

PROYECTO DE CIRCULAR

Circular XX/2014, de XX de XXXX, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre advertencias relativas a instrumentos financieros.

En el texto del Proyecto de Circular se recoge mediante recuadros un resumen de los comentarios recibidos en la consulta previa realizada por la CNMV sobre el posible desarrollo normativo de los aspectos que se recogen en este Proyecto, así como la valoración de la CNMV.

I

La transparencia informativa de los instrumentos financieros constituye uno de los pilares fundamentales de las normas de conducta que rigen en la prestación de servicios de inversión sobre instrumentos financieros. En los últimos años se viene observando una creciente sofisticación de los instrumentos financieros ofrecidos a los clientes minoristas de forma que, en respuesta a la demanda de mayores rentabilidades, se les está facilitando acceso a instrumentos complejos. Los casos de comercialización inadecuada de instrumentos financieros ocurridos en nuestro mercado han puesto de manifiesto deficiencias en la comprensión por parte de los clientes de la naturaleza y los riesgos de los instrumentos financieros cuando toman una decisión de inversión. Por ello, y siguiendo las recomendaciones de la Subcomisión sobre la transparencia en la información de los instrumentos financieros e hipotecarios de las entidades de crédito, creada en el seno de la Comisión de Economía y Competitividad del Congreso de los Diputados y del Defensor del Pueblo, se incorpora a través de la presente Circular un sistema para advertir a los clientes minoristas sobre el riesgo y la complejidad de los instrumentos financieros de una manera muy sencilla y gráfica a través de un indicador del riesgo que se complementa, en su caso, con sendas alertas en relación con la liquidez y la complejidad. Estos elementos se incluirán en las comunicaciones publicitarias y en la información sobre el instrumento financiero que las entidades faciliten a los clientes o potenciales clientes minoristas, con carácter previo a la prestación de un servicio de inversión.

El sistema propuesto constituye una primera aproximación al nivel de riesgo de un instrumento. Este sistema debe complementarse con la información detallada sobre las características y riesgos inherentes a los instrumentos financieros que permita tomar decisiones de inversión fundadas. Por otra parte no pretende sustituir a los sistemas internos de clasificación de los instrumentos financieros utilizados por las entidades para la evaluación de la idoneidad y conveniencia puesto que los objetivos que se persiguen son diferentes.

II

Resulta necesario reforzar el consentimiento informado de los inversores cuando contratan productos de inversión, especialmente cuando éstos son particularmente complejos. Ello es así pues la normativa vigente permite a los inversores adquirir cualquier tipo de producto, por complejo o arriesgado que éste sea, incluso cuando la entidad comercializadora considere que el producto no resulta adecuado para su cliente y así se lo haya advertido.

Por otra parte, si bien la creciente sofisticación de los instrumentos financieros, y el cada vez más frecuente acceso a ellos de los clientes minoristas, aconsejarían que, para productos especialmente complejos, dichos inversores cuenten con asesoramiento en materia de inversión de un profesional (quien deberá valorar antes de recomendar la contratación la situación financiera y objetivos de inversión del cliente, así como sus conocimientos y experiencia), resulta compatible con el marco normativo vigente que las entidades los ofrezcan a clientes no asesorados.

Por ello, cuando las entidades decidan comercializar este tipo de productos especialmente sofisticados fuera del ámbito del asesoramiento en materia de inversión, sin evaluar la idoneidad y por tanto, analicen únicamente los conocimientos y experiencia del inversor, los clientes minoristas deben quedar claramente advertidos de la elevada complejidad del instrumento en cuestión, ya que la valoración y comprensión de todos sus riesgos puede entrañar dificultades para inversores no profesionales. Adicionalmente, para asegurar el consentimiento informado y que la protección a los inversores minoristas resulte efectiva, se estima conveniente que la advertencia en este supuesto vaya acompañada, junto a la firma del cliente, de una expresión manuscrita.

III

Por otra parte, esta creciente sofisticación de los instrumentos financieros a los que tienen acceso los inversores minoristas, les supone una elevada dificultad para estimar tanto su valor razonable en el momento de su adquisición, como su posible evolución futura, especialmente cuando se trata de instrumentos financieros cuyo rendimiento final queda condicionado a la evolución de uno o varios subyacentes. Así, en el caso de emisiones dirigidas a inversores minoristas, cuando se pone de manifiesto una diferencia significativa entre el precio de colocación y el valor de mercado que exigirían inversores profesionales y cualificados, la Comisión Nacional del Mercado de Valores viene exigiendo la inclusión de una advertencia que destaque dicha circunstancia en los documentos informativos del instrumento financiero.

Con la finalidad de que los inversores minoristas sean adecuadamente informados sobre los costes de su inversión, resulta conveniente que, con carácter general, para cierto tipo de productos complejos que por su naturaleza no resultan suficientemente transparentes en los costes que asume el inversor, se establezca el deber de advertir de la estimación que la entidad comercializadora haga respecto a su valor razonable. Para asegurar que la protección a los inversores minoristas resulta efectiva, se estima necesario que, en aquellos casos en los que la entidad comercializadora observe una diferencia significativa entre el importe efectivo al que va a realizarse la transacción y el valor razonable estimado del instrumento, advierta al inversor de forma destacada de dicha circunstancia.

Igualmente, resulta conveniente que, con carácter general e independientemente de que la CNMV verifique o no el folleto de la emisión, para cierto tipo de productos complejos en los que la comprensión de su posible rendimiento futuro puede entrañar dificultades para inversores no profesionales, se establezca el deber de advertir de la estimación que la entidad comercializadora haga de ellos, determinando una presentación equilibrada de los mismos, de forma que se recojan posibles escenarios favorables, neutros o desfavorables. Con la finalidad de facilitar la adopción de decisiones de inversión adecuadamente informadas por parte de los inversores minoristas, se considera conveniente que dichos escenarios se presenten acompañados de una estimación orientativa de su probabilidad de ocurrencia, lo que permitirá una mejor valoración de los mismos.

IV

La disposición final tercera de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, introdujo determinadas modificaciones en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Una de ellas afecta al apartado 3 del artículo 79 bis, relativo, entre otras cuestiones, a la información que las entidades deben facilitar a sus clientes sobre los instrumentos financieros. Concretamente, se faculta a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para requerir que en la información que se entregue a los inversores con carácter previo a la adquisición de un instrumento financiero se incluyan cuantas advertencias relativas al instrumento financiero estime necesarias y, en particular, las que destaquen que se trata de un instrumento financiero no adecuado para inversores no profesionales debido a su complejidad.

El objetivo de dicha medida es reforzar la protección de los inversores y resulta complementaria a otras modificaciones introducidas por la misma Ley 9/2012, de 14 de noviembre, como, por ejemplo, las relativas a las advertencias e información a clientes contempladas en los apartados 6 y 7 de ese mismo artículo 79 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, y ya desarrolladas mediante la Circular 3/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a los clientes a los que se les prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros.

La propia exposición de motivos de la citada Ley 9/2012, de 14 de noviembre, destaca que sus contenidos intensifican los poderes de control que tiene la Comisión Nacional del Mercado de Valores en relación con la comercialización de productos de inversión por parte de las entidades, especialmente en relación con los citados productos complejos. La presente Circular se dicta en virtud de la facultad atribuida a la CNMV para requerir que en la información que se entregue a los inversores minoristas con carácter previo a la adquisición de un instrumento financiero se incluyan determinadas advertencias relativas al instrumento. La finalidad de esta norma es la concreción de las advertencias relacionadas con los siguientes aspectos: el riesgo del instrumento, su complejidad, el valor razonable y la presentación del resultado estimado del producto en diferentes escenarios junto con su probabilidad de ocurrencia. Para ello, se han tenido en consideración los distintos tipos de instrumentos financieros y la naturaleza del cliente.

La Circular consta de nueve normas repartidas en 4 secciones y una disposición final.

La sección primera recoge el ámbito de aplicación subjetivo, que incluye a las empresas de servicios de inversión españolas y no comunitarias que operen en España, a las entidades de crédito, a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, a las sucursales de empresas de servicios de inversión, de sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y de entidades de crédito de Estados miembros de la Unión Europea, así como a los agentes establecidos en España de entidades constituidas en otros Estados miembros de la Unión Europea que operen en régimen de libre prestación en España.

La sección segunda desarrolla la forma de advertir del riesgo y la complejidad de los instrumentos financieros mediante un indicador del riesgo que se complementa, en su caso, con sendas alertas en relación con la liquidez y la complejidad. Estos elementos se incluirán en las comunicaciones publicitarias y en la información sobre el instrumento financiero que las entidades faciliten a los clientes o potenciales clientes minoristas, con carácter previo a la prestación de un servicio de inversión. En esta sección se indica el tipo de instrumentos financieros para los que se exige el indicador de riesgos, las categorías en las que éstos se agrupan a estos efectos y las condiciones en que este indicador deber ser revisado. Se determina, asimismo, en qué casos deben incluirse las alertas sobre la liquidez y complejidad y se define el texto de las mismas. Por último se detalla cómo deben presentarse gráficamente el indicador y las correspondientes alertas.

La sección tercera detalla qué instrumentos financieros, con carácter general, no resultan adecuados por su elevada complejidad, a juicio de la CNMV, para inversores minoristas cuando estos no reciban un asesoramiento profesional antes de su adquisición. En ella se establece el contenido de la advertencia a realizar tanto a los clientes minoristas que cuenten con dicho asesoramiento profesional como a los que no cuenten con él, tomando en consideración además que, de acuerdo al análisis de las características personales de dichos clientes que realicen las entidades, pueden juzgarlos convenientes o idóneos. Igualmente se concreta la forma en que dichas advertencias deben realizarse. A la hora de determinar dichos instrumentos se ha atendido a aquellas tipologías de instrumentos especialmente complejos que, en los últimos años, se han comercializado en alguna ocasión entre el público minorista. Por tanto, pueden existir otros de elevada complejidad que, dada su escasa o nula difusión entre el público minorista, no hayan quedado incluidos en este momento en la presente Circular.

La sección cuarta identifica una serie de instrumentos financieros para los que debe advertirse a los clientes minoristas informando, en la documentación que se debe entregar al inversor previamente a la adquisición del producto, de la diferencia entre el valor efectivo al que vaya a realizarse la operación y la estimación que la entidad comercializadora haga de su valor razonable, y de su posible evolución futura. En concreto, la Circular establece en qué casos debe advertirse de forma destacada a los inversores minoristas que existe una diferencia significativa entre el importe efectivo al que va a realizarse la transacción y el valor razonable estimado del instrumento, y concreta la forma en que ésta deberá realizarse. Adicionalmente, establece un método

de estimación de los posibles resultados futuros y regula qué escenarios deben presentarse junto a una estimación de su probabilidad de ocurrencia.

Gran parte de la industria participante en la consulta previa realizada por la CNMV sobre el posible desarrollo normativo de los aspectos que se recogen en este Proyecto de Circular ha puesto en duda que exista **habilitación normativa** para ello.

En particular considera que el artículo 79 bis.3 de la LMV habilita a la CNMV para realizar las advertencias que estime necesarias y para requerir que se incluyan éstas en los elementos publicitarios, pero dicha facultad se confiere para su uso singular y en el marco general del ejercicio de sus competencias y no para dictar disposiciones normativas de carácter general.

Adicionalmente manifiesta que la iniciativa supondría la creación de una nueva tipología de instrumentos “especialmente complejos” que podría exceder la habilitación del artículo 79.bis 3.

Igualmente considera que no existe habilitación normativa para establecer el deber de informar con carácter previo sobre el valor razonable del instrumento y advertir en caso de que el precio al que va a realizarse la transacción presente una desviación significativa respecto al primero, ni sobre el resultado estimado del producto en diferentes escenarios junto con su probabilidad de ocurrencia ya que ni la LMV ni el RD 217/2008 establecen obligación alguna al respecto.

Por otra parte la industria considera que estas obligaciones, en concreto las relativas a los instrumentos especialmente complejos, a las advertencias sobre el valor razonable y sobre el resultado estimado del producto en diferentes escenarios junto con su probabilidad de ocurrencia, exceden las obligaciones contempladas en la MiFID por lo que debería cumplirse el **trámite de comunicación a la Comisión Europea establecido en el artículo 24.12 de la Directiva 2014/65/UE¹ (MiFID II)**. Al respecto considera que no se cumplen los requisitos de proporcionalidad, justificación ni integridad del mercado que exige el citado artículo.

Respecto a estas observaciones cabe señalar que la CNMV considera que tiene habilitación para exigir mediante Circular todos los aspectos planteados en este Proyecto. Debe recordarse que observaciones similares ya se plantearon durante la tramitación de la Circular 3/2013 en la que ya se invocó el art. 79.bis.3 como norma habilitante para establecer una nueva advertencia generalizada en relación con la ausencia de asesoramiento en materia de inversión (no contemplada expresamente en

¹ Los Estados miembros podrán, en circunstancias excepcionales, imponer a las empresas de servicios de inversión requisitos adicionales en relación con los aspectos cubiertos por el presente artículo. Estos requisitos deberán justificarse objetivamente y ser proporcionados para responder a los riesgos específicos a la protección de inversores o a la integridad del mercado que sean de especial importancia en las circunstancias de la estructura de mercado del Estado miembro en cuestión.

Los Estados miembros notificarán a la Comisión cualquier requisito que se propongan imponer de conformidad con el presente apartado sin demora indebida y, como mínimo dos meses antes de la fecha prevista para su entrada en vigor. La notificación incluirá una justificación de ese requisito. Todo requisito adicional de esta índole no podrá limitar ni afectar en modo alguno los derechos de las empresas de servicios de inversión al amparo de los artículos 34 y 35 de la presente Directiva.

La Comisión emitirá un dictamen sobre la proporcionalidad y la justificación de los requisitos adicionales en un plazo de dos meses a partir de la notificación a que se refiere el párrafo segundo. La Comisión comunicará a los Estados miembros y hará públicos en su sitio web los requisitos adicionales que se hayan impuesto al amparo del presente apartado.

Los Estados miembros podrán mantener los requisitos adicionales que se notificaron a la Comisión con arreglo al artículo 4 de la Directiva 2006/73/CE antes del 2 de julio de 2014, siempre y cuando se cumplan las condiciones establecidas en dicha disposición.

el art. 79.bis) y que dicha Circular contó con el preceptivo informe favorable del Consejo de Estado.

Por otra parte la interpretación de que la facultad de requerimiento sólo se puede hacer caso por caso y de manera individual, daría lugar a una situación poco eficiente para todas las partes involucradas. Por el contrario, la realización a tal fin y a través de una Circular de la CNMV de un requerimiento generalizado conforme a unas normas transparentes y predeterminadas, coherentes con el principio de seguridad jurídica, beneficiarían a todos los posibles afectados por este precepto.

En cuanto al trámite de comunicación a la Comisión Europea conviene recordar que esta Circular viene a desarrollar las obligaciones de transparencia incluidas en la disposición final tercera de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre que modificó, entre otros, el apartado 3 del artículo 79 bis de la LMV, con el objeto de cumplir con una de las medidas del Memorando de Entendimiento que se enmarca en el programa de asistencia a España para la recapitalización del sector financiero, que nuestro país acordó en el seno del Eurogrupo.

Se trata por tanto del desarrollo de unas obligaciones previamente comunicadas y conocidas por las autoridades europeas. Asimismo recordar al respecto que el artículo 24.12 de la Directiva 2014/65/UE, establece que los Estados miembros podrán mantener los requisitos adicionales que se notificaron a la Comisión con arreglo al artículo 4 de la Directiva 2006/73/CE antes del 2 de julio de 2014.

El Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en su reunión de XX de XXXX de 2014, en uso de las facultades conferidas, de acuerdo con el Consejo de Estado y previo informe del Comité Consultivo y del Banco de España, ha dispuesto:

Sección primera. Ámbito de aplicación.

Norma primera. Ámbito de aplicación.

La presente Circular será de aplicación a las siguientes entidades que presten servicios de inversión a clientes minoristas en España:

- a) Empresas de servicios de inversión mencionadas en el artículo 64 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, incluidas las personas físicas que tengan la condición de empresas de asesoramiento financiero.
- b) Entidades mencionadas en el artículo 65 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, autorizadas para la prestación de determinados servicios de inversión y servicios auxiliares.
- c) Las siguientes entidades extranjeras:
 - 1) Sucursales de empresas de servicios de inversión, de sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y de entidades de crédito.
 - 2) Empresas de servicios de inversión y entidades de crédito de Estados miembros de la Unión Europea que operen en régimen de libre prestación de servicios en España mediante agentes establecidos en España.

3) Empresas de servicios de inversión, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y entidades de crédito de Estados no miembros de la Unión Europea que presten servicios de inversión en España sin sucursal.

Se establece que todas las obligaciones establecidas en la Circular resultarán de aplicación cuando se presten servicios de inversión a clientes minoristas, tal como propuso la industria participante en el proceso de consulta previo en concreto para el indicador del riesgo y la complejidad recogido en la norma segunda. La limitación de esta exigencia a este tipo de clientes está en línea con el contenido del Reglamento PRIIPS y con el objetivo perseguido por este sencillo sistema de clasificación de productos

Sección segunda. Advertencias en relación con el riesgo y la complejidad de los instrumentos financieros.

Norma segunda. Indicador del riesgo y de la complejidad de los instrumentos financieros.

1. Las entidades que presten servicios de inversión, distintos de la gestión discrecional e individualizada de carteras, incorporarán un indicador del riesgo y de la complejidad en la información sobre el instrumento financiero que faciliten a los clientes o potenciales clientes minoristas con carácter previo a la prestación del servicio de inversión de conformidad con el artículo 64 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y en las comunicaciones publicitarias sobre instrumentos financieros cuando incluyan información concreta sobre sus características y riesgos.

2. La obligación prevista en el apartado 1 deberá cumplirse en relación con todos los instrumentos financieros del artículo 2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, a excepción de las participaciones y acciones de instituciones de inversión colectiva sujetas al Reglamento (UE) nº 583/2010 de la Comisión, de 1 de julio de 2010, por el que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los datos fundamentales para el inversor y a las condiciones que deben cumplirse al facilitarse esos datos o el folleto en un soporte duradero distinto del papel o a través de un sitio web, y a la Circular 2/2013, de 9 de mayo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el documento con los datos fundamentales para el inversor y el folleto de las instituciones de inversión colectiva.

La industria señala dudas respecto a la **oportunidad de establecer un sistema nacional** de clasificación de instrumentos por nivel de riesgo cuando se está tramitando un Reglamento Europeo sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros (PRIIPS), que incluye un indicador sintético del riesgo para estos productos.

En particular, se señala: (i) la obstaculización de la vía que apunta el Reglamento PRIIPS de armonización a nivel europeo y de comparación entre productos de diferentes sectores (ii) en su caso la necesidad de modificación de la futura Circular sobre el sistema de clasificación de IF con motivo de la entrada en vigor de PRIIPS con los consiguientes costes para las entidades y confusión para los inversores.

Respecto a estas observaciones comentar que no se plantea en ningún caso la coexistencia de 2 indicadores (nacional y PRIIPS), siendo este el mismo planteamiento aplicado en esta iniciativa a las IIC, que quedan excluidas en tanto en cuanto tengan la obligación de entregar al inversor un documento de información que incluya un indicador sintético del riesgo. La iniciativa de la CNMV se adaptaría en su caso a lo que establezca la Comisión Europea respecto a PRIIPS.

Dado que PRIIPS resultará de aplicación a partir del 31 de diciembre de 2016, el sistema nacional resultaría de aplicación en el ínterin y, en consecuencia se adelantaría la protección que este sistema ofrece al inversor minorista.

Por otra parte debe recordarse que la iniciativa de la CNMV obedece, entre otros motivos, a una petición de la Defensora del Pueblo así como a una solicitud de la Subcomisión sobre Transparencia de Productos Financieros del Congreso de los Diputados de noviembre de 2013. Por ello, y por el anticipo temporal que supondría en la mejora de la protección al inversor la CNMV considera que debe abordarse la Circular propuesta si bien, habría que reducir al máximo los plazos de tramitación y aplicación. Asimismo y considerando que posteriormente las entidades deberán ajustarse a los requerimientos para PRIIPS se han flexibilizado ciertos aspectos atendiendo a los comentarios de la industria.

Por último y respecto a la comparación entre productos si bien el ámbito de aplicación de PRIIPS es más amplio en cuanto a que afecta a productos de otros sectores, en cambio en lo que se refiere a instrumentos financieros del mercado de valores es menos amplio que la iniciativa de la CNMV en tanto esta última afecta a instrumentos no incluidos en PRIIPS como es la renta variable y la renta fija sencilla.

Se ha mantenido que la **responsabilidad de la incorporación del citado indicador** recae en la entidad que presta el servicio, pese a que como indican los participantes en la consulta, en otras normas discutidas a nivel europeo como PRIIPS, es el emisor quien es responsable de la elaboración de un indicador de riesgos. Ello es debido a: i) este proyecto de Circular desarrolla las obligaciones de información contempladas en el artículo 79 bis de la LMV de las entidades que prestan servicios de inversión ii) la sencillez del método propuesto iii) en cualquier caso, lo anterior no obstaría para que el distribuidor contactara con el emisor para obtener el citado indicador.

Considerando igualmente los comentarios del sector se especifica que el indicador deberá incluirse en las comunicaciones publicitarias sobre instrumentos financieros en las que se incluya información concreta sobre sus características y riesgos.

Se ha aclarado, a petición de los participantes en la consulta, que los instrumentos financieros a los que se refiere esta norma no incluyen los que ya se encuentran sometidos a una obligación similar bien sea por normativa comunitaria o nacional, como es el caso de participaciones y acciones de instituciones de inversión colectiva sujetas al Reglamento EU nº 585/2010/CE y a la Circular 2/2013 de la CNMV.

Numerosos participantes en la consulta han puesto en duda la eficacia del indicador sintético del riesgo propuesto por considerar que la clasificación propuesta en la consulta pública no reflejaba adecuadamente los riesgos de los distintos tipos de instrumentos financieros. Ciertamente, el sistema propuesto por la CNMV constituye una aproximación muy sencilla y visual al nivel de riesgo de un instrumento, por lo que conviene aclarar que no debe ser entendido como un sustituto de la obligación de informar de las características y riesgos inherentes de los instrumentos financieros de una forma lo suficientemente detallada para permitir al cliente tomar una decisión fundada de conformidad con el artículo 64 del RD 217/2008.

Norma tercera. Clasificación de los tipos de instrumentos.

1. Los tipos de instrumentos financieros mencionados en la norma segunda, apartado 2, se clasificarán en las cinco siguientes categorías a los efectos del indicador de riesgo previsto en esta Circular:

a) Clase 1. Se incluirán todos aquellos instrumentos financieros de carácter no subordinado denominados en euros que dispongan al menos de un compromiso de devolución del 100% del principal invertido en un plazo residual igual o inferior a 3 años. El instrumento financiero, o en su defecto, la entidad emisora o garante de este compromiso deberá disponer de una calificación crediticia de nivel 1, según se define en el apartado 2 de esta norma.

b) Clase 2. Se incluirán todos aquellos instrumentos financieros de carácter no subordinado denominados en euros que dispongan al menos de un compromiso de devolución del 100% principal invertido con plazo residual igual o inferior a 10 años. El instrumento financiero, o en su defecto, la entidad emisora o garante de este compromiso deberá disponer de una calificación crediticia de nivel 2 según se define en el apartado 2 de esta norma.

c) Clase 3. Se incluirán:

i) Instrumentos financieros de carácter no subordinado denominados en euros que dispongan al menos de un compromiso de devolución del 100% del principal invertido en un plazo residual superior a 10 años. El instrumento financiero, o en su defecto, la entidad emisora o garante de este compromiso deberá disponer de una calificación crediticia del nivel 2 según se define en el apartado 2 de esta norma.

ii) Instrumentos financieros de carácter no subordinado denominados en euros que dispongan de un compromiso de devolución de al menos el 90% del principal invertido en un plazo residual igual o inferior a 3 años. El instrumento financiero, o en su defecto, la entidad emisora o garante de este compromiso deberá disponer de una calificación crediticia de nivel 2 según se define en el apartado 2 de esta norma.

iii) Las participaciones y acciones de instituciones de inversión colectiva sujetas a esta Circular de acuerdo con la norma segunda y que cumplan los siguientes requisitos:

1. Que no hagan uso de instrumentos financieros derivados, que no estén expuestas al riesgo divisa y que dispongan de una política de inversión en renta fija con una evaluación crediticia del nivel 2 definida en el apartado 2 de esta norma.

2. Que tengan un objetivo de rentabilidad garantizado o que no sea garantizado pero persiga recuperar al menos el 90% de la inversión inicial, que no estén expuestas al riesgo divisa y que dispongan de una política de inversión en renta fija con una evaluación crediticia del nivel 2 definida en el apartado 2 de esta norma.

d) Clase 4. Se incluirá el resto de los instrumentos financieros definidos en la norma segunda y no contemplados en la letras a), b) y c) y e) de este apartado 1.

e) Clase 5. Se incluirán los instrumentos financieros del artículo 2, apartado 1, letra j) y los de los apartados 2 a 8 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, con excepción de los contratos financieros mediante los que una entidad de crédito recibe efectivo de su clientela asumiendo una obligación de reembolso en un plazo determinado, consistente en la entrega de valores, en el pago de una suma de dinero o ambas cosas, condicionada en función de la evolución de uno o varios subyacentes concretos. Estos contratos financieros se incluirán en las clases 1, 2 3 o 4 en función las condiciones establecidas para cada una de ellas.

2. A los efectos de la determinación de las anteriores clases, se tendrá en cuenta las calificaciones del instrumento financiero, del emisor o del garante emitidas por las agencias externas de calificación crediticia (ECAI) registradas o certificadas de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia, del siguiente modo:

-Nivel 1. Se refiere a las calificaciones crediticias que sean iguales o superiores a la concedida al Reino de España a largo plazo por las ECAI

-Nivel 2. Se refiere a un rango específico de las calificaciones crediticias otorgadas a largo plazo por las ECAI equivalentes al grado de inversión (es decir que como mínimo cuenten con una calificación BBB- o equivalente).

En el caso de que una misma emisión, emisor o garante disponga de dos o más calificaciones crediticias no equivalentes de distintas ECAI se estará a la más frecuente y en su defecto, a la calificación crediticia inferior.

En la consulta pública la industria propuso alinear **el número de niveles de riesgo** con los que se utilizan en el indicador sintético del KIID de UCITS de tal manera que los niveles de riesgo pasen del 1 al 7 en lugar del 1 al 5 pues de lo contrario se produciría una fragmentación debido a la existencia de una doble clasificación. En opinión de la CNMV cada tipo de clasificación contiene la suficiente información de forma que el inversor puede valorar los instrumentos financieros de acuerdo con la escala de cada una de ellas. Por tanto, no resulta probable que se genere confusión entre los inversores minoristas.

Los participantes en la consulta han señalado que sería conveniente una mejora de la metodología pues en la clase 4 se concentra una gran variedad de instrumentos financieros de carácter muy diverso (deuda subordinada de 10 años con un rating AA, una preferente de una entidad con rating B, una convertible con precio fijo de conversión, una acción blue chip o una acción del mercado OTC). La CNMV considera que si bien es cierto que la clase 4 recoge un conjunto de instrumentos heterogéneos, la característica común que los englobaría es la posibilidad de que se pueda perder más de un 10% del principal invertido. El sistema propuesto pretende resultar muy sencillo e intuitivo teniendo en cuenta las principales preguntas que se plantea el inversor a la hora de invertir, considerando la experiencia adquirida tras los últimos eventos que han afectado negativamente a dichos inversores. Si se llega a un nivel de detalle como el sugerido se tendrían que recoger un número de niveles tan extenso que entendemos no cumpliría con el objetivo de sencillez buscado. En cualquier caso es necesario que la entidad facilite junto con esta clasificación, la información sobre los riesgos propios de cada instrumento financiero.

Para lograr un mayor grado de precisión en la escala del indicador de riesgos como reclama la industria, sería oportuno utilizar sistemas más sofisticados de tipo cuantitativo (como podrían ser sistemas basados en la volatilidad) lo que implicaría la necesidad de establecer cuál debería ser la metodología a seguir, algo que no podría abordarse en corto espacio de tiempo sin que, por otra parte, sea clara una mayor eficacia práctica de la iniciativa.

Respecto a las **calificaciones crediticias**. Se han incluido aclaraciones en relación con diversos aspectos comentados en el proceso de consulta pública, como el hecho de que existan calificaciones diferentes por parte de las agencias externas de evaluación crediticia, y la consideración de la evaluación crediticia del eventual garante.

Por otro lado, aunque algún participante ha indicado la preferencia por el tratamiento de la propuesta belga en la que todos los bonos del Tesoro con independencia de su plazo se identifican con el menor nivel de riesgo, a la luz de lo ocurrido con la crisis de la deuda soberana europea no se ha considerado conveniente adoptar este criterio.

Respecto al plazo. Algunos participantes han indicado que preferían tomar el plazo de 5 años como criterio para la determinación de la primera clase en la escala de riesgos de tal manera que se sustituyera el plazo de 3 por el de 5 o la inclusión de un nivel nuevo de 3 a 5 años por razones fundamentalmente fiscales. Sin embargo, hay que tener en cuenta que la clasificación no tiene en cuenta el tratamiento fiscal de los productos y por tanto, que el nivel de riesgo pueda ser compensado por un trato fiscal más favorable. Se ha considerado oportuno, por tanto, mantener el plazo inicialmente previsto.

Respecto a la divisa. Siguiendo alguna de las recomendaciones de los participantes en la consulta pública, todos los instrumentos denominados en divisa se han incorporado en la clase 4 considerando la dificultad de que se pueda cumplir con el requisito de la devolución del capital invertido en euros, a diferencia de la propuesta inicial.

En relación con el tratamiento de diversos tipos de instrumentos financieros:

El tratamiento de las IIC no sujetas al Reglamento UE nº 585/2010/CE y a la Circular 2/2013 de la CNMV era demasiado exigente y no tenía en cuenta la política de inversión concreta de cada IIC pues la propuesta original consistía en incluirlas en la clase 4. A la vista de los comentarios de los participantes en la consulta pública, se ha tenido en cuenta la política de inversión de modo que determinadas IIC podrán ser clasificadas en la clase 3.

Con carácter general la industria considera que deben tenerse en cuenta los distintos **tipos de derivados** y establecer diferentes clases en lugar de agruparlos todos en una y se plantean diversas opciones, en función del plazo, de si son o no de cobertura, si las pérdidas son o no limitadas, si son negociados u OTC, y si la entidad pone a disposición herramientas de control de riesgo (stop-loss). No obstante lo anterior, la CNMV ha decidido mantener la clasificación propuesta a la vista de la heterogeneidad de tipos de derivados, operativas y subyacentes. Conviene recordar que el sistema de clasificación se ha concebido como un sistema muy sencillo y gráfico que constituya una primera aproximación al riesgo de un instrumento financiero. En el caso concreto de los derivados dado que se trata de instrumentos complejos y que pueden aparejar un nivel elevado de riesgo, resulta especialmente relevante que las entidades informen adecuadamente a los inversores de los riesgos concretos de cada tipo de derivado u operativa con carácter previo a la prestación del servicio de inversión.

Algunos participantes han solicitado que los derivados con finalidad de cobertura sean excluidos del sistema de clasificación y que el riesgo divisa se valore en función de la moneda en la que esté denominada la cuenta de liquidación del cliente. Sin embargo, la CNMV considera que la posibilidad de modular la clasificación del producto en atención a las características y necesidades individuales de un cliente, -como la divisa de la cuenta del cliente o la finalidad perseguida con una inversión- no son criterios ex ante válidos que permitan clasificar los instrumentos financieros de forma estandarizada. Implicaría también que un mismo instrumento puede tener distintos niveles de riesgo en función del cliente lo que provocaría confusión tanto entre los clientes como para las propias entidades.

Otros participantes de la industria solicitaron aclaraciones sobre ciertos elementos que determinan la inclusión de ciertos instrumentos financieros en la clase 4 como la subordinación y sugieren características adicionales a tener en cuenta como el hecho de que el instrumento incorpore un derivado implícito o se trate de un instrumento de naturaleza híbrida como los CFA. Comentar al respecto que se ha tenido en cuenta la subordinación, debido al orden de prelación de estos instrumentos en la absorción de pérdidas. El hecho de que el instrumento incorpore un derivado implícito contribuye a aumentar la complejidad de un instrumento pero no necesariamente el riesgo. En cualquier caso en el sistema propuesto se tiene en cuenta de forma indirecta este aspecto en tanto puede afectar al compromiso de devolución del capital. Por lo que

respecta a los CFA, en la clasificación propuesta tienen un tratamiento similar a los bonos estructurados, instrumentos a los que se asimilan.

Por último, una asociación de consumidores propuso excluir de la clase 4 e incluir en la clase 5 los siguientes productos: instrumentos financieros híbridos de deuda corporativa, híbridos sin plazo de amortización o con vencimiento superior a 5 años, estructurados sin garantía de capital e IIC que no tengan la obligación de entrega de un documento de información con un indicador sintético de riesgos. Si bien, se comparte la opinión de que determinados instrumentos son susceptibles de incorporar un alto nivel de riesgo, la clase 5 en principio está concebida para aquella tipología de instrumentos susceptibles de incorporar una estructura que permita el apalancamiento y por tanto perder más de lo inicialmente invertido.

Norma cuarta. Actualización del indicador de riesgo.

1. El indicador de riesgo deberá actualizarse, para aquellos productos que están siendo comercializados, en el momento en que se produzca una modificación significativa del nivel de riesgo del instrumento financiero atendiendo a las condiciones particulares de cada instrumento. Se entenderá por modificación significativa toda aquella que resulte en un cambio de clase en el indicador de riesgos con motivo de un empeoramiento de la calificación crediticia.

2. Las entidades dispondrán de los procedimientos y controles necesarios para asegurar que el indicador de riesgo es actualizado en los términos señalados en el apartado anterior.

Se ha aclarado el concepto de **modificación significativa** que determina la actualización de la clase de riesgo asignada como se solicitó en el proceso de consulta pública y el establecimiento de procedimientos y controles necesarios que aseguren su actualización. Se estará ante una modificación significativa cuando se produzca un cambio en la calificación crediticia que dé lugar a un cambio de clase. Adicionalmente, y sin que ello conste expresamente en la propuesta de Circular, las entidades podrán modificar el indicador por motivo del plazo residual o por una mejora en la calificación crediticia, en el momento que lo consideren conveniente.

En la práctica se podrá producir un cambio de clase para aquellos instrumentos de renta fija y productos estructurados que dispongan de un plazo cierto de vencimiento y esté se reduzca llegando a los 3 o 10 años o bien cuando varíe su calificación crediticia. Otros instrumentos como las acciones o los derivados recaen de forma automática en una clase concreta por lo que no sería de aplicación la obligación de actualizar el indicador.

Norma quinta. Alerta sobre el riesgo de venta anticipada y la liquidez.

1. Como complemento al indicador de riesgo las entidades advertirán de las posibles limitaciones respecto a la liquidez de los instrumentos financieros contemplados en el apartado 2 de la norma segunda. A estos efectos las entidades tendrán en cuenta las siguientes circunstancias:

- a) Existencia de un compromiso de devolución de una parte o de todo el principal invertido a vencimiento.
- b) Que el instrumento financiero no se negocie en un mercado regulado, en sistemas multilaterales de negociación o en sistemas organizados de contratación.
- c) Que no exista un procedimiento alternativo de liquidez para el instrumento financiero ofrecido por el emisor o un tercero.

2. Las entidades incluirán, en su caso, una de las siguientes advertencias relacionadas con la liquidez como complemento al indicador de riesgos en las siguientes circunstancias :

- a) “ El compromiso de devolución del del capital (o, en su caso, del xx% del capital) solo es a vencimiento y la venta anticipada puede provocar pérdidas” cuando se dé la circunstancia descrita en el apartado 1. a) anterior y no resulte de aplicación la letra c) de este apartado.
- b) “ La venta o cancelación anticipada no es posible o puede implicar pérdidas relevantes” cuando no exista ningún compromiso de devolución de una parte o de todo el principal invertido y se den simultáneamente las circunstancias descritas en los apartados 1.b) y 1.c) anteriores.
- c) “ El compromiso de devolución del del capital (o, en su caso, del xx% del capital) solo es a vencimiento y la venta anticipada no es posible o puede implicar pérdidas relevantes” cuando se den simultáneamente las situaciones descritas en los apartados 1.a), 1.b) y 1.c) anteriores y el instrumento pertenezca a la clase número 4 identificada en el apartado 1 de la norma tercera.

Tomando en consideración los comentarios de la industria participante en la consulta pública, respecto a **la ambigüedad y falta de definición del término instrumento líquido** y mercado líquido, se modifica la propuesta inicial sometida a consulta de tal manera que se emitirá una advertencia en aquellas situaciones en las que no exista un mecanismo que permita la venta del instrumento, bien sea a través de un mercado secundario organizado o plataforma de negociación o un procedimiento alternativo de liquidez habilitado por la entidad (lo que resulta de aplicación en especial para los instrumentos financieros OTC).

La propuesta tiene en cuenta también lo señalado por algunos de los participantes en el sentido de que para los derivados de la clase 5 se diferencie entre aquellos que son cotizados de los que no lo son, de forma que los primeros no llevarán advertencia de liquidez alguna.

En el marco de la consulta pública se ha solicitado una aclaración de los términos pérdida y pérdida relevante usados en el mensaje de advertencia. En este sentido, se precisa que el término pérdida relevante se refiere a aquellos casos en los que no hay mercado y no haya un procedimiento alternativo de liquidez y la venta anticipada o el cierre de la posición, de producirse, generalmente conllevaría una pérdida significativa

Norma sexta. Alerta sobre la complejidad.

1. Las entidades incorporaran junto al indicador de riesgo una advertencia sobre la complejidad cuando un instrumento financiero de la norma segunda apartado 2 tenga la consideración de instrumento complejo en virtud de lo dispuesto en el artículo 79. bis, apartado 8 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, y de los criterios interpretativos emitidos por las autoridades competentes en la materia. El texto de la advertencia será el siguiente:

“! Instrumento financiero que no es sencillo y puede ser difícil de comprender”.

2. Como excepción al apartado 1, las entidades incorporaran la siguiente advertencia sobre la complejidad del instrumento financiero cuando un instrumento financiero de la norma segunda apartado 2 esté incluido en la norma octava de la presente Circular:

“!! Instrumento especialmente complejo, cuya adquisición por inversores no profesionales no se considera adecuada”.

Norma séptima. Presentación del indicador de riesgos y de las alertas de liquidez y complejidad.

1. El indicador de riesgos y las alertas de la liquidez y la complejidad serán representados utilizando las figuras del Anexo 1.

2. La utilización de estas figuras deberá cumplir con los siguientes requisitos mínimos:

-La figura se incorporará en la parte superior de la primera hoja de las comunicaciones publicitarias o de la información sobre el instrumento cuando se realice por escrito o en un medio que permita su reproducción.

-El tamaño de la figura y de los textos tendrá que ser proporcional con el tamaño del documento para asegurar que sean visibles y legibles para el cliente.

-Los colores utilizados para cada clase atenderán a los siguientes parámetros RGB:

Clase 1: 0-153-0

Clase 2: 124-215-73

Clase 3: 253-235-3

Clase 4: 255-192-0

Clase 5: 255-0-0

3. Cuando el soporte utilizado para proporcionar la información sobre el instrumento financiero o el utilizado en las comunicaciones publicitarias no permita la reproducción de la figura de la escala de riesgos y de las alertas, se informará al cliente de las mismas mediante la descripción del número de clases que componen la escala de riesgos, el número y color de la asignada al instrumento financiero, y las alertas sobre la liquidez y complejidad correspondientes.

Entre las críticas recibidas sobre el sistema propuesto inicialmente, se ha señalado que **la representación** del nivel de riesgo a través de **una escala similar a la energética** puede dar lugar a asociaciones incorrectas pues podría asumirse que un producto de la clase A es más eficiente, o mejor, que otro de la clase D. Y sin embargo lo que se representa son instrumentos con niveles de riesgo distintos, pero no instrumentos peores que otros. Tomando en consideración estas observaciones se han pasado a representar los niveles por números del 1 al 5 en lugar de letras. Por otra parte mencionar que en la figura utilizada para el indicador del nivel de riesgo se incorpora una mención al riesgo para indicar que la escala representa los niveles desde un mayor a menor nivel de riesgo.

Por otro lado, se ha puesto de manifiesto de forma unánime por parte de la industria el **elevado coste** que implica la utilización de colores en la representación del sistema de clasificación de instrumentos y se han planteado propuestas alternativas como la utilización del blanco y negro con la indicación del color o algún número indicativo del nivel de riesgo.

Una posible opción, por tanto sería flexibilizar este requerimiento para aquellos casos en los que en la información facilitada al inversor no se haga uso de ningún color de manera que la representación del nivel de riesgos se realizará a través de una escala de grises. Sin embargo, hay que tener en cuenta que el uso de colores resulta muy visual para el inversor y fue expresamente solicitado por la Defensora del Pueblo, por lo que se ha considerado oportuno mantener este planteamiento inicial. Una posibilidad sería el uso de pegatinas en color diseñadas para que fueran incorporadas en la información sobre el instrumento o en las comunicaciones publicitarias en el caso de que en el punto en el que se presta el servicio al cliente no se dispusiese de los sistemas necesarios para la impresión de la documentación del indicador en color. Este sistema, daría cumplimiento adecuado a la Circular y haría innecesaria la inversión en impresoras en color para aquellas entidades que carezcan de ellas.

Algún miembro de la industria participante en la consulta ha sugerido la posibilidad de incorporar una explicación sintética de cada clase junto con el indicador usado. Si bien se valora positivamente este comentario, en opinión de la CNMV, podría restar sencillez a la presentación, por lo que se ha preferido no incluir esta información en el indicador.

Por último otros participantes han señalado la posibilidad de que los símbolos propuestos en la consulta pública sean inviables en determinados sistemas por lo que se podría instrumentar la posibilidad de su sustitución por otros.

Atendiendo a las sugerencias de la industria se incluyen en el Anexo 2 ejemplos con distintos instrumentos financieros a efectos meramente ilustrativos que no formarán parte de la Circular

Sección Tercera. Advertencias en relación con instrumentos financieros que con carácter general no resultan adecuados por su complejidad para inversores no profesionales.

Norma octava. Advertencias en relación con instrumentos financieros que con carácter general no resultan adecuados por su complejidad para inversores no profesionales.

La industria señaló que esta iniciativa supondría la creación de una nueva tipología de instrumentos especialmente complejos que alteraría el régimen previsto en los apartados 6 y 7 del mencionado artículo. Además **dicha categoría** de productos especialmente complejos podría considerarse **contraria a la regulación europea** recientemente modificada, ya que en la misma simplemente se distingue entre instrumentos financieros no complejos y complejos, sin que exista una categoría de instrumentos especialmente complejos, o se distingan grados de mayor o menor complejidad en los mismos. Adicionalmente, en opinión de la industria, etiquetar ex ante determinados productos como no adecuados para un perfil de clientes (los no profesionales) podría suponer que, dada la nueva obligación prevista en la Directiva 2014/65/UE de identificar el público objetivo para cada producto, **se limitasen de facto las posibilidades de comercialización** y asesoramiento que permiten tanto la LMV como dicha Directiva, sin que ello redundase en beneficio de los clientes - la estructura de un instrumento puede ser difícil de entender para un inversor medio, pero no por ello dejar de ser el que mejor se ajuste a sus necesidades.

Por otra parte, en opinión de una asociación de consumidores, la propuesta permitiría la contratación de productos complejos por clientes minoristas mediante la emisión de determinados avisos. Dado que en su opinión los pequeños ahorradores se caracterizan por tener escasos conocimientos financieros, dichas advertencias no asegurarían que los clientes comprendan la naturaleza de los instrumentos y presten un consentimiento informado, considerando preferible que se prohibiese su contratación.

En opinión de la CNMV:

- La presente iniciativa resulta compatible tanto con la LMV como con la Directiva Directiva 2014/65/UE. El objeto de la presente iniciativa no es el establecimiento de una nueva tipología de instrumentos financieros sino la identificación, predeterminación y estandarización de determinadas características que, a juicio de la CNMV hacen que los instrumentos en cuestión no sean adecuados para inversores no profesionales debido a su complejidad, advertencia expresamente recogida en la actual redacción del art. 79.bis.3 de la LMV.

- Debe subrayarse el carácter informativo de la iniciativa, sin que en la misma se contemple la prohibición de la tramitación de las operaciones referidas a dichos instrumentos financieros, ya que la normativa vigente no contempla que pueda prohibirse, con carácter general, el ofrecimiento o la contratación de una clase o categoría de instrumentos complejos a clientes minoristas. Con la entrada en vigor del Reglamento (UE) N° 600/2014, ESMA y la CNMV podrán adoptar la decisión de prohibir la comercialización distribución o venta de un determinado instrumento financiero sólo cuando dicha distribución suscite una preocupación significativa en cuanto a la

protección de los inversores o suponga una amenaza para el funcionamiento ordenado o la integridad de los mercados financieros, siguiendo un procedimiento tasado y siempre que no existan otras medidas alternativas de gestión.

1. Los siguientes instrumentos financieros quedan sujetos a las previsiones contenidas en los apartados 2 a 6 de la presente norma octava:

a) Instrumentos financieros representativos de deuda contingentemente convertibles en acciones. Quedan excluidos aquellos cuya conversión pueda realizarse, exclusivamente, por decisión discrecional del inversor.

b) Instrumentos financieros representativos de deuda emitidos con una cláusula de contingencia por la que dichos instrumentos puedan resultar amortizados total o parcialmente de forma automática en el caso de que el nivel de solvencia del emisor se sitúe por debajo del señalado en las condiciones de la emisión o que incluyan entre sus características de emisión la no recuperación futura de los cupones que el emisor decida discrecionalmente no abonar.

c) Los bonos, obligaciones y otros valores negociables análogos, representativos de deuda, recogidos en la letra c) del apartado 1 del artículo 2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, cuando su emisor no asuma el compromiso de reembolsar, a su vencimiento, un porcentaje igual o superior al 90% de la inversión inicial, quedando condicionada la devolución del porcentaje restante a la evolución de uno o varios subyacentes concretos, siempre que, además, incorporen estructuras complejas que dificulten a un inversor minorista la comprensión de los riesgos asociados al instrumento.

d) Los contratos financieros no negociados en mercados secundarios oficiales, mediante los que una entidad de crédito recibe efectivo de su clientela asumiendo una obligación de reembolso en un plazo determinado, consistente en la entrega de valores, en el pago de una suma de dinero o ambas cosas, condicionada en función de la evolución de uno o varios subyacentes concretos, cuando la entidad de crédito no asuma el compromiso de reembolsar, a su vencimiento, un porcentaje igual o superior al 90% del importe recibido y siempre que, además, incorporen estructuras complejas que dificulten a un inversor minorista la comprensión de los riesgos asociados al instrumento.

e) Las instituciones de inversión colectiva con un objetivo concreto de rentabilidad, garantizado o no, a un plazo determinado, cuando a dicho plazo el objetivo fijado no sea igual o superior al 90% de la inversión, quedando condicionada la consecución de dicho objetivo a la evolución de uno o varios subyacentes concretos y calculado con arreglo a un algoritmo, siempre que además incorporen estructuras complejas que dificulten a un inversor minorista la comprensión de los riesgos asociados al instrumento.

f) El resto de instrumentos financieros recogidos en los apartados 2 a 3 y 5 a 8 del artículo 2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, excepto cuando se trate de instrumentos derivados negociados en mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación o en sistemas organizados de contratación, y siempre que incorporen estructuras complejas que dificulten a un inversor minorista la comprensión de los

riesgos asociados al instrumento. Quedan excluidos aquellos instrumentos financieros derivados ofrecidos por la entidad al cliente con la finalidad de que este dé cobertura, o minore los riesgos financieros asumidos por otras posiciones financieras u operaciones comerciales concretas e identificadas preexistentes, siempre que la entidad financiera que los comercialice haya verificado previamente que cumplen, de manera sustancial, con dicha finalidad.

La industria señaló que **no resulta adecuado mezclar pérdida de capital con dificultad para la comprensión** del instrumento, llamando la atención sobre el hecho de que puede resultar confuso que se consideren instrumentos no especialmente complejos algunos con el 100% del capital en riesgo mientras que otros con un porcentaje de capital en riesgo menor (superior al límite de garantía de devolución del principal fijado, pero inferior al 100%) sí tengan esa consideración. Adicionalmente, indicó que el porcentaje frontera para el etiquetado de riesgo (90%) y la consideración de instrumento especialmente complejo (inicialmente era del 85%), no resultaba homogénea.

En cuanto a las IIC, la industria indicó que no deben verse afectadas por este apartado, pues el DFI ya recoge suficiente información. Además, indicó que podría darse una **contradicción en el caso de las IIC** contempladas en este apartado con la normativa vigente en la actualidad (en el artículo 78 bis de la LMV respecto a la consideración de IIC complejas en tanto en cuanto no entre en aplicación el artículo 25.4 de MiFID II que sí está alineado con la iniciativa de la CNMV). Adicionalmente señaló que con la entrada en vigor de MiFID II, sólo aquellas IIC con objetivo concreto de rentabilidad en las que éste se calcule conforme a un algoritmo son susceptibles de ser calificadas como complejas (al encuadrarse en la definición de estructuradas) y, en su caso, como no adecuadas para no profesionales (si conforme a la propuesta realizada concurren determinados requisitos) y proponen excluir expresamente de la calificación de producto complejo (y por tanto también como especialmente complejo) a las IIC con objetivo de rentabilidad de renta fija y las IIC con objetivo de rentabilidad de renta variable cuyo objetivo sea la revalorización (total o parcial) de los activos de referencia señalados en el folleto y aclarar que el carácter de especialmente complejas sólo puede afectar a IIC con un objetivo concreto de rentabilidad calculado mediante un algoritmo. Por otra parte señaló que se da el mismo tratamiento a IIC con objetivo de rentabilidad garantizado y no garantizado o con garantía parcial y se considera que las primeras deberían ser consideradas menos complejas.

Respecto a los derivados la industria propuso modificar la definición de cuándo se considera que la operación es de cobertura para incluir situaciones en que el cliente manifieste que dicha finalidad es la perseguida, ya que, en su opinión, no resulta razonable trasladar a las entidades la carga de la prueba de que el derivado realmente sirva a dicha finalidad. También señaló que el tratamiento de las coberturas no debía limitarse a financiaciones concedidas por la misma entidad que comercializase el derivado (la propuesta inicial incluía dicha obligación) y propuso, además, que se mencionen explícitamente a las coberturas de operaciones comerciales (la propuesta inicial no las mencionaba), principalmente derivados de tipo de cambio, y no sólo a las coberturas financieras (únicas mencionadas en la propuesta inicial). Finalmente, algunos participantes propusieron que los CFD quedasen explícitamente excluidos de esta iniciativa.

La CNMV considera que:

- Si bien es cierto que la existencia de una posibilidad de pérdida del capital superior o inferior a un determinado % no modifica el grado de complejidad del instrumento (y por tanto resulta conceptualmente más correcto eliminar la excepción planteada) se ha mantenido dicho límite, que resulta más flexible, excepcionando dichos casos dado el elevado nivel de garantía del principal invertido. No obstante, el límite inicialmente previsto del 85% se ha elevado al 90% para homogeneizarlo con el propuesto para el indicador de riesgo.
- Esta misma observación resultaría aplicable al carácter garantizado o no del objetivo de rentabilidad de las IIC, que no afecta a la complejidad del instrumento. En este caso, se ha mantenido la propuesta inicial.
- La inclusión de las IIC estructuradas asegura un tratamiento homogéneo de un mismo tipo de instrumento con independencia del vehículo elegido para comercializarlo (fondos estructurados, bonos estructurados y CCVO o depósitos estructurados). Es cierto que algunos fondos que pasarán a clasificarse como complejos cuando entre en vigor MiFID II, con la norma actual podrían no serlo. No obstante se ha optado por anticipar este aspecto. La definición contemplada en esta iniciativa es compatible con la de IIC estructurada compleja recogida en la MiFID II, no obstante, se ha modificado la propuesta inicial para mencionar explícitamente el uso de algoritmos, en línea con dicha Directiva.
- En cuanto a los derivados, debe considerarse que, con independencia de que el cliente manifieste que su finalidad al contratar el derivado es la de cobertura, la valoración de que efectivamente el derivado sirve a dicha finalidad no es sencilla para un inversor minorista. Al exigir que la entidad comercializadora compruebe este aspecto no se está trasladando la carga de la prueba a la entidad, sino que se está excepcionando del tratamiento de especialmente complejo a unos instrumentos que lo son, descansando en el análisis de un profesional (la entidad comercializadora). Por otra parte se ha modificado la propuesta inicial para eliminar la mención a que la cobertura deba referirse a financiaciones concedidas por la misma entidad que comercialice el derivado y para mencionar expresamente las coberturas de operaciones comerciales.
- En cuanto a los CFD, con carácter general, no cumplen con las condiciones establecidas en esta norma ya que no es frecuente que incorporen estructuras complejas que dificulten a un inversor minorista la comprensión de los riesgos del instrumento. No obstante, en algunos casos (especialmente en función de su subyacente) sí podrían hacerlo, por lo que se ha descartado una exclusión expresa de los mismos. No obstante se ha modificado la propuesta inicial para excluir aquellos instrumentos derivados que se negocien en los sistemas organizados de contratación previstos por MiFID II. Adicionalmente, para aclarar en mayor medida esta cuestión, se ha incluido un nuevo ejemplo referido a CFD.

2. A los efectos de la presente norma octava, se considerará que existe una estructura compleja que dificulta a los inversores minoristas la comprensión de los riesgos asociados al instrumento, cuando concurra alguna de las siguientes circunstancias:

a) El reembolso al cliente de toda la inversión inicial o de una parte de ella o las liquidaciones a realizar cuando no exista inversión inicial, queden condicionados a que se produzcan tres o más escenarios potenciales, cuya ocurrencia determine un importe diferente a reembolsar o liquidar. No obstante, cuando el importe a reembolsar o liquidar, en una misma o en diferentes fechas, se determine aplicando un mismo algoritmo de cálculo, se aplique este a uno o varios subyacentes, no se considerará que existe un escenario diferente.

La industria señaló que, si bien, la existencia de más escenarios puede dificultar la comprensión del producto, el elemento que realmente genera la complejidad en una estructura es el algoritmo de cálculo de los mismos, de forma que si el número de escenarios es tres o más pero su algoritmo de cálculo es sencilla, no debería considerarse que el instrumento es especialmente complejo. Algunos participantes señalaron que por el hecho de que un instrumento contenga más potenciales escenarios no significa que sea más perjudicial para un cliente. Tampoco implica que el producto sea menos adecuado para él. Es más, en opinión de dichos participantes, el hecho de incorporar más escenario puede hacer que el producto sea más beneficioso para algunos clientes. A este respecto, consideraron que lo verdaderamente relevante para el cliente no es que el instrumento financiero incorpore una estructura más o menos sofisticada, sino que exista transparencia sobre el producto y sus riesgos. Por otra parte la industria señaló que de mantenerse la limitación por el número de escenarios, sería preferible que el límite se fijase en más de tres (no en tres o más como está planteado), ya que los instrumentos con tres posibles escenarios llevan mucho tiempo comercializándose y son muy conocidos.

En cuanto a la **definición de los escenarios**, algunos participantes consideraron confuso el concepto de "misma fórmula" previsto en la propuesta inicial, señalando que el resultado potencial de un mismo producto puede expresarse mediante una sola fórmula o mediante varias fórmulas y se cuestionó que expresándolo mediante una única fórmula resultase más claro al cliente minorista.

Finalmente, la industria planteó dudas respecto a si los potenciales escenarios se referían a la devolución del principal invertido, o debían considerarse también los cupones del instrumento en el análisis.

En opinión de la CNMV:

- El objeto de la iniciativa no es calificar a determinados productos como perjudiciales para los clientes minoristas. El objeto es advertir a los clientes minoristas cuando vayan a adquirir instrumentos con un elevado grado de complejidad, en los que puede resultar difícil la comprensión completa de todos los riesgos que incorporan. Dicha advertencia no imposibilita la contratación, ni implica que el producto no pueda resultar adecuado para un cliente concreto o que el instrumento no se ajuste a sus necesidades.
- La complejidad del instrumento se incrementa, tanto por la existencia de múltiples escenarios potenciales (letra a de este apartado), como por la complejidad del algoritmo empleado para calcularlos (letra c de este apartado, respecto al que más adelante se harán observaciones), motivo por el que ha decidido mantenerse ambas.

- El término "fórmula de cálculo" que se incluía en la propuesta inicial, se ha sustituido por "algoritmo de cálculo", concepto que resulta más claro.
- En principio el planteamiento realizado no incorpora el cobro de cupones en el análisis, sino que se refiere a los potenciales resultados respecto al principal invertido o en ausencia de este (en el caso de derivados en los que no hay desembolso inicial) de las liquidaciones a realizar. No obstante, el ejemplo 2 incluido en la propuesta inicial podía llevar a confusión respecto a este aspecto y se ha modificado.

b) El subyacente o alguno de los subyacentes en caso de existir más de uno, no se negocie diariamente en un mercado en el que se difunda un precio diario obtenido a partir de operaciones de compraventa cruzadas entre partes independientes, o tratándose de instituciones de inversión colectiva, que no publiquen diariamente su valor liquidativo.

La industria señaló que **la exigencia de cotización efectiva** diaria en un mercado puede resultar excesiva, señalando que debería resultar suficiente la publicación de precios diaria en algún medio de difusión de información financiera independientemente (OTC que publiquen precios en proveedores especializados de información financiera), aunque no se registren cruces en mercados oficiales. Adicionalmente, señaló que el planteamiento inicialmente realizado también excluía el caso de que el subyacente fuese una IIC (la propuesta inicial no las mencionaba).

En opinión de la CNMV, la complejidad del instrumento se incrementa cuando no resulta fácil valorar el instrumento subyacente sobre el que está construido. En este sentido, se ha considerado que esta circunstancia se da cuando el inversor minorista medio tenga dificultades para acceder a la información respecto a un precio de mercado de dicho subyacente. Para los subyacentes a que se refiere la industria, aunque puedan publicarse precios en proveedores de información especializados, no resultan accesibles para el inversor medio, por lo que se considera que, a este respecto, debe mantenerse la propuesta inicial. No obstante, debe aclararse que la denominación "mercado" contenida en la propuesta inicial, no se refiere en exclusiva a mercados regulados, conforme a la definición contenida en la LMV, sino a cualquier plataforma de negociación en la que se difunda un precio diario obtenido a partir de operaciones de compraventa cruzadas entre partes independientes. En cuanto a subyacentes IIC, se ha modificado la redacción inicialmente propuesta para contemplarlas.

c) El algoritmo de cálculo a emplear para determinar los escenarios potenciales, tanto de devolución de la inversión inicial como de los cupones o rendimientos que en su caso puedan cobrarse, sea excesivamente complejo por incluir un elevado número de elementos o referirse a precios de referencia de los subyacentes correspondientes a más de dos fechas diferentes, siempre que éstas no sean consecutivas, en cuyo caso podrán referirse a periodos de cinco días consecutivos.

La industria señaló que un "look-back" a varias fechas no implica la existencia de varios escenarios potenciales, sino simplemente la posibilidad de tomar diferentes referencias en virtud de la evolución del subyacente, generándose finalmente un único escenario. La existencia de distintas fechas de valoración del subyacente, facilita la estabilidad del precio de referencia considerado (la propuesta inicial, consideraba que una fórmula de cálculo que se refiriese a precios del subyacente en más de dos fechas diferentes, debía considerarse una estructura compleja que dificulta la comprensión de los riesgos del instrumento). La industria considera que la propuesta penaliza los instrumentos financieros con estructuras asiáticas, obviando los efectos beneficiosos de éstas ya que permiten suavizar la evolución del precio del subyacente, resultando la utilización de medias de precios para el cálculo de los escenarios potenciales una práctica habitual de mercado con la que el inversor ya está familiarizado.

En opinión de algunos participantes, la referencia a "situaciones contingentes" de la propuesta inicial resultaba demasiado genérica, indicándose que la complejidad en realidad se incrementa cuando el algoritmo de cálculo resulte excesivamente complejo por incluir gran número de elementos.

A este respecto:

- En línea con lo ya indicado en la letra a) anterior, se ha sustituido el término "fórmula de cálculo" que se incluía en la propuesta inicial, por "algoritmo de cálculo", concepto que resulta más claro.
- En cuanto al uso de medias en el cálculo del resultado final, se ha considerado que su uso incrementa la dificultad para comprender el funcionamiento del instrumento y por tanto su complejidad, manteniéndose la propuesta inicial lo que no resulta incompatible con que, en determinados escenarios, esta práctica pueda tener determinadas ventajas o ajustarse mejor a las necesidades de clientes concretos. En cuanto a las fechas, se ha introducido la matización de que estas no sean consecutivas.
- El término "situaciones contingentes" se ha reemplazado por aquellos casos en que el algoritmo de cálculo incorpore numerosos elementos que afecten tanto a la inversión como, en su caso a los cupones o rendimientos, en línea con las sugerencias recibidas.

Por otra parte, algunos participantes señalaron que, en la inscripción o registro una IIC en la CNMV para su comercialización en España, o cuando se registre un folleto de alguno de estos instrumentos, **debería ser la propia CNMV quien determinase si cumplen con las condiciones** recogidas en la presente Circular, mientras que otros consideran que debería ser el emisor del producto quien se responsabilizase de indicar cuando se cumplen estas condiciones.

El hecho de que la CNMV pudiera determinar en su registro si un instrumento cumple con las condiciones contempladas en la presente Circular no resulta contradictorio con la iniciativa propuesta, si bien debe tenerse en cuenta, por un lado, que la iniciativa también alcanza a productos para los que la CNMV no registra un folleto y que la obligación de informar adecuadamente al cliente es de la entidad que le preste los servicios de inversión y en consecuencia, debe ser esta entidad, y no el emisor (aunque en algunos casos coincidirán), quien debe informar de este aspecto.

Con la finalidad de facilitar la comprensión de este apartado, se incluyen a continuación ejemplos ilustrativos:

Ejemplo 1: Bono estructurado que condiciona la remuneración y el importe a reembolsar a la cotización del Ibex 35 con vencimiento final a 3 años. Cada semestre, si la cotización del índice es igual o superior al 70% de una cotización de referencia determinada, se percibe un cupón del 3%, en otro caso no se percibe remuneración. Adicionalmente, cada semestre, si la cotización del índice es igual o superior a la cotización de referencia, el bono se cancela anticipadamente reembolsando su principal. Al tercer año, si no se ha amortizado anticipadamente, el bono vence reembolsando uno de los siguientes importes: a) si la cotización del índice es igual o superior a la cotización de referencia reembolsa el principal; b) en otro caso reembolsa el 90% del principal.

Este bono estructurado no cumple con la definición de la norma 8ª de la Circular propuesta al tratarse de un instrumento que garantiza la devolución del 90% de importe inicialmente invertido. En consecuencia, no aplicarían las advertencias previstas en la norma 8ª.

Ejemplo 1.bis. Supongamos un bono igual al anterior que, al tercer año, si no se ha amortizado anticipadamente, vence reembolsando uno de los siguientes importes: a) si la cotización del índice es igual o superior a la cotización de referencia reembolsa el principal; b) en otro caso reembolsa el principal multiplicado por la cotización del índice dividida entre la cotización de referencia.

Este bono estructurado tampoco cumple con la definición de la norma 8ª de la Circular. Aunque en este caso el producto no garantiza la devolución de al menos el 90% del importe inicialmente invertido (en caso de que al cierre del tercer año el índice haya descendido por debajo del 10% de su nivel inicial), sólo queda condicionado a dos posibles escenarios. En consecuencia, no aplicarían las advertencias previstas en la norma 8ª.

Ejemplo 1.bis Escenarios	Importe a reembolsar					
	1º semestre	2º semestre	3º semestre	4º semestre	5º semestre	6º semestre
Escenario 1: la cotización del índice es igual o superior a la inicialmente determinada. 100% cotización de referencia	Reembolsa el 100% + 3%	Reembolsa el 100% + 3%	Reembolsa el 100% + 3%	Reembolsa el 100% + 3%	Reembolsa el 100% + 3%	Reembolsa el 100% + 3%
	Cupón 3%	Cupón 3%	Cupón 3%	Cupón 3%	Cupón 3%	Reembolsa un importe inferior al 100%
Escenario 2: la cotización del índice es inferior a la inicialmente determinada. 70% cotización de referencia	Cupón 0%	Cupón 0%	Cupón 0%	Cupón 0%	Cupón 0%	Cupón 0%
	Cupón 3%	Cupón 3%	Cupón 3%	Cupón 3%	Cupón 3%	Cupón 3%

Ejemplo 2: Contrato financiero mediante el que el cliente hace una inversión inicial, recibiendo, transcurrido 1 año, el 70% del importe inicialmente invertido más un 6% del mismo. El 30% restante del importe inicialmente invertido queda condicionado a la evolución de 3 acciones cotizadas, estableciéndose para cada una de ellas un precio de referencia. Transcurrido el primer año, en caso de que el precio de todas las acciones subyacentes sea igual o superior a su precio de referencia, vence el contrato, reembolsando el 30% del importe invertido más un 6% del mismo, en caso contrario el producto sigue vivo. Transcurrido el segundo año, en caso de que el precio de todas las acciones subyacentes sea igual o superior a su precio de referencia, vence el contrato, reembolsando el 30% del importe inicialmente invertido más un 12% del mismo. Transcurrido el tercer año, si el producto sigue vivo, vence, reembolsando uno de los

siguientes importes: a) en caso de que el precio de todas las acciones subyacentes sea igual o superior a su precio de referencia, reembolsa el 30% del importe inicialmente invertido más un 18% del mismo; b) en caso de que el precio de alguna de las acciones subyacentes sea inferior a su precio de referencia, siendo además el precio de cada una de ellas superior al 80% de su precio de referencia, reembolsa el 25% del importe inicialmente invertido; c) en otro caso, se entregan al cliente las acciones que hayan experimentado la mayor devaluación respecto a su precio de referencia, siendo el número de acciones a entregar el resultado de dividir el 25% del importe inicialmente invertido entre el precio de referencia de esa acción.

Este contrato financiero sí cumple con la definición de la norma 8ª de la Circular propuesta. Se trata de un instrumento que sólo garantiza la devolución del 70% del importe inicialmente invertido y que además incorpora estructuras complejas que dificultan la comprensión de sus riesgos (condiciona la devolución de una parte de la inversión inicial en función de tres posibles escenarios). En consecuencia, debería advertirse a los inversores minoristas en los términos previstos por la norma 8ª.

Ejemplo 2 Escenarios	Importe a reembolsar		
	1º año	2º año	3º año
Escenario 1: La cotización de cada una de las 3 acciones subyacentes iguala o supera su precio de referencia	Reembolsa el 30% inicial + 6% de dicho importe	Reembolsa el 30% inicial + 12% de dicho importe	Reembolsa 30% inicial + 18% de dicho importe
Escenario 2: La cotización de alguna de las 3 acciones subyacentes es inferior a su precio de referencia y el precio de cada una de las 3 acciones iguala o supera el 80% del precio de referencia	n.a	n.a	Reembolsa el 25% inicial
Escenario 3: Resto de casos.	n.a	n.a	Entrega de acciones, con resultado negativo calculado por diferencia entre el precio de cotización y el precio de referencia

Ejemplo 3: Fondo de inversión con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado referenciado al Ibex 35, con un plazo máximo de 4 años. Si el valor del índice en alguna de las 4 fechas de observación anual es igual o superior al 75% del valor inicial del índice, la estrategia finalizará en esa fecha y se obtendrá un valor liquidativo equivalente al 105%, 110%, 115% o 120% del valor liquidativo inicial, respectivamente. Si la estrategia no ha vencido anticipadamente y en la última fecha de observación anual el índice se deprecia más de un 25% respecto a su valor inicial, el valor liquidativo objetivo será el valor liquidativo inicial * (valor final del índice / 75% valor inicial del índice).

Este fondo de inversión no cumple con la definición de la norma 8ª. Aunque el producto no garantiza la devolución de al menos el 90% de importe inicialmente invertido y la consecución del objetivo queda condicionada a la evolución de un subyacente concreto (Ibex 35), no incorpora estructuras complejas que dificultan la comprensión de sus riesgos ya que el importe a reembolsar sólo queda condicionado a dos posibles escenarios. En consecuencia, no aplicarían las advertencias de la norma 8ª.

Ejemplo 3 Escenarios	Importe a reembolsar			
	1º año	2º año	3º año	4º año
Escenario 1: la cotización del índice iguala o supera el 75% de su cotización inicial	Reembolsa el 105% del v.liq inicial	Reembolsa el 110% del v.liq inicial	Reembolsa el 115% del v.liq inicial	Reembolsa el 120% del v.liq inicial
Escenario 2: la cotización del índice es inferior al 75% de su cotización inicial	n.a	n.a	n.a	Reembolsa con pérdida para el cliente, el valor liquidativo inicial * (valor final del índice / 75% valor inicial del índice)

Ejemplo 4 Fondo de inversión con un objetivo de rentabilidad no garantizado a 3 años del 101% del valor liquidativo inicial, más un rendimiento semestral del 2% anual, pagadero mediante el reembolso de participaciones, si bien, en determinados casos el partícipe podría no beneficiarse del objetivo de rentabilidad predefinido y podría experimentar pérdidas significativas en su inversión inicial. La consecución del objetivo de rentabilidad no garantizado se instrumentará mediante la adquisición de una cartera de renta fija y la venta de 20 CDS, por la que fondo percibirá unas primas iniciales y un rendimiento periódico, salvo en el caso de que se produzcan eventos de crédito, en cuyo caso será el fondo el que deberá realizar los pagos.

Este fondo de inversión no cumple con la definición de la norma 8ª. Por una parte el objetivo concreto de rentabilidad es superior al 90% de lo invertido y por otro, la consecución del objetivo no queda condicionada a la evolución de un subyacente concreto. En consecuencia, no aplicarían las advertencias de esta norma 8ª.

Ejemplo 5: Cap de tipos de interés, mediante el que el cliente paga una prima y durante 4 años, anualmente, recibe el nocional por la diferencia entre Euribor 1 año menos 2,85%, en caso de resultar un importe positivo, o no percibe ni paga nada, en otro caso.

Este derivado OTC no cumple con la definición de la norma 8ª, ya que sus liquidaciones solo quedan condicionadas por dos posibles escenarios. En consecuencia, no aplicarían las advertencias de esta norma 8ª.

Ejemplo 5 Escenarios	Importe a liquidar			
	1º año	2º año	3º año	4º año
Escenario 1: El euribor a 12 meses se sitúa por encima de 2,85%	El cliente recibe: Euribor 12 meses - 2,85%	El cliente recibe: Euribor 12 meses - 2,85%	El cliente recibe: Euribor 12 meses - 2,85%	El cliente recibe: Euribor 12 meses - 2,85%
Escenario 2: El euribor a 12 meses se sitúa por debajo de 2,85%	n.a	n.a	n.a	n.a

Ejemplo 6: Swap de tipos de interés con vencimiento a tres años, mediante el que el cliente paga, anualmente, un tipo fijo del 4%, si Euribor 12 meses es igual o superior al 4%, el Euribor 12 meses si este es inferior al 4% e igual o superior al 3%, y un tipo fijo del 3%, si el Euribor 12 meses es inferior al 3%. El cliente recibe, anualmente, Euribor a 12 meses.

Este derivado OTC sí cumple con la definición de la norma 8ª, al tratarse de un instrumento derivado que incorpora una estructura compleja que dificulta la comprensión de sus riesgos (sus liquidaciones quedan condicionadas por 3 posibles escenarios). En consecuencia, debería advertirse a los inversores minoristas en los términos de esta norma 8ª, salvo que haya sido ofrecido por la entidad al cliente con la finalidad de que éste dé cobertura, o minore, los riesgos financieros asumidos por otras posiciones financieras concretas e identificadas preexistentes, siempre que la entidad financiera haya verificado previamente que cumplen, de manera sustancial, con dicha finalidad.

Ejemplo 6 Escenarios	Importe a liquidar		
	1º año	2º año	3º año
Escenario 1: El Euribor 12 meses es igual o superior a 4%	El cliente recibe Euribor 12 meses - 4%	El cliente recibe Euribor 12 meses - 4%	El cliente recibe Euribor 12 meses - 4%
Escenario 2: El Euribor 12 meses es inferior a 4% e igual o superior a 3%	No se realizan liquidaciones	No se realizan liquidaciones	No se realizan liquidaciones
Escenario 3: El Euribor 12 meses es inferior a 3%	El cliente paga 3% - Euribor 12 meses	El cliente paga 3% - Euribor 12 meses	El cliente paga 3% - Euribor 12 meses

Ejemplo 7: CFD sobre una acción del Ibex 35, a un precio unitario de 8,84 euros. Este derivado OTC no cumple con la definición de la norma 8ª, al tratarse de un instrumento derivado que no incorpora una estructura compleja que dificulta la comprensión de sus riesgos (sus liquidaciones quedan condicionadas por 2 posibles escenarios, en el caso de que la cotización de la acción subyacente supere el precio de 8,84 euros, el cliente registrará ganancias, y en el caso contrario, pérdidas). En consecuencia, no aplicarían las advertencias de esta norma 8ª.

3. Las entidades que presten servicios de inversión distintos del asesoramiento en materia de inversión o la gestión discrecional e individualizada de carteras a clientes minoristas, referidos a alguno de los instrumentos financieros previstos en el apartado 1, antes de prestarles dichos servicios, deberán realizarles una advertencia con el siguiente contenido:

“Advertencia:

Está a punto de adquirir un producto que no es sencillo y que puede ser difícil de entender: *(deberá identificarse el producto)*. La CNMV *(cuando proceda deberá incluirse lo siguiente: ha verificado el folleto, sin embargo,)* considera, con carácter general, no adecuada por su complejidad, su adquisición por inversores no profesionales. No obstante ZZZ *(nombre de la entidad)* ha evaluado sus conocimientos y experiencia y considera que el mismo resulta conveniente para Usted.”

La entidad deberá recabar la firma por el cliente del texto anterior unida a una expresión manuscrita por el mismo que dirá:

“Producto difícil de entender”.

En el caso de que además de la advertencia a que se refiere la presente norma octava y tal como establece el apartado 4 de la norma cuarta de la Circular 3/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a los clientes a los que se les prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros, la entidad deba realizar también la advertencia de que considera que el servicio o producto no es adecuado para el cliente, ambas advertencias se realizarán conjuntamente. No obstante, se modificará la advertencia prevista en esta norma octava eliminando su última frase. En este caso, no resultará necesario recabar la expresión manuscrita referida en la presente norma octava, bastando con recabar la expresión manuscrita contemplada en el apartado 4 de la norma cuarta de la Circular 3/2013, de 12 de junio.

En el caso de que además de la advertencia a que se refiere la presente norma octava y tal como establece el apartado 2 de la norma cuarta de la Circular 3/2013, de 12 de junio, la entidad deba realizar también la advertencia de que la ausencia de información le impide determinar si el servicio de inversión o el producto es adecuado, ambas advertencias se realizarán conjuntamente. No obstante, se modificará la advertencia prevista en esta norma octava eliminando su última frase. En este caso, bastará con recabar la expresión manuscrita referida en la presente norma y no resultará necesario que se recabe la expresión manuscrita contemplada en el apartado 3 de la norma cuarta de la Circular 3/2013, de 12 de junio.

Estas advertencias y expresiones manuscritas formarán parte de la documentación contractual incluso cuando se formalicen en documento separado de la orden de compra.

4. Las entidades que presten el servicio de asesoramiento en materia de inversión a clientes minoristas referido a los instrumentos financieros previstos en el apartado 1, deberán incluir en la descripción de cómo se ajusta la recomendación realizada a las características y objetivos del inversor, a que se refiere el apartado 1 de la norma tercera de la Circular 3/2013, de 12 de junio, la siguiente advertencia:

“Esta propuesta de inversión incluye los siguientes instrumentos financieros: YYY (*deberá identificarse los instrumentos*) que no son sencillos y que pueden ser difíciles de entender. La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (*cuando proceda deberá incluirse lo siguiente: ha verificado el folleto, sin embargo,*) considera, con carácter general, no adecuada por su complejidad su adquisición por inversores no profesionales. No obstante, ZZZ (*nombre de la entidad*) ha evaluado positivamente la idoneidad de los mismos para Usted”.

La industria señaló que **el establecimiento de unas advertencias** como las previstas en la propuesta inicial **no resulta coherente con el sistema vigente** que implica la evaluación de los conocimientos de cada inversor para poder llegar a la conclusión de si el producto es adecuado o no para él. El uso de advertencias genéricas como las propuestas tratarían a todos los clientes por igual y resultarían confusas para el cliente, ya que, en caso de conveniencia del producto (en base a la metodología utilizada por la entidad), o de recomendación por considerarlo idóneo (según la metodología interna de la entidad), simultáneamente se le haría una advertencia de que la CNMV lo considera no adecuado para inversores no profesionales (la propuesta inicial no hacía referencia al carácter general de la advertencia de la CNMV, ni a la opinión de la entidad referida al cliente concreto analizado), lo que adicionalmente, podría conllevar un aumento de la litigiosidad. En caso de mantenerse, en opinión de algunos participantes, debería limitarse su uso a la información precontractual o materiales publicitarios.

Otros participantes señalaron que, si bien la CNMV podría dar indicaciones a las entidades sobre qué productos considera más complejos a efectos de que avisen a sus clientes de que son particularmente difíciles de entender, **debería evitarse señalar que el producto "no es adecuado"** cuando sí se haya considerado conveniente en base al análisis realizado, e incluso, que debería eliminarse esta advertencia en caso de conveniencia o idoneidad, o más sencillamente, informar junto con el resultado de la evaluación, que el producto es muy complejo en opinión de la CNMV. Adicionalmente, otros participantes señalaron que, en caso de no conveniencia o no evaluación por falta

de datos, sólo deberían realizarse las advertencias que ya contempla la Circular 3/2013, no debiendo sustituirse la advertencia prevista en dicha Circular para el caso de no evaluación por falta de datos por la contemplada en esta nueva iniciativa (la propuesta inicial contemplaba la sustitución de aquella por ésta) ya que, se estaría contraviniendo lo previsto en el art. 79.bis 6 de la LMV.

Otros participantes indicaron que **el aviso en sí no mejora la comprensión del cliente** sobre la complejidad del instrumento y que este tipo de instrumentos deberían contar siempre con el asesoramiento en materia de inversión de un profesional, debiendo explicitarse que las entidades deben abstenerse de ofrecer productos inadecuados a los clientes, de forma que las advertencias de complejidad sólo deberían utilizarse en aquellos casos en que la adquisición de los mismos se produzca por iniciativa del cliente. Finalmente algunos participantes señalaron que la advertencia debería señalar que el inversor debe contar con asesoramiento profesional para adquirir este tipo de productos.

Por otra parte, la industria manifestó que estas nuevas exigencias requieren la modificación de procesos y sistemas que se han modificado hace menos de un año a raíz de la entrada en vigor de la Circular 3/2013 con el consecuente coste, por lo que consideran que debería esperarse a verificar si dicha Circular no ha conseguido niveles de protección adecuados antes de proponer nuevos cambios.

En opinión de la CNMV:

- La presente Circular resulta compatible y coherente con el sistema de evaluación de la conveniencia vigente. En la advertencia se utiliza el término "adecuado" ya que es el recogido en el artículo 79.bis.3 de la LMV. No obstante, se ha modificado el modelo de advertencia inicialmente previsto, para recalcar que i) se trata de instrumentos de difícil comprensión; ii) la advertencia de la CNMV es de carácter general (sin considerar por tanto las características específicas de cada cliente, ya que estas se desconocen); iii) que el término "no adecuado" se refiere a la complejidad del instrumento; iv) la opinión de la entidad, una vez consideradas las circunstancias de cada cliente, puede ser positiva, de forma que se evite la posible confusión en los inversores minoristas.
- En el caso de que no haya podido realizarse la evaluación por ausencia de datos, se ha modificado la propuesta inicial, de forma que deban facilitarse conjuntamente tanto la advertencia ya prevista por la Circular 3/2013 como la prevista por la presente iniciativa, en línea con el planteamiento inicial para las operaciones no convenientes.
- La finalidad de la presente Circular y de la Circular 3/2013 resultan complementarias, pero diferentes. Se considera que las nuevas advertencias resultan necesarias y mejoraran la protección de los inversores minoristas, al referirse a una situación diferente a la contemplada en la Circular 3/2013.

En cuanto a las expresiones manuscritas contempladas en la presente Circular, la industria no considera oportuno recurrir a fórmulas manuscritas o al menos, señaló, estas no deberían utilizarse en el caso de operaciones consideradas convenientes por la entidad. Algunos participantes indicaron que no deberían utilizarse las mismas cuando los productos adquiridos tengan un importe unitario elevado, (por ejemplo superior a 50.000 euros).

En el caso específico de no evaluación por falta de datos, la industria consideró que la expresión manuscrita prevista en la presente Circular podría resultar confusa y propuso un texto alternativo más descriptivo: "Producto no adecuado para inversores no profesionales que por falta de información no ha podido ser evaluado como conveniente para mí".

Finalmente, la industria señaló que no tiene sentido que un cliente para el que la contratación de determinados productos especialmente complejos se ha considerado conveniente, deba escribir, teclear o pronunciar la expresión prevista en cada contratación, si las mismas se producen de forma muy reiterada.

En opinión de la CNMV:

- El uso de advertencias manuscritas resulta un procedimiento adecuado para asegurar un consentimiento informado del cliente minorista, que ya se exige en España en otras situaciones, como las previstas por la Circular 3/2013.
- Respecto a la obligación de recabar la advertencia manuscrita, la Circular 3/2013, por ejemplo, no establece excepciones en el cumplimiento de las normas de conducta ni particularmente, al de recabar manuscritos cuando los productos tengan un nominal unitario o un importe mínimo de suscripción (por ejemplo superior a los 100.000 euros, que es el límite vigente para que no deban registrarse folletos). En esta misma línea se mantiene sin cambios la iniciativa inicialmente propuesta.
- No obstante, se ha modificado el texto de advertencia manuscrita inicialmente propuesto, para destacar que el producto resulta difícil de entender.
- En el caso de no evaluación por falta de datos, el texto propuesto por la industria resulta demasiado extenso para recabarlo manuscrito de los clientes, motivo por el que se mantiene una propuesta más sencilla.

5. En el caso de prestación de servicios por vía telefónica, la entidad deberá conservar la grabación con la expresión verbal del cliente que corresponda. La grabación se pondrá a disposición del cliente si así lo solicita.

6. En el caso de prestación de servicios por vía electrónica, deberán establecerse los medios necesarios para asegurar que el cliente pueda teclear la expresión correspondiente de las señaladas en la presente norma octava, con carácter previo a cursar la orden y la entidad deberá ser capaz de acreditar que así se ha realizado.

Sección Cuarta. Otras advertencias referidas a instrumentos financieros complejos.

Norma novena. Advertencias en relación con la estimación del valor razonable de determinados instrumentos financieros complejos.

1. Los siguientes instrumentos financieros quedan sujetos a las previsiones contenidas en los apartados 2 y 3 de la presente norma novena:

a) Instrumentos financieros representativos de deuda contingentemente convertibles en acciones. Quedan excluidos aquellos cuya conversión pueda realizarse, exclusivamente, por decisión discrecional del inversor.

b) Instrumentos financieros representativos de deuda emitidos con una cláusula de contingencia por la que dichos instrumentos puedan resultar amortizados total o parcialmente de forma automática en el caso de que el nivel de solvencia del emisor se sitúe por debajo del señalado en las condiciones de la emisión o que incluyan entre sus características de emisión la no recuperación futura de los cupones que el emisor decida discrecionalmente no abonar.

c) Los bonos, obligaciones y otros valores negociables análogos, representativos de deuda, recogidos en la letra c) del apartado 1 del artículo 2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, cuando la totalidad o parte del importe a reembolsar o de su rendimiento quede condicionada a la evolución de uno o varios subyacentes concretos.

d) Los contratos financieros no negociados en mercados secundarios oficiales, mediante los que una entidad de crédito recibe efectivo de su clientela asumiendo una obligación de reembolso en un plazo determinado, consistente en la entrega de valores, en el pago de una suma de dinero o ambas cosas, condicionada en función de la evolución de uno o varios subyacentes concretos, cuando la entidad de crédito no asuma el compromiso de reembolsar, a su vencimiento, la totalidad del importe recibido.

e) El resto de instrumentos financieros recogidos en los apartados 2 a 3 y 5 a 8 del artículo 2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, excepto cuando se trate de instrumentos derivados negociados en mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación o en sistemas organizados de contratación, o excepto cuando sus emisores o comercializadores faciliten a los clientes minoristas posibilidades diarias de compra y venta y además pongan a disposición general de sus clientes minoristas información respecto a los precios a los que se realizan las operaciones.

2. Las entidades que presten servicios de inversión distintos de la gestión discrecional e individualizada de carteras a clientes minoristas, referidos a alguno de los instrumentos financieros previstos en el apartado 1, deberán advertir a los clientes, informando en la documentación que se debe entregar al inversor previamente a la adquisición del instrumento, de la diferencia entre el importe efectivo pagado por el inversor y la estimación que hagan del valor razonable de dichos instrumentos, aclarando, junto a dicha información, que se trata de una estimación de carácter orientativo.

A estos efectos se entenderá por valor razonable el importe por el que puede ser intercambiado el instrumento financiero, entre partes interesadas, debidamente informadas y con los conocimientos necesarios, que realicen una transacción en condiciones de independencia mutua. La estimación que la entidad realice de dicho valor razonable deberá ajustarse a metodologías generalmente aceptadas y resultar consistente con las que utilizaría para valorar un instrumento similar si lo adquiriese por cuenta propia.

Esta advertencia deberá incluirse en la descripción general de la naturaleza y riesgos del instrumento financiero que debe facilitarse a los clientes minoristas conforme a lo establecido por el artículo 64 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

3. Cuando las entidades vayan a prestar servicios de inversión distintos de la gestión discrecional e individualizada de carteras a clientes minoristas, referidos a alguno de los instrumentos financieros previstos en el apartado 1 y la diferencia entre el importe efectivo al que el cliente minorista vaya a realizar la transacción, incluyendo en su caso las comisiones explícitas que resulten de aplicación y la estimación realizada por la entidad del valor teórico del instrumento, supere el 5% de este último, o el 0,6% multiplicado por el número de años de vida del instrumento, deberán realizarles una advertencia con el siguiente contenido:

“Advertencia:

De acuerdo a la estimación del valor razonable realizada por ZZZ (*denominación de la entidad que haya realizado la estimación*), este instrumento financiero YYYY (*deberá identificarse el instrumento financiero*) ofrece una rentabilidad inferior a la que le correspondería atendiendo al riesgo que incorpora. En consecuencia el valor razonable estimado de este instrumento es inferior, en más de un X% (*deberá señalarse el porcentaje*), del importe efectivo al que se va a realizar la transacción”.

La entidad deberá recabar la firma por el cliente del texto anterior. Esta advertencia formará parte de la documentación contractual incluso cuando se formalicen en documento separado de la orden de compra.

Esta iniciativa fue apuntada en la consulta pública realizada, aunque no se detalló su articulación concreta.

A este respecto, la industria señaló que para su desarrollo resultaría necesario solicitar **habilitación previa** de la Comisión Europea conforme al artículo 24.12 de MiFID II y contar además, con la necesaria habilitación a nivel local para realizar dicho desarrollo normativo, ya que ni la LMV ni el RD 217/2008 establecen obligación alguna al respecto, señalándose además que se trata de una cuestión discutida en los trabajos de nivel 2 de la MiFID II, en el marco de la información de costes, con fuerte oposición en la fase de consulta pública.

Por otra parte la industria consideró que se trata de **una información irrelevante** para el cliente, que además puede **interpretar erróneamente**, con los siguientes riesgos: a) podría tomarse como referencia de un posible precio de cancelación (lo que no es); b) podría interpretarse que la diferencia entre el precio de la operación y el valor razonable es beneficio para la entidad (cuando no es cierto pues no tiene en cuenta los costes fijos); c) el valor razonable teórico ni siquiera reflejaría un precio mayorista real (pues

este depende de cada contraparte con la que se opere); y d) lesionaría la posición competitiva de las entidades. Algunos participantes señalaron que podría no resultar adecuado facilitar dicha información en el caso de que existan precios de ejecución difundidos públicamente. Finalmente, la industria ha señalado que el valor razonable no es unívoco y que cada entidad puede utilizar un sistema diferente para su estimación, lo que puede generar confusión en los clientes.

En opinión de la CNMV:

- La presente Circular resulta coherente con recientes iniciativas de ESMA (comunicados de comercialización de instrumentos complejos) de las que la CNMV se ha hecho eco. Al recogerlas en una Circular se las dota de seguridad jurídica. La existencia de habilitación ya se ha analizado extensamente en la exposición de motivos.
- La iniciativa resulta beneficiosa para los inversores. Se pretende dar a los clientes una información orientativa y aproximada del valor del instrumento, al tratarse de instrumentos para los que no existen referencias de mercado accesibles para el inversor minorista y que incorporan un elevado grado de dificultad para su valoración, a lo que se añade, en algunos casos, que no requieren desembolsos iniciales para su contratación y que los clientes pueden quedar expuestos a pérdidas teóricamente ilimitadas, deseando posteriormente su cancelación anticipada.
- Efectivamente el valor razonable puede calcularse mediante diferentes métodos con diferentes resultados (que, no obstante, no deberían divergir significativamente entre sí), pero la medida no pretende una información exacta, sino que se facilite una referencia orientativa – de hecho la propia norma contiene una referencia a que se debe informar de ello a los clientes. Actualmente, en los extractos de posición periódicos se facilita esta misma información, con las limitaciones que ello conlleva.
- En cuanto a la posible confusión del valor razonable teórico y el precio de cancelación: i) al facilitar la estimación del valor razonable debería aclararse suficientemente que se trata de una estimación orientativa (como ya se ha dicho, el articulado de la norma contiene una referencia a que se debe informar de ello a los clientes); ii) en el caso de que la entidad estuviese dispuesta a facilitar liquidez, podría facilitarse también información relativa al precio al que estaría dispuesta a darla, si este difiere del valor razonable estimado; iii) en el caso de que la entidad no facilite liquidez, no habría confusión posible y debería advertirse de ello de forma destacada al cliente.
- En cuanto al perjuicio que se causaría a la posición competitiva de las entidades, y toda vez que la información facilitada a los clientes, tal como indica la industria, no permite estimar el beneficio real de la operación para la entidad (ni por otra parte es esa la finalidad de la medida), podría considerarse, sin ser una situación directamente comparable, que las entidades ya explicitan a los clientes las comisiones y gastos explícitos aplicados, sin que ello suponga una lesión significativa de su posición competitiva.

Norma décima. Advertencias en relación con los escenarios de rentabilidad de determinados instrumentos financieros complejos y a su probabilidad de ocurrencia.

1. Los instrumentos financieros recogidos en las letras c), d) y e) del apartado 1 de la norma novena de la presente Circular, quedan sujetos, también, a las previsiones contenidas en los apartados 2 a 6 de la presente norma décima.

2. Las entidades que presten servicios de inversión distintos de la gestión discrecional e individualizada de carteras a clientes minoristas, referidos a alguno de los instrumentos financieros previstos en el apartado 1, deberán advertir a los clientes, informando en la documentación que se debe entregar al inversor previamente a la adquisición del instrumento, de los posibles resultados futuros del instrumento, en cada uno de los siguientes escenarios, con su probabilidad de ocurrencia:

a) Escenario desfavorable. Corresponderá al percentil 10 de la distribución de probabilidades del resultado futuro estimado del instrumento a vencimiento. Se facilitará una breve descripción del escenario, de la fecha a la que el escenario se refiere y se detallará el resultado futuro estimado del instrumento en dicho escenario, tanto en términos de efectivo, como en términos de T.A.E, acompañándose de la siguiente mención:

“Se estima en un 10% la probabilidad de que la rentabilidad futura del instrumento sea inferior a la indicada en este escenario”.

b) Escenario moderado. Corresponderá al percentil 50 de la distribución de probabilidad del resultado futuro estimado del instrumento a vencimiento. Se facilitará una breve descripción del escenario, de la fecha a la que el escenario se refiere y se detallará el resultado futuro estimado del instrumento en dicho escenario, tanto en términos de efectivo, como en términos de T.A.E, acompañándose de la siguiente mención:

“Se estima en un 50% la probabilidad de que la rentabilidad futura del instrumento sea inferior a la indicada en este escenario”.

c) Escenario favorable. Corresponderá al percentil 90 de la distribución de probabilidad del resultado futuro estimado del instrumento a vencimiento. Se facilitará una breve descripción del escenario, de la fecha a la que el escenario se refiere y se detallará el resultado futuro estimado del instrumento en dicho escenario, tanto en términos de efectivo, como en términos de T.A.E, acompañándose de la siguiente mención:

“Se estima en un 90% la probabilidad de que la rentabilidad futura del instrumento sea inferior a la indicada en este escenario”.

d) Adicionalmente, se detallará la probabilidad de que el resultado futuro estimado del instrumento a vencimiento sea negativo para el cliente, para lo que se indicará:

“La probabilidad estimada de obtener una rentabilidad inferior al 0% es de un X% (deberá señalarse el porcentaje)”.

No obstante, cuando la probabilidad de que el resultado futuro estimado del instrumento a vencimiento sea negativo para el cliente, resulte un percentil superior al 90%, 50% o 10%, el correspondiente escenario, según proceda, recogerá este percentil en lugar del percentil 90, 50 ó 10.

Los escenarios y menciones anteriores deberán acompañarse de la siguiente expresión:

“La rentabilidad de los escenarios presentados corresponde a simulaciones efectuadas por YYY (*deberá señalarse el nombre de la entidad*), no existiendo certeza sobre su ocurrencia. En dichas simulaciones no se han considerado los riesgos de crédito y liquidez que Ud., como inversor, asume”.

En el caso de que el instrumento establezca una rentabilidad mínima, se sustituirá cuando proceda, la mención a que la rentabilidad futura del instrumento sea inferior a la indicada, por la de que sea igual a la indicada.

3. A estos efectos, para la simulación de los posibles resultados futuros del instrumento, se empleará la simulación por el método Monte Carlo, salvo que exista otro método numérico técnicamente más adecuado a las características del instrumento, de acuerdo a las siguientes consideraciones:

a) Se realizará el número de simulaciones que resulte adecuado al instrumento, de forma que permita mantener una estabilidad suficiente de los resultados en cada nueva simulación. En todo caso, deberán realizarse, al menos, 50.000 simulaciones.

b) Los subyacentes y variables necesarios para realizar la simulación del instrumento se valorarán a su valor de mercado. Cuando por su naturaleza no puedan valorarse a su valor de mercado, deberá estimarse su valor recurriendo a métodos técnicamente adecuados y de general aceptación en el sector financiero.

c) Con objeto de incorporar la asimetría y curtosis que caracteriza a la distribución de los rendimientos de los subyacentes, deberán utilizarse las superficies de volatilidad implícita.

d) La estructura temporal de los tipos de interés deberá estimarse en base a instrumentos financieros negociados en el mercado.

4. Los escenarios deberán complementarse con un gráfico en el que se representen las rentabilidades, en términos de T.A.E, que el instrumento financiero hubiera obtenido si se hubiese emitido en el pasado.

Dicho gráfico se presentará con el siguiente título:

“Representación gráfica de la rentabilidad histórica simulada del instrumento, en términos de T.A.E. Se advierte de que rentabilidades pasadas no presuponen rendimientos futuros”.

Para elaborar el gráfico se tendrán en cuenta las siguientes consideraciones:

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

b) En cada simulación histórica se asumirá que las fechas de observación a las que encuentra referenciado el instrumento comienzan el primer día hábil de cada semana, replicando a partir de esa fecha las restantes fechas de observaciones y fechas de pago del instrumento.

c) Las series de precios deberán reflejar las características de los activos subyacentes conforme deban considerarse para calcular el resultado del instrumento. En particular, si dicho resultado está vinculado al comportamiento de los activos subyacentes sin incluir el pago de dividendos, deberán emplearse series históricas que recojan el impacto que estos dividendos tuvieron en las referencias de precios.

5. Estas advertencias y gráficos deberán incluirse en la descripción general de la naturaleza y riesgos del instrumento financiero que debe facilitarse a los clientes minoristas conforme a lo establecido por el artículo 64 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

6. No podrá incluirse, ni en la información que se entregue a los clientes minoristas, ni en su caso, en las comunicaciones publicitarias, estimaciones de los posibles resultados futuros del instrumento diferentes a las recogidas en la presente norma décima.

Se incluye a continuación un ejemplo ilustrativo de cómo podría facilitarse esta advertencia a los clientes minoristas:

ESCENARIO DESFAVORABLE		ESCENARIO MODERADO		ESCENARIO FAVORABLE	
Descripción del escenario:		Descripción del escenario:		Descripción del escenario:	
Fecha del escenario:		Fecha del escenario:		Fecha del escenario:	
Resultado futuro estimado del instrumento en dicho escenario (euros):		Resultado futuro estimado del instrumento en dicho escenario (euros):		Resultado futuro estimado del instrumento en dicho escenario (euros):	
TAE		TAE		TAE	
Se estima en un 10% la probabilidad de que la rentabilidad futura del instrumento sea inferior a la indicada en este escenario.		Se estima en un 50% la probabilidad de que la rentabilidad futura del instrumento sea inferior a la indicada en este escenario.		Se estima en un 90% la probabilidad de que la rentabilidad futura del instrumento sea inferior a la indicada en este escenario.	
<i>La probabilidad estimada de obtener una rentabilidad inferior al 0% es de un X%</i>					
La rentabilidad de los escenarios presentados corresponde a simulaciones efectuadas por YYY, no existiendo certeza sobre su ocurrencia. En dichas simulaciones no se han considerado los riesgos de crédito y liquidez que Ud., como inversor, asume.					

Representación gráfica de la rentabilidad histórica simulada del instrumento, en términos de T.A.E. Se advierte de que rentabilidades pasadas no presuponen rendimientos futuros



Esta iniciativa fue apuntada en la consulta pública realizada, aunque no se detalló su articulación concreta.

Respecto a la información sobre la probabilidad de ocurrencia de los diferentes escenarios, **la industria no considera razonable la propuesta** ya que: (i) las probabilidades que asignan los modelos de valoración se basan en datos estadísticos que no tienen por qué repetirse y que fácilmente pueden conducir a la percepción de que la entidad comercializadora está realizando una predicción de la evolución del mercado en el futuro; (ii) la comprensión de los escenarios probabilísticos puede variar en función de cada cliente; (iii) se corre el riesgo de que una probabilidad alta de ocurrencia, se interprete como “garantizada” por el producto, cuando ello no es cierto, (iv) los modelos de cálculo pueden variar en función de la entidad que los realiza, lo que generaría confusión en los clientes. Todo ello podría incrementar las reclamaciones y la litigiosidad.

La CNMV considera que:

- La presente Circular resultaría coherente con la normativa vigente ya que se facilitaría información tanto de escenarios positivos como negativos.
- La iniciativa resulta beneficiosa para los inversores. Lo que pretende es orientar al cliente respecto a sus expectativas de rentabilidad del instrumento sin que dicha orientación pueda, ni deba, interpretarse como una predicción exacta del futuro (lo que razonablemente, tampoco puede esperarse - por ese motivo, se ha incluido en la norma una mención expresa a que no existe ninguna certeza sobre la ocurrencia de los escenarios presentados).
- La norma prevé el uso de un método de cálculo y aunque, al aplicarlo se puedan obtener diferentes resultados, en función de la diferente valoración de los inputs empleados, dichos resultados no deberían divergir significativamente entre sí. De hecho es la metodología estándar utilizada en el mercado para la asignación de precios en las transacciones. Adicionalmente debe considerarse que esta medida no pretende una información exacta, sino facilitar una referencia orientativa.

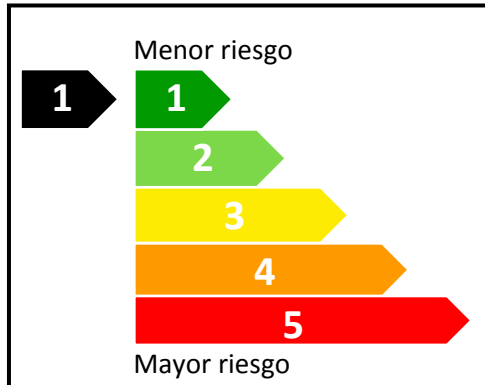
Disposición final única. Entrada en vigor.

La presente Circular entrará en vigor a los dos meses de su publicación en el “Boletín Oficial del Estado”.

Madrid, XX de XXX de 2014.- La Presidenta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, María Elvira Rodríguez Herrero.

Anexo 1

Diagrama con números en color.



🔒 El compromiso de devolución del capital solo es a vencimiento y la venta anticipada puede provocar pérdidas.

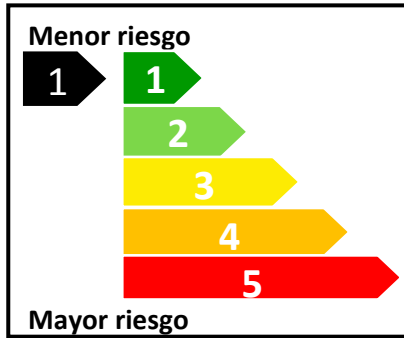
🔒 🔒 El compromiso de devolución del 80% del capital solo es a vencimiento. La venta anticipada no es posible o puede implicar pérdidas relevantes.

! Instrumento financiero que no es sencillo y puede ser difícil de comprender

!! Instrumento especialmente complejo, cuya adquisición por inversores no profesionales no se considera adecuada

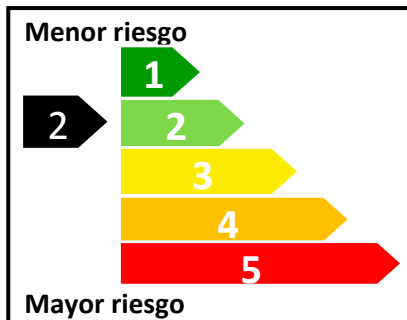
ANEXO 2: Ejemplos ilustrativos de las advertencias en relación con el riesgo y la complejidad de los instrumentos financieros de la Sección 2.

A. Bono del Estado español a 3 años con devolución del 100% del importe nominal a vencimiento. Actualmente se le asignaría la clase 1.



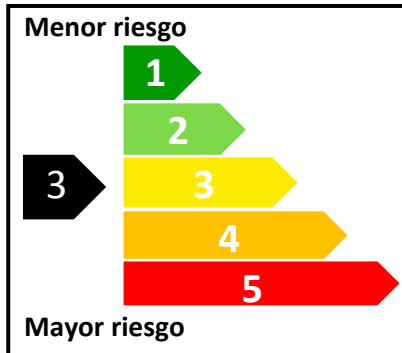
🔒 El compromiso de devolución del capital solo es a vencimiento y la venta anticipada puede provocar pérdidas.

B. Bono senior denominado en euros con fecha de amortización en 5 años emitido por una entidad con calificación crediticia A. El valor de amortización es el valor nominal. El bono está admitido a negociación en un mercado secundario. La clase que le corresponde a este instrumento financiero es 2.



🔒 El compromiso de devolución del capital solo es a vencimiento y la venta anticipada puede provocar pérdidas.

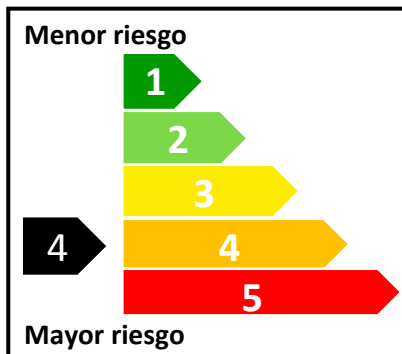
- C. Bono estructurado denominado en euros con vencimiento a 3 años emitido por una entidad con calificación crediticia AA. Existe un compromiso de devolución del 90% del nominal. El instrumento lleva incorporado un derivado implícito y se encuentra admitido a negociación en un mercado secundario. Le correspondería la clase 3.



! Instrumento financiero que no es sencillo y puede ser difícil de comprender

🔒 El compromiso de devolución del 90% capital solo es a vencimiento y la venta anticipada puede provocar pérdidas.

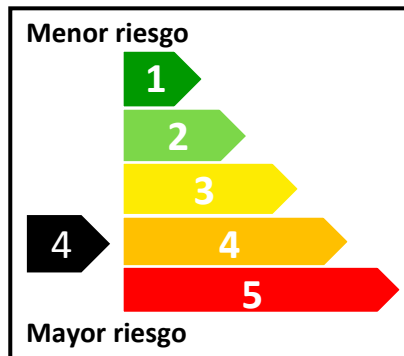
- D. Contrato financiero denominado en euros con un vencimiento de 3 años con garantía de devolución de un 80% del capital suscrito por una entidad con calificación crediticia A. El contrato es identificado como un instrumento especialmente complejo y no existe un compromiso de liquidez por parte de la entidad. Se le asignaría la clase 4.



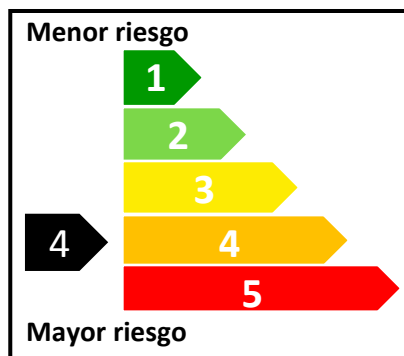
!! Instrumento especialmente complejo, cuya adquisición por inversores no profesionales no se considera adecuada

🔒 El compromiso de devolución del 80% del capital solo es a vencimiento. La venta anticipada no es posible o puede implicar pérdidas relevantes.

E. Acciones líquidas que cotizan en la bolsa española. Se le asignará la clase D.

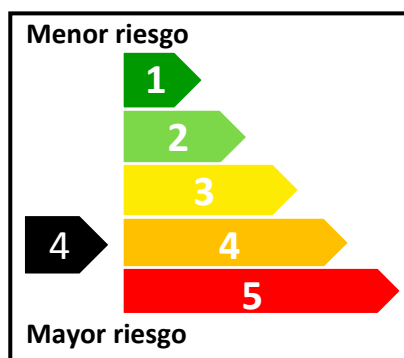


F. Bono senior denominado en divisa que cuenta con una calificación de AA admitido a negociación en mercados de la UE. El bono se amortiza a 5 años por el 100% del valor nominal. Se le asignaría la clase 4.



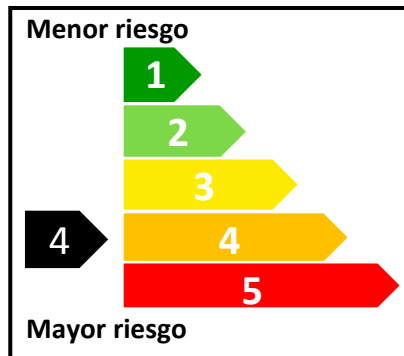
🔒 El compromiso de devolución del capital solo es a vencimiento y la venta anticipada puede provocar pérdidas.

G. Bono subordinado con fecha de amortización a 10 años por el valor nominal. Es emitido por una entidad con calificación crediticia A y se encuentra admitido a negociación en un mercado secundario. Le correspondería la clase 4



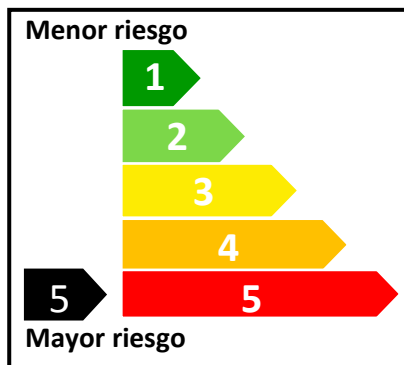
🔒 El compromiso de devolución del capital solo es a vencimiento y la venta anticipada puede provocar pérdidas.

H. Bono convertible contingente perpetuo denominado en euros y emitido por una entidad con calificación crediticia A que se encuentra admitido a negociación en un mercado secundario. El instrumento es calificado como especialmente complejo. Le corresponde la clase 4.



!! Instrumento especialmente complejo, cuya adquisición por inversores no profesionales no se considera adecuada

I. Derivado sobre tipo de interés no especialmente complejo para el que existe un compromiso de liquidez por parte del emisor.



! Instrumento financiero que no es sencillo y puede ser difícil de comprender