



## Consultas sobre la Circular 6/2010 de la CNMV sobre operaciones de las IIC en instrumentos financieros derivados.

### JULIO 2011

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 6/2010 sobre operaciones de las IIC en instrumentos financieros derivados ( en adelante la Circular).

Estas aclaraciones tienen como finalidad transmitir la interpretación de determinados aspectos de la Circular. Por tanto, este documento no tiene carácter normativo y sólo pretende facilitar la comprensión de la norma.

#### - DEFINICIONES GENERALES, INVERSIONES APTAS Y LIMITES GENERALES A LA EXPOSICION GLOBAL DE LA IIC

1. El apartado 2 de la Norma 1ª incluye las materias primas entre los subyacentes aptos por tratarse de instrumentos financieros del artículo 36.1 a) del Reglamento de la Ley 35/2003. No obstante, en muchos casos lo que cotiza no es la materia prima como tal, sino el contrato de futuro o en forma de índice, debiéndose entender que los derivados sobre estos subyacentes son aptos también, por quedar incluidos en la categoría de materia prima. ¿Es correcta esta interpretación?

Es correcta. El hecho de que determinados mercados de derivados se tome como referencia el futuro del subyacente en lugar del contado es una circunstancia que se produce no solo en mercados de materias primas sino también en derivados sobre renta variable y tipo de interés. Por tanto, el análisis de la aptitud de los instrumentos deberá efectuarse sobre el subyacente de los mismos con independencia de si el instrumento derivado toma como referencia para su cotización el precio del futuro. Esta interpretación ya se realizaba con el anterior marco normativo.

Así, en el caso de derivados sobre índices se deberá verificar que sus componentes son subyacentes aptos en aplicación de lo establecido en la letra b) del artículo 5.1 de la OM EHA/888/2008.

2. Obligaciones convertibles (Norma 2ª, apartado 2). Las obligaciones convertibles que fluctúan en función de la cotización de la acción y tienen por tanto un derivado implícito según la Norma 2ª punto 2, ¿en qué factor de riesgo se han de incluir?

Debido a que el subyacente de dicho derivado es una acción, su categorización será bajo el factor de riesgo de renta variable.

3. Compra de protección sobre riesgo de crédito (Norma 2ª, apartado 4).

¿La compra de protección sobre riesgo de crédito se entiende como una venta en corto y, por consiguiente, se ha de cumplir con el requisito de liquidez desarrollado en la Norma 2ª, apartado 4?

Según lo establecido en la letra c) de la norma 2.4 de la Circular el requisito de liquidez adicional será aplicable a cualquier posición corta en instrumentos derivados en la que la IIC se exponga al riesgo de tener que comprar cualquier activo apto a un precio superior al que fue inicialmente pactado en la operación.

En el caso concreto de la compra de protección, aún siendo una operación corta, no expone al riesgo de tener que comprar el activo a un precio superior al que fue inicialmente pactado, ya que su funcionamiento consiste en la realización de unos pagos periódicos (o prima) a cambio del derecho de percibir una cantidad, que solo se producirá si tiene lugar un evento de crédito relativo a la entidad o activo de referencia definido en dicho contrato.

Por tanto, la compra de protección sobre riesgo de crédito no le será aplicable el requisito de liquidez desarrollado en el apartado 4 de la norma 2 de la Circular.

4. Límite a las primas pagadas por compra de opciones (Norma 3ª, apartado 1). Este apartado plantea las siguientes dudas:

- a. En relación lo que dispone la letra b) del apartado 1 de la Norma 3ª ¿se puede compensar una opción comprada con otra vendida que tenga un vencimiento superior?
- b. En la revisión del límite por primas pagadas cuando se produzca una nueva compra (letra c) del apartado 1 de la Norma 3ª), ¿el nuevo cálculo sólo debe incluir las opciones vivas? ¿Éstas han de computar a su precio histórico o al que tienen en el momento del cálculo? ¿Qué sucede si valen cero?
- c. El Artículo primero, punto trece, párrafo 4º del RD 749/2010, que modifica el Artículo 39.3 del Reglamento de la Ley 35/2003 detalla que: *“Adicionalmente no resultará de aplicación el límite del 10 por ciento señalado anteriormente a las IIC que lleven a cabo una gestión encaminada a la consecución de un objetivo concreto de rentabilidad”*. Sin embargo, en la circular 6/2010, Norma 25, punto 3, párrafo primero se especifica que: *“A los efectos del cumplimiento de los límites establecidos en los puntos 3 y 4 del Art. 39 del Reglamento de la Ley 35/2003, la entidad gestora deberá acreditar que, con posterioridad al periodo de no valoración, dichos límites no serán superados .....”* ¿Se debe realizar el control del 10% sobre las primas pagadas en el momento de la compra y cuando se vuelvan a realizar más compras en aquellos fondos en los que la garantía se le otorga al participe, es decir, IIC con objetivo concreto de rentabilidad?

No sería posible la compensación de opciones compradas y vendidas que tengan un vencimiento diferente al establecerse claramente en dicho apartado que solo sería admisible la compensación cuando coincidan en todas y cada una de sus características a excepción de su fecha de contratación, contraparte o precio de ejercicio.

A los efectos de este límite solo se tendrán en cuenta la opciones vivas y deberán ser computadas a su precio de adquisición. No obstante, se deberá tomar como referencia el precio de mercado o valor razonable en el momento de la adquisición cuando éste sea significativamente superior al precio desembolsado. Así, a modo de ejemplo y en referencia a la consulta de opciones con valor nulo, en el caso de Equity Swaps en el que el su valor neto en el momento de la contratación es cero, a los efectos de este límite se deberá tomar el valor de mercado de la rama del swap que incorpora la opción ya que su valor de mercado siempre será mayor al precio desembolsado (en este caso cero).

Respecto a la cuestión c), recordar que tras la modificación del RIIC a través del RD 749/2010 todas las IIC con objetivo concreto de rentabilidad quedarían exceptuadas de aplicación del límite por primas pagadas. Por tanto, la exigencia establecida en la norma 25.3 de la Circular para este tipo de IIC hace referencia a los límites de exposición global y de diversificación (apartados 3 y 4 del artículo 39 del RIIC).

5. **Metodología aplicada para la medición de la exposición en derivados (Norma 3ª, apartado 3). Con respecto a este apartado se plantean si hay que modificar obligatoriamente el folleto para informar de la metodología empleada, o se puede esperar a que haya que realizar alguna modificación del mismo para incluir dicho punto.**

La indicación en folleto del método para el cómputo del riesgo de mercado no exige la actualización del folleto mientras se mantenga el método del compromiso. No obstante, en el caso de que la IIC actualice su folleto por cualquier otra causa, deberá, en ese momento, indicar el método utilizado. Por el contrario, en el caso de que la opción elegida para el cálculo del riesgo sea el método VaR deberá actualizarse el folleto informativo con carácter previo a su aplicación, debiendo otorgarse el correspondiente derecho de separación/información en el supuesto de que se produzca un cambio sustancial en la política de inversión.

## **- METODOLOGÍA PARA EL COMPUTO DE LA EXPOSICIÓN GLOBAL DE LA IIC**

6. Cobertura de operaciones en divisa.
  - a. En relación a la cobertura de operaciones de divisa parece que no se permitiría compensar la cuenta de garantías por operaciones en derivados. Algunos gestores cubren ese riesgo divisa, junto con el existente en las cuentas de márgenes diarios (tesorería) que fluctúa diariamente, con futuros sobre divisa y de no cambiarse la normativa actual no podrían considerarse las operaciones de cobertura con los futuros como cobertura.
  - b. Para la cobertura de las posiciones en divisa por ejemplo dólares, se pueden vender futuros de divisa USD/EUR, o comprar futuros de divisa EUR/USD. La

diferencia es que en un caso el nominal del contrato está en USD y en el otro en EUR, pero en ambos casos el resultado diario es similar. ¿Se entiende que los dos futuros son susceptible de ser utilizados como cobertura de una operación en divisa?

Según lo establecido en la norma 1ª de la Circular se considera activo financiero cubierto cualquier tipo de activo o instrumento apto para la inversión de la IIC, entre los que se encontrarían por tanto la liquidez así como las garantías por la operativa en mercados de derivados. De esta manera, el riesgo divisa generado por las garantías por operaciones en instrumentos derivados podrá ser objeto de cobertura.

Respecto a la consulta de la letra b) indicar que efectivamente pueden utilizarse ambos tipos de instrumentos derivados siempre y cuando dichas operaciones cumplan los requisitos de cobertura establecidos en la norma 7ª de la Circular. Es decir, a estos efectos no es relevante la manera en que se denomine o esté instrumentalizado el contrato de divisas (que uno cotice con nominal en euros y otro en dólares).

**7. Método de las duraciones para la determinación del compromiso sobre riesgo de tipos de interés (Norma 9ª, apartados 3 y 4). La nueva Norma establece que la publicación en folleto de la duración objetivo es requisito indispensable para poder aplicar el método de las duraciones en el cálculo de compromiso. Con respecto a esta cuestión, se plantean las siguientes dudas:**

- a. Si no aparece en el folleto una duración objetivo, ¿debería calcularse el compromiso sin compensaciones adicionales?
- b. ¿La duración objetivo puede determinarse en términos variables? Por ejemplo, "tiempo en años hasta el vencimiento" (sería lo más coherente, por ejemplo, en Fondos con objetivo concreto de rentabilidad). De ser posible, ¿cuál sería la frecuencia de actualización de la misma? ¿Existiría algún requisito de información de los cambios? ¿Cómo se informará en el estado MX3 una duración objetivo variable?
- c. Para los folletos ahora existentes donde se especifique una duración de la cartera de renta fija, ¿puede utilizarse este dato como la duración objetivo del Fondo o es necesaria alguna modificación?
- d. ¿Supone la adopción del método de las duraciones para calcular el riesgo de tipo de interés dar derecho de información o de separación al partícipe, o sería suficiente informar en el informe periódico siguiente?
- e. La letra b) del apartado 4 de la Norma 9ª se refiere a la clasificación de posiciones netas primarias en función del vencimiento residual del instrumento financiero. Sin embargo, parece más adecuado que la clasificación se realice por duraciones, para que se compensen posiciones similares.

Actualmente existen IIC que en sus folletos informativos ya aportan información sobre el riesgo de tipos asumido en términos de duración.

A este respecto, no sería necesario proceder a la modificación de dichos folletos siempre y cuando se establezcan unos rangos de variabilidad en los niveles de duración acordes con su política de inversión y perfil de riesgos.

Recordar que en aplicación de lo establecido en la norma 9.3 de la Circular se deberá aportar en su folleto informativo información sobre el nivel de duración global de su cartera, es decir, considerando las inversiones de contado y de derivados. Adicionalmente, también recordar que la indicación del nivel de duración en el folleto aporta una información relevante con independencia de si la IIC aplica o no el método de duraciones. Por tanto, en ningún caso se deberá entender que la exigencia de información del nivel de duración aplique únicamente a aquellas instituciones que utilicen el método de duraciones.

Por otra parte, según lo establecido en la norma 3.4 de la Circular no será exigible el requisito de comunicación y de otorgamiento de derecho de separación establecido en el artículo 14.2 del RIIC siempre y cuando se justifique que la aplicación de dicha metodología no supone un cambio sustancial en la política de inversiones y perfil de riesgos de la IIC.

Por último, respecto a las dudas planteadas en la letra e) destacar que el método de duraciones incorpora los desarrollos recientemente aprobados a nivel europeo (*CESR's 10-788: "Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS"*) en el que se establece que la clasificación de las posiciones deberá realizarse en función de su vencimiento residual y no en base a las duraciones calculadas.

#### **8. Tratamiento de las operaciones repo y simultáneas (Normas 9ª y 10ª). Aclaración de en que situaciones las operaciones repo y simultáneas consumen compromiso para el riesgo de tipo de interés y de crédito.**

En el caso de una operación simultánea de compra a contado y venta a plazo, en el momento inicial dicha operativa no consumirá compromiso al producirse un neteo o compensación total entre la posición de contado y el subyacente de la operación de venta a plazo. Sin embargo, si se procede, con posterioridad, a la venta de la posición de contado para invertir el efectivo recibido en otro activo, deberá comenzarse a computar el compromiso de la venta a plazo al haber dejado de ser aplicable la compensación o neteo de posiciones de sentido contrario.

#### **9. Reglas específicas para la determinación del compromiso sobre riesgo de crédito (Norma 10ª, apartado 4). Se solicita aclaración y ejemplo de este apartado.**

Para el cómputo del compromiso sobre este factor de riesgo, según lo establecido en la norma 10.4 de la Circular, se deberán determinar las posiciones netas secundarias por entidad o emisor aplicando las siguientes reglas específicas:

a) En el caso de futuros, operaciones a plazo o permutas sobre rendimiento absoluto, será posible una compensación total de posiciones siempre que vaya en dirección opuesta y en la misma cuantía, y la obligación de referencia y el instrumento financiero cubierto pertenezcan a la misma categoría de subordinación y tengan un plazo de vencimiento muy similar. El vencimiento del instrumento derivado podrá ser diferente al plazo del instrumento financiero cubierto.

Ejemplo. Una IIC tiene en cartera un bono "senior" a 4 años emitido por la Cía "X" y una venta a plazo a dos años sobre otro bono "senior" al que le resta una vida de 3,7 años y que también ha sido emitido por la Cía "X". El precio del bono en cartera es del

100% y el del subyacente de la venta a plazo de 102%. El nominal de ambos bonos es de 10 millones €. En este caso se obtendrá una PNS Corta = 200.000 € ( o  $(100\% - 102\%) * 10 \text{ millones } \text{€}$ )

Como se puede observar es posible la compensación ya que el bono de contado y el subyacente del derivado tienen un vencimiento similar (en el entorno de los 4 años) requisito que no se exige sin embargo en el plazo del derivado (siendo en este caso inferior de dos años).

b) En el caso de compensaciones en los que se encuentren involucrados derivados sobre riesgo de crédito distintos de los indicados en la letra a) anterior, se reconocerá una compensación del 80% cuando el instrumento financiero cubierto y el de la obligación de referencia del derivado de crédito vayan en direcciones opuestas y en la misma cuantía, pertenezcan a la misma categoría de subordinación y los plazos de vencimiento sean muy similares entre sí, incluido el del derivado de crédito.

Excepcionalmente, en el caso de Credit Default Swap (o CDS) líquidos, el requisito del plazo de vencimiento solo se exigirá al activo cubierto y el propio instrumento derivado. En este tipo de contratos debido a la estandarización existente en determinados plazos del derivado (sobre todo el 3, 5 y 10 años) a efectos de su cotización no es relevante la existencia de una obligación de referencia al mismo plazo del derivado.

En este caso se aplicará la compensación citada del 80% sobre aquella posición neta primaria más elevada, mientras que la posición neta primaria contraria será nula.

Ejemplo. Un bono senior de Cía "X" a 7 años con precio de mercado del 97% y con nominal de 10 millones €. Esta emisión es cubierta a través de la compra protección vía un CDS senior a 7 años por el que se pagan 100 puntos básicos sobre el nominal ( también de 10 millones €) y que en términos de precio sobre el nominal equivale a un a un 96%.

La posiciones netas primarias serán de 9,7 millones € ( $97\% * 10 \text{ millones } \text{€}$ ) del bono senior y 9,6 millones € ( $96\% * 10 \text{ millones } \text{€}$ ) por el CDS. Sobre la mayor de los dos se aplica la compensación y la otra tendrá valor cero, es decir, resultará una posición neta secundaria larga de:  $(100\% - 80\%) * 97\% * 10 \text{ millones } \text{€} = 1,94 \text{ millones } \text{€}$ .

c) En el caso de instrumentos que no se encuentren en la situación de las letras a) y b) anteriores se podrá aplicar una compensación siempre y cuando la obligación de referencia del instrumento derivado y el instrumento financiero cubierto vaya en direcciones opuestas y en la misma cuantía, aunque pertenezcan a distintas categorías de subordinación o exista desfase de plazos de vencimiento entre ambos instrumentos.

En estos casos, se computará una posición neta secundaria equivalente al importe total de la posición neta primaria más elevada.

Ejemplo: La IIC compra protección vía un CDS senior y vende un CDS subordinado pagando para ello una prima anual de 200 puntos básicos y cobrando 300 puntos básicos, equivaliendo en términos de precio sobre el nominal a un 97% y 90% respectivamente.

La posiciones netas primarias serán una larga por la venta de protección subordinada por 9 millones € ( $90\% * 10$  millones €) y otra corta por la compra de protección de 9,7 millones € ( $97\% * 10$  millones €) por el CDS senior. En este caso se deberá computar una posición neta secundaria corta de 9,7 millones €.

**10. Riesgo de inversión en IIC (Norma 13ª). Con respecto a esta Norma, se plantean las siguientes dudas:**

- a. **Toda inversión en IIC, aunque ésta no invierta en derivados ¿hay que imputarla como factor de riesgo?**
- b. **¿La información que suministre la IIC objeto de inversión para ver su nivel de apalancamiento ha de ser diaria o es suficiente con la que haya en su último informe periódico? En este último caso, para determinar el apalancamiento de las IIC nacionales que informan según el formato de informes periódicos de la Circular 4/2008, ¿sería suficiente dividir el importe “total obligaciones” del punto 3.3 entre el patrimonio de final del periodo? De no ser así, ¿cuál sería una fuente válida para la CNMV a la hora de calcular este porcentaje?**
- c. **Para las IIC internacionales que no publican según el formato de la CNMV, ¿en qué fuentes oficiales se puede consultar que sean admitidas ? De no haber fuentes oficiales, ¿serían suficientes los informes periódicos de las gestoras, aunque éstos sólo se publicaran de forma semestral?**
- d. **¿Qué otra alternativa válida para la CNMV existe para dar por buena la información sobre apalancamiento que sea pública y gratuita?**

En respuesta a las preguntas planteadas habría que tener en cuenta que:

- Según lo establecido en la norma 13.2 de la Circular, solo se deberán tener en cuenta las inversiones en otras IIC que lleven a cabo estrategias de gestión con apalancamiento, para ello deberán a su vez operar con instrumentos derivados u otro tipo de operativa generadora de un exceso de exposición o apalancamiento (como sería por ejemplo la operativa de préstamo de valores, simultáneas...).

- La norma 4ª de la Circular 6/2009 de la CNMV establece que la unidad encargada de la gestión de riesgo deberá realizar un adecuado análisis (o due diligence) de todas las inversiones, con carácter previo a su adquisición y en tanto se mantengan en cartera de las IIC gestionadas, a fin de evaluar su adecuación a la política de inversión de la IIC, sus riesgos y contribución al perfil de riesgo global de la IIC, así como la disponibilidad de información que permita la evaluación permanente de sus riesgos.

En el caso de la inversión en otras IIC dichos análisis periódicos permitirán evaluar si la información obtenida a través de fuentes públicas (como sería por ejemplo la del folleto informativo) es suficiente y adecuada para llevar a cabo la estimación del nivel de apalancamiento o si, por el contrario, es necesario solicitar información adicional a la propia entidad gestora o bien, obtenerla indirectamente de un tercero (comercializador, experto independiente, difusores de información de mercado, etc...)

En todo caso, y con el objetivo de facilitar la monitorización del nivel de apalancamiento por la inversión en otras IIC la norma 13.2 de la Circular admite que se pueda utilizar:

- Nivel máximo de apalancamiento establecido en el folleto informativo de la IIC o, en su defecto, admite la utilización de los niveles de apalancamiento establecidos en dicha norma.

Es decir, la normativa admite la utilización de unos niveles de apalancamiento estáticos, por tratarse de niveles de apalancamiento máximo, es decir, los que serían aplicables bajo criterios de máxima prudencia.

- La última información pública periódica, bien la inferida del último informe trimestral o en su ausencia, del informe semestral.

En referencia a la utilización del importe “total obligaciones” del punto 3.3 de la Circular 4/2008 de la CNMV, señalar que podrá ser utilizado siempre que la entidad concluya tras su análisis que dicha información es adecuada o que en todo caso permitirá obtener unos niveles de apalancamiento prudentes y conservadores.

## **REQUISITOS Y LIMITES DE CONTRAPARTE Y COEFICIENTES DE DIVERSIFICACIÓN**

11. **¿Se debe computar riesgo de contraparte en las compras y ventas a plazo según lo establecido en la circular 3/2008, pero que correspondan a la operativa habitual de contado del mercado en que se realicen (operaciones a compromiso)?**

En primer lugar, habría que tener en cuenta que la norma 19.3<sup>a</sup> de la Circular 3/2008 establece que las compraventas de valores a plazo de deuda y divisa, se registraran en el momento de su contratación en cuentas de orden hasta su liquidación. En estos casos, el periodo de tiempo comprendido entre la contratación y la liquidación se tratará como una operación de derivados por lo tanto deberán ser tenidas en cuenta con el resto de instrumentos derivados a los efectos del límite máximo de contraparte establecido en el artículo 38.5 del RIIC.

En el resto de operaciones de compraventa de contado (sobre instrumentos de patrimonio, IIC...) el riesgo que pudiera surgir con la entidad intermediaria o liquidadora de la operación no deberán tenerse en cuenta a los efectos del límite de contraparte establecido en el artículo 38.5 del RIIC.

Sin embargo, en todo caso la entidad deberá analizar e identificar con qué entidad mantiene el riesgo en cada una de las operaciones que efectúe la institución, según lo establecido en la norma 21.2 de la Circular. Por este motivo, en el caso que la entidad concluyera, en tanto en cuanto no haya sido liquidada definitivamente la operación, que existe un riesgo de crédito identificable y cuantificable, bien con la entidad intermediaria o bien la liquidadora de dichas operaciones de contado, deberá proceder a considerarlo a los efectos del cumplimiento del límite máximo conjunto establecido en el artículo 38.3 o 38.6 del RIIC.



12. Cómputo del riesgo de contraparte por la utilización de instrumentos financieros derivados (Norma 21ª). Con respecto a esta Norma, se plantean las siguientes cuestiones:

- a) De acuerdo con el apartado 2 de la Norma 21ª, la IIC o la entidad gestora, deberá analizar e identificar adecuadamente con qué entidad se mantiene el riesgo en cada una de las operaciones que efectúe la institución: contrapartes en mercados no organizados, intermediarios, entidades liquidadoras, cámaras de compensación, etc. En aplicación de lo establecido en el artículo 36.1 letra g) del Real Decreto 1309/2005 se entenderá que no hay riesgo de contraparte con la entidad que actúa de miembro en una cámara de compensación cuando esta se interponga directamente como comprador cuando la IIC sea vendedora y como vendedor cuando la IIC sea compradora o bien cuando sus normas de funcionamiento establezcan mecanismos de protección y de supervisión suficientes de manera que las posiciones y garantías aportadas por la IIC no se verían afectadas por la situación concursal del miembro a través del cual se opere”

Por otra parte, en muchas de las operaciones de compraventa de instrumentos derivados se exige el depósito en la entidad depositaria de importes en efectivo como garantía de las citadas operaciones. Estos importes se encuentran recogidos de forma global en una cuenta abierta en una tercera entidad, miembro del mercado de derivados donde se va a operar, a nombre del depositario pero como “cuenta de terceros”, y está destinada a recoger las operaciones que se realizan en nombre y por cuenta de los clientes del depositario que operan en estos mercados (entre otros, las IIC gestionadas por sus correspondientes gestoras). En esa misma entidad existe otra cuenta diferente a nombre del depositario como “cuenta propia” para recoger las garantías aportadas por el depositario por las operaciones que realiza en su nombre.

En relación con el importe de las citadas garantías, se consulta sobre cuál de las siguientes es la entidad o entidades con las que la IIC mantiene el riesgo de contrapartida:

- el mercado (p.e EUREX),
  - la entidad miembro del mercado,
  - la entidad depositaria.
- b) Se plantea consulta sobre si, en el caso de existir una única cuenta de terceros de la entidad depositaria en el miembro del mercado, deberían estar separadas las posiciones de las IIC de las posiciones de otros clientes, como Fondos de Pensiones o particulares.

La cuestión planteada en el apartado a) se entiende referida al caso en que las garantías estén

depositadas en una cuenta abierta en la entidad depositaria, que a su vez se encuentran recogidas en una cuenta abierta en una tercera entidad (que será el miembro del mercado de derivados donde se va a operar, por ejemplo Eurex) a nombre del depositario pero como "cuenta de terceros", es decir, una cuenta destinada a recoger las operaciones que se realizan en nombre y por cuenta de los clientes del depositario que operan en estos mercados (en este caso las IIC ).

Bajo esta operativa, la IIC se podría estar expuesta a dos riesgos que deberían ser tenidos en cuenta:

- Riesgo con la entidad depositaria por el importe del efectivo de las garantías mantenido en dicha entidad y no entregadas al miembro. Dicho efectivo, deberá ser tenido en cuenta a los efectos de los límites de diversificación conjuntos del artículo 38.3 o 38.6 del RIIC, de la misma manera que cualquier otro tipo de activo o instrumento emitido por dicha entidad depositaria (por ejemplo, otras cuentas de efectivo, depósitos, activos emitidos etc..).
- Riesgo de contraparte por el importe efectivo entregado por el depositario al miembro con el que se opera. Este sería el riesgo al que haría referencia la norma 21 de la Circular y sobre el que la entidad gestora deberá analizar adecuadamente su existencia y por tanto su computo a los efectos del límite del artículo 38.5 del RIIC.

En concreto, se generaría riesgo de contrapartida si la IIC pudiera perder las garantías aportadas en el caso de que se produjera quiebra o situación concursal del miembro del mercado con el que la entidad depositaria está operando y en donde han sido depositadas las garantías en una cuenta de terceros. Para su determinación, se deberá realizar un análisis del funcionamiento del mercado (por ejemplo Eurex) y de los mecanismos de protección y supervisión que pudieran existir, de manera que se determine si las posiciones y garantías aportadas por la IIC se verían o no afectadas por la situación concursal del miembro de mercado.

Respecto a la apertura de una única cuenta en el miembro donde se incorporen todos los saldos de terceros (entre los que se incluyen las IIC) la normativa no exige que las posiciones en IIC se encuentren separadas.

## **IIC CON OBJETO CONCRETO DE RENTABILIDAD**

13. **Con respecto a los Fondos de garantía externa, el Fondo debe cumplir los límites del artículo 39.3 del RIIC. La duda es cómo debe calcularse el límite para no superar el 100% del patrimonio en exposición total al riesgo de mercado. En particular: ¿La gestora podría utilizar la metodología "VAR" para calcular el riesgo de mercado, o es necesario adicionalmente calcular el compromiso a través de las deltas?**

Según lo establecido en el punto 2 de la norma 3 de la Circular, para dar cumplimiento al límite a la exposición por la operativa en instrumentos derivados (regulado el artículo 39.3 del RIIC) la IIC podrá aplicar bien la metodología del compromiso u otra basada en metodología "VaR". Por tanto, a los efectos de este límite la IIC podrá aplicar una metodología "VaR" sin que sea necesaria también la implementación del compromiso.

En todo caso, la entidad gestora deberá encontrarse en disposición de acreditar que la metodología aplicada para la medición de la exposición en instrumentos derivados es adecuada a la política de inversión y de riesgos establecida en el folleto informativo de la IIC. Para ello, se deberá analizar que dicha metodología captura adecuadamente la complejidad y riesgos de las estrategias de inversión así como de los propios instrumentos derivados y su impacto sobre el patrimonio de la IIC (punto 3 de la norma 3ª de la Circular).

- 14. IIC con objetivo concreto de rentabilidad (Norma 25ª, apartado 2). Entre los requisitos que establece el apartado 2 de la Norma 25ª, para que una IIC con objetivo concreto de rentabilidad pueda disfrutar de un período de “no valoración” del derivado contratado, se incluye el de que “el precio pactado [del derivado] no se aleje significativamente de su precio de mercado en el momento de la inscripción del folleto informativo en la CNMV”. Sin embargo, las gestoras no pueden asegurar el cumplimiento de este requisito, pues no pueden controlar la volatilidad de los mercados ni el acaecimiento de circunstancias extraordinarias que puedan afectar de manera relevante al precio del derivado.**

A este respecto habría que destacar que dicho apartado de la Circular exige en primer lugar que la operación no se haya pactado en un plazo superior a los diez días previos a la inscripción del folleto en la CNMV.

Por tanto, el cumplimiento de este requisito de plazo permitiría garantizar que en condiciones normales de mercado el precio pactado no se aleje significativamente de su precio de mercado en el momento de la inscripción del folleto informativo.

En todo caso si durante este corto periodo de tiempo, la entidad gestora detectara que el precio de mercado se pudiera desviar significativamente del precio pactado, no será posible aplicar la excepción de no valoración establecida en la normativa.

- 15. En los fondos garantizados, algunas entidades están haciendo contratos de colateral (o CSA) con las contrapartes de OTC. En virtud de dicho contratos, la prima que se paga por la contratación de la opción se queda depositada en una cuenta corriente del fondo en forma de garantía. Se plantea la duda sobre en que entidad debe estar abierta la cuenta corriente en la que se deposita la garantía en aplicación de lo establecido en el punto 4 de la norma 26 del la Circular de derivados.**

Las IIC podrán recibir garantías en efectivo para reducir el riesgo de contraparte generado por una operación siempre y cuando se encuentren depositadas en una cuenta abierta en una tercera entidad distinta de dicha contrapartida. La recepción de garantías en efectivo supone trasladar el riesgo de crédito desde la contraparte a la nueva entidad en la que se deposita el efectivo, debiendo computarse dicho riesgo a los efectos de los límites de diversificación establecidos en la normativa vigente.

El punto 4 de la norma 26 de la Circular establece, asimismo, que en el caso de que la contraparte y garante no pertenezcan al mismo grupo económico el colateral recibido podrá quedar depositado en una cuenta corriente abierta en la entidad garante, siempre y cuando se cumplan los límites establecidos en el artículo 38.5 del Reglamento de la LIIC.

- 16. Depósito del colateral en caso de IIC con objetivo concreto de rentabilidad garantizado (Norma 26ª, apartado 7). En la Circular 6/2010, se indica que la contraparte y el garante,**

en los Fondos con objeto de rentabilidad garantizado, pueden ser del mismo grupo económico pero no se señala nada sobre dónde debe estar depositado el colateral, por lo que se entiende que se podría depositar tanto en la entidad que actúa como contraparte como en el garante. Pero en el apartado 7 de la Norma 26<sup>a</sup> se indica lo siguiente:

“7. En todo caso, en el folleto informativo de las IIC con garantía de un tercero a su favor como en los que la garantía se preste a los partícipes se deberá advertir de los riesgos que pudieran surgir en este tipo de instituciones. Entre otros se informará de:

- Si la IIC mantiene posiciones o exposiciones de riesgo en el garante o en cualquier entidad perteneciente a su grupo económico, se deberá informar del porcentaje máximo de dicha exposición.
- En el caso de que la contraparte y garante coincidan o pertenezcan al mismo grupo económico se deberá advertir de este riesgo y, en su caso, de los mecanismos establecidos para su mitigación.
- De la política de inversión o de las inversiones que la IIC mantendrá tras la finalización del periodo garantizado, que en todo caso, deberán seguir criterios conservadores y prudentes con el objetivo de preservar y estabilizar el valor liquidativo de la IIC”.

Podría entenderse que, cuando en la Circular 6/2010 se establece que en el folleto se debe informar de los mecanismos establecidos para la mitigación de los riesgos, se refiere a que el colateral esté depositado en una entidad distinta a la del garante y contraparte.

En definitiva, las preguntas son: (i) si es posible que la contraparte, garante y colateral sean del mismo grupo económico (ii) qué otros mecanismos de mitigación aparte del detallado anteriormente (colateral depositado en una tercera entidad) pueden existir.

En aplicación de lo establecido en la letra e) del apartado 1 de dicha norma 22<sup>a</sup>, en ningún caso el emisor de los activos que se acepten como garantía (incluida la entidad en la que se deposita el efectivo o se contrate un depósito) podrá pertenecer al mismo grupo económico de la contraparte. Por tanto, en el caso de que el garante, contraparte y el emisor de los colaterales sean del mismo grupo económico, las garantías recibidas no serán válidas para reducir el riesgo de contraparte.

Respecto a la entidad en la que se deben encontrar depositados los valores recibidos en garantía no existiría ningún tipo de restricción en el caso de garantías pignoras a favor de la IIC. Es decir, en este caso, el depositario, garante y contraparte pueden pertenecer al mismo grupo económico, siempre y cuando no sea también el emisor de los activos objeto de la pignoración.

Por otra parte en el apartado 7 de la norma 26 se establece que en el folleto informativo de las IIC con garantía (tanto interna como externa) se deberá advertir de los riesgos que pudieran surgir en este tipo de instituciones, en concreto si la IIC mantiene posiciones de contado o exposiciones de riesgo en la entidad garante o en cualquier entidad perteneciente a su grupo económico, se deberá informar del porcentaje máximo de dicha exposición.

A través de dicha información se pretende advertir al partícipe de que cuando invierte en un fondo garantizado, dicha garantía no actúa siempre como una protección adicional, ya que pueden darse situaciones en las que la IIC mantenga posiciones en cartera (por ejemplo efectivo, renta fija, depósitos...) emitidas por la propia entidad garante o bien porque la contraparte en las operaciones de derivados pertenece también al grupo de dicha entidad.

Entre dichas exposiciones de riesgo en entidades del grupo de la entidad garante se encontrarían también los colaterales o garantías recibidas por la IIC en efectivo depositadas en dichas entidades así como cualquier otro activo emitido por la entidad garante u otra perteneciente a su grupo económico.