



GUÍA TÉCNICA SOBRE REFUERZO DE LA TRANSPARENCIA
DE IIC CON OBJETIVO CONCRETO DE RENTABILIDAD Y
DE IIC DE RENTA FIJA IIC CON ESTRATEGIA DE COMPRAR
Y MANTENER

VALORACIÓN DE LAS OBSERVACIONES RECIBIDAS
DURANTE EL TRÁMITE DE AUDIENCIA PÚBLICA

26 de abril de 2023

ÍNDICE

1. Introducción	3
2. Análisis de las observaciones recibidas	4
2.1. Observaciones generales	4
2.2. Observaciones al Apartado primero	4
2.3. Observaciones al Apartado segundo	5
2.4. Observaciones al Apartado tercero	6
2.5. Observaciones al Apartado cuarto	7
2.6. Observaciones al Apartado quinto	7
2.7. Observaciones al Apartado sexto	8
2.8. Observaciones al Apartado séptimo	9
2.9. Observaciones al Apartado octavo	10
2.10 Investigación de mercado.....	10

1. Introducción

El artículo 22.3 de la Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión establece que la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) podrá elaborar guías técnicas dirigidas a las entidades y grupos supervisados indicando los criterios, prácticas, metodologías o procedimientos que considera adecuados para el cumplimiento de la normativa que les resulte de aplicación y que aplicará en el ejercicio de sus actividades de supervisión.

El pasado 13 de febrero de 2023 la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) abrió un periodo de audiencia pública para 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.

Esta Guía Técnica sustituye y actualiza los criterios incluidos en la Guía Técnica 1/2017 sobre refuerzo de la transparencia de fondos de inversión con objetivo concreto de rentabilidad a largo plazo ya que, transcurridos cinco años desde su publicación, se considera necesario reforzar algunos aspectos para equiparlos a las mejores prácticas del mercado y extender su aplicación a IIC de renta fija con estrategias de comprar y mantener. Todo ello con el objetivo de reforzar la protección del inversor y su consentimiento informado al adquirir estos fondos.

El periodo de audiencia pública finalizó el pasado 31 de marzo de 2023 y durante el mismo se han recibido, además del preceptivo informe del Comité Consultivo de la CNMV, las de 4 asociaciones y una entidad supervisada. El 14 de abril de 2023 se publicaron íntegras dichas aportaciones que pueden consultarse en la página web de la CNMV.

De manera simultánea al proceso de consulta pública, la CNMV ha realizado, por primera vez dentro de su procedimiento de elaboración de Circulares y Guías Técnicas, un estudio de mercado entre inversores minoristas (*consumer testing*). En el apartado 10 de este informe se incluye un apartado específico al respecto.

La CNMV agradece todas las valiosas aportaciones recibidas durante el periodo de consulta pública que han ayudado a mejorar la calidad de la Guía Técnica.

La Guía Técnica ha sido aprobada por el Consejo de la CNMV el 25 de marzo de 2023.

2. Análisis de las observaciones recibidas

En esta sección, siguiendo la estructura de la propuesta de Guía Técnica (en adelante, GT), se exponen, de manera resumida, las principales observaciones recibidas y la valoración que se ha hecho de las mismas, a efectos de mostrar cómo se han considerado en la redacción definitiva de la Guía.

2.1. Observaciones generales

- a) Algunos participantes solicitan un periodo de adaptación de 6 meses que permita a las entidades la realización de los desarrollos informáticos y el establecimiento de los procedimientos necesarios para cumplir con los criterios que afecten a los comercializadores en lo relativo a la información y las advertencias que no se incluyan en el folleto y documento con los datos fundamentales para el inversor (DFI).

Valoración CNMV: se considera razonable establecer un periodo de adaptación, si bien limitándolo a 3 meses.

- b) Se ha sugerido la inclusión de las advertencias solo en el folleto de la IIC debido a las limitaciones de espacio del DFI que impone la normativa PRIIPS (extensión máxima de 3 páginas)

Valoración CNMV: el DFI es el documento que ha de entregarse obligatoriamente al partícipe/accionista con carácter previo a la suscripción y recoge las características fundamentales de la IIC, por lo que se considera adecuado que las advertencias a las que se refiere la GT, cuando así se indique, deban quedar recogidas en el mismo. La Guía Técnica 1/2017 sobre refuerzo de la transparencia de fondos de inversión con objetivo concreto de rentabilidad a largo plazo ya incluía una serie de advertencias que se mantienen en la nueva GT. Dichas advertencias han venido incluyéndose, cuando procedían, en el DFI sin problemas de espacio. En consecuencia, no se ha modificado la GT para incorporar la observación.

2.2. Observaciones al apartado primero

- a) Un participante ha solicitado que se incluya en el ámbito objetivo a las entidades que comercialicen en España IIC extranjeras equivalentes a las IIC mencionadas en dicho ámbito, las cuales deberán reflejar en la documentación contractual las advertencias aplicables

Valoración CNMV: se ha modificado el apartado primero para incluir a las entidades que comercialicen IIC extranjeras equivalentes y para establecer, en un nuevo apartado, que estas deberán incluir en la documentación contractual, las advertencias que resulten de aplicación.

2.3. Observaciones al apartado segundo

a) Varios participantes han sugerido:

- Que no sea potestativo para las entidades gestoras elegir que la información de la TAE estimada se incluya en el folleto/DFI o se informe por el comercializador.
- Que se aclaren los supuestos (incluyendo ejemplos sin ánimo de exhaustividad) o se excluyan los supuestos en los que la TAE estimada no puede informarse en el folleto/DFI pero sí pueda facilitarse por el comercializador, y aquellos en los que en ningún momento pueda estimarse dicha TAE. Asimismo, se solicitan aclaraciones respecto a si la información sobre la TAE, de incluirse en la documentación, debe facilitarse en el folleto o en el DFI, o en ambos documentos.
- Que se establezcan previsiones para cuando la TAE no pueda ser estimada en ningún supuesto.
- Que se clarifique el término “modificaciones relevantes” (varios participantes solicitan que se consideren variaciones de un 25%)

Valoración CNMV: en las IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener la estimación posible de la TAE depende de múltiples factores que afectan a la estrategia de inversión y comercialización de la IIC, (forma y momento de construcción de su cartera, entorno de mercado, duración del periodo de comercialización, etc.) debiendo distinguirse dos supuestos:

- 1) Aquellos en los que, en función de los factores indicados, la TAE estimada es sustancialmente la misma para todos los partícipes/accionistas, independientemente del momento en el que suscriban. En dicho caso, sí es posible y debe informarse, tanto en el folleto como en el DFI, de la TAE, al ser esta única para todos los partícipes/accionistas.
- 2) Aquellos en los que, en función de los factores indicados, la TAE estimada es diferente para cada partícipe/accionista dependiendo del momento en que este suscriba. En estos casos no será posible informar de una única TAE en el folleto y DFI, pero sí será posible que el comercializador, de acuerdo con la información que le haya proporcionado la gestora, comunique al partícipe/accionista, con carácter previo a la suscripción, la TAE estimada que razonablemente podrá obtener en caso de mantener su inversión hasta el vencimiento.

Se comparte la observación recibida y se ha modificado la redacción de la GT para que la decisión de informar de la TAE (en caso de que pueda estimarse razonablemente) en el folleto y DFI o por el comercializador no sea potestativa, sino que dicha información se suministre en el folleto y en el DFI cuando ello sea posible (cuando la TAE informada en el folleto sea única al ser esta sustancialmente la misma para todos los inversores independientemente del momento en que suscriban), en caso contrario, la información será suministrada y actualizada por el comercializador.

No se estima conveniente incluir en una GT ejemplos no exhaustivos o excluir supuestos concretos en los que no es posible estimar razonablemente la TAE, pues ello depende de múltiples factores (y de su combinación) tenidos en cuenta por las entidades implicadas en las estrategias de inversión y comercialización de la IIC.

Se ha incluido además en la GT que cuando la estrategia de inversión y comercialización no permita una estimación razonable de la TAE, la gestora deberá acreditar, en el proceso de registro del folleto del fondo, la técnica de construcción de la cartera y el mejor interés para el partícipe.

Por último, atendiendo a los comentarios recibidos, se ha aclarado en la GT qué se consideran “modificaciones relevantes” concretando dicho concepto como la menor de: variaciones al alza o a la baja iguales o superiores a 0,6 puntos porcentuales en la TAE o variaciones al alza o a la baja superiores a un 15% de la TAE, sin perjuicio de que la sociedad gestora podrá, voluntariamente, actualizar la información suministrada al comercializador cualquiera que haya sido la variación de la TAE.

- b) Un participante señala que en la advertencia recogida en el punto 4, de forma equivalente a lo previsto en los apartados Tercero, Cuarto, Quinto y Sexto, se destaque la expresión “no está garantizada”, en negrita y/o mayúsculas.

Valoración CNMV: se ha modificado la advertencia para destacar en mayúsculas dicha expresión.

- c) Se cuestiona que pueda suministrarse información sobre la TAE estimada en el caso de fondos de renta fija que tengan la cartera invertida en emisiones con cupón variable

Valoración CNMV: la GT establece que la información de la TAE se informe, en el caso de que esta pueda ser razonablemente estimada. En el supuesto planteado, dada la inversión en emisiones a tipo de interés flotante, dicha TAE no puede ser estimada razonablemente por lo que no procederá que se informe de la misma.

- d) Se cuestiona la conveniencia de que en el folleto y DFI se contemple, en su caso, que se informe de la TAE estimada puesto que el DFI ya incluye escenarios de rentabilidad

Valoración CNMV: la información sobre la TAE que razonablemente puede obtener el inversor en caso de mantener su inversión es una información adicional a la de los escenarios que exige la normativa PRIIPS los cuales están basados, con carácter general, en datos históricos. Por tanto, se mantiene la mención a la información de la TAE estimada en ambos documentos.

2.4. Observaciones al apartado tercero

- a) Un participante señala la conveniencia de extender la advertencia sobre el riesgo por plazo a todas las IIC incluidas en el ámbito objetivo independientemente del plazo de duración de su estrategia, así como en relación con el texto de la advertencia eliminar el término “minusvalías” sustituyéndolo por el de “pérdidas” y clarificando que como consecuencia se puede recuperar menos dinero del invertido

Valoración CNMV: se considera adecuado que la advertencia resulte independiente del plazo de duración de la estrategia, así como sustituir el término minusvalía por otro de más fácil comprensión como es el de pérdidas.

- b) Algunas observaciones plantean dudas respecto del encaje de la advertencia en el caso de las IIC con inversión en emisiones de renta fija con cupón variable, ya que en este caso la subida de tipos no implicaría pérdida.

Valoración CNMV: se han incluido en la GT previsiones para el supuesto de inversión en emisiones con tipo de interés variable u otros supuestos que podrían determinar que no exista riesgo en caso de subida de tipos de interés.

2.5. Observaciones al apartado cuarto

- a) Un participante sugiere, teniendo en cuenta el periodo vacacional y especialmente el estival, limitar el número de ventanas de liquidez a 11.

Valoración CNMV: los periodos vacacionales y estivales son hábiles a efectos de reembolsos pudiéndose, por tanto, producir solicitudes de salida. En consecuencia, se ha mantenido la exigencia de ventanas de liquidez con una periodicidad al menos mensual.

2.6. Observaciones al apartado quinto

- a) Algunos participantes cuestionan la advertencia incluida en el punto décimo, sugiriendo su eliminación o, en su defecto, una redacción más comprensible y que elimine la referencia comparativa a otros productos por, entre otros, los siguientes motivos:

- No se entiende a qué productos se refiere.
- Otros productos, como la inversión directa en renta fija no son comparables a la inversión a través de una IIC.
- Incluso la comparativa, con otra IIC de renta fija tampoco es exacta a los efectos de considerar que se trata de productos idénticos. Las IIC con objetivo de rentabilidad se estructuran de una manera diferente a otras IIC.
- Implica la necesidad de realizar diariamente dos cálculos del valor liquidativo, una en la que no se valoran los derivados y otra en la que sí lo que supondría importantes desarrollos informáticos.

Además, un participante considera que la información que se facilitaría al inversor sería asimétrica ya que se alude únicamente al posible escenario negativo y que la agilidad con la que se podría proporcionar perjudicaría la comercialización del producto.

Valoración CNMV: en las IIC con objetivo concreto de rentabilidad que se acogen a la posibilidad de no valorar sus posiciones en derivados, ante subidas de tipo de interés, el inversor suscribe por un importe superior al que correspondería si las posiciones fueran valoradas a precios de mercado, de ahí que se considere necesario que sea informado de este impacto negativo, pues ello le supone un coste adicional (y menor rentabilidad esperada) que debe explicitarse, poniéndolo en referencia con otras IIC idénticas, es decir, IIC de las mismas características.

Por otro lado, con carácter general, las entidades tienen desarrollados los procedimientos de valoración de instrumentos financieros derivados (entre los que se encuentran las compras a plazo de renta fija) por lo que el cálculo de dos valores liquidativos no debería suponer desarrollos informáticos adicionales.

Respecto a la posible asimetría en la información, recogiendo la advertencia solo el efecto negativo de la no valoración, debe señalarse que el fin de esta advertencia es precisamente el de destacar al inversor el sobre coste de su inversión si se produce el escenario al que alude el criterio.

Por último, debe destacarse que una advertencia similar ya es exigida en la Norma 4 de la Circular 1/2018, de 12 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre advertencias relativas a instrumentos financieros, respecto a los instrumentos financieros señalados en su apartado 1.

No obstante, se ha modificado el texto de la advertencia incluida en el punto 10 con el fin, por un lado, de circunscribirla al ámbito de las IIC idénticas, de manera que la comparativa se realice dentro de este ámbito, así como, por otra parte, hacerla más comprensible para el inversor.

- b) Un participante indica que la oferta de IIC con objetivo concreto de rentabilidad no suele ser lo suficientemente extensa como para que un inversor pueda, en el momento de suscribir, encontrar otra IIC idéntica con la que comparar, así como que es necesario aclarar si debe entenderse como idéntica una IIC con una cartera similar o una IIC exactamente igual, pero valorando los derivados.

Valoración CNMV: con independencia de la oferta que exista en el momento en que el inversor suscriba, la advertencia tiene por objeto poner de relieve que la IIC que se está comercializando está “fuera” de mercado, y por tanto su rentabilidad es inferior a la que le ofrecería otra IIC de las mismas características, esté o no disponible.

- c) Un participante solicita que se aclare en el punto décimo sobre qué datos se va a informar al inversor ya que las suscripciones se realizan a un valor liquidativo que no se conoce cuando se realiza la advertencia.

Valoración CNMV: se ha aclarado en la GT que los valores liquidativos a tener en cuenta a efectos de la advertencia serán los últimos calculados con carácter previo a la suscripción.

2.7. Observaciones al apartado sexto

- a) Algunos participantes consideran que incorporar esta advertencia supondría una asimetría respecto a otros productos financieros o de otra naturaleza que también se ven afectados por la inflación

Valoración CNMV: aunque la inflación afecta, con carácter general, a cualquier producto de inversión, no todos ofrecen al partícipe una expectativa expresa de

rentabilidad con carácter previo a la suscripción. Por esta razón, se considera adecuado que, solo en el supuesto de fondos o sociedades que están ofreciendo esta expectativa de rentabilidad, el inversor debe ser informado de los efectos negativos que pueden derivar de la inflación. Ello además está en línea con el comunicado de ESMA sobre el impacto de la inflación en el contexto de la prestación de servicios de inversión a clientes minoristas.

- b) Se sugiere que estaría más alineado con el comunicado de ESMA sobre el impacto de la inflación en el contexto de la prestación de servicios de inversión a clientes minoristas que esta mención se establezca exclusivamente para el comercializador de las IIC, quién sería el único responsable de incluir la advertencia de inflación en la documentación comercial e informativa que entregue al cliente minorista, en lugar de incluir dicha advertencia en la documentación legal de la IIC y, especialmente, en el DFI, ya que otros productos que quedan impactados por el comunicado de ESMA y sujetos a PRIIPs no incluyen dicha recomendación en el DFI.

Valoración CNMV: si bien el comunicado de ESMA está dirigido a las empresas de servicios de inversión se considera adecuado incluir la información sobre los efectos de la inflación en la documentación legal de las IIC. En la medida que el folleto y DFI son los documentos que recogen las características de las IIC, se estima necesario que dicha información figure en estos documentos, en los términos establecidos en la GT. Adicionalmente, la inclusión de esta advertencia en el DFI se considera compatible con la normativa PRIIPs donde se establece que el documento de datos fundamentales abarcará las características esenciales del OICVM o FIA sobre las que deba estar informado un inversor minorista, aun cuando dichas características no formen parte de la descripción de los objetivos y la política de inversión.

- c) Varios participantes consideran que sería aconsejable una mayor concreción respecto de los términos “cuando resulte relevante” y “expectativas de inflación” para evitar discrepancias, por las diferentes entidades, en su interpretación.

Valoración CNMV: con el fin de evitar discrepancias en cuanto a la interpretación de dichos términos y en cuanto a las variables o fuentes utilizadas para realizar la estimación, se ha modificado la GT para contemplar la inclusión de la advertencia sobre los efectos de la inflación en todo caso y se ha alineado, aún más, su redacción con la recogida en el comunicado de ESMA sobre el impacto de la inflación en el contexto de la prestación de servicios de inversión a clientes minoristas.

2.8. Observaciones al apartado séptimo

- a) Un participante propone que la inclusión de la TAE y las advertencias se realice únicamente en la ficha comercial al ser más flexible su actualización que la del folleto/DFI.

Valoración CNMV: dado que el DFI y el folleto son los documentos que recogen las características relevantes de la IIC, y son de obligatoria entrega (en el caso del DFI) o susceptibles de entrega (en el caso del folleto) al inversor, se mantiene la exigencia de

que las advertencias recogidas en la GT, o la TAE en su caso, sean incluidas en dichos documentos, además de en los documentos a los que se refiere el apartado 7 de la propuesta de GT.

2.9. Observaciones al apartado octavo

- a) Algunos participantes sugieren que se elimine este apartado o se limite a la existencia de minusvalías relevantes, por tratarse de una obligación difícilmente objetivable que no debería condicionar por sí sola la actividad de comercialización

Valoración CNMV: la comercialización activa de fondos de inversión que se encuentren en estas circunstancias (existencia de minusvalías latentes no incluidas en el valor liquidativo) podría generar situaciones de conflicto de interés. En consecuencia, se mantiene el criterio relativo a la gestión de conflictos de interés en los mismos términos que lo hacía la GT 1/2017.

2.10. Investigación de mercado

La CNMV ha encargado a una empresa especializada en investigaciones de mercado un análisis (*consumer testing*) con los objetivos de profundizar en la claridad y comprensibilidad para los inversores minoristas de las advertencias incluidas en la propuesta de la Guía Técnica y de identificar, en su caso, modificaciones necesarias en la redacción de las advertencias que mejoren su comprensión.

La técnica empleada en la investigación de mercado ha consistido en la realización de 24 entrevistas abiertas en profundidad a responsables de los asuntos financieros en el hogar, en edades comprendidas entre los 35 y 65 años, con estudios medios o superiores, que han tenido o tienen actualmente contratado un fondo de inversión.

Para analizar la comprensibilidad de las advertencias se ha solicitado a los entrevistados de manera individual una valoración espontánea del texto de cada advertencia, posteriormente se ha realizado una revisión dirigida, facilitando a los inversores la información necesaria para alcanzar la comprensión de los mensajes que han presentado dificultades. Por último, se han identificado qué términos podían generar problemas interpretativos, así como reiteraciones y menciones innecesarias.

Según el estudio, las advertencias que mejor se entendieron por la generalidad de los entrevistados son las del coste de la liquidez y el riesgo de tipo de interés. La advertencia sobre los efectos de la inflación estaría en un lugar intermedio. Por último, las advertencias sobre la suscripción a valor superior a la del mercado y la de variaciones relevantes en el valor liquidativo como consecuencia, en ambos casos, de la no valoración durante el período de comercialización inicial, son las que han mostrado mayores dificultades en su entendimiento (lo que resulta lógico, ya que son las más complejas técnicamente).

En todo caso, el nivel de comprensión por cada inversor de las distintas advertencias ha variado en función de la formación (estudios superiores o medios), cultura financiera y experiencia inversora de los entrevistados, siendo aquellos con mayor

formación y experiencia inversora los que han demostrado un mayor nivel de entendimiento. La edad, sin embargo, no ha sido un factor que determine de manera relevante diferencias en el nivel de comprensión.

Atendiendo a las conclusiones del estudio, se ha ajustado el texto de las advertencias finalmente incluidas en la Guía Técnica aprobada, sustituyendo algunos términos que generaban problemas interpretativos a los inversores, así como reiteraciones o menciones innecesarias. Así, por ejemplo, entre otras modificaciones:

- Se han eliminado del texto de las advertencias los términos “horizonte temporal” referido al vencimiento, o “inicial” referido al periodo de comercialización, por resultar confusos para algunos inversores.
- En la advertencia por coste de liquidez se elimina, por considerarlo innecesario, tanto “SE ADVIERTE QUE” (dado que la advertencia ya está destacada en mayúsculas), como la palabra “de reembolso” referida a la comisión. Además, se sustituye la indicación de la fecha concreta por la palabra “VENCIMIENTO”.
- En la advertencia sobre la posible variación relevante del valor liquidativo una vez se valoren las posiciones en derivados previamente no valoradas se invierte el orden de la información presentada, destacando en primer lugar la consecuencia y posteriormente la causa.