

COMENTARIOS DEL COMITÉ CONSULTIVO DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES A LA PROPUESTA DE GUÍA TÉCNICA SOBRE REFUERZO DE LA TRANSPARENCIA DE IIC CON OBJETIVO CONCRETO DE RENTABILIDAD Y DE IIC DE RENTA FIJA CON ESTRATEGIA DE COMPRAR Y MANTENER

27 de marzo de 2023

1. INTRODUCCIÓN

La propuesta de Guía Técnica sometida a consulta (en adelante, la “**Guía**”) encuentra su motivación en la necesidad de actualizar los criterios establecidos en la Guía Técnica 1/2017, la cual limitaba su aplicación a los fondos de inversión con objetivo concreto de rentabilidad cuyo plazo fuese superior a tres años.

Mediante la actualización propuesta se pretende reforzar diferentes aspectos de los ya previstos, extendiendo además la aplicación de sus previsiones a IIC con estrategias de comprar y mantener, en el prisma de, como señala la propia consulta, reforzar la protección del inversor y su consentimiento informado al suscribir estos fondos.

De esta forma, la CNMV ejerce la capacidad normativa que le otorga el artículo 21 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, haciendo públicos los criterios, prácticas, metodologías o procedimientos que considera adecuados para el cumplimiento de la normativa aplicable.

La Guía contiene nueve apartados, en los que se incluyen, entre otras cuestiones, las siguientes:

- Los criterios aplicables a la información que se facilite al inversor sobre la rentabilidad estimada razonablemente esperable
- Los criterios aplicables sobre las advertencias a realizar a los inversores en relación a los efectos de la inflación y al riesgo de no valorar parte de sus operaciones durante el plazo de comercialización
- La extensión de las advertencias sobre el coste por liquidez a las IIC que proporcionen menos de doce ventanas de liquidez al año
- La extensión de las advertencias sobre el riesgo por plazo y sobre el coste por la liquidez del fondo a las IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener
- La aplicación de los criterios de la Guía a los fondos independientemente del plazo de duración de la estrategia o de su horizonte temporal, a excepción de lo previsto en el apartado Tercero de la Guía.

2. COMENTARIOS GENERALES

La propia evolución y realidad de los fondos de inversión en cuanto a su peso relativo y volumen absoluto en el ahorro-inversión de los inversores y consumidores hace preciso prestar una especial atención a la forma en que los mismos reciben las informaciones y advertencias requeridas a la hora de contratarlos. Pero además resulta evidente que, transcurridos ya seis años desde la publicación de la Guía Técnica 1/2017, la experiencia de registro y supervisora de la CNMV es suficiente como para actualizar los criterios fijados entonces.

Si a ello se le suma el incremento que en los últimos años ha experimentado el número de fondos de renta fija muy similares, en sus políticas de inversión, a los fondos con objetivo concreto de rentabilidad (los fondos con estrategia de comprar y mantener) resulta coherente y justificado extender a estos últimos las previsiones de la nueva Guía, en la medida de que para esta extensión teniéndose en cuenta en cuenta la diversa tipología de IIC dentro de las IIC de renta fija de comprar y mantener y cómo construyen la cartera. De lo contrario se generaría una distorsión indeseable y no justificada entre productos similares en lo relativo a la información y advertencias que reciben los inversores, lo que además puede generar afectación a la propia evolución del mercado.

Por ello, la unificación de los criterios supervisores relevantes relacionados con las IIC con objetivo concreto de rentabilidad y las IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener en un documento es una iniciativa bienvenida, y la Propuesta de Guía merece una opinión general positiva por parte del Comité que aprecia a) la utilidad que en materia de protección del inversor tienen sus previsiones, y b) la conveniencia de que productos similares reciban el mismo tratamiento regulatorio y sean objeto de equivalentes criterios.

En concreto, y en referencia a los objetivos que persigue la Guía, son varios los elementos que comportan la mencionada opinión positiva del Comité.

Por una parte, parece razonable y necesario, como ya se ha apuntado, extender la información sobre rentabilidad estimada a las IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener, dado que, pese a la no aplicación por las mismas de la posibilidad de no valorar las posiciones en derivados durante el periodo de comercialización, la propia estrategia de inversión que se aplica permite realizar una estimación razonable de la rentabilidad esperada, aunque esta posibilidad no se dé de la misma manera en todas las ICC de renta fija con estrategias comprar y vender y pudieran por tanto exceptuarse algunos casos que no cupiera la imposición con carácter general, como las que construyen la cartera de renta fija diariamente.

También la extensión de la advertencia sobre el riesgo por plazo a las IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener es valorada positivamente, así como la reducción del plazo de duración de la estrategia que genera la obligación de advertir, sin perjuicio del comentario que al respecto se formulará. Y la misma valoración merece a este Comité la extensión de la advertencia sobre la liquidez a las IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener, dado que dicha advertencia resulta fundamental para que los inversores dispongan de una información determinante para sus decisiones de ahorro-inversión, pudiendo añadirse además que en contextos de incertidumbre económica como el actual esta información se torna de especial relevancia. Y similar argumento, respecto a la conveniencia de las previsiones de la Guía, es aplicable a la incorporación de la advertencia sobre los efectos de la inflación

Sin perjuicio de lo que se expresara en la valoración de cada punto sí considera este Comité que sería necesario un plazo de adaptación, dado que algunas de las obligaciones impuestas en la Guía Técnica, fundamentalmente las que requieren que las SGIIC establezcan nuevos circuitos de comunicación (tanto en canales presenciales, como online) con las entidades comercializadoras, requerirán de la realización determinados desarrollos en los sistemas, y por tanto sería necesaria la inclusión de un periodo de adaptación de al menos 3 meses a las nuevas obligaciones establecidas en la Guía Técnica que no se recogían en la Guía 1/2017.

Por último, y aunque desde otra perspectiva, la aplicación del principio “cumplir o explicar” que prevé la Guía constituye un adecuado planteamiento para que la aplicación de las capacidades que la LMV otorga a la CNMV se incardine adecuadamente en dichas capacidades salvaguardando la seguridad jurídica necesaria.

En todo caso, y no obstante la positiva valoración expresada, el Comité desea formular los siguientes comentarios a diferentes apartados de la propuesta de Guía, a fin de cooperar en lo posible a la adecuada consecución de los objetivos que la CNMV persigue al respecto.

3. COMENTARIOS AL ARTICULADO DE LA GUÍA TÉCNICA PROPUESTA

1) Ámbito de aplicación (Apartado Primero de la Guía)

La Guía se dirige a las SGIIC (y a las SICAV autogestionadas) cuando registren IIC con objetivo concreto de rentabilidad que se acojan a la posibilidad de no valorar las posiciones en instrumentos financieros derivados durante un periodo concreto, y IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener, dirigiéndose además también la Guía a las entidades que comercialicen las IIC citadas.

Ya se ha hecho mención en este documento a la positiva opinión del Comité respecto a la equiparación de ambos tipos de fondos a los efectos de las previsiones de la Guía. Sin embargo, del tenor de la Guía se entendería que los criterios en ella contenidos no serían de aplicación a la comercialización en España de IIC extranjeros equivalentes a los que son objeto de la Guía.

Si bien la CNMV carece de competencias para regular los fondos extranjeros, sí se encuentran dentro de sus capacidades las relativas a la actuación de comercializadores de dichos fondos en España. Por ello, y con el fin de mantener la lógica coherencia de “igual o equivalente tratamiento a lo que es igual o equivalente”, se sugiere por el Comité la incorporación al apartado Primero de la Guía de las entidades que comercialicen en España IIC extranjeras equivalentes a las IIC con objetivo concreto de rentabilidad que se acojan a la posibilidad de no valorar las posiciones en instrumentos financieros derivados durante un periodo concreto, y IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener, estableciendo que estos comercializadores deberán incluir en la documentación las advertencias que hayan de aplicarse de las recogidas en la Guía

De esta forma se eliminan riesgos de arbitraje regulatorio que comporten un tratamiento distinto en la información que se facilita a los inversores frente a productos equivalentes.

2) Información a los inversores sobre la estimación de la rentabilidad esperada en IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener (Apartado Segundo de la Guía)

Entre otras mejoras y actualizaciones que introduce la Guía se encuentra la incorporación del suministro a los inversores de la información relativa a la TAE neta estimada que pueden esperar obtener en estas IIC si mantienen su inversión hasta el vencimiento del horizonte temporal de la IIC.

No obstante pudiera ser conveniente aclarar la redacción del punto 3 (en este apartado Segundo), en el sentido de evitar que se propicie una potencial tendencia a considerar que no es posible una estimación razonable de la TAE neta como norma general, y por tanto explicar en el caso que no sea posible su cálculo, por estrategia de inversión u otra razón, al supervisor la no inclusión, atendiendo a criterios de razonabilidad y posibilidad real. Siendo que el principio aplicable a la Guía es el de “cumplir o explicar”, parece oportuno que se incorpore dicha estimación dejando la posibilidad de explicar a las SGIIC, por motivos razonables, su no inclusión frente al supervisor.

En este sentido sería positivo que se recogieran en la Guía supuestos en los que ya es conocido la imposibilidad de realizar dicha estimación razonable

Por otra parte, la última frase de este mismo punto 3 introduce una ambigüedad que sería oportuno también clarificar. Así, el actual texto dice que *“Esta información podrá recogerse en el folleto/documento de datos fundamentales para el inversor o bien facilitarse por el comercializador”*. Frente a este criterio, la GT 1/2017 exigía la inclusión en el documento de datos fundamentales y en la documentación comercial de los fondos (en el caso de las advertencias sobre riesgo por plazo, la liquidez, y el riesgo por plazo de comercialización), criterio que resultaría conveniente aplicar para la información sobre rentabilidad esperada de forma que no resultase potestativa la elección de su inclusión en el DFI, o el folleto, o la aportación por el comercializador.

De esta forma el punto 3 podría quedar redactado de la siguiente forma:

“3. Los partícipes o accionistas de las IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener deberán ser informados, con carácter previo a la suscripción de la IIC, de la TAE estimada neta (esto es, descontando las comisiones y gastos imputables a la IIC) que obtendrán en el supuesto de mantener su inversión hasta el vencimiento del horizonte temporal de la IIC. Esta información se recogerá en todo caso en el documento de datos fundamentales para el inversor, así como en el folleto, y será también facilitada por el comercializador”.

El punto 5 podría incluir la siguiente nueva redacción añadida:

“5. Cuando la estrategia de inversión seguida por las IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener no permita una estimación razonable de la TAE neta y dicha información no se incluya en el documento de datos fundamentales para el inversor ni el folleto, la sociedad gestora de la IIC deberá comunicar a las entidades comercializadoras dicha TAE. (.....).”

Y un nuevo punto 6 recogería la previsión para aquellos casos en los que en ningún momento es posible determinar esta TAE neta:

“6. Cuando la técnica de construcción de la cartera de la IIC no permita una estimación razonable de la TAE neta en ningún momento de la comercialización, el folleto recogerá referencia a la imposibilidad de estimar la TAE neta”.

De manera añadida, sugerimos considerar la posibilidad de, en relación a la advertencia recogida en el punto 4 y de forma equivalente a lo previsto en los apartados Tercero, Cuarto, Quinto y Sexto, se recoja el texto de advertencia concreto a incorporar, que debiera destacar la expresión “no está garantizada”, en negrita y/o mayúsculas.

Por último, sería preciso clarificar el concepto de “modificación relevante” recogido en el punto 5 y el procedimiento para calcular la TAE estimada cuando los fondos de deuda pública continúan en comercialización. A tal efecto, sería conveniente objetivar con un umbral cuantitativo el porcentaje de variación de la TAE neta respecto de la previamente informada que se considera relevante. Teniendo en cuenta que se trata de una información que puede variar diariamente (dado que se trata de una estimación) y que la SGIIC ha de comunicar de manera específica al comercializador, añadiendo, por tanto, complejidad al proceso de comercialización, sería aconsejable establecer un porcentaje de variación que sea susceptible de tener un impacto sustancial en las decisiones de inversión como, por ejemplo, el 25%. Esta objetivación sí se hace en la Guía en otros apartados como, por ejemplo, en el punto 10 del apartado Quinto, en el que se recogen específicamente los umbrales que darían lugar a la aplicación de la advertencia del citado punto.

3) Advertencia a los inversores sobre el riesgo por plazo (Apartado Tercero de la Guía)

Siendo positiva la extensión de esta advertencia a las IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener, este Comité sugiere valorar las siguientes consideraciones.

Por una parte, la reducción de 3 a 2 años del plazo de duración de la estrategia que determina la obligación de incluir la advertencia encuentra su sentido en la sensibilidad de estas IIC (las de horizonte a 2 años) a las variaciones de tipo de interés. No obstante, y aun siendo cierto que duraciones de la estrategia inferiores a dos años comportan menor sensibilidad a esas variaciones, conceptos como “renta fija” pueden llevar a ciertos segmentos amplios de inversores a considerar la inversión como de imposible minusvalía, por lo que resultaría conveniente extender la advertencia a todas las IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener, independientemente del plazo de duración de su estrategia.

Por otra parte, y en relación al texto de la advertencia en sí misma que recoge la Guía, convendría

simplificar el lenguaje para facilitar su comprensión por todos los consumidores e inversores, reduciendo al mínimo posible las expresiones técnicas. De esta forma, se sugiere la siguiente redacción alternativa, eliminando el término “minusvalías” y clarificando que como consecuencia se puede recuperar menos dinero del invertido:

“LAS INVERSIONES EN RENTA FIJA REALIZADAS POR EL FONDO TENDRÍAN PÉRDIDAS SI LOS TIPOS DE INTERÉS SUBEN, POR LO QUE LOS REEMBOLSOS REALIZADOS ANTES DEL VENCIMIENTO PUEDEN GENERAR PÉRDIDAS Y POR TANTO RECUPERARSE MENOS CAPITAL DEL INICIALMENTE APORTADO”

Por otra parte, y aunque no se traduzca en propuesta concreta al respecto, es preciso señalar las dudas que se pueden plantear respecto del encaje de las IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener con cupones de bonos flotantes, ya que la advertencia no aplicaría si aumentan los tipos de interés y, por tanto, el cupón sería mayor.

4) Advertencia a los inversores sobre el coste por la liquidez de la IIC (Apartado Cuarto de la Guía)

La extensión de la advertencia y su aplicación independientemente del horizonte temporal del fondo encuentra un adecuado soporte en los argumentos que aporta la consulta de la propuesta de Guía al respecto, tanto en relación a la similitud de la estrategia de las IIC de renta fija “comprar y mantener” con las IIC con objetivo de rentabilidad como en relación a la ausencia de relación del coste de la liquidez para el inversor con el plazo de la estrategia.

En todo caso, y también en la perspectiva de buscar el mayor y máximo grado de comprensión por parte de los inversores de la advertencia, este Comité propone la siguiente redacción para la misma:

“SE ADVIERTE QUE SI REALIZA EL REEMBOLSO CON ANTERIORIDAD AL XX- XX-XX SE APLICARÁ UNA COMISIÓN DEL%, LO QUE MINORARÁ LA CANTIDAD A PERCIBIR, EXCEPTO SI SE ORDENA EL REEMBOLSO EN ALGUNA DE LAS FECHAS ESPECÍFICAMENTE PREVISTAS, EN CUYO CASO NO SE APLICARÁ COMISIÓN”

5) Advertencias a los inversores sobre el riesgo por no valoración durante el plazo de comercialización (Apartado Quinto de la Guía)

La eliminación del plazo de 3 años que la anterior Guía Técnica establecía para la incorporación de advertencias sobre el riesgo por no valoración durante el plazo de comercialización resulta nuevamente adecuada, a juicio de este Comité, en la perspectiva de garantizar una adecuada y suficiente información a los inversores.

Al respecto, y desde ese mismo prisma, se sugiere la siguiente redacción para la advertencia, dada la complejidad técnica que para su adecuada comprensión comporta el propio riesgo del que se advierte:

“DURANTE EL PERIODO DE COMERCIALIZACIÓN INICIAL EL FONDO NO VALORARÁ UNA PARTE DE SUS OPERACIONES. ESTO COMPORTA QUE EL VALOR DE SUS PARTICIPACIONES PUEDA VARIAR DE MANERA RELEVANTE EL PRIMER DÍA DE VALORACIÓN (XX-XX-XX),”

Aunque pudiera considerarse que el valor del primer día de valoración sea superior al valor de mercado, una advertencia al inversor debe guiarse por llamar la atención sobre efectos de riesgo negativo sobre la decisión de suscripción o contratación, por lo que procede hacer hincapié en los aspectos de riesgo negativo aún a sabiendas de que puede existir variación positiva en el supuesto abordado.

En cuanto a la advertencia recogida en el punto 10, y por la misma complejidad técnica que para muchos inversores puede comportar la situación sobre la que se advierte, se propone la siguiente redacción de la advertencia:

“Usted está suscribiendo este fondo/sociedad de inversión por un valor superior en un X% al que correspondería a las condiciones actuales de mercado. Estas condiciones de mercado pueden variar a lo largo de la vida del producto.”

6) Advertencia a los inversores sobre los efectos de la inflación (Apartado Sexto de la Guía)

Es indudable que la inflación y sus efectos impacta objetivamente en las inversiones realizadas por los partícipes, algo que además el actual contexto pone de especial manifiesto si bien no se trata de un riesgo exclusivo del contexto económico actual. Por ello, en consonancia además con el comunicado de ESMA que la propia CNMV menciona en la consulta, resulta adecuada la inclusión de esta nueva advertencia. No obstante, la referencia que la Guía realiza en su punto 11 a esta advertencia puede generar discrepancias interpretativas, al determinar que la advertencia se incluirá *“Cuando resulte relevante, en función de las expectativas de inflación....”*

A tal efecto sería preciso clarificar las expresiones “cuando resulte relevante” y “en función de las expectativas de la inflación”. Convendría además en relación a esta última expresión objetivar de alguna manera las expectativas de inflación a considerar para estimar relevante o no la advertencia, evitando que el criterio dependiese de la fuente considerada por cada IIC en materia de expectativas de inflación. Y si bien es cierto que dichas expectativas suelen ser coincidentes, merecería la pena determinar qué fuente considerar, de entre las oficiales, de manera que todas las IIC se rigieran por un criterio homogéneo.

Por otra parte, en relación a lo contemplado en el punto 12, convendría incorporar al texto recogido la siguiente adición *“en los mismos términos que los recogidos en el número 11”*

Por último, teniendo en cuenta que no sólo los fondos sino cualquier producto financiero o de otra naturaleza tiene como riesgo inherente la inflación, sugerimos a futuro contemplar la conveniencia de incorporar este tipo de advertencia a otros productos de ahorro-inversión, para cooperar a una adecuada simetría informativa respecto a otras inversiones que el cliente pudiera estar tomando en consideración.

7) Inclusión de advertencias en otra documentación (Apartado Séptimo de la Guía)

Si bien se puede deducir del propio título del apartado el carácter complementario o añadido de la inclusión señalada a su inclusión en el folleto o el documento de información fundamental para el inversor, resultaría oportuno, para una mayor claridad, reseñar de forma explícita lo siguiente:

“13. Además de su inclusión en el documento de información fundamental para el inversor y/o el folleto, las advertencias anteriores se deberán incluir en la documentación comercial que describa la IIC y pueda ser entregada a los clientes por las gestoras o los comercializadores para su distribución, tales como trípticos, fichas comerciales y similares”

8) Otros comentarios

Dado que algunas de las obligaciones impuestas en la Guía Técnica, fundamentalmente las que requieren que las SGIIC establezcan nuevos circuitos de comunicación (tanto en canales presenciales, como online) con las entidades comercializadoras, requerirán de la realización determinados desarrollos en los sistemas, se sugiere considerar ~~7/8~~ la inclusión de un periodo de adaptación de 3 meses

a las nuevas obligaciones establecidas en la Guía Técnica que no se recogían en la Guía 1/2017 o, al menos, para las siguientes obligaciones:

- La obligación de las IIC de renta fija de comprar y mantener de informar de la TAE estimada a través del comercializador
- La obligación de proporcionar la advertencia sobre inflación
- La advertencia recogida en el punto 10 de la Guía Técnica

* * *