 - i. cualquier cuenta de operaciones de CFD que no disponga de un CFD abierto asociado a la misma en el período de estimación;
 - ii. cualquier beneficio o pérdida de los productos distintos a los CFD asociados a una cuenta de operaciones de CFD;
 - iii. cualquier depósito o retirada de fondos de la cuenta de operaciones de CFD;
5. Mediante la derogación de los párrafos segundo y cuarto, si en el último período de estimación de 12 meses un proveedor de CFD no ha provisto un CFD abierto asociado a la cuenta de operaciones de CFD de un cliente minorista, dicho proveedor de CFD deberá emplear la advertencia de riesgo estándar especificada en las Secciones D y E, según corresponda.

SECCIÓN B

Advertencia de riesgo específica al proveedor en un soporte duradero o una página web

Los CFD son instrumentos complejos y están asociados a un riesgo elevado de perder dinero rápidamente debido al apalancamiento.

[inserte el porcentaje por proveedor] % de las cuentas de inversores minorista pierden dinero en la comercialización con CFD con este proveedor

Debe considerar si comprende el funcionamiento de los CFD y si puede permitirse asumir un riesgo elevado de perder su dinero.

SECCIÓN C

Advertencia de riesgo específica al proveedor abreviada

[inserte el porcentaje por proveedor] % de las cuentas de inversores minoristas pierden dinero en la comercialización con CFD con este proveedor

Debe considerar si comprende el funcionamiento de los CFD y si puede permitirse asumir un riesgo elevado de perder su dinero.

SECCIÓN D

Advertencia de riesgo estándar en un soporte duradero o una página web

Los CFD son instrumentos complejos y están asociados a un riesgo elevado de perder dinero rápidamente debido al apalancamiento.

Entre un 74 y un 89 % de los inversores minoristas pierden dinero cuando comercializan con CFD.

Debe considerar si comprende el funcionamiento de los CFD y si puede permitirse asumir un riesgo elevado de perder su dinero.

SECCIÓN E

Advertencia de riesgo estándar abreviada

Entre un 74 y un 89 % de los inversores minoristas pierden dinero cuando comercializan con CFD.

Debe considerar si comprende el funcionamiento de los CFD y si puede permitirse asumir un riesgo elevado de perder su dinero.