



European Securities and  
Markets Authority

# Directrices

**Directrices sobre instrumentos complejos de deuda y depósitos estructurados**







## Índice

I.	Ámbito de aplicación .....	3
II.	Referencias, abreviaturas y definiciones .....	3
III.	Finalidad .....	4
IV.	Obligaciones de cumplimiento y deber de información .....	5
V.	Directrices .....	6
V.I	Instrumentos de deuda con derivados implícitos .....	6
V.II	Instrumentos de deuda con una estructura que dificulta que el cliente entienda el riesgo	6
V.III	Depósitos estructurados que incorporan una estructura que dificulta que el cliente entienda el riesgo sobre el rendimiento.....	7
V.IV	Depósitos estructurados que incorporan una estructura que dificulta que el cliente entienda el coste de una desinversión antes de plazo .....	8
V.V	Ejemplos: .....	8
VI.	Tabla - Lista no exhaustiva de ejemplos .....	9



## I. **Ámbito de aplicación**

### ¿Quién?

1. Las presentes directrices se aplican a:
  - a. las autoridades competentes y
  - b. sociedades.

### ¿Qué?

2. Las presentes directrices se aplican en relación con el artículo 25, apartado 4 de la Directiva 2014/65/EU (MiFID II).

### ¿Cuándo?

3. Estas directrices serán de aplicación a partir del 3 de enero de 2017.

## II. **Referencias, abreviaturas y definiciones**

### Referencias legislativas

<i>DGFIA</i>	Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n° 1060/2009 y (UE) n° 1095/2010.
<i>Reglamento AEVM</i>	Reglamento (UE) n° 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión n° 716/2009/CE y se revoca la Decisión n° 2009/77/CE de la Comisión.
<i>MiFID</i>	Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.



## *MiFID II*

Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados en instrumentos financieros y por la que se modifican las Directivas 2002/92/UE y 2011/61/UE (refundición).

### **Abreviaturas**

<i>GFIA</i>	Gestores de fondos de inversión alternativos
<i>AC</i>	Autoridad competente
<i>DC</i>	Documento de consulta
<i>CE</i>	Comisión Europea
<i>UE</i>	Unión Europea
<i>AEVM</i>	Autoridad Europea de Valores y Mercados
<i>MiFID</i>	Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros

### **Definiciones**

4. A menos que se especifique lo contrario, los términos utilizados en la MiFID II tendrán el mismo significado en las presentes directrices. Serán igualmente de aplicación las siguientes definiciones:

*Sociedades* Empresas de servicio de inversión (tal y como se definen en el artículo 4, apartado 1, punto 1 de MiFID II), entidades de crédito (tal y como se definen en el artículo 4, apartado 1, punto 27 de MiFID II) cuando ofrezcan servicios de inversión y GFIA cuando ofrezcan servicios accesorios (en el sentido contemplado en el artículo 6, apartado 4, letras a) y b) de la Directiva sobre GFIA).

*Instrumentos de deuda* Bonos y obligaciones, otras formas de deuda titulizada e instrumentos del mercado monetario.

### **III. Finalidad**

5. La finalidad de las presentes directrices es especificar las normas para la evaluación de i) instrumentos de deuda que incorporen una estructura que dificulte al cliente entender el riesgo implicado y ii) depósitos estructurados que incorporen una estructura que

dificulte al cliente entender el riesgo sobre el rendimiento o el coste de la desinversión antes del vencimiento.

6. Las presentes directrices también clarifican el concepto de «derivados implícitos» con el fin de proporcionar un marco general para la aplicación del artículo 25, apartado 4, letra a) de MiFID II en relación con los instrumentos de deuda.
7. La AEVM espera que estas directrices refuercen la protección del inversor y promuevan una mayor convergencia en la clasificación de instrumentos financieros «complejos» o «no complejos» o depósitos estructurados a los efectos del test de conveniencia/servicio de sólo ejecución de acuerdo con el artículo 25, apartados 3 y 4 de MiFID II.

## **IV. Obligaciones de cumplimiento y deber de información**

### **Estado de las directrices**

8. El presente documento contiene directrices formuladas en virtud del artículo 16 del Reglamento de la AEVM. Con arreglo al artículo 16, apartado 3 del Reglamento de la AEVM, las autoridades competentes y los participantes en los mercados financieros harán todo lo posible por atenerse a las directrices.
9. Las autoridades competentes sujetas a la aplicación de las directrices deberán darles cumplimiento mediante su incorporación a sus prácticas de supervisión, incluso en aquellos casos en los que determinadas directrices del documento estén dirigidas fundamentalmente a los participantes en los mercados financieros.

### **Requisitos de notificación**

10. Las autoridades competentes sujetas a la aplicación de las presentes directrices notificarán a la AEVM si han adoptado o si tienen intención de adoptar las presentes directrices, con indicación de los motivos en caso de no adoptarlas, en el plazo de dos meses transcurridos desde la fecha de su publicación por la AEVM, a la dirección [complexproducts1787@esma.europa.eu](mailto:complexproducts1787@esma.europa.eu). En ausencia de respuesta una vez vencido el plazo, se considerará que las autoridades competentes no cumplen estas directrices y recomendaciones. En el sitio web de la AEVM se encuentra disponible un modelo para estas notificaciones.
11. Las sociedades a las que resultan de aplicación estas directrices no están obligadas a notificar si cumplen o no con las mismas.

## V. Directrices

### V.I Instrumentos de deuda con derivados implícitos

12. A efectos de los puntos ii) y iii) del artículo 25, apartado 4, letra a) de MiFID II, debe interpretarse un derivado implícito como un componente de un instrumento de deuda que causa que la totalidad o parte de los flujos de efectivo de un instrumento se modifiquen de acuerdo con una o varias variables definidas.

### V.II Instrumentos de deuda con una estructura que dificulta que el cliente entienda el riesgo

13. A efectos de los puntos ii) y iii) del artículo 25, apartado 4, letra a) de MiFID II, los instrumentos de deuda que incorporan una estructura que hace difícil entender el riesgo serán, entre otros, cualquiera de los siguientes:

- a) Instrumentos de deuda, cuyo rendimiento depende del comportamiento de un conjunto de activos definido. Esta categoría incluye instrumentos de deuda cuyo rendimiento o comportamiento depende de las partidas a cobrar fijas o variables generadas por el conjunto de activos subyacente.
- b) Instrumentos de deuda, cuyo rendimiento está subordinado al reembolso de deuda de terceros. Esta categoría incluye instrumentos de deuda estructurados de tal forma que, en caso de incumplimiento por parte del emisor, los acreedores no subordinados tienen acceso prioritario a los activos del emisor sobre los acreedores subordinados.
- c) Instrumentos de deuda donde el emisor puede modificar discrecionalmente los flujos de efectivo del instrumento. Esta categoría incluye instrumentos de deuda estructurados de tal forma que el flujo de ingresos previsto o el reembolso del principal depende de variables establecidas por el emisor discrecionalmente .
- d) Instrumentos de deuda con ausencia de amortización específica o fecha de vencimiento. Esta categoría incluye instrumentos de deuda estructurados de tal forma que no cuentan con una fecha de vencimiento específica, y generalmente, por lo tanto, no se reembolsa el principal invertido.
- e) Instrumentos de deuda que cuenten con un instrumento financiero subyacente poco frecuente o no familiar . Esta categoría incluye instrumentos de deuda estructurados de tal forma que el flujo de ingresos previsto o el reembolso del principal depende de variables que sean poco frecuentes o no familiares para el inversor minorista medio.
- f) Instrumentos de deuda con mecanismos complejos para determinar o calcular el rendimiento. Esta categoría incluye instrumentos de deuda estructurados de tal forma que el flujo de ingresos previsto pueda variar de manera frecuente y/o

notablemente en determinados momentos de la duración del instrumento, ya sea debido a que se alcanzan determinados umbrales predeterminados o determinadas fechas concretas..

- g) Instrumentos de deuda estructurados de tal forma que pueden no ofrecer una amortización completa del principal. Esta categoría incluye instrumentos de deuda que presentan una estructura o que están sujetos a un mecanismo que, bajo determinadas circunstancias, desencadenan una amortización parcial (o nula) del principal.
- h) Instrumentos de deuda emitidos por una sociedad vehículo (SPV – Special Purpose Vehicle) en circunstancias en las que el nombre del instrumento de deuda o el nombre legal de la sociedad vehículo puedan confundir a los inversores sobre la identidad del emisor o del garante.
- i) Instrumentos de deuda con mecanismos de garantía complejos. Esta categoría incluye instrumentos de deuda garantizados por un tercero y estructurados de tal manera que dificulta al inversor evaluar de forma precisa como afecta el mecanismo de garantía a la exposición al riesgo de la inversión.
- j) Instrumentos de deuda con funciones de apalancamiento Esta categoría incluye instrumentos de deuda estructurados de tal forma que el rendimiento o la pérdida del inversor pueden multiplicarse con respecto a la inversión inicial.

### **V.III Depósitos estructurados que incorporan una estructura que dificulta que el cliente entienda el riesgo del rendimiento**

14. A efectos del punto v) del artículo 25, apartado 4, letra a) de MiFID II, se considera que existe una estructura que dificulta que el cliente entienda el riesgo del rendimiento cuando:

- a) el rendimiento recibido se vea afectado por más de una variable; o
- b) la relación entre el rendimiento y la variable relevante o el mecanismo para determinar o calcular el rendimiento sea compleja; o
- c) la variable implicada en el cálculo del rendimiento sea poco frecuente o no familiar para el inversor minorista **medio**; o
- d) el contrato otorgue a la institución de crédito el derecho unilateral de terminar el acuerdo antes de su vencimiento.



#### **V.IV Depósitos estructurados que incorporan una estructura que dificulta que el cliente entienda el coste de una desinversión antes del vencimiento**

15. A efectos del punto v) del artículo 25, apartado 4, letra a) de MiFID II, se considera que una estructura dificulta que el cliente entienda el coste de una desinversión antes del vencimiento cuando el coste de salida no sea:

- a) ni una cuantía fija;
- b) ni una cuantía fija por cada mes (o una parte del mismo) que reste hasta el final del plazo acordado;
- c) ni un porcentaje fijo de la cantidad depositada.

#### **V.V Ejemplos:**

16. La tabla del apartado VI incluye una lista no exhaustiva de ejemplos de instrumentos de deuda que incorporan un derivado o una estructura que dificulta que el cliente entienda el riesgo en que incurre, y los depósitos estructurados complejos a los efectos del artículo 25, apartado 4, letra a), puntos ii), iii) y v) de MiFID II.

## VI. Tabla - Lista no exhaustiva de ejemplos

Lista no exhaustiva de ejemplos de instrumentos de deuda que incorporan un derivado o una estructura que dificulta que el cliente entienda el riesgo implícito y los depósitos estructurados complejos a los efectos del Artículo 25, apartado 4, letra a), puntos ii), iii) y v) de MiFID II.<sup>1</sup>

CATEGORÍA DEL INSTRUMENTO	LISTA (NO EXHAUSTIVA) DE EJEMPLOS
<p align="center"><b>INSTRUMENTOS DE DEUDA QUE INCORPORAN UN DERIVADO</b></p>	<p>a) Bonos y obligaciones convertibles y canjeables.</p> <p>b) Bonos y obligaciones indexados y turbo warrants.</p> <p>c) Bonos y obligaciones convertibles contingentes.</p> <p>d) Bonos que pueden amortizarse por el emisor antes del vencimiento (Callable Bonds) o bonos que permitan el tenedor obligar al emisor a recomprárselos en determinados momentos (Puttable Bonds).</p> <p>e) Notas vinculadas a riesgos crediticios.</p> <p>f) <i>Warrants</i></p>
<p align="center"><b>INSTRUMENTOS DE DEUDA CON UNA ESTRUCTURA QUE DIFICULTA QUE EL CLIENTE ENTIENDA EL RIESGO</b></p>	<p>a) Instrumentos de deuda cuyo rendimiento depende del comportamiento de un conjunto de activos definido. Ejemplos:</p> <p align="center">Bonos de titulación de activos y pagarés de empresa de titulación de activos, bonos de titulación hipotecaria sobre inmuebles residenciales (RMBS), bonos de titulación hipotecaria sobre inmuebles comerciales (CMBS), obligaciones de deuda garantizada (CDOs)</p> <p>b) Instrumentos de deuda, cuyo rendimiento está subordinado al reembolso de deuda de terceros. Ejemplos:</p>

<sup>1</sup> En algunos casos, se han identificado «tipos» específicos de instrumentos de deuda, en otros, se ha proporcionado una descripción específica. En algunos casos, un instrumento financiero podría entrar dentro de múltiples categorías.

	<ul style="list-style-type: none"><li>- instrumentos de deuda subordinados;</li><li>- certificados (tal y como se define en el artículo 2 apartado 1, punto 27 de la MiFIR).</li></ul> <p>c) Instrumentos de deuda donde el emisor puede modificar discrecionalmente los flujos de efectivo de los instrumentos.</p> <p>d) Instrumentos de deuda con ausencia de amortización específica o fecha de vencimiento. Ejemplos:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- obligaciones perpetuas.</li></ul> <p>e) Instrumentos de deuda que cuenten con un instrumento financiero subyacente poco frecuente o no familiar. Ejemplos:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- Instrumentos de deuda referenciados a instrumentos financieros subyacentes, tales como índices de referencia no públicos, índices sintéticos, segmentos de mercado, medidas muy técnicas (incluyendo volatilidad del precio y combinaciones de variables);</li><li>- Bonos de catástrofe.</li></ul> <p>f) Instrumentos de deuda con mecanismos complejos para determinar o calcular el rendimiento. Ejemplos:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- instrumentos de deuda estructurados de tal forma que el flujo de ingresos previsto pueda variar de manera frecuente y/o notablemente en determinados/diferentes momentos durante la duración del instrumento, ya sea debido a que se alcancen determinados umbrales predeterminados o en determinadas fechas concretas.</li></ul> <p>g) Instrumentos de deuda estructurados de tal forma que pueden no ofrecer una amortización completa del principal:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- instrumentos de deuda que puedan ser objeto del instrumento de recapitalización interna.</li></ul> <p>h) Instrumentos de deuda emitidos por una sociedad vehículo (SPV – Special Purpose Vehicle) en circunstancias en las que el nombre del instrumento de deuda o el nombre legal de la sociedad vehículo puedan confundir a los inversores sobre la identidad del emisor o</p>
--	---

	<p>del garante.</p> <p>i) Instrumentos de deuda con mecanismos de garantía complejos. Ejemplos:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Instrumentos de deuda con un mecanismo de garantía en el que el otorgamiento de la garantía depende de una o varias condiciones, aparte de la del incumplimiento del emisor;</li> <li>- Instrumentos de deuda con un mecanismo de garantía en el que el nivel de garantía o el otorgamiento real de la garantía está sujeto a limitaciones temporales.</li> </ul> <p>j) Instrumentos de deuda con apalancamiento.</p>
<p style="text-align: center;"><b>DEPÓSITOS ESTRUCTURADOS CON UNA ESTRUCTURA QUE DIFICULTA QUE EL CLIENTE ENTIENDA EL RIESGO DEL RENDIMIENTO</b></p>	<p>Depósitos estructurados, en los casos en los que:</p> <p>a) El rendimiento recibido se vea afectado por más de una variable. Ejemplos:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Depósitos estructurados en los que una cesta de instrumentos o activos tienen que superar un determinado índice de referencia para que pueda procederse al pago de un rendimiento;</li> <li>- Depósitos estructurados en los que el rendimiento se determina por la combinación de dos o más índices.</li> </ul> <p>b) La relación entre el rendimiento y la variable relevante o el mecanismo para determinar o calcular el rendimiento sea compleja. Ejemplos:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- depósitos estructurados de tal forma que el mecanismo por el que se refleja el nivel de precios de un índice en el rendimiento implica diferentes datos del mercado (por ejemplo, uno o varios umbrales que se tengan que cumplir), o varias mediciones del índice en diferentes fechas;</li> <li>- depósitos estructurados de tal forma que la ganancia de capital o interés devengado aumenta o disminuye en ciertas circunstancias específicas;</li> <li>- depósitos estructurados de tal forma que el flujo de ingresos previstos pueda variar de manera frecuente y/o notablemente en determinados momentos durante la</li> </ul>

	<p>duración del instrumento.</p> <p>c) La variable implicada en el cálculo del rendimiento sea poco frecuente o no familiar por parte del inversor minorista medio. Ejemplos:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Depósitos estructurados en los que el rendimiento está vinculado a un segmento de mercado, a un índice interno u otros índices de referencia no públicos, un índice sintético o una medida muy técnica, como la volatilidad de precios del activo.</li> </ul> <p>d) El contrato otorgue a las instituciones de crédito el derecho unilateral de terminar el acuerdo antes de su vencimiento.</p>
<p style="text-align: center;"><b>DEPÓSITOS ESTRUCTURADOS CON UNA ESTRUCTURA QUE DIFICULTA QUE EL CLIENTE ENTIENDA EL COSTE DE UNA DESINVERSIÓN ANTES DEL VENCIMIENTO</b></p>	<p>Depósitos estructurados, en los casos en los que:</p> <p>a) El coste de la desinversión antes del vencimiento no sea una cuantía fija. Ejemplos:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- depósitos estructurados que contengan un coste de desinversión variable o «máximo» (por ejemplo, se carga una tarifa de hasta 300 euros en una desinversión antes del vencimiento);</li> <li>- depósitos estructurados que se refieren a un factor variable como una tasa de interés para el cálculo del coste de la desinversión.</li> </ul> <p>b) El coste de la desinversión antes del vencimiento no sea una cuantía fija para cada mes que reste hasta el plazo acordado. Ejemplos:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- depósitos estructurados con un coste de desinversión variable o máximo para cada mes que reste hasta el plazo acordado (por ejemplo, una tarifa de hasta 50 euros mensual en caso de una desinversión antes del vencimiento).</li> </ul> <p>c) El coste de desinversión antes del vencimiento no sea un porcentaje de la cuantía original invertida. Ejemplos:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- depósitos estructurados con un coste de desinversión que sea al menos igual a la cantidad de rendimientos acumulados hasta la fecha de la desinversión</li> </ul>



	anticipada.
--	-------------