

## Comunicación de la CNMV sobre medidas de refuerzo de la transparencia en la comercialización de IIC.

DIRECCIÓN GENERAL DE ENTIDADES

23 de enero de 2015

*Durante el año 2014 las IIC españolas, y en especial los fondos de inversión, han experimentado unos importantes incrementos en su patrimonio, debido fundamentalmente a nuevas aportaciones de los inversores que buscan en ellos alternativas a la inversión en depósitos en entidades de crédito, ante los reducidos tipos de remuneración ofrecidos por éstos.*

*Considerando el perfil tradicional del inversor español, una parte relevante de las suscripciones se han dirigido hacia fondos de renta fija, si bien progresivamente se han incrementado las aportaciones a fondos con cierta exposición a activos de renta variable (fondos de renta fija mixta o renta variable mixta).*

*Otra de las categorías de fondos con importantes volúmenes de entradas han sido los fondos con objetivo de rentabilidad no garantizado, consolidándose así en 2014 la tendencia iniciada en 2013. Si bien la mayoría tienen un objetivo de rentabilidad que puede expresarse en términos de una TAE no garantizada para el inversor, se aprecia cierta presencia de aquellos en los que el rendimiento no garantizado para el inversor se expresa en función de la evolución de un índice, una acción, o un grupo de acciones. En estos últimos resulta más complicado para el inversor formarse una idea sobre la expectativa de rentabilidad esperada, máxime teniendo en cuenta que en muchos casos se trata de inversores no sofisticados que, como se ha señalado, buscan en estos fondos una alternativa de inversión a los depósitos bancarios, con un riesgo limitado.*

*Ante esta evolución de las suscripciones en fondos de inversión, y considerando el perfil de sus partícipes, la CNMV ha revisado las obligaciones de transparencia y ha identificado varias medidas de refuerzo que permitirán a los inversores adoptar de manera más y mejor informada sus decisiones de inversión. Medidas particularmente necesarias en un contexto en que, debido a los bajos tipos de interés, pudiera producirse una tendencia a ampliar los plazos o a asumir mayores niveles de riesgo, o de apalancamiento en las carteras de estos fondos por parte de las sociedades gestoras. Ello pudiera producirse para ofrecer rentabilidades objetivo atractivas para los inversores, una vez descontados los costes cargados, en especial las comisiones de gestión y custodia.*

*En particular, se persigue facilitar a los inversores información que les permita hacerse una idea más acorde a la realidad sobre las expectativas de rentabilidad que puedan esperar (y el impacto en ella de los costes repercutidos), así como de los riesgos asumidos, en las distintas IIC a que se refiere esta comunicación.*

*A tal efecto, en lo sucesivo, la CNMV exigirá la información que se señala en esta comunicación con motivo del registro de las IIC, de acuerdo con lo previsto en el artículo 24.2 del Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley de IIC y en la norma cuarta.3 de la Circular 2/2013, de 9 de mayo, de la CNMV sobre el documento con los datos fundamentales para el inversor (DFI) y el folleto de las IIC . Asimismo, en sus actuaciones de supervisión referidas a la comercialización e información pública periódica a facilitar a los inversores de las IIC indicadas verificará que se incluyan los correspondientes contenidos.*

#### **1.- Medidas relativas a IIC que invierten en renta fija.**

*Las IIC que vayan a invertir en renta fija de baja calidad crediticia deberán destacar dicha circunstancia en sus documentos informativos según corresponda:*

*1.1 Cuando el riesgo de crédito sea relevante, y para que el partícipe sea plenamente consciente de este riesgo, se incluirán en el folleto y en el documento de datos fundamentales para el inversor las siguientes advertencias:*

- *Cuando la IIC pueda invertir en renta fija por debajo de investment grade (rating por debajo de BBB-), se indicará el porcentaje máximo de cartera con baja calidad crediticia. El texto de la advertencia sería el siguiente:*

*“ESTE FONDO PUEDE INVERTIR UN PORCENTAJE DEL XX% EN EMISIONES DE RENTA FIJA DE BAJA CALIDAD CREDITICIA, ESTO ES, CON ALTO RIESGO DE CRÉDITO”*

- *Si la cartera de renta fija que puede tener un rating menor a investment grade puede representar más de un 25% de la exposición total de la IIC, el texto de la advertencia será el siguiente:*

*“ESTE FONDO PUEDE INVERTIR UN PORCENTAJE DEL XX% EN EMISIONES DE RENTA FIJA DE BAJA CALIDAD CREDITICIA, POR LO QUE TIENE UN RIESGO DE CRÉDITO MUY ELEVADO”*

*Asimismo deberán informar de su política ante bajadas sobrevenidas del rating, por lo que no resultará necesario incluir la advertencia ante situaciones sobrevenidas, siempre que así se haya previsto.*

*1.2 Las IIC de renta fija, excepto aquéllas de renta fija a largo plazo con gestión activa, deberán incluir en la información pública periódica (IPP) que facilitan a sus inversores un párrafo en los siguientes términos:*

*“A la fecha de referencia (xx/xx/20xx) el fondo mantiene una cartera de activos de renta fija con una vida media de x,xx años y con una TIR media bruta (esto es sin descontar los gastos y comisiones imputables al FI) a precios de mercado de x,x% \*”.*

*\* Este dato refleja, a la fecha de referencia de la información, la rentabilidad que en términos brutos (calculada como media de las Tasas Internas de Retorno o TIR de los activos de la cartera) obtendría a futuro el FI por el mantenimiento de sus inversiones a vencimiento. La rentabilidad finalmente obtenida por el fondo será distinta al verse afectada, en primer lugar, por los gastos y comisiones imputables a la IIC y como consecuencia de los posibles cambios que pudieran producirse en los activos mantenidos en cartera o la evolución de mercado de los tipos de interés y del crédito de los emisores.*

## ***2.-Medidas relativas a IIC con objetivo de rentabilidad.***

### ***2.1 Medidas relativas a todas las IIC con objetivo concreto de rentabilidad***

- i) *Las IIC con objetivo concreto de rentabilidad deberán incluir en su DFI, a continuación de la descripción del objetivo de rentabilidad (garantizado o no), un resumen que permita al inversor conocer la estructura financiera, los ingresos totales de la cartera de renta fija y liquidez inicial, los costes totales que soportará y la inversión en opciones para conseguir el objetivo de rentabilidad. El modelo a seguir, adaptado a cada caso, será el siguiente:*

*“La rentabilidad bruta estimada del total de la cartera inicial de renta fija y liquidez, será al vencimiento de la estrategia, de X,XX%. Todo ello permitiría, de no materializarse otros riesgos, alcanzar la parte fija del objetivo de rentabilidad no garantizado (es decir, el XX% del Valor Liquidativo inicial) y satisfacer las comisiones de gestión, depósito y gastos previstos del Fondo que se estiman en un X,XX% para todo el periodo de referencia.*

*Además, el Fondo invertirá en el momento inicial un X,XX% de su patrimonio en una OTC para conseguir la parte variable del objetivo”.*

*Teniendo en cuenta la información anterior concreta para cada IIC, su sociedad gestora deberá estar en disposición de acreditar el cumplimiento de su obligación de actuar en beneficio de los partícipes de la IIC. Al respecto se destaca el contenido del Dictamen de ESMA del pasado 27 de marzo sobre productos estructurados en el que se contempla como buena práctica de quienes les ponen en el mercado (“manufacturers”) que, con carácter previo a su emisión, realicen análisis robustos y no sesgados sobre sus costes/márgenes y su adecuada relación rentabilidad riesgo.*

*Asimismo, respecto a las obligaciones de las entidades que comercialicen estas IIC, resulta relevante destacar el contenido de otro Dictamen de ESMA sobre comercialización de productos complejos (de 7 de febrero de 2014) en el que se indica que, cuando, como resultado de su propio análisis interno (due diligence) del instrumento financiero, las entidades puedan presumir que no va a cumplir con su obligación de actuar en interés de los partícipes, deberán abstenerse de comercializarlo.*

*Atendiendo a la información anterior, la CNMV valorará la necesidad de solicitar advertencias adicionales en el momento de la verificación del folleto, en aquéllos supuestos en que la estructura financiera implique que una parte sustancial de los rendimientos de la cartera de renta fija serán absorbidos por los costes repercutidos al fondo, de manera que el valor añadido para el inversor resulte cuestionable.*

- ii) *Las IIC con objetivo concreto de rentabilidad deberán incluir en su folleto y DFI la información sobre el riesgo de crédito citadas en el punto 1.1 anterior cuando resulten de aplicación.*

*Estas advertencias se incluirán igualmente en el caso de IIC con objetivo de rentabilidad garantizado cuando existan cláusulas que limiten la eficacia de la garantía.*

*Las advertencias mencionadas sólo se incluirán cuando en el momento del lanzamiento de la IIC con objetivo de rentabilidad el rating de los activos se sitúe por debajo de investment grade. Si el rating se sitúa por encima de este límite no será*

*necesario incluir la advertencia siempre que se haya previsto la posibilidad de mantener los activos en cartera en caso de bajadas sobrevenidas de rating.*

- iii) *Las entidades gestoras deberán dotarse de mecanismos de control interno que garanticen que, en el lanzamiento de la IIC y en las ampliaciones del volumen comercializado respecto al inicialmente previsto, las adquisiciones de cartera se efectúen exclusivamente cuando las condiciones en las que se realiza dicha adquisición permitan alcanzar la TAE informada en el folleto.*

## **2.2 Escenarios de rentabilidad**

*Para las IIC estructuradas, entendidas éstas de acuerdo a la definición del Reglamento (UE) número 583/2010 de la Comisión, de 1 de julio, junto a los escenarios de rentabilidad a los que se refiere el apartado 5 de la Norma Cuarta de la Circular 2/2013, de 9 de mayo, de la CNMV, sobre el documento con los datos fundamentales para el inversor y el folleto de las instituciones de inversión colectiva, se acompañará información sobre su probabilidad de ocurrencia. A tal efecto se tendrán en cuenta las siguientes pautas:*

- i. *Información sobre escenarios:*
- *Escenario desfavorable: Corresponderá al percentil 10 de la distribución del pay-off de la estructura a vencimiento, que se informará en términos de TAE e irá acompañado de la siguiente mención: “Se estima en un 10% la probabilidad de que la rentabilidad sea inferior a la indicada en este escenario.”*
  - *Escenario moderado: Corresponderá al percentil 50 de la distribución del pay-off de la estructura a vencimiento, que se informará en términos de TAE e irá acompañado de la siguiente mención: “Se estima en un 50% la probabilidad de que la rentabilidad sea inferior a la indicada en este escenario.”*
  - *Escenario favorable: Corresponderá al percentil 90 de la distribución del pay-off de la estructura a vencimiento, que se informará en términos de TAE e irá acompañado de la siguiente mención: “Se estima en un 90% la probabilidad de que la rentabilidad sea inferior a la indicada en este escenario.”*

*En el caso de que la estructura disponga de un “suelo”, en la información sobre percentiles que acompaña a los escenarios se sustituirá, cuando proceda, la mención “inferior” por la de “igual”.*

*Asimismo se informará al partícipe de la probabilidad de que la estructura proporcione una rentabilidad positiva (breakeven) indicando: “La probabilidad de obtener una rentabilidad inferior al 0%<sup>1</sup> es de un xx%”*

*No obstante, cuando la probabilidad de obtener una rentabilidad igual, o en su caso, inferior al 0% resulte un percentil superior al 90% y/o 50% y/o 10%, el escenario favorable y/o moderado y/o desfavorable, según proceda, recogerá este percentil en lugar del percentil 90, 50, 10.*

*Junto a dicha información se incluirán, además, las siguientes advertencias:*

*“La rentabilidad de los escenarios presentados corresponde a simulaciones efectuadas por la sociedad gestora, no existiendo certeza sobre su ocurrencia. En dichas simulaciones no*

---

<sup>1</sup> Se sustituirá “inferior” por “igual” cuando proceda

<sup>2</sup> Se informará del porcentaje que corresponde a la probabilidad

*se ha tenido en consideración el riesgo de crédito de las inversiones del fondo ni el riesgo de contraparte de los instrumentos financieros derivados”*

*Si la IIC estructurada no cuenta con una garantía o con la aportación de colaterales que cubran íntegramente el riesgo de crédito y/o contraparte deberá añadirse la siguiente mención: “En caso de materializarse estos riesgos el partícipe incurrirá en pérdidas adicionales.”*

*ii. Información sobre el funcionamiento de la estructura*

*Para que los escenarios puedan permitir al inversor comprender plenamente los efectos del mecanismo de cálculo integrado en la fórmula que determina el pay-off, deberá mostrarse en cada uno de ellos una evolución desfavorable, moderada y favorable del subyacente/s consistente con los percentiles 10, 50 y 90 o, en su caso, con el percentil que se corresponda con el break even.*

*iii. Metodología para el cálculo de los escenarios.*

*En el cálculo de los percentiles deberán tenerse en cuenta las siguientes consideraciones:*

- La distribución correspondiente al pay-off se determinará conforme al método de simulación de Monte Carlo, salvo que exista otro método técnicamente más adecuado a las características de la estructura.*
- Se realizará el número de simulaciones que resulte adecuado a la estructura de forma que permita mantener una estabilidad suficiente de los resultados en cada nueva simulación. En todo caso, deberán realizarse como mínimo 50.000 simulaciones*
- Las variables necesarias para la realización de los cálculos tales como volatilidad, tipos de interés, dividendos, correlaciones, etc., deberán corresponderse con inputs de mercado. En el supuesto de que, por las características del subyacente, no puedan obtenerse inputs de mercado, las variables deberán ser estimadas recurriendo a métodos técnicamente adecuados y de general aceptación en el ámbito financiero.*
- Con el objeto de incorporar la asimetría y curtosis que caracteriza la distribución de rendimientos de los subyacentes deberá utilizarse como input las superficies de volatilidad implícita. Asimismo, los cálculos deberán realizarse tomando la estructura temporal de los tipos de interés que se derive de instrumentos financieros negociados en el mercado.*

*iv. Gráfico de rentabilidades históricas.*

*Como complemento a la información anterior, se incluirá en el DFI un gráfico de las rentabilidades que se hubieran obtenido si el fondo hubiera sido lanzado en el pasado, teniendo en cuenta las siguientes consideraciones:*

- El gráfico se determinará conforme al método de simulación histórica, observando el resultado a vencimiento que hubiera obtenido la estrategia que persigue la IIC si su lanzamiento se hubiera producido semanalmente durante un periodo de 10 años (521 simulaciones semanales) siempre que este periodo sea lo suficientemente representativo de distintas evoluciones del subyacente a lo largo del tiempo. En caso contrario deberá ampliarse el periodo de simulación con el fin de mostrar todo tipo de comportamientos del activo/s subyacente/s, desde los más positivos a los más negativos, pasando por múltiples escenarios intermedios.*

- *En cada simulación se asumirá que las fechas de observación a las que se encuentra referenciada la estructura comienzan el primer día hábil de cada semana, replicando a partir de esa fecha las restantes fechas de observaciones y fechas de pago que recoja el folleto de la IIC.*
- *Las series de precios deberán reflejar las características de los activos subyacentes a los que se encuentre referenciado el pay-off. Así, entre otros, cuando el pay-off esté vinculado al comportamiento de los activos subyacentes sin incluir el pago de dividendos, deberán emplearse series históricas que recojan el impacto que estos dividendos tuvieron en las referencias de precios.*
- *En el gráfico se advertirá que rentabilidades pasadas no presuponen rendimientos futuros*

*Se adjuntan a este escrito ejemplos de cómo reflejar la información sobre escenarios en el DFI a facilitar al inversor.*

- v. *Cuando el material publicitario incluya escenarios de rentabilidad o gráficos de rentabilidades, deberán coincidir con los reflejados en el DFI.*

## ANEXO

| FONDO CON OBJETIVO CONCRETO DE RENTABILIDAD NO GARANTIZADO   |               |  |               |   |              |
|--|---------------|--|---------------|---|--------------|
| Break Even: 68%  |               |  |               |   |              |
| Índice de referencia: Eurostoxx 50 (Price)   |               |  |               |   |              |
| ESCENARIO DESFAVORABLE   |               | ESCENARIO MODERADO   |               | ESCENARIO FAVORABLE   |              |
| Variación del índice   | -65,85%       | Variación del índice   | -23,41%       | Variación del índice  | 41,22%       |
| Valor liquidativo inicial  | 100           | Valor liquidativo inicial  | 100           | Valor liquidativo inicial   | 100          |
| Valor final no garantizado:<br>$100*(100\% - *50\%*Max(-20\%;-65,85\%))$                           | 90            | Valor final no garantizado:<br>$100*(100\% - *50\%*Max(-20\%;-23,41\%))$ | 90            | Valor final no garantizado:<br>$100*(100\% - *50\%*Max(-20\%; 41,22\%))$  | 120,61       |
| <b>TAE</b>   | <b>-2,08%</b> | <b>TAE</b>   | <b>-2,08%</b> | <b>TAE</b>  | <b>3,82%</b> |
| La probabilidad de obtener una rentabilidad inferior al 0% (con el límite del -2,08%) es de un 68% |               |  |               | Se estima en un 90% la probabilidad de que la rentabilidad sea inferior (con el límite del -2,080%) a la indicada en este escenario |              |

La rentabilidad de los escenarios presentados corresponde a simulaciones efectuadas por la Sociedad Gestora de este fondo, no existiendo certeza sobre su ocurrencia. En los cálculos no se ha tenido en consideración el riesgo de crédito de las inversiones del fondo, ni el riesgo de contraparte de los instrumentos financieros derivados. En caso de materializarse estos riesgos el partícipe incurriría en pérdidas adicionales.



El gráfico refleja el resultado en términos de TAE que a vencimiento hubiera obtenido el inversor si el lanzamiento del fondo se hubiera producido semanalmente durante los últimos 10 años.