



CONSULTAS SOBRE LAS ÚLTIMAS MODIFICACIONES NORMATIVAS EN MATERIA DE IIC

DIRECCIÓN GENERAL DE ENTIDADES

11 de marzo de 2013

El objeto de este documento es recopilar las respuestas y aclaraciones de la CNMV a las consultas formuladas por el sector relativas a:

- La Circular 1/2012, de 26 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica, entre otras, la Circular 6/2010, de 21 de diciembre, sobre operaciones con instrumentos derivados, incorporándose una nueva metodología para la medición de la exposición global en IIC con objetivo concreto de rentabilidad.

- La Circular 3/2011, de 9 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 1/2009, de 4 de febrero, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora.

- El Documento de Datos Fundamentales para el inversor, recogido en el artículo 17 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC (modificada por la Ley 31/2011, de 4 de octubre), y en el artículo 25 del Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003 (aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio).

Estas aclaraciones tienen como finalidad transmitir la interpretación de determinados aspectos de la normativa. Por tanto, este documento no tiene carácter normativo y sólo pretende facilitar la comprensión de la norma y la interpretación que de la misma realiza la CNMV en el ejercicio de sus funciones de supervisión y registro.

CONSULTAS SOBRE LA CIRCULAR 1/2012 DE DERIVADOS

1. Exclusión del análisis por escenarios de las IIC sobre determinados subyacentes

a) ¿Qué es exactamente un índice de gestión activa? ¿Cabría la posibilidad de que un índice de este tipo tuviera la consideración de “índice financiero”?

b) ¿Se considerarían IIC de gestión pasiva las estructuras del tipo “best of” (se ofrece la rentabilidad de la acción con mejor comportamiento) o “rainbow” (a vencimiento se establece el peso de cada subyacente según su rentabilidad final)?

En primer lugar, señalar que el artículo 5 de la Orden Ministerial EHA 888/2008 define los requisitos específicos de los instrumentos financieros derivados cuyo activo subyacente consista en un índice financiero. Entre otros, y en referencia a la aptitud de los índices, la citada Orden establece que la entidad deberá asegurarse de que se cumplen los siguientes requisitos:

- El índice deberá revisarse o reajustarse periódicamente con arreglo a criterios objetivos difundidos públicamente.

- Deberá proporcionarse, amplia y oportunamente, información pertinente sobre extremos tales como el cálculo del índice y los criterios objetivos para la selección de los componentes.

- En todo caso, no serán considerados índices financieros aquellos en los que las decisiones de entrada y salida de los componentes recaigan sobre la contraparte o el emisor del instrumento financiero derivado.

Dichos requisitos se encontrarían alineados con los desarrollos normativos europeos recientemente aprobados, en concreto las "Guidelines on ETFs and other UCITS issue", en los que se establece que no podrán ser considerados índices financieros aquellos cuya metodología para la selección y rebalanceo de los componentes no esté basado en reglas predeterminadas y criterios objetivos, es decir, sin discrecionalidad en las decisiones de inversión.

En referencia a la consulta planteada, señalar que el apartado 3 de la norma 25ª de la Circular 6/2010, modificado por la Circular 1/2012 de la CNMV, establece que, a los efectos del cálculo del compromiso, quedan excluidas del análisis por escenarios, aquellas IIC cuyo objetivo concreto de rentabilidad se base en la aplicación de técnicas de gestión activa.

Se entiende que existe una gestión activa cuando, para la consecución del objetivo de rentabilidad, sea necesaria la toma de decisiones de gestión bajo criterios y reglas en los que existe discrecionalidad en su adopción por parte de la propia entidad gestora o la contraparte del instrumento derivado pactado.

Como se indica en el propio texto de la Circular, un ejemplo de dichas técnicas de gestión serían las conocidas como "dinámicas" (CPPI, DPI...). Estas técnicas definen un objetivo general de preservación de todo o parte del capital invertido al vencimiento, pero, sin embargo, la rentabilidad adicional que pudiera obtenerse deriva de la adopción de decisiones de gestión discrecionales, que implican modificar la estructura de la cartera y las ponderaciones de los activos subyacentes, en base a la evolución que se vaya produciendo en los precios de mercado y volatilidades de los subyacentes y de los tipos de interés (a los efectos de la preservación del capital invertido).

Adicionalmente, la Circular también excluye del análisis por escenarios a los subyacentes cuya evolución depende a su vez de una gestión activa. Entre otros, se encontrarían las IIC que se gestionen a su vez activamente, por ejemplo, una IIC con una política de gestión global en mercados emergentes.

Por todo ello, en referencia a la consulta planteada, en el caso de las estructuras del tipo "best of" o "rainbow", es posible la realización del análisis de escenarios ya que la rentabilidad que finalmente obtiene el inversor depende, en exclusiva, de la evolución de mercado de los subyacentes a los que se referencia el objetivo de rentabilidad, es decir, no depende ni se ve influenciada por la adopción de decisiones de gestión discrecionales que afecten a la estructura del objetivo de rentabilidad inicialmente determinado.

2. Aplicación del método del compromiso en cada uno de los escenarios

a) La Circular establece que las IIC que cumplan determinados requisitos podrán "aplicar el método del compromiso en cada uno de los escenarios dándose adecuado cumplimiento al límite de exposición global en cada uno de ellos, y siempre que la máxima pérdida en que se puede incurrir en el momento en que se produce el salto de un escenario a otro no supere el 100% del valor liquidativo al inicio del periodo."

Una vez analizada esta disposición, se interpreta del siguiente modo: antes del lanzamiento de la IIC, se definen los posibles escenarios que se pueden dar al vencimiento del periodo del objetivo de rentabilidad y se realiza un análisis del compromiso de cada uno de esos escenarios; si no se produce ningún incumplimiento, se lanza dicha IIC y no se realiza ningún análisis adicional durante la vida del objetivo de rentabilidad. Se solicita confirmación de esta interpretación.

b) De igual forma, se interpreta que el requisito de que el paso de un escenario a otro no suponga un salto superior al 100% del valor liquidativo inicial, debe medirse respecto a los posibles escenarios al vencimiento del periodo del objetivo de rentabilidad y que el análisis se realiza en el lanzamiento de la IIC, no teniendo que repetirlo durante la duración del objetivo de rentabilidad. Se solicita confirmación de esta interpretación.

Efectivamente en aplicación de lo establecido en la norma 25.3 de la Circular 6/2010, la entidad gestora deberá acreditar el cumplimiento de los límites de exposición global y de diversificación (puntos 3 y 4 del artículo 52 del RIIC) a través de la realización de análisis de escenarios, tanto sobre el subyacente, como sobre los parámetros que afectan a la valoración del instrumento (entre otros: tipos de interés, volatilidad de los subyacentes...).

Por este motivo, se toma el valor liquidativo al inicio del periodo como referencia para determinar el cumplimiento del límite de pérdida máxima al pasar de un escenario a otro.

Sin embargo, aunque el análisis determinante es el realizado en el momento del lanzamiento del objetivo concreto de rentabilidad, la entidad debería realizar algún tipo de control adicional sobre la evolución del límite de exposición global, atendiendo a las características del tipo de "pay-off", volatilidad de los subyacentes, etc... A este respecto debe recordarse que, la propia norma 25.4 de la Circular 6/2010 requiere a las gestoras para que, en el caso que a lo largo de vida del objetivo concreto de rentabilidad se produzcan incumplimientos por causas ajenas a la entidad, se comunique de inmediato a esta CNMV, aportándose información detallada de los incumplimientos y, en su caso, de las medidas que se pudieran adoptar para evitar conflictos de interés y proteger los intereses de los partícipes.

3. La Circular excepciona del cálculo del compromiso a las siguientes operaciones o estrategias de inversión contempladas en la norma 4ª de la Circular 6/2010 en sus letras b) y c) en concreto: permutas de retorno absoluto o total ("Total Rate of Return Swaps o TRORS") y otro tipo de derivados siempre que las inversiones mantenidas en contado no expongan a las IIC a otros riesgos adicionales

En España la industria de IIC en general trabaja con carteras de renta fija y opciones OTC. También se podría realizar con un TRORS pero no es lo común. Si el *pay-off* final para el cliente es el mismo, ha tenido que haber un apalancamiento similar en las carteras adquiridas, por lo que se entiende que la excepción al cómputo del compromiso debería aplicar de manera análoga a si se hubiera contratado un TRORS y con independencia de la cartera de contado.

¿Cómo sería se llevaría a cabo la aplicación de esta norma de la Circular bajo el análisis de escenarios establecido en su norma 25 en el caso de IIC estructuradas con carteras de renta fija y opciones OTC?

¿Cómo se realizaría el desglose de escenarios y la medición del compromiso en el siguiente ejemplo? Fondo con objetivo de rentabilidad a 3 años, que ofrece a vencimiento como mínimo el 100% del valor liquidativo inicial y el 100% de la revalorización punto a punto del IBEX. Cartera formada en un 85% por emisiones de deuda pública del Tesoro Español con duración media equivalente a la del objetivo de rentabilidad y compra de un OTC, opción call con coste inicial del 15%.

En primer lugar, conviene recordar, que el origen del método de los escenarios para el cálculo de la exposición global, como se indica en el preámbulo de la propia Circular, no es otro que el de dar respuesta a los problemas planteados por parte de la industria europea, respecto a la aplicación del método del compromiso a un determinado tipo de UCITS (las "UCITS Estructuradas" o "Structured UCITS") ya que, en determinadas estructuras, por ejemplo con opciones exóticas, como "barreras" o "digitales", al presentar la evolución de sus "pay-off" saltos o discontinuidades, la aplicación de la citada metodología, conduce a incumplimientos en el límite de la exposición global, dado que las "deltas" de estas opciones (que es el parámetro necesario para convertir la posición del derivado en su equivalente de contado), pueden presentar valores "extremos" y no ser una aproximación adecuada para la medición de la exposición del instrumento.

Así, en el caso del ejemplo consultado, la IIC pacta una opción call, a través de la cual se obtendría el 100% de la revaloración punto a punto del Ibex-35. Es decir, se trataría de un tipo de opción en la que la evolución de su precio frente a movimientos del subyacente no presentaría discontinuidades o saltos, pudiendo ser considerada la "delta" una aproximación adecuada para ser utilizada bajo la metodología general del compromiso. Por tanto, no sería necesaria la descomposición en base a escenarios, ya que al ser el porcentaje de revaloración sobre el Ibex-35 del 100%, la máxima exposición que se computaría sería cuando la "delta" tomara el valor máximo de 1 (al encontrarse dentro del dinero), reflejándose un nivel de compromiso del 100% que cumpliría con el límite establecido en la normativa.

En todo caso, a pesar de lo indicado anteriormente, el nuevo desarrollo normativo permite que la entidad gestora decida aplicar el método del compromiso, pero sustituyendo la regla estándar de conversión a través de "la delta" del instrumento derivado, por otra basada en la descomposición del pay-off de la opción en distintos escenarios de evolución del subyacente.

En este caso, de acuerdo con la norma 25 de la Circular 6/2010 de derivados, a los efectos del cumplimiento del compromiso será posible trasladar, sobre cada uno de los escenarios, lo establecido en las letras b) y c) de la citada norma 4.1. En concreto, se podría realizar una descomposición del "pay-off" en los siguientes escenarios:

- Escenario 1: Si la evolución del Ibex-35 es positiva a vencimiento se obtiene una revaloración del 100%.

Bajo la estructura adquirida, este escenario podría ser visto como una combinación de una cartera de contado de deuda pública a 3 años más un futuro "ficticio" sobre el Ibex por el 100% del patrimonio. Debido a que la cartera de contado no podría calificarse "libre de riesgo" (al tratarse de inversiones con duración de 3 años se estaría superando ampliamente el límite de 3 meses establecido en la norma 4ª de la Circular 6/2010), no sería posible la compensación de posiciones. Por ello, habría que computar compromiso por la totalidad de la posición en el futuro "ficticio" sobre el Ibex-35, que no superaría el límite máximo por la operativa en derivados (del 100% sobre el patrimonio) ni del 200% a nivel global de la IIC (100% exposición en contado + 100% derivados).

- Escenario 2: Si la evolución del Ibex-35 es negativa a vencimiento se obtendrá el 100% del valor liquidativo inicial. La consecución de este escenario es a través de las inversiones de contado, cuya exposición tampoco superaría el límite máximo establecido en la normativa vigente.

Por todo ello, aunque este tipo de estructuras más comunes basadas en la adquisición de cartera de contado "con riesgo" y una opción OTC no permitan aplicar las excepciones establecidas en la norma 4ª de la Circular 6/2010, no es óbice para que puedan ser lanzadas sin que sean superados los límites de exposición global establecidos en la normativa vigente.

Se adjuntan como anexo otros ejemplos prácticos para ilustrar cómo se ha de llevar a cabo el análisis de escenarios.

4. Aplicación de los límites de diversificación de los subyacentes

La Circular establece que "en el caso de estructuras cuyos subyacentes estén sujetos a los límites de diversificación, el impacto del rendimiento de un solo activo subyacente, cuando la IIC pase de un escenario a otro, deberá dar cumplimiento a dichos límites sobre la base del patrimonio al inicio del objetivo concreto de rentabilidad de la OICVM". Sobre esta cuestión, se suscitan las siguientes dudas:

a) Al igual que en la consulta 2) anterior, se entiende que estos cálculos de cumplimiento de límites de diversificación en los distintos escenarios que se pueden dar al vencimiento del objetivo de rentabilidad se realizan antes del lanzamiento de la IIC y, si no se produce ningún incumplimiento, se lanza dicha IIC y no se realiza ningún análisis adicional durante la vida del objetivo de rentabilidad. Se solicita confirmación de esta interpretación.

b) Por otro lado, se señala en la Circular que la referencia de los cálculos es el patrimonio de la IIC al inicio del objetivo de rentabilidad. Si sólo se va a realizar el análisis en el momento de lanzamiento y no es necesario su cálculo periódico (de acuerdo con la interpretación anterior), la referencia del patrimonio al inicio del periodo sería válida. No obstante, si por alguna razón se tratara de un cálculo que se debiera realizar periódicamente, sería más adecuado tomar como referencia el valor al inicio de cada periodo de cálculo, ya que a lo largo del periodo de duración del objetivo de rentabilidad se pueden producir reembolsos por parte de los partícipes.

Al igual de lo indicado en la respuesta a la consulta 2, adicionalmente a acreditar el cumplimiento de los límites de diversificación mediante el análisis de escenarios en el momento inicial, debería realizarse algún tipo de control adicional sobre la evolución de los límites de diversificación, atendiendo a las características del tipo de "pay-off", volatilidad de los subyacentes, etc... A este respecto debe recordarse que, la propia norma 25.4 de la Circular 6/2010 requiere a las gestoras que, en el caso de que a lo largo de vida del objetivo concreto de rentabilidad se produzcan incumplimientos por causas ajenas a la entidad, se comunique de inmediato a esta CNMV de dicha situación, aportando información detallada de los incumplimientos y, en su caso, de las medidas que se pudieran adoptar para evitar conflictos de interés y proteger los intereses de los partícipes.

c) Cuando se habla del "impacto del rendimiento de un solo activo subyacente", se entiende que, independientemente del número de componentes que exista en la cesta, el objetivo que se persigue es el de analizar el efecto que tiene un único componente. En este sentido, lo determinante sería la aportación al pay-off, pero no queda claro cómo se realizaría el análisis: si el objetivo de rentabilidad depende de los rendimientos de al menos dos componentes o si depende únicamente de uno de ellos.

Por ejemplo, en una cesta subyacente con dos componentes, en la que ambos deben tener un rendimiento positivo para alcanzar el pay-off definido (10%), de manera que en caso de que un componente no tenga rendimiento positivo, el pay-off es cero, ¿los coeficientes a computar por cada acción serían un 10% o un 5% (al ser 2 los que tienen que revalorizarse y estar equiponderados)?

En el caso de “pay-off” referenciados a subyacentes a los que les aplican los límites de diversificación (acciones, renta fija o IIC), a la hora de realizarse el análisis de escenarios, se deberá verificar que, en el momento del salto (o switch) la contribución de cada subyacente sobre la magnitud del salto da cumplimiento a los límites de diversificación, calculado sobre el patrimonio al inicio de la estructura.

En el caso del ejemplo consultado, para poder recibir el rendimiento del 10% es necesario que las dos acciones obtengan una revaloración positiva, es decir, con que solo una no la obtenga, se dejaría de recibir todo el rendimiento. Por ello, en el momento del salto de un escenario a otro, la contribución de cada subyacente sería del 10% sobre el patrimonio al inicio de la estructura.

Se adjuntan como anexo otros ejemplos prácticos para ilustrar cómo se ha de llevar a cabo el análisis de escenarios.

5. Incidencia del análisis por escenarios en los Estados Reservados

Sería muy útil que se aclarase cuál será el impacto que la realización de análisis por escenarios tiene en la información que se ha de presentar en los Estados Reservados de la IIC.

La norma 25.3 de la Circular 6/2010 en el caso de IIC con objetivo concreto de rentabilidad establece que la entidad gestora, en el momento del lanzamiento de la estructura, deberá verificar si se da cumplimiento con los límites exigidos por la normativa, destacando, entre otros, el de exposición global en la operativa con instrumentos derivados.

Así, como se ha indicado en respuesta a las consultas 2 y 4, el análisis determinante es el realizado en el momento del lanzamiento del objetivo concreto de rentabilidad. Sin perjuicio de ello, la entidad, con posterioridad, debe realizar algún tipo de control adicional sobre la evolución del límite de exposición global, atendiendo a las características del tipo de “pay-off”, volatilidad de los subyacentes, etc. Ello permitirá dar cumplimiento también al 25.4 de la Circular 6/2010, que requiere a las gestoras que, en el caso que a lo largo de vida del objetivo concreto de rentabilidad se produzcan incumplimientos por causas ajenas a la entidad, se comunique de inmediato a esta CNMV, aportándose información detallada de los incumplimientos y, en su caso, de las medidas que se pudieran adoptar para evitar conflictos de interés y proteger los intereses de los partícipes.

Por todo ello, bajo este marco de actuación y en el caso de IIC con un objetivo concreto de rentabilidad que presentan una gestión pasiva, es decir, aquellas que se estructuran para alcanzar al vencimiento un objetivo de rentabilidad concreto o predefinido (quedando por ejemplo excluidas aquellas que apliquen técnicas de gestión activa, por ejemplo gestiones dinámicas, CPPI...), no se requerirá la cumplimentación del estado MD3, MV3 o MR3 (información reservada sobre el cómputo de la exposición global por la operativa con derivados en función de la metodología aplicada).

6. Interpretación de las excepciones aplicables a las IIC con objetivo concreto de rentabilidad garantizado a la IIC por un tercero.

La norma 26.5 de la Circular 6/2010 establece que la entidad que garantice un objetivo concreto de rentabilidad a la propia IIC y que cuente con una calificación de solvencia otorgada por una agencia especializada no inferior a la del Reino de España, podrá superar los siguientes límites (establecidos en el apartado 2 de la misma norma) :

- **Límite de exposición global del 100% sobre el patrimonio (artículo 52.3 del RIIC)**
- **Límite de contrapartida del 10% (artículo 9.3 de la OM 888/2008)**
- **Límite de diversificación conjunto por emisor (artículo 52.4 del RIIC).**

Sobre la redacción de esta norma surge la duda de si estas serían las únicas IIC que quedarían exceptuadas del cumplimiento del límite de diversificación establecidos en el artículo 50.2 b) del RIIC: exposición superior al 35% en emisores públicos a través de la inversión en al menos 6 emisiones.

Según se establece en la norma 26.5 de la Circular 6/2010 (modificada por la Circular 1/2012) las IIC con un objetivo concreto de rentabilidad garantizado a la propia institución donde la entidad garante disponga de una calificación crediticia no inferior a la del Reino de España, quedarán exceptuadas de varios de los límites establecidos. Entre otros, el establecido en el artículo 52.4 del RIIC que hace referencia únicamente a la no consideración del riesgo emisor de los subyacentes de los instrumentos derivados a los efectos de la medición de los límites de diversificación establecidos en los artículos 50 y 51 del RIIC.

Por tanto, todas las IIC con objetivo concreto de rentabilidad garantizada (externa o interna) así como no garantizadas que se registren como armonizadas deberán dar cumplimiento a los límites de diversificación establecidos en la normativa para las inversiones de contado.

Dentro de estos límites de diversificación, se encuentra el establecido en el artículo 50.2.b) que permite alcanzar hasta el 100% de exposición en un emisor público siempre y cuando sea a través de la adquisición de al menos 6 emisiones y sin que ninguna de ellas tenga un peso superior al 30% del patrimonio.

Debido a las limitaciones que presenta el cumplimiento de este límite para la estructuración de las IIC con objetivo concreto de rentabilidad el artículo 72.b) del RIIC excepcionó del cumplimiento de dicho límite, debiendo registrarse esta institución como no armonizada, sin que esta excepción tenga relación alguna con la calificación crediticia de la entidad garante.

CONSULTAS SOBRE LA CIRCULAR 3/2011 DE VOCACIONES INVERSORAS

7. La Circular 3/2011, de 26 de julio, modificó la Circular 1/2009, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora, para, entre otras cuestiones, modificar la metodología para el cómputo de los porcentajes de inversión a efectos de la determinación de las categorías, sustituyendo el patrimonio por la exposición total como base de cálculo de dichos coeficientes.

Esta modificación plantea una serie de dudas, que se exponen a continuación:

Respecto a la inversión en otras IIC subyacentes:

a) ¿Deberían computar las posiciones en las IIC en las que se invierten? Por ejemplo ¿deberían computar en renta variable las participaciones en otras IIC de renta variable en las que pueda invertir la IIC?

Sí, se deben computar las inversiones en otras IIC, según se recoge en el apartado a) de la norma tercera de la Circular 1/2009. Esta obligación figuraba ya en la Circular 1/2009 antes de su modificación por la Circular 3/2011 y no se ha visto alterada por ella.

b) En caso afirmativo, ¿cómo se realizaría dicho cómputo? Por ejemplo, ¿cuál sería el criterio para las inversiones en IIC con un perfil mixto de renta fija y variable? Asimismo, para la divisa, ¿cómo computarían las inversiones en otras IIC denominadas en euros pero cuyos instrumentos en cartera estén denominados en otras divisas?

En el caso de IIC que inviertan en otras IIC se tendrán en cuenta, en primer lugar, el folleto de la IIC subyacente a la hora de determinar su carácter.

Ello es lo que exige la Circular, que adscribe a las IIC a las diferentes categorías en función de la política de inversión reflejada en folleto. Cuando el folleto de la IIC subyacente no explicita claramente los porcentajes y el carácter de los activos en los que pretende invertir, se debe analizar la composición de la cartera de las IIC en las que se invierte.

En el caso de la divisa, se deberán considerar las inversiones del fondo subyacente como si fuesen inversiones directas del fondo inversor.

c) A estos efectos, debe tenerse en cuenta la dificultad de conocer en detalle la composición real de las carteras de las IIC en las que se invierte, así como la dificultad que crearía para su cálculo. Las redacciones de las políticas de inversión en los folletos informativos de las IIC son amplias, por lo que es muy difícil poder utilizar la información establecida en dichos folletos para realizar esos cálculos.

De acuerdo con la norma 4ª de la Circular 6/2009 de la CNMV sobre control interno de las SGIC, deben realizarse las comprobaciones oportunas en instrumentos financieros, con carácter previo a la inversión y en tanto se mantengan en cartera de las IIC gestionadas, a fin de evaluar su adecuación a la política de inversión de las IIC, sus riesgos y su contribución al perfil de riesgo global de la IIC, su método específico de valoración, así como la disponibilidad de información que permita la valoración continua del instrumento financiero y la evaluación permanente de sus riesgos.

8. Cálculo del denominador para el cómputo de los porcentajes de inversión:

a) De acuerdo con la Circular, "Para el cómputo de la exposición con instrumentos derivados, se aplicará la metodología del compromiso recogida en la Circular 6/2010, de 21 de diciembre, de la CNMV, sobre operaciones con instrumentos derivados de las instituciones de inversión colectiva". Sobre el empleo de la cifra total de compromiso por derivados en el denominador, se plantea la duda de si el denominador de calculará como:

- patrimonio + exposición por compromiso de todos los factores de riesgo o,
- patrimonio + exposición por compromiso del factor evaluado.

La norma 3ª h) de la Circular 1/2009, según la redacción de la Circular 3/2011, considera como exposición total la exposición conseguida por la IIC a través de sus inversiones en instrumentos financieros de contado y derivados. Ello tiene dos consecuencias:

- a) La cartera de instrumentos financieros de contado (y no el patrimonio, que incluye otras partidas) y los derivados deben ser considerados conjuntamente para calcular la exposición (por ejemplo, los derivados de cobertura reducen la exposición de contado de acuerdo a las normas de compensación de la Circular).
- b) La exposición debe considerar todos los factores de riesgo.

b) A estos efectos, debe señalarse que, si se incluyen todos los factores de riesgo que componen el compromiso total, se minorará el porcentaje de exposición del factor que se esté evaluando, por ejemplo, en un fondo con un elevado compromiso en derivados de renta fija se infraponderará la renta variable al incrementarse el denominador con el compromiso de renta fija.

De acuerdo a la forma de cálculo de los porcentajes, si existe un elevado compromiso en renta fija, existe por tanto más exposición y en consecuencia sobreponderación del factor en cuestión.

Únicamente no computarían como exposición adicional los activos que cumplan lo establecido en el apartado 1 c) de la Norma cuarta de la Circular de derivados.

9. Posiciones cortas en derivados a efectos del cálculo de la exposición:

a) Se plantea la duda de cómo debe aplicarse la norma en el caso de posiciones cortas en derivados. ¿Se entiende, por ejemplo, que en el numerador la posición en contado de renta variable, debe minorarse con la posición corta en derivados de renta variable, calculada con la metodología de compromiso restando?

En el numerador se incluiría cada posición minorada con la posición corta aplicando dentro de cada factor de riesgo las compensaciones que permita la Circular de derivados. Es decir, no se pueden compensar entre sí las exposiciones a los distintos factores.

b) Pero, por consistencia ¿no debería restarse de la misma forma en el denominador, en lugar de agregar con signo positivo ese compromiso?

En el denominador se debe incluir la exposición total, aplicando dentro de cada factor de riesgo las compensaciones que permite la Circular de derivados. A este respecto, hay que tener en cuenta que si sólo existen posiciones en un solo sentido (largas o cortas), no proceden compensaciones y las posiciones de cada factor se suman en valor absoluto.

10. Información en folleto sobre las políticas de inversión:

En términos generales, cuando en los folletos se menciona una regla genérica sobre el patrimonio, ¿es obligatorio añadir al patrimonio el compromiso del derivado afectado? (p.e. "la IIC invertirá más del 50% de su patrimonio en otros fondos de inversión").

La Circular de vocaciones inversoras señala que "para calcular los porcentajes de inversión que definen las distintas vocaciones inversoras, se considera como base de cálculo la exposición total de la IIC". Así, cabe diferenciar dos tipos de límites al definir la política de inversión de una IIC:

- A) los límites que definirían las distintas vocaciones tal y como se recogen en el Anexo de la Circular de vocaciones inversoras, cuya base de cálculo debe ser la exposición total de la IIC.
- B) Aquellos límites adicionales que la gestora decida aplicar para concretar en mayor medida su política. Éstos quedan fuera del ámbito de aplicación de la Circular y la base de cálculo deberá analizarse caso por caso (por ejemplo, resulta admisible considerar como base de cálculo el patrimonio para un límite que sólo haga referencia a inversiones de contado).

CONSULTAS SOBRE EL DOCUMENTO DE DATOS FUNDAMENTALES PARA EL INVERSOR

11. Tratamiento de otros gastos.

El apartado 2 de la Guía plantea que los gastos corrientes incluyan los pagos, siempre que fueran deducidos de los activos de la IIC, por estar permitido o ser requerido por la normativa nacional, el reglamento, los estatutos o el folleto de la IIC y siempre que no estuvieran expresamente excluidos por el apartado 5.

No obstante, se plantean las siguientes dudas sobre si determinados gastos han de considerarse o no en los gastos corrientes:

- En una SICAV negociada en el MAB; ¿pueden asimilarse los gastos por admisión a los regulatorios y de registro? ¿Y los de Iberclear? ¿Y los del mantenimiento de la preceptiva página web?

- ¿Deberían considerarse los gastos por servicios bancarios?

La definición del *Ongoing Charges Figures* (OCF en lo sucesivo) señala que todos los gastos soportados por la IIC se incluirán en el OCF, salvo los gastos de financiación y la comisión de gestión sobre resultados.

Por tanto, los gastos señalados en la consulta formarán parte del OCF habida cuenta de que no han sido expresamente excluidos en las Guías y siempre y cuando estén recogidos en el folleto de la IIC.

12. Rentabilidad histórica

a) Cómputo y cumplimentación de períodos.

El artículo 15 del Reglamento 583/2010 y las especificaciones de la CNMV para la presentación de la rentabilidad histórica en el DFI señalan que:

“Se presentará un gráfico de barras con la rentabilidad anual de los últimos diez años.

Aquellas IIC que dispongan de resultados respecto de un período inferior o igual a cinco años naturales completos solo incluirán en su presentación los últimos cinco años. Cuando no se disponga de datos respecto de algún año, se mostrará el espacio en blanco, sin otra indicación que la fecha. En ningún caso se mostrarán datos de rentabilidad histórica respecto de ninguna parte del año natural en curso .

En caso de que una IIC no disponga aún de resultados respecto de un año natural completo, se incluirá una declaración que sustituya al gráfico que indique: “Los datos disponibles son insuficientes para proporcionar a los inversores una indicación de la rentabilidad histórica que resulte de utilidad”.

En relación con ello, se plantean las siguientes cuestiones:

- Para la determinación del año natural completo, ¿se tiene en cuenta la fecha de constitución o la fecha de inscripción de la IIC en la CNMV?

Se tendrá en cuenta la fecha de inscripción.

- Para el año de constitución o inscripción de la IIC, al no estar completo, ¿se omitirá o se dejará la rentabilidad en blanco sin otra indicación que la fecha o incluyendo una indicación relativa a que los datos disponibles son insuficientes para proporcionar a los inversores una indicación de la rentabilidad histórica que resulte de utilidad?

En el caso de que todavía no exista ningún año natural con datos completos, se incluirá la siguiente mención: "Los datos disponibles son insuficientes para proporcionar a los inversores una indicación de la rentabilidad histórica que resulte de utilidad".

Si existiesen años naturales completos posteriores al de inscripción de la IIC, se dejará en blanco el año de inscripción si resultase incompleto sin añadir ninguna indicación adicional.

- ¿Cómo se informa de la rentabilidad histórica para IIC que tienen más de 5 años pero menos de 10?

Se informará del dato de rentabilidad de los años naturales completos, dejando el espacio en blanco para los años de los que no se disponga de datos para el periodo completo, sin más indicación que el año en cuestión.

b) Método de cálculo aplicable.

La Circular 4/2008 de la CNMV define, con carácter general, la rentabilidad como la variación porcentual entre la suma del último valor liquidativo calculado a la fecha de referencia y los beneficios brutos distribuidos desde el inicio del período de que se trate y el último valor liquidativo calculado en el período anterior (Apartado 8 del Anexo 1).

El artículo 16 del Reglamento 583/2010 y las especificaciones de la CNMV para la presentación de la rentabilidad histórica en el DFI señalan que el cálculo de la rentabilidad histórica se basará en el valor liquidativo de la IIC y partirá del supuesto de que todo rendimiento distribuible de la IIC se ha reinvertido.

De la comparación de estas previsiones, la diferencia en el cálculo de la rentabilidad histórica entre la Circular 4/2008 y el Reglamento 583/2010 reside fundamentalmente en la manera en que se considera la distribución de beneficios por las IIC.

En consecuencia:

- Para las IIC que no distribuyan dividendos, ¿puede aplicarse el método descrito en la Circular 4/2008 y desarrollado en el manual de cumplimentación? En caso contrario, ¿cuál sería la fórmula de aplicación?

Así es, la rentabilidad se calcularía según el ratio entre VL indicado en la pregunta.

- Para las IIC que distribuyan dividendos, ¿cuál sería la fórmula de aplicación?

Será la prevista en el Manual de cumplimentación según la cual, si la clase ha repartido dividendos, se sumará el dividendo repartido por participación en el período correspondiente al último VL año t. En definitiva, no existe diferencia en la forma de calcular la rentabilidad cuando existen dividendos, entre la Circular 4/2008 y el Reglamento 583/2010: la reinversión de dividendos se interpreta sumando a estos en el numerador.

c) Utilización de un valor de referencia junto con la rentabilidad histórica.

El artículo 18 del Reglamento 583/2010 y las especificaciones de la CNMV para la presentación de la rentabilidad histórica en el DFI señalan que:

“Cuando la sección «Objetivos y política de inversión» del DFI remita a un valor de referencia (benchmark), se incluirá en el diagrama, junto a cada una de las barras indicativas de la rentabilidad histórica del fondo, otra barra que muestre la evolución de dicho valor de referencia. En el caso de IIC que no dispongan de datos sobre rentabilidad histórica respecto de los cinco o diez años preceptivos, no se mostrará el valor de referencia respecto de aquellos años en los que la IIC no existiera”

A los efectos de la comparación con el índice de referencia, ¿se representaría la rentabilidad del benchmark únicamente desde la fecha en que éste se incluyó en el folleto (siempre que sea año completo) o se incluye también en fechas anteriores?

La rentabilidad del benchmark se informaría sólo desde la fecha en la que se incluyó en el folleto y se corresponda con un año completo.

- Si cambia el índice de referencia, ¿no se incluyen gráficos del anterior o se incluyen, comentando el cambio producido?

En caso de cambio del índice de referencia, sin cambio en la política de inversión, se incluirá en el gráfico los datos del benchmark anterior pero sin incluir ninguna mención al cambio.

d) IIC garantizadas

Las especificaciones de la CNMV para la presentación de la rentabilidad histórica en el DFI señalan que *“Este gráfico no es exigible para las IIC estructuradas. De acuerdo con lo previsto en el art. 36 del Reglamento 583/2010 sobre el DFI, las IIC estructuradas incluirán en el apartado política de inversión al menos 3 escenarios con la rentabilidad potencial de la IIC.”*

- Las IIC Garantizadas de Rendimiento Fijo, IIC Garantizadas de Rendimiento Variable y las IIC de Garantía Parcial, previstas en la Circular 1/2009 de la CNMV ¿son IIC estructuradas de acuerdo con la definición del artículo 36 del Reglamento 583/2010?

El apartado 1 del artículo 36 del Reglamento (UE) nº 583/2010 sobre el DFI establece que por IIC estructurada se entenderán aquellas que proporcionen a los inversores, en fechas predeterminadas, remuneraciones calculadas con arreglo a un algoritmo y vinculadas a la evolución de activos financieros (...)

Por tanto, sólo aquellas IIC cuyo objetivo concreto de rentabilidad se calcule conforme a un algoritmo son las que pueden considerarse como estructuradas.

En este sentido, las IIC que deban incluirse en la categoría de garantizadas de rendimiento variable, de acuerdo con la Circular 3/2011, sobre las categorías de las IIC, tendrán la consideración de estructuradas dado que su pay-off viene determinado por un algoritmo, y ello con independencia del tipo de subyacente al que se referencie el rendimiento..

Por el contrario, las IIC que deban incluirse en la categoría de garantizadas de rendimiento fijo, como son las que garantizan una TAE fija o que garantizan el euribor, o el euribor más un diferencial, no entrarían en la definición de IIC estructurada dado que su rendimiento no se calcula en función de un algoritmo.

En cuanto a las IIC de garantía parcial y a las IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado (que se incluirían, junto a otras IIC, en la categoría de IIC de gestión pasiva) sólo aquellas cuya rentabilidad se calcule en función de un algoritmo entrarían en la definición de estructuradas.

- En tal caso, ¿cómo serían comunicados los escenarios de rentabilidad?

Las IIC estructuradas, comunicará los escenarios a través de la aplicación informática del folleto electrónico, como un archivo adjunto.

- Si no se consideraran IIC estructuradas, debería tenerse en cuenta que para las IIC garantizadas total o parcialmente cuya garantía haya vencido, carecería de sentido enviar información histórica y sería más adecuado solicitar los tres escenarios de rentabilidad, que se incluirían en el nuevo DFI.

Sólo las IIC estructuradas informarán de los escenarios de rentabilidad. Las IIC no estructuradas informarán de su rentabilidad histórica, debiendo incluir si procede la advertencia sobre el momento en que se ha producido el cambio de política de inversión.

ANEXO: CASOS DE ANALISIS DE ESCENARIOS (Ejemplos basados en el documento de ESMA: Final Report Guidelines on risk Measurement for Structured UCITS. http://www.esma.europa.eu/system/files/2011_112.pdf)

1. Ejemplos de descomposición del “pay-off” en escenarios y cumplimiento del límite de exposición global.

Descripción	IIC con objetivo concreto de rentabilidad que al vencimiento (5 años) obtendrá la inversión inicial más el 150% de la revalorización positiva del IBEX-35. Para ello, el fondo se estructura a través de una cartera de contado invertida un 100% del patrimonio en deuda pública “libre de riesgo” y un equity swap con el que se obtiene la rentabilidad del IBEX-35.
- Escenario 1	Si la evolución del índice es positiva, el payoff será igual al 150%. En este caso, al estar estructurado el fondo a través de una cartera de contado libre de riesgo, en aplicación de la norma 4.1 de la Circular 6/2010, será posible netear un 100% de la exposición en el IBEX-35 con las posiciones de contado libres de riesgo. Por tanto, en este escenario el compromiso, tras la compensación, será del 50% sobre el patrimonio. Si en lugar del 150% de la revalorización se garantizara el 210%, en este caso, aun realizándose la compensación con las posiciones de contado, el compromiso resultante sería del 110% superándose por ello el límite máximo del compromiso.
- Escenario 2	Si la evolución del índice es negativa el payoff será igual al 100% del NAV inicial. Este escenario no generaría compromiso ya que también se compensa el compromiso del derivado con el activo libre de riesgo.

2. Límite de pérdida máxima: En el momento en que se produce el salto (o switch) de un escenario a otro la máxima pérdida en que se podrá incurrir no podrá superar el 100% del NAV al inicio del periodo.

Descripción	IIC con objetivo concreto de rentabilidad que al vencimiento (5 años) podrá obtener una rentabilidad del 50% sobre el valor liquidativo inicial (VLi) siempre que IBEX-35 no caiga más del 60%. Si la caída es superior al 60%, entonces se obtendrá la variación negativa del índice, es decir, $VLi * (IBEXvt / IBEXini)$.
Escenarios	1. Si el índice al vencimiento (IBEXvt) cae más de un 60% frente a su nivel inicial (IBEXini) se obtendrá la caída que haya experimentado el índice. Es decir, como mínimo se podría perder bajo este escenario hasta un 60% de la inversión inicial. 2. Si el índice al vencimiento cae menos del 60% frente a su nivel inicial se obtendrá una rentabilidad del 50% sobre la inversión inicial.
Análisis	En el momento de producirse el cambio de escenario (o switch) el inversor pasará de recibir un +50% a recibir un -60% sobre la inversión inicial, lo que supone un salto total del 110% que superaría el límite máximo del 100%.

3. Cumplimiento límite de diversificación: En el momento en que se produce el salto (o switch) de un escenario a otro la contribución de cada uno de los subyacentes deberá respetar los límites de diversificación.

Descripción del "pay-off"	IIIC con objetivo concreto de rentabilidad sobre una cesta de 4 acciones que al vencimiento (5 años) se podrá obtener una rentabilidad del 20% sobre el valor liquidativo inicial (VLi) siempre que la acción que con mejor comportamiento se haya revalorizado en un 30%. En el caso que no se cumpla esta condición se recibirá a vencimiento el valor liquidativo inicial.
Escenarios	1. Si la acción con mejor comportamiento se revaloriza más del 30% entonces se obtendrá a vencimiento una rentabilidad del 20% sobre valor liquidativo inicial. 2. En el caso que la revalorización de la acción con mejor comportamiento sea inferior al 30% entonces se recibirá al vencimiento el valor liquidativo inicial.
Análisis	El cambio de escenario depende la evolución de una de las 4 acciones, en concreto con aquella que presente el mejor comportamiento. La contribución de esa acción en el salto, en función de si se revaloriza más o menos de un 30%, sería del 20% sobre el valor liquidativo, superándose por ello el límite máximo del 10% de diversificación que la normativa permite por la inversión en renta variable.

Descripción	IIIC con objetivo concreto de rentabilidad que al vencimiento (5 años) ofrece una rentabilidad vinculada a una cesta de 20 acciones equiponderada.
Escenarios	1. Si la performance de todas las acciones es positiva entonces a vencimiento se obtendrá el 100% del valor liquidativo inicial más un cupón del 30%. 2. Si la performance de solo una de estas acciones es negativa entonces solo se obtendrá el 100% del valor liquidativo inicial.
Análisis	Debido a que el salto entre escenarios se produce en el momento en que sólo una acción tenga una performance negativa, la contribución de esta acción puede llegar a alcanzar hasta el 30% del valor liquidativo inicial superándose por tanto el límite máximo del 10% de diversificación en renta variable.