

“Este documento es el anexo de una carta, de fecha 23 de enero de 2006, que la CNMV ha remitido al Presidente de la Asociación INVERCO. El objeto de esta carta es transmitirle una serie de criterios que la CNMV, para fortalecer la transparencia de los Fondos de inversión y mejorar la protección de los inversores, ha venido adoptando a la hora de autorizar y registrar nuevos Fondos de inversión”.

## **Criterios de la CNMV en el ámbito de la autorización y registro de los Fondos de Inversión**

### I) Criterios generales para mejorar la transparencia de los Fondos

- Revisión de la notificación de hechos relevantes y cartas a partícipes

Con el objetivo de evitar una deficiente o incompleta información a los inversores y garantizar a las gestoras que es definitivo el contenido de hechos relevantes y cartas a partícipes enviadas en aplicación del derecho de separación o de cambios esenciales en los folletos de los fondos, su revisión por la CNMV viene realizándose con carácter previo.

Asimismo, se está solicitando de las entidades que incluyan en las cartas una mención expresa al plazo previsto de registro de la actualización del folleto, que fija la entrada en vigor de las modificaciones comunicadas. Con ello, se consigue que el partícipe conozca, con la máxima certidumbre posible, la citada fecha de entrada en vigor.

- Revisión de la denominación de los fondos

La CNMV viene prestando especial atención desde hace tiempo a esta cuestión, intentando evitar que la denominación de un fondo induzca a error o transmita un mensaje que no se corresponda con las características del producto, especialmente, en lo que concierne a su rentabilidad potencial. En esta línea, no parecen adecuadas denominaciones tales como “Doble o triple rentabilidad”, “Alta rentabilidad”, “Doble o triple garantía”, “Rendimiento extra”, “Crecimiento garantizado” o “Elección óptima” cuando las características del fondo no se ajusten estrictamente a dichas denominaciones. También se está siendo cuidadoso en la revisión de los fondos que incorporan los conceptos de solidario, ético o inversión socialmente responsable a su denominación.

- Modificaciones en el folleto informativo

Como es bien conocido, la nueva normativa ha previsto importantes cambios estructurales en las IIC y, en consecuencia, en sus folletos, tales como la posibilidad de crear compartimentos y/o clases de participaciones. Desde hace meses estamos trabajando con el objeto de mantener las ventajas del folleto electrónico ante estas nuevas estructuras y, especialmente, con la intención de adaptar y reajustar el contenido del folleto simplificado para que cumpla su verdadera función, que no es otra que informar de forma breve (no más de 2 ó 3 páginas) y sencilla (con lenguaje claro) sobre los aspectos fundamentales del fondo para que el inversor puede tener una idea lo más exacta posible del producto que se plantea suscribir.

No obstante, y aunque no se dispone todavía de los desarrollos informáticos, consideramos conveniente incluir en los folletos simplificados una breve descripción inicial, a modo de resumen, de la política de inversión para que el inversor, de forma rápida, pueda conocer someramente el producto que se le ofrece. Creemos que esta medida es particularmente útil en fondos garantizados, al ser, frecuentemente, larga y compleja la descripción completa del objetivo de rentabilidad.

## II) Otros criterios adoptados

Con independencia de los criterios generales antes descritos, en algunos tipos de fondos se han adoptado algunos otros, más concretos, que contribuyen a los mismos fines y que se detallan a continuación:

- En aquellos fondos caracterizados en su política de inversión por ser gestionados activamente, creemos necesario que tanto el folleto informativo como la carta que se remita a partícipes mencionen que este tipo de gestión puede conllevar una alta rotación de la cartera, con el consiguiente incremento de los gastos de compra y venta de las posiciones.
- En los fondos con un objetivo de rentabilidad no garantizado y cuya estrategia prevea un plazo de vencimiento concreto, se incluirá en el folleto el compromiso del gestor de que, una vez que se produzca el vencimiento de la estrategia, se informará de su resultado (rentabilidad, expresada en términos de valor liquidativo y TAE) junto con la nuevas condiciones que tendrá el fondo en el futuro, mediante el envío de una carta a los partícipes y la notificación a la CNMV del correspondiente hecho relevante.
- En los fondos de gestión alternativa, es decir, cuando el objetivo de inversión no está referenciado a ningún índice y se trata de obtener rentabilidades absolutas independientes de la evolución de los mercados, consideramos muy útil que las gestoras informen a sus partícipes en los folletos simplificados del objetivo concreto de rentabilidad (no garantizado) que pretenden batir o alcanzar, acorde con el nivel de riesgo que establezcan en dichos folletos.
- Al igual que en el caso anterior y con el objeto de facilitar la comparación entre fondos de inversión con estos tipos de políticas, el criterio citado en el párrafo anterior se aplica a los fondos cuya característica más relevante sea la gestión del riesgo de la cartera a través del método VaR ("Value at Risk") u otros similares, o a aquéllos caracterizados por tener establecida una volatilidad máxima o media de su cartera.

## III) Criterios sobre transparencia en los fondos garantizados

Dada la importancia y el éxito de este producto entre los inversores en los últimos años, se dedica un apartado específico a los criterios adoptados para mejorar la transparencia en estas IIC:

- Al igual que en el resto de los fondos y como ya se ha comentado anteriormente, se considera necesaria la inclusión en los folletos simplificados de una descripción inicial del objetivo de rentabilidad garantizado a modo de resumen, lo que facilita la percepción del producto, habida cuenta de que las estructuras garantizadas suelen ser conceptualmente complejas.
- De la revisión detallada de la redacción y expresiones utilizadas en los folletos de fondos garantizados, se han identificado algunos criterios para su mejora, siendo los más notables los siguientes:

- Para los fondos que garanticen el 100% o más de la inversión inicial se ha sustituido la expresión “fondo garantizado” o “fondo garantizado de renta variable” por la de “fondo garantizado a vencimiento” lo que, creemos que se ajusta mejor a sus características.
- Para los fondos en los que el importe garantizado sea inferior al 100% de la inversión inicial, la expresión “fondo garantizado” se ha sustituido por la de “fondo con garantía parcial”, que define mejor su naturaleza.
- El término “cupón” se ha sustituido por el de “cantidad”, “importe” o “rendimiento variable” para referirse a posibles cantidades fijas garantizadas a vencimiento y para las cantidades que se prevea reembolsar.
- En las opciones asiáticas se ha pasado a utilizar la expresión “revalorización de la (o de una) media de las observaciones mensuales del índice...” en lugar de “revalorización media mensual del índice”. Además, se ha puesto especial cuidado en la forma de expresar las revalorizaciones, dada la posibilidad de ser malinterpretada por los partícipes. En particular, no se consideran apropiadas expresiones como “revalorización negativa” ni parece adecuado el uso del término “revalorización” en cada uno de los componentes que determinan la posible rentabilidad del fondo, cuando alguno de ellos puede ser negativo o cero. En estos casos, entendemos que hay que utilizar claramente los términos “beneficio” o “pérdida” para cada uno de los componentes.
- Descripción de la cartera del fondo. Para que se conozca mejor el funcionamiento de los fondos garantizados y los parámetros de los que dependerá su rentabilidad, cuando finalice el periodo de referencia a efectos de la garantía, se debe incluir en el folleto la proporción del patrimonio inicial que se invertirá en valores de renta fija, con una descripción de los rendimientos brutos que se estima percibir, y la parte que se invertirá en derivados, sus características y el coste previsto en porcentajes (el coste efectivo, si la operación ya se ha cerrado). También en este último apartado se describirán los posibles escenarios de rentabilidad, haciendo mención expresa, en todo caso, a la posibilidad de que el valor del derivado sea nulo si el mercado evoluciona desfavorablemente.
- Inclusión de ejemplos. En todos los folletos de fondos garantizados a vencimiento, y con la única finalidad de conseguir que la información de los ejemplos sea representativa de la evolución de los mercados, se ha de incluir, como anexo, al menos dos ejemplos históricos y de periodos consecutivos inmediatamente anteriores e idénticos al de la garantía, en los que se ponga de manifiesto la rentabilidad que hubiera obtenido el fondo. Si el periodo de garantía es superior a cuatro años, bastaría con un único ejemplo. Las rentabilidades de esta simulación deben incluirse también en el resumen del folleto.
- El efecto de la comisión de reembolso. Se debe advertir en el folleto simplificado que los reembolsos realizados antes del vencimiento de la garantía se realizarán al valor liquidativo aplicable a la fecha de solicitud, valorado a precios de mercado, recalcando que no existe garantía alguna y que resultará aplicable la comisión de reembolso, si la hubiera.
- Información de la rentabilidad en términos TAE. En los folletos simplificados de fondos garantizados de rentabilidad fija se ha de informar de la TAE equivalente al objetivo garantizado, con las siguientes particularidades adicionales:

- La TAE debe ser referida al periodo completo, no aceptándose que se refiera a subperiodos de distinta duración cuando al final del subperiodo no se garantiza el 100% de la inversión inicial.
- En los fondos cuyo objetivo de rentabilidad esté ligado al Euribor, se ha de incluir en la propia descripción de la garantía un ejemplo con un escenario que recoja la rentabilidad que se obtendría teniendo en cuenta la curva de tipos actuales, es decir, un escenario que incorpore las expectativas actuales sobre la evolución de los tipos de interés.
- En los fondos garantizados cuyo rendimiento sea mixto (aquéllos que incorporan una garantía de rentabilidad fija y un componente de rentabilidad variable en función de la evolución de algunas variables financieras), además, se debe informar de la TAE mínima que se obtendría cuando la parte correspondiente a la rentabilidad variable sea cero.
- Si existe un rendimiento máximo garantizado deberá informarse de la TAE máxima garantizada, debiendo destacarse en el resumen cuando sea relativamente baja.
- Fondos que incorporan una opción “look-back”. Se debe comunicar en la carta a partícipes la existencia del “look-back”, así como el periodo que abarca, dada la importancia que esta estructura puede tener en la rentabilidad del fondo.
- Envío por las gestoras de cartas de renovación de garantía sin que la operación OTC se haya cerrado. Teniendo en cuenta que se desconocen con exactitud los porcentajes garantizados, se debe informar claramente al inversor si las condiciones garantizadas al final son peores que las informadas originalmente, con una antelación mínima de un mes al inicio de la nueva garantía para que el partícipe decida, en su caso, el reembolso o traspaso sin gastos.
- Diseño de las estructuras de opciones. En cuanto al diseño de las estructuras que sustentan la garantía a vencimiento implícita en esta clase de fondos, la CNMV considera necesario revisar la coherencia de sus volúmenes con los niveles de negociación en los mercados españoles de los correspondientes subyacentes y así evitar consecuencias indeseadas en la evolución de las cotizaciones o su manipulación. Ha de recordarse que esta vinculación, pudiera provenir, de forma directa, a través del propio subyacente o, indirectamente, si el subyacente lo compone un índice o una cesta de valores dentro de los cuales estuviera agregada alguna acción española.

Si bien, dada la amplia variedad de opciones que están siendo utilizadas por estos fondos, es difícil establecer un criterio universal y válido para todas, conviene indicar una pauta mínima que facilite la propia auto-revisión de los participantes y la agilización del proceso administrativo de autorización. En concreto, se debe prestar especial atención en la elección de los precios o valores de referencia en las fechas en las que la opción tenga alguna evaluación, evitando, si el nominal de la opción lo permite, la referencia a precios de cierre de los mercados españoles, siendo preferible la utilización de precios medios o de un número suficiente de precios de cierre de diferentes sesiones.