



DOCUMENTO DE INFORMACIÓN SOBRE LOS RIESGOS ASOCIADOS A LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

NI.RF
Ed. 09'18

El objetivo del presente documento es proporcionar información más detallada acerca de las características y riesgos relacionados con los instrumentos financieros en los que el Cliente es susceptible de invertir. En el caso de que el Cliente desee obtener más información acerca de un instrumento concreto, se le recomienda que contacte con su asesor.

Este documento no pretende detallar las consecuencias fiscales y legales de las operaciones sobre instrumentos financieros. Se invita al Cliente que quiera obtener consejos personalizados sobre estos aspectos a contactar con un especialista.

I. RIESGOS GENERALES

Los riesgos descritos a continuación afectan a todo tipo de inversiones. No obstante, en función del instrumento financiero de que se trate, es posible que uno o más de estos riesgos se apliquen de forma acumulativa, lo que supondrá un incremento generalizado del nivel de riesgo asumido. El Banco llama especialmente la atención del Cliente minorista en cuanto a los riesgos expuestos en este documento toda vez que su nivel de experiencia, de conocimientos y de pericia es inferior al de un Cliente profesional o una contraparte elegible.

1) Riesgo de coyuntura económica

Los cambios que se producen en la actividad de una economía de mercado siempre repercuten en la evolución de los precios de los instrumentos financieros y los tipos de cambio. Las cotizaciones fluctúan más o menos según el ritmo de las fases de regresión o de reactivación coyunturales de la economía. La duración y el alcance de los ciclos económicos de regresión y de reactivación varían, así como sus repercusiones en los diferentes sectores de la economía. Además, el ciclo de coyuntura puede cambiar en función de los países.

El hecho de no tener en cuenta la evolución de la coyuntura o de efectuar un análisis erróneo de dicho factor a la hora de tomar una decisión de inversión puede traducirse en pérdidas. Es absolutamente necesario considerar las repercusiones del ciclo coyuntural en la evolución de las cotizaciones de inversión.

De esta manera, las rentabilidades históricas de un instrumento financiero no deben ser consideradas como una garantía de rentabilidad futura de este mismo instrumento financiero. Además de la posibilidad de que se produzcan pérdidas de valor y por lo tanto pérdidas para el inversor.

Por consiguiente, los inversores deben asegurarse en todo momento de que sus inversiones son apropiadas en vista de la situación económica y, si procede, realizar las reasignaciones oportunas.

2) Riesgo de inflación

El inversor puede sufrir perjuicios económicos en relación con las inversiones realizadas debido a la devaluación de una moneda. Dicha pérdida de valor puede repercutir en el valor real del patrimonio existente, así como en la rentabilidad real que debería obtenerse mediante dicho patrimonio. Sería también aconsejable que las expectativas estén basadas en la rentabilidad real, es decir, la diferencia entre los tipos de interés y la tasa de inflación para los productos de tipo fijo.

El inversor quedará por lo tanto expuesto a una pérdida del valor del capital invertido en los casos en los que el índice de inflación excede el rendimiento generado por los instrumentos financieros (ganancias de capital e intereses).

3) Riesgo de volatilidad de los precios

El riesgo de volatilidad es la probabilidad de que la cotización de una inversión de renta variable esté sometida a fluctuaciones, más o menos fuertes, que generen una plusvalía o una minusvalía. El inversor registrará una minusvalía en caso de descenso de la cotización y una plusvalía en caso de aumento de la cotización.

Principalmente, diversos factores irracionales pueden influir en la evolución general de las cotizaciones, como por ejemplo tendencias, opiniones o rumores susceptibles de provocar disminuciones considerables de las cotizaciones, a pesar de que la situación financiera y las perspectivas de las empresas no hayan evolucionado desfavorablemente.

Además, los cambios que se producen en la actividad de una economía de mercado siempre repercuten en la evolución de los precios de los valores negociables. Las cotizaciones fluctúan según el ritmo de las fases de regresión o de reactivación coyunturales de la economía. La duración y el alcance de los ciclos económicos de regresión y de reactivación varían, así como sus repercusiones en los diferentes sectores de la economía. Además, el ciclo de coyuntura puede cambiar en función de los países. El hecho de no tener en cuenta la evolución de la coyuntura o de efectuar un análisis erróneo de



dicho factor a la hora de tomar una decisión de inversión puede traducirse en pérdidas. Es absolutamente necesario considerar las repercusiones del ciclo coyuntural en la evolución de las cotizaciones.

4) Riesgo país

Aunque sea solvente, podría suceder que un deudor extranjero se encontrara incapacitado para efectuar los pagos de los intereses y de sus deudas al vencimiento, o incluso que se viera en una situación de impago total ante la imposibilidad de realizar transferencias en su país de origen, debido, por ejemplo, a la inestabilidad económica, política o social en el país en cuestión.

Así pues, los pagos a los que el inversor tiene derecho pueden no realizarse si en el extranjero faltan divisas o se limitan las transferencias. En lo que a los instrumentos financieros emitidos en una moneda extranjera se refiere, puede que el inversor reciba los pagos en una divisa que ya no sea convertible por motivos de limitaciones en el cambio. Además, incluso en ausencia de una crisis, la regulación estatal de algunos sectores de la economía (por ejemplo, una nacionalización) puede influir en el valor de los activos del inversor. En casos extremos, los activos del inversor pueden resultar confiscados o congelados por las autoridades locales, o se pueden restringir los derechos del inversor. En principio no hay forma de protegerse de un riesgo de estas características. No obstante, las calificaciones crediticias de los países que se publican en la prensa financiera pueden ser una guía útil para los inversores a este respecto. Por último, y en un plano más general, la inestabilidad política, económica o social de determinados países puede acarrear fluctuaciones rápidas de la cotización.

5) Riesgo de cambio

Puesto que las cotizaciones de las divisas fluctúan independientemente unas de otras, existe un riesgo de cambio de divisas cuando los instrumentos financieros están denominados en una moneda extranjera. En función de los tipos de cambio, una misma inversión puede generar beneficios o pérdidas. Además, debido a que las operaciones de las compañías están vinculadas, en mayor o menor medida, a los tipos de cambio, las fluctuaciones de dichos tipos pueden afectar al valor de los instrumentos financieros que emiten. Los elementos que influyen principalmente en la cotización de las divisas de un país son la tasa de inflación de dicho Estado, las diferencias entre sus tipos de interés y los del extranjero, la apreciación de la evolución de la coyuntura, la situación política mundial y la seguridad de la inversión. Además, existen otros acontecimientos de orden psicológico, como las crisis de confianza en los dirigentes políticos, que también podrían debilitar la moneda de un país.

6) Riesgo de liquidez

Para los inversores, la liquidez es la posibilidad de vender los instrumentos financieros que poseen en cualquier momento a su valor de mercado.

Por tanto, en caso de que el mercado carezca de la liquidez suficiente, el inversor corre el riesgo de no poder vender sus instrumentos financieros al precio de mercado. En principio, es necesario distinguir entre la falta de liquidez determinada por la oferta y la demanda y la falta de liquidez relacionada con las características inherentes al instrumento financiero o a las prácticas del mercado.

La falta de liquidez en función de la oferta y la demanda se produce cuando hay exclusivamente o casi exclusivamente oferta (cotización vendedora), o exclusivamente o casi exclusivamente demanda (cotización compradora) para un instrumento financiero a un precio determinado. En tales circunstancias, la ejecución de un contrato de compra o de venta no puede realizarse de inmediato y/o sólo parcialmente (ejecución parcial) y/o en condiciones desfavorables. Además, podrían aplicarse comisiones de transacción más elevadas.

Una falta de liquidez debida a las características inherentes al instrumento financiero o a las prácticas del mercado se presenta, por ejemplo, en caso de un largo proceso de registro de operaciones sobre acciones nominativas, de plazos de ejecución largos con motivo de las prácticas del mercado o de otras limitaciones comerciales, o de una necesidad de liquidez a corto plazo que no se puede cubrir mediante la venta de instrumentos financieros, o que requiere plazos de preaviso largos antes de poder llevar a efecto la operación, en especial en el caso de los fondos alternativos.

7) Riesgo psicológico

Factores irracionales pueden afectar al comportamiento general de precios, tales como tendencias, opiniones o rumores que pueden ocasionar caídas sustanciales en los precios de los valores incluso sin existir deterioro de la situación financiera y expectativas de las empresas afectadas.

8) Riesgo de ausencia de ingresos o de reembolso

El riesgo de ausencia de ingresos consiste en la probabilidad de que el inversor no pueda sacarle ganancias a su inversión. De ello resulta una pérdida absoluta debido a la inflación y una pérdida relativa con respecto a una inversión rentable (denominado coste de oportunidad). El riesgo de reembolso consiste en la probabilidad de que el inversor no recobre la totalidad de los fondos iniciales, al vencimiento o en el momento de la salida de la inversión (fluctuación de las corrientes financieras). El inversor debe asumir el riesgo de no recobrar la totalidad de su inversión.

9) Riesgo crediticio

Las compras de instrumentos financieros a través de créditos conllevan diversos riesgos adicionales. Por una parte, pueden



exigirse garantías suplementarias, a veces a un plazo muy corto, si se sobrepasa el límite de crédito debido a la evolución de la cotización de los activos pignorados. Si el inversor no se encuentra en posición de conseguir dichas garantías, el Banco puede verse obligado a vender los instrumentos financieros depositados en un momento poco propicio. Por otro lado, existe la posibilidad de que la pérdida sufrida debido a una evolución negativa de las cotizaciones sea superior a la inversión inicial. Las fluctuaciones de los precios de los instrumentos financieros pignorados pueden repercutir negativamente en la capacidad de reembolso de los préstamos.

Hay que tener muy presente que el efecto de apalancamiento inherente a las compras de instrumentos financieros a crédito genera una mayor sensibilidad a las fluctuaciones de precios proporcionalmente, por lo que la posibilidad de obtener beneficios es más elevada, aunque también lo es el riesgo de sufrir pérdidas más sustanciales. Los riesgos de dichas adquisiciones aumentan con la importancia del efecto de apalancamiento. La obligación de reembolso del crédito es independiente de la evolución del valor de los activos adquiridos por medio del crédito. Por esa razón, el Cliente corre el riesgo, no sólo de perder el capital inicial, sino de tener que utilizar otros activos no depositados en el Banco para hacer frente a sus deudas.

Además, el rendimiento de los activos adquiridos por medio del crédito puede ser inferior al tipo de interés deudor que el Cliente tiene que pagar por el crédito, lo cual implica un gasto superior a los ingresos.

10) Riesgo de tipos de interés

En términos generales, una variación en los tipos de interés, ya sea a corto o a largo plazo, puede tener unas consecuencias considerablemente negativas sobre la valoración de los instrumentos financieros.

11) Riesgo de solvencia del emisor o riesgo del sistema de compensación y liquidación

La insolvencia del emisor de los instrumentos financieros o del sistema de compensación y liquidación en el que se negocian estos instrumentos puede acarrear a los inversores la pérdida parcial o total de los fondos invertidos.

12) Riesgo adicionales de los mercados emergentes

Los mercados emergentes son mercados de países que tienen una renta per cápita media o baja, según los define el Banco Mundial. En términos más concretos, son mercados establecidos en países que tienen un cierto grado de inestabilidad política, cuyos mercados y crecimiento económico son relativamente inciertos, cuyos mercados financieros están todavía en desarrollo y cuyas economías no son prósperas. Esta definición cubre a un gran número de mercados de Latinoamérica, Europa del Este y a algunos países asiáticos.

En términos generales, en estos mercados se acentúan los riesgos antedichos.

Por consiguiente, los cambios políticos o económicos (por ejemplo, la inflación o los tipos de cambio) tendrán un mayor impacto sobre el valor de las inversiones en los mercados emergentes que en otros países. De forma similar, los mercados emergentes suelen mostrar unas reacciones más acusadas y dilatadas en el tiempo a las catástrofes naturales y a las situaciones de guerra.

Además, los mercados emergentes con frecuencia tienen unas normas menos desarrolladas en materia de liquidación o compensación de operaciones, de manera que pueden ser más habituales los errores contables y las entregas fallidas de instrumentos.

Por último, el control ejercido por las autoridades en estos mercados y las normativas de protección de los inversores suelen ser débiles.

13) Otros riesgos generales

a) *Riesgos vinculados a la información*

Los riesgos vinculados a la información son aquellos derivados de la toma de decisiones de inversión inapropiadas debido a una falta de información y/o a una información incompleta o incorrecta. Ello puede ser debido a la utilización por parte del inversor de fuentes de información poco fiables, a una mala comprensión de la información que le proporcionan o a errores de comunicación.

b) *Riesgos de transmisión*

A la hora de dar una instrucción, el inversor debe facilitar determinada información necesaria para que el banco pueda ejecutarla (instrumento, tipo de orden, volumen, fecha de ejecución, etc.). Cuanto mayor sea la exactitud de las instrucciones, menor será el riesgo de errores de transmisión.

c) *Riesgos vinculados a los costes de operación*

En la ejecución de una instrucción participa el banco, pero también pueden intervenir otros intermediarios nacionales o extranjeros (por ejemplo, corredores), cuyos honorarios y comisiones se repercutirán a los inversores. Una inversión solo es rentable una vez se hayan cubierto todos estos costes.



II. RIESGOS ESPECÍFICOS RELATIVOS A LAS INVERSIONES

1) Depósitos a plazo fijo

Se trata de depósitos en efectivo remunerados a un plazo fijo y con un tipo de interés predeterminado. En función de las condiciones del mercado, estos productos pueden llegar a ofrecer rentabilidades más atractivas que el resto de productos de renta fija.

Sin embargo, estos productos son especialmente vulnerables a la inflación, los tipos de cambio, los tipos de interés y los riesgos de contrapartida, como se ha descrito anteriormente.

Características:

- Rendimiento: pagos de intereses.
- Vencimiento: a corto plazo (< 4 años), a medio plazo (4 – 8 años) o a largo plazo (> 8 años).
- Intereses: los intereses dependen de las modalidades de la emisión. Puede tratarse, por ejemplo, de intereses fijos durante el plazo total de la emisión o de intereses variables, a menudo ligados a la evolución de los tipos de los mercados financieros (como el LIBOR o el EURIBOR).

Riesgos:

Estos productos están sobre todo expuestos a riesgos de inflación, de cambio, de índices y de compensaciones, como se ha descrito anteriormente.

2) Obligaciones

Las obligaciones son títulos negociables, nominativos o al portador emitidos por una sociedad mercantil o por una institución pública destinados a quienes le prestan capitales, y cuyo valor nominal, en el momento de la emisión, corresponde a una porción del importe global del préstamo. Existen obligaciones a tipo fijo o a tipo variable. El vencimiento y la modalidad de reembolso se establecen previamente. Algunos productos estructurados adoptan la forma jurídica de obligaciones. El comprador de una obligación (el acreedor) es el titular de un derecho de crédito respecto del emisor (el deudor).

Características:

- Rentabilidad: posibles incrementos de valor de la obligación, pagos de intereses.
- Vencimiento: a corto plazo (< 4 años), a medio plazo (4 – 8 años) o a largo plazo (> 8 años).
- Moneda: la divisa nacional del inversor o divisa extranjera. Puede estipularse que el reembolso del principal y el pago de intereses se hagan en divisas distintas. En ese caso, la obligación puede vincularse a una opción para limitar el riesgo de cambio.
- Forma: títulos individuales con un valor nominal determinado (que puede entregarse a los inversores) o representados conjuntamente en un certificado que se deposita en un banco depositario.
- Valor de emisión: el par (100 % del valor nominal), inferior al par (precio de emisión inferior al valor nominal) o superior al par (precio de emisión superior a la valor nominal).
- Lugar de emisión: puede ser el mercado del inversor o un mercado extranjero.
- Pago: en fechas predeterminadas; salvo que se disponga lo contrario, el préstamo se reembolsa, bien al vencimiento de la emisión, bien anualmente, o bien en distintas fechas establecidas por sorteo o en fechas no especificadas.
- Intereses: los intereses dependen de las modalidades de la emisión. Puede tratarse, por ejemplo, de intereses fijos durante el plazo total de la emisión o de intereses variables, a menudo ligados a la evolución de los tipos de los mercados financieros (como el LIBOR o el EURIBOR).
- Tipo de Cliente al que está dirigido: Clientes minoristas y Clientes profesionales.
- Subordinación: en caso de que falle el emisor, la obligación subordinada será reembolsada después de las ordinarias o seniors según el importe de dinero disponible. A cambio, la rentabilidad en ese tipo de instrumentos será superior al de las obligaciones ordinarias o seniors.

Riesgos:

a) *Riesgo de insolvencia*

El emisor corre el riesgo de verse en una situación de insolvencia temporal o definitiva, que podría llevarle a la imposibilidad de pagar los intereses o reembolsar el principal prestado. De ese modo, en caso de insolvencia del emisor, el acreedor puede sufrir no solo una pérdida de ingresos (impago de los intereses) sino también una pérdida de capital. La solvencia de un emisor puede variar en función de la evolución general de la economía o de los cambios que pueda sufrir la empresa y/o el sector de actividad del emisor en el transcurso de la duración de la emisión. El riesgo de insolvencia será mayor o menor según la obligación la emita un Estado o una empresa. El riesgo es aún mayor cuando la calificación de la empresa es baja. Esto puede deberse principalmente a cambios coyunturales, a cambios relativos a la empresa, al sector de actividad y/o al país correspondiente, así como a acontecimientos políticos de los que se deriven importantes consecuencias económicas.



El riesgo será mayor o menor según que las obligaciones las emita un organismo público o una entidad privada. El riesgo depende también de la nacionalidad de la entidad pública emisora o del tipo y sector de actividad al que pertenezca el emisor privado, así como, en términos generales, de la solvencia financiera de este último. Un deterioro de la solvencia del emisor tendría efectos desfavorables en la evolución de la cotización de los valores mobiliarios correspondientes.

b) *Riesgo de tipos de interés*

La incertidumbre relativa sobre la evolución de los tipos de interés hace que el comprador de una obligación a tipo fijo deba asumir el riesgo de que caigan las cotizaciones si suben los tipos de interés. La sensibilidad de las obligaciones a la evolución de los tipos depende principalmente de la duración restante y del nivel nominal de los intereses.

c) *Riesgo de reembolso anticipado*

El emisor de una obligación tiene la posibilidad de establecer en su beneficio un derecho de reembolso anticipado al que podrá recurrir en caso de que el nivel de los tipos de interés en el mercado disminuya. Dicho reembolso anticipado puede conllevar cambios en la rentabilidad esperada.

d) *Riesgo de obligaciones con prima*

Las emisiones amortizables por sorteo, cuya duración es difícil de determinar, pueden conducir a cambios imprevisibles en la rentabilidad estimada de una obligación.

e) *Riesgos del país emisor*

Si la obligación se emite en un mercado extranjero, en principio estará sometida al Derecho del país emisor. Los inversores deberán informarse sobre el impacto que la aplicación de esta ley extranjera puede tener en sus derechos.

f) *Riesgos específicos de algunas obligaciones*

En lo que se refiere a algunos tipos de obligaciones, pueden existir riesgos adicionales: por ejemplo, *Floating Rate Notes*, *Reverse Floating Rate Notes*, *Zero Coupon*, obligaciones en moneda extranjera, obligaciones convertibles, obligaciones sobre índices u opciones, obligaciones subordinadas, etc. En lo referente a estos tipos de obligaciones, se recomienda que el inversor se informe de los riesgos enunciados en el folleto de emisión y que no adquiera tales títulos sin haber sopesado previamente todos los riesgos.

El inversor debe informarse acerca de los riesgos específicos de cada obligación consultando el folleto puesto a disposición del público sin coste alguno según las modalidades previstas en el folleto.

A continuación, se ofrece una breve descripción de los riesgos adicionales asociados a estas obligaciones en particular.

Las obligaciones de tipo *floating rate* pueden adoptar varias formas:

- Las obligaciones *floor floater* son obligaciones para las cuales se garantiza un tipo de interés mínimo. De esta manera, si la suma del tipo de referencia con el margen es inferior a un determinado nivel, el inversor recibirá intereses al menos iguales al tipo mínimo establecido. Asimismo, en el caso de *cap floaters*, los intereses que puede recibir el inversor se limitan a un tipo máximo predeterminado. Para dichas obligaciones, es imposible prever en el momento de emisión, el rendimiento efectivo de la inversión, al depender de la evolución de los tipos de mercado.

Para ciertas obligaciones de tipo variable, también se puede prever que el tipo de interés varíe de manera contraria a los tipos del mercado (obligaciones *reverse floating rate*). Para dichas obligaciones a medio o largo plazo, el tipo de interés que recibirá el inversor será el resultante de la diferencia entre el tipo fijo y el tipo de referencia (por ej. 16 % menos LIBOR). Eso supone que los importes pagados al inversor aumentan cuando el tipo de referencia baja. El valor de esas obligaciones está generalmente expuesto a una volatilidad más alta que la de las obligaciones a tipo fijo con idéntico vencimiento. Asimismo, existen obligaciones convertibles *floating rate* que conceden al inversor o al emisor (en función de las condiciones de emisión de las obligaciones) el derecho de convertir la obligación en una obligación a tipo fijo clásico. Si dicho derecho está reservado para el emisor, la rentabilidad de la obligación puede ser inferior a la rentabilidad anticipada por el inversor.

- Las obligaciones de tipo *zero coupon* (Cupón Cero) no están vinculadas a cupón alguno. En lugar de un interés periódico, los inversores reciben la diferencia entre el precio de liquidación y el precio de emisión (además del reembolso del capital). De ese modo, si los tipos del mercado caen, el valor de estas obligaciones cae más que el de obligaciones idénticas con la misma fecha de vencimiento. En cuanto a las obligaciones subordinadas, para los inversores sería interesante informarse del rango que ocupa la obligación con respecto al resto de las obligaciones del emisor, porque en caso de quiebra de este sus obligaciones no podrán ser reembolsadas hasta que se haya procedido al pago de todos los acreedores que se beneficien de un rango superior (obligaciones preferentes y *pari passu*).
- Obligaciones convertibles/con warrants: en este caso, se da a los inversores el derecho a sustituir sus obligaciones en una fecha determinada o durante un plazo fijado por acciones del emisor a un precio predeterminado. En general, existe un período mínimo de bloqueo durante el cual los inversores no pueden ejercitar su derecho de conversión. Si no se ejercitan los derechos de conversión, las obligaciones continúan siendo a tipo fijo, y se pagan a su vencimiento. Puesto que existe un derecho de conversión, este tipo de obligaciones otorgan a sus titulares el derecho a percibir intereses a unos tipos inferiores a los de las obligaciones ordinarias. El valor de estas obligaciones está generalmente vinculado al valor de las acciones subyacentes. Así, si cae el precio de la acción, también cae el precio de las obligaciones. El riesgo de pérdida de valor de la obligación es, por tanto, mayor que en el caso de las obligaciones que no llevan aparejado un derecho de conversión (pero es en general menor al riesgo de pérdida vinculado a una inversión directa en las acciones correspondientes). También existen obligaciones que dan a los inversores el derecho a suscribir acciones del emisor además de las

obligaciones, y no como alternativa a estas. Los derechos de suscripción de los inversores están representados por un certificado (*warrant*). Este *warrant* puede separarse de la obligación y, por tanto, puede negociarse por separado. Los inversores suscribirán las acciones del emisor a cambio del *warrant*, conforme a unas condiciones predeterminadas. Además, los inversores conservan la obligación hasta su vencimiento. Como en el caso de las obligaciones convertibles, los pagos de intereses periódicos suelen ser bajos. Además, el valor de dichas obligaciones, si están vinculadas a los *warrants*, depende también del valor de los activos subyacentes. Si las obligaciones no están vinculadas a *warrants*, son obligaciones tradicionales y por tanto su valor depende fundamentalmente de los tipos del mercado.

g) *Riesgo de liquidez*

La mayoría de las obligaciones cotizan en un mercado no negociable o en bolsa (OTC). El tamaño de la emisión da una primera indicación de la liquidez del título. Otros factores pueden también influir sobre la liquidez (nacionalidad, subordinación, calificación ...). En caso de que el mercado sufra estrés, la liquidez podrá temporalmente contraerse en el mercado de obligaciones. Dicha situación se verá reflejada por una horquilla de "compra/venta" (Bid/Ask) más ancha.

h) *Riesgo de pérdida total de la inversión*

El defecto de un emisor puede conllevar la ausencia de pago de los cupones, así como la ausencia de reembolso de los importes invertidos.

i) *Comportamiento y evoluciones*

El precio de las obligaciones varía en función de las evoluciones de los tipos de interés. Cuando los tipos bajan, el precio de las obligaciones aumenta y viceversa. Cuanto mayor sea el vencimiento de una obligación, mayor será su sensibilidad a los movimientos alcistas o bajistas de los tipos. Ejemplo de una obligación a 10 años emitida por el Estado Alemán:

- Un alza de 100 bps hará bajar el precio de la obligación de un 9.10 %, teóricamente.
- Una baja de 100 bps haría teóricamente subir el precio de la obligación de un 9.97 %.

El componente de tipo se acompaña del correspondiente diferencial de crédito para las empresas que emitan obligaciones. El diferencial de crédito es la diferencia de rentabilidad entre una obligación de empresa y la obligación llamada "sin riesgo" de idéntico vencimiento. El emisor considerado "sin riesgo" será Alemán para la parte expresada en EUR y Estados Unidos para la parte en USD. Además del riesgo del tipo, el precio de una obligación de empresa dependerá del movimiento de los diferenciales de crédito. Un alza de los diferenciales de crédito provocará una baja del precio de las obligaciones de empresa y viceversa.

3) Acciones

La acción es un título que se otorga al accionista como prueba de sus derechos en una sociedad y que puede ser nominativo o al portador. La acción se presenta como una fracción del capital social de una de las llamadas sociedades de capitales.

Características:

- Rendimiento: pueden pagar dividendos. También es posible que aumente su cotización.
- Derechos del accionista: derechos económicos y de participación; la ley y los estatutos de la sociedad emisora determinan dichos derechos.
- Cesión de acciones: salvo disposición legal contraria, la cesión de las acciones al portador se efectúa, en principio, sin formalidades específicas. Sin embargo, en lo que a las acciones nominativas se refiere, a menudo existen limitaciones.
- Tipo de Cliente al que está dirigido: Clientes minoristas y Clientes profesionales.

Riesgos:

a) *Riesgo de empresa*

El comprador de acciones no es un acreedor sino un aportador de capital, por lo que se convierte en copropietario de la sociedad de capitales y participa en la evolución de la misma, así como en las correspondientes oportunidades y riesgos, lo que puede dar lugar a una evolución inesperada de la inversión. El caso extremo consiste en la quiebra de la sociedad emisora, que podría suponer la pérdida total de las cantidades invertidas.

b) *Riesgo de cotización*

Las cotizaciones de las acciones pueden depender de fluctuaciones imprevisibles que entrañan el riesgo de sufrir pérdidas. Las subidas y los descensos de las cotizaciones a corto, medio o largo plazo son variables, y no es posible determinar la duración de los ciclos.

En principio hay que distinguir entre el riesgo general de mercado y el riesgo específico asociado a la propia empresa. Estos dos riesgos influyen en la evolución del precio de las acciones.

c) *Riesgo de dividendos*

El principal factor que determina el dividendo de una acción es el beneficio obtenido por la sociedad emisora. Así pues, si los beneficios fueran bajos o se registraran pérdidas, el dividendo se reduciría e incluso podría darse el caso de que no se distribuyera dividendo alguno.



d) *Riesgo de liquidez*

El riesgo de liquidez sobre las acciones depende del volumen de las transacciones y de la parte del capital que no se encuentra en manos de inversores estratégicos. Generalmente, cuanto mayor sea la capitalización bursátil de la empresa, mayor liquidez tendrán sus acciones en el mercado. A veces los mercados pueden pasar a ser ilíquidos como consecuencia de un desequilibrio entre la oferta y la demanda: si la oferta se retracta, los precios suben y viceversa.

e) *Riesgo de pérdida total de la inversión*

En caso de quiebra de la empresa, los accionistas participan en las pérdidas y hasta pueden llegar a perder la totalidad de su inversión.

f) *Funcionamiento y rendimientos*

El curso de una acción depende de factores internos y externos: resultados realizados y esperados, actualidad de la empresa y del sector, política de dividendos y de recompra de acciones, acontecimientos políticos, evolución jurídica o elementos irracionales susceptibles de tener impactos en los movimientos bursátiles.

En el caso de evoluciones positivas, los accionistas pueden beneficiarse del alza del curso y de una eventual redistribución a los accionistas.

En cambio, en caso de dificultades, la acción puede perder parte de su valor y la sociedad puede incluso decidir disminuir la redistribución.

4) Obligaciones de participación en beneficios

Las obligaciones de participación en beneficios (*obligations de jouissance*) representan ciertos derechos patrimoniales tal y como se establecen en las condiciones de estas obligaciones. Se trata, por lo general, de derechos de crédito de un valor nominal que dan derecho a una participación en los beneficios.

En principio, hay que distinguir entre obligaciones de participación en los beneficios de distribución fija o variable y aquellas con derecho de opción o de conversión.

Riesgos:

a) *Riesgo de no distribución o de reducción del reembolso*

En caso de que la sociedad emisora haya sufrido pérdidas, existe el riesgo de que sea imposible proceder al pago de intereses si no se ha previsto ningún interés mínimo, y el riesgo de una reducción del reembolso del principal.

b) *Riesgo de insolvencia*

Existe el riesgo de una pérdida total del capital invertido en caso de quiebra de la sociedad emisora.

5) Instituciones de Inversión Colectiva (“IIC”)

Una IIC es una sociedad o un patrimonio sin personalidad jurídica que reúne el dinero de cierto número de inversores con el objetivo de invertirlo en diversos activos, respetando los principios de diversificación de los riesgos y de obtención de beneficios para sus accionistas o partícipes como resultado de la gestión de sus activos.

Algunas participaciones de IIC están reservadas a categorías de inversores específicas, como profesionales o contrapartes elegibles. Por lo tanto, en principio, el Cliente minorista no podrá invertir en dichas IIC.

Características:

- IIC abiertas: en una IIC abierta a priori no es posible determinar el número de participaciones y, por consiguiente, de partícipes. La IIC podrá emitir nuevas participaciones o reembolsar las que hayan sido emitidas. Con respecto al inversor, la IIC está obligada a hacer efectivas, con cargo al fondo, las peticiones de reembolso de participaciones al precio acordado y de acuerdo con las disposiciones contractuales.
- IIC cerradas: en una IIC cerrada la emisión queda limitada a un determinado número de participaciones. Al contrario de lo que sucede con las IIC abiertas, la IIC cerrada no está obligada a hacer efectivas las peticiones de reembolso de participaciones. Estas solo pueden ser vendidas a terceros o, en su caso, en Bolsa. El precio se determina en función de la oferta y la demanda.
- Tipo del Cliente al que está dirigido: partes de las OPC están reservadas a categorías de inversores específicas como profesionales o contrapartes elegibles. El Cliente minorista no tendrá en principio la posibilidad de invertir en dichas OPC.

Riesgos:

En general, el inversor debe informarse de los riesgos específicos de cada IIC consultando, principalmente, el folleto correspondiente.

El inversor debe informarse de los riesgos específicos de cada fondo consultando particularmente el folleto, así como los KIID relativos. Dicho folleto, así como las KIID de los fondos de inversión están puestos a disposición sin gasto alguno según las modalidades previstas en el folleto de los fondos de inversión correspondientes.

a) *Riesgo de gestión*

Dado que la rentabilidad de las inversiones de una IIC depende, entre otros factores, de las aptitudes de los gestores y de la calidad de sus decisiones, los errores de apreciación en la gestión de la IIC pueden desembocar en pérdidas o minusvalías.

b) *Riesgo de caída del precio de las participaciones*



Existe el riesgo de que el precio de las participaciones de las IIC baje. Dichos desplomes reflejan la correspondiente pérdida de valor de los títulos o divisas que componen los activos de la IIC en una situación en la que todos los demás elementos permanecen igual. Cuanto mayor sea la diversificación de las inversiones, menores serán los riesgos de sufrir pérdidas sustanciales. Las inversiones más especializadas y menos diversificadas de la IIC son las que representan mayores riesgos. Así pues, hay que prestar atención a los riesgos generales y específicos asociados a los instrumentos financieros y a las divisas contenidos en las IIC. El inversor debe informarse de los riesgos específicos de cada IIC consultando el folleto correspondiente.

Dicho folleto de IIC y los KIID de los fondos de inversión está puesto a disposición del público sin coste adicional según las modalidades previstas en los folletos de los fondos de inversión correspondientes.

c) *Riesgo de pérdida total de la inversión*

Los fondos de inversión se someten a un riesgo vinculado al curso de las inversiones subyacentes y a la diversificación de los fondos.

En el caso de que el mercado sufra estrés, en base a la diversificación en los fondos, el inversor podrá perder la parte correspondiente a los activos en quiebra o que falte.

d) *Riesgo de liquidez*

Los fondos abiertos pueden continuamente comprar o vender activos. La liquidez de las partes dependerá esencialmente de la liquidez de las inversiones subyacentes. Los fondos cerrados no ofrecen dicha flexibilidad y el número de partes en circulación es inamovible. El curso se determina por lo tanto por la oferta y la demanda en el fondo.

e) *Funcionamiento y rendimientos*

La rentabilidad de las inversiones de un fondo depende, entre otros, de las aptitudes del gestor y de la calidad de sus decisiones. Errores de apreciación o un cambio de tendencia de los mercados pueden conllevar minusvalías.

Antes de invertir en un fondo, el inversor deberá consultar el folleto, el documento relativo a las informaciones esenciales del inversor, los informes anuales, semestrales y mensuales. Encontrará en ellos una descripción de las características y de los riesgos esenciales, así como los gastos derivados de la gestión por el fondo. Dichos gastos tendrán naturalmente un impacto sobre la rentabilidad.

6) Instrumentos derivados

Un derivado es un instrumento financiero cuyo valor cambia en función de la evolución de un activo de base llamado “subyacente” (underlying); dicho activo puede ser el precio de una acción, un índice bursátil, un tipo de interés, una divisa, el precio de una materia prima e incluso otro derivado.

En el marco de los productos derivados podemos distinguir entre:

- i. operaciones sobre opciones, realizadas por Clientes profesionales o contrapartes elegibles que confieren a una de las partes el derecho, aunque no le imponen la obligación, de celebrar una transacción. Una parte (la que ha vendido la opción) queda comprometida en firme mientras que la otra (la que ha adquirido la citada opción) dispone de una simple facultad que es libre de ejercer o no;
- ii. operaciones a plazo, en las que las partes acuerdan una operación que deberá realizarse en un plazo fijo en el futuro. En una operación a plazo las partes se comprometen en firme a ejecutar la operación que celebraron en el plazo acordado.

Las operaciones relativas a tales productos generan riesgos importantes de pérdidas y pueden incluso acarrear la pérdida total del capital invertido. Como estas operaciones pueden dar lugar a ajustes de los márgenes (*margin calls*) a lo largo de la vida del producto, los inversores tienen que asegurarse de tener la liquidez suficiente antes de iniciar las mismas.

i. Operaciones sobre opciones

Las opciones son instrumentos derivados cuyo valor cambia en función de la evolución del subyacente. La parte compradora de una opción recibe el derecho de adquirir (*call*) o de vender (*put*) el activo subyacente en un determinado momento o durante un cierto periodo de tiempo por un precio de base determinado y contra el pago de una prima a su contraparte, la parte vendedora de la opción.

Las características de la opción pueden ser estándar o definirse caso por caso.

- Fecha de ejercicio: las opciones que pueden ejercitarse en cualquier momento hasta su vencimiento son las llamadas “de tipo americano”. Las opciones que solo pueden ejercitarse en la fecha de vencimiento son las llamadas “de tipo europeo”. No obstante, las opciones europeas pueden negociarse libremente en el mercado secundario antes de su vencimiento, si el mercado tiene liquidez.
- Modalidades de ejercicio: la opción puede ser con entrega física, en cuyo caso el comprador de una opción de compra (*call*) tiene derecho a que se le haga entrega del valor subyacente contra el pago del precio de ejecución, o el comprador de una opción de venta (*put*) tiene derecho a entregar al vendedor el activo subyacente, a cambio de que el vendedor le pague el precio de ejecución. La opción puede ser también mediante compensación en efectivo, en cuyo caso se adeuda la diferencia entre el precio de ejercicio y el valor de mercado del activo subyacente, siempre que la opción esté *in-the-money* (en precio).
- Opciones *in-the-money*, *at-the-money*, *out-of-the-money*: una opción de compra (un *call*) está *in-the-money* (en el dinero, en precio), cuando el valor de mercado del subyacente es superior al precio de ejercicio de la opción. Una



opción de venta (un *put*) está *in-the-money* cuando el valor de mercado del subyacente es inferior al precio de ejercicio de la opción. Un *call* está *out-of-the-money* (fuera del dinero, fuera de precio), cuando el valor de mercado del subyacente es inferior al precio de ejercicio de la opción. Un *put* está *out-of-the-money*, cuando el valor de mercado del subyacente es superior al precio de ejercicio de la opción. Cuando el valor de mercado y el precio del ejercicio son idénticos, la opción está *at-the-money* (en paridad).

- Margen inicial y margen complementario: a lo largo de la vida de una opción el vendedor debe otorgar en garantía, bien la cantidad apropiada de subyacentes, bien otras garantías. El Banco será el encargado de determinar el margen. La Bolsa exige un margen mínimo para las opciones que cotizan. Si la cobertura del margen constituida por el inversor resultara insuficiente, el Banco estaría en su derecho de exigir al vendedor de opciones garantías complementarias (margen complementario), a veces con muy poco margen de preaviso.
- Vencimiento: la duración de la vida de la opción es el período comprendido entre el día de su suscripción y el día en que vence el derecho de opción.
- Relación entre la opción y el subyacente: de esta relación se obtiene el número de unidades del subyacente que el titular de una opción puede comprar (*call*) o vender (*put*) ejerciendo su derecho de opción.
- Precio de ejercicio: el precio de ejercicio es el precio acordado previamente y al que el titular de la opción puede comprar o vender el valor subyacente en el ejercicio de su derecho de opción.
- Apalancamiento: toda modificación en el precio del valor subyacente conlleva, en principio, un cambio proporcionalmente más importante del precio del derecho de opción.
- Compra de un *call* o de un *put*: el comprador de una opción *call* confía en que, a lo largo de la vida de la opción, el precio del valor subyacente aumente, lo que supondría un aumento del valor de su derecho de opción. En cambio, el comprador de una opción *put* puede conseguir beneficios si el precio del valor subyacente disminuye.
- Venta de un *call* o de un *put*: el vendedor de una opción *call* confía en que, a lo largo de la vida de la opción, el precio del valor del subyacente baje, mientras que el vendedor de una opción *put* puede conseguir beneficios en caso de subida del valor del subyacente.
- Valor de la opción: el precio de una opción depende de su valor intrínseco, así como de una serie de factores (*time value*), en especial el tiempo restante hasta su vencimiento y la volatilidad del subyacente. El *time value* refleja la probabilidad de que la opción esté *in-the-money*. Así, este último valor es más importante en las opciones a largo plazo con un subyacente muy volátil.

Formato:

- Certificados de opción (*warrants*, opciones cotizadas): los derechos y obligaciones aparejados a la opción en cuestión están garantizados por el emisor. En ocasiones cotizan en bolsa.
- Opciones negociables (*traded options*): opciones estandarizadas en las que los derechos y obligaciones no están garantizados y que se negocian en determinados mercados de valores especiales.
- Opciones *over-the-counter* (OTC): opciones que se negocian fuera del mercado o mediante contratos privados. Su grado de estandarización depende de las prácticas del mercado. También pueden ser personalizadas en función de las necesidades de los inversores. Este tipo de opciones no cotizan y es raro que estén representadas por certificados físicos.
- Opciones “exóticas” o “sintéticas”: en comparación con los *call* y *put* “tradicionales” anteriormente descritas, estas están sometidas a condiciones o cláusulas adicionales. Así, presentan estructuras de pago que no pueden realizarse mediante ninguna combinación de opciones clásicas, con o sin valores subyacentes. Las opciones exóticas se presentan en forma de opciones OTC “a medida” o de certificados de opción. Debido al abanico prácticamente ilimitado de combinaciones en materia de opciones “exóticas” o “sintéticas”, resulta imposible exponer con detalle los riesgos propios de cada caso y, en las explicaciones que siguen, el Banco solo presentará los riesgos adicionales inherentes a las opciones “exóticas” y “sintéticas” más habituales. Así pues, antes de comprar o vender opciones “exóticas” o “sintéticas” el inversor deberá informarse a fondo de los riesgos que presentan. En términos generales, la evolución de la cotización de una opción “exótica” o “sintética” puede diferir sensiblemente de la de una opción clásica debido a sus particularidades.

Documentos informativos:

También se llama la atención de los inversores sobre los documentos informativos relativos a la negociación de opciones, emitidos por los mercados en los que se negocian dichas opciones y, principalmente, sobre los siguientes documentos:

- *Characteristics and Risks of Standardized Options*, nota relativa a las opciones negociadas en el mercado Chicago Board Options Exchange, que el Banco pondrá a disposición de sus Clientes cuando estos así lo soliciten. También podrán encontrarla en el sitio web www.cboe.com;
- *La note d'information* (visa COB n.º 001228 de 4 de julio de 2000), documento sobre las opciones negociadas en el mercado Euronext MONEP (mercado de opciones negociables de París) que el Banco pondrá a disposición de sus Clientes cuando estos así lo soliciten. También podrán encontrarla en el sitio web www.monep.fr;
- *Officieel bericht opties en futures*, documento sobre las opciones y futuros negociados en el AEX, que el Banco pondrá a disposición de sus Clientes cuando estos así lo soliciten.

El inversor debe informarse acerca de los riesgos específicos de cada instrumento derivado consultando entre otros el folleto que se pone a disposición del público sin gastos según las modalidades previstas en dicho folleto.



Riesgos:

a) *Riesgo de cotización*

Las opciones cotizan en bolsa o fuera de ella y están sometidas a la ley de la oferta y la demanda. Para determinar la cotización de una opción es muy importante saber si existe un mercado con la liquidez suficiente para la opción en efectivo y conocer la evolución real o esperada de la cotización del correspondiente valor subyacente. Una opción *call* pierde su valor cuando la cotización del valor subyacente disminuye. A la opción *put* le sucede lo contrario. La cotización de una opción no sólo está determinada por los cambios en la cotización del valor subyacente sino también por otros factores, como la duración de la opción o la frecuencia e intensidad de las variaciones de cotización del valor subyacente (volatilidad). Por lo tanto, el riesgo de que una opción pierda su valor sigue existiendo, aunque la cotización del subyacente permanezca sin cambios.

b) *Riesgo del apalancamiento*

En principio, el efecto de apalancamiento de la opción reacciona de forma proporcionalmente superior a los cambios de cotización del valor subyacente y ofrece, durante su vida, posibilidades de obtener beneficios más elevados, pero también implica el riesgo de sufrir pérdidas más sustanciales. El riesgo asociado a la compra de una opción aumenta con la importancia del efecto de apalancamiento de dicha opción.

c) *Riesgo de pérdida total de la inversión*

El inversor se expone a una pérdida total de los fondos invertidos.

En caso de compra de una opción, esta pierde su valor después del transcurso de su periodo de ejercicio. El inversor, en el caso de no activar dicha opción, podrá perder la totalidad de su inversión.

En caso de venta de una opción, el inversor recibe una prima, aunque corre el riesgo de perder un importe mayor en función de la evolución del precio subyacente.

d) *Riesgo de insolvencia del emisor*

El riesgo de insolvencia del emisor es la probabilidad de que no pueda hacer frente a sus obligaciones. La calidad del emisor es muy importante en la medida en que es el responsable del reembolso del capital inicial. Cuanto más frágil sea la situación financiera y económica del emisor, mayor es el riesgo de ausencia de reembolso. Un elemento clave de respuesta a ese problema es el rating: evaluación de los riesgos, también llamada cualificación, establecida por una agencia de rating independiente. La cualificación no es un dato fijo y puede evolucionar durante toda la duración de la vida del producto.

e) *Compra de una opción*

La compra de una opción es una inversión caracterizada por una gran volatilidad, y la probabilidad de que dicha opción llegue a su vencimiento, sin valor alguno, es muy elevada. Si eso sucediera, el inversor habría perdido la totalidad de la suma invertida en la compra de la prima más las comisiones. Tras la compra de una opción, el inversor puede mantener la posición hasta su vencimiento, efectuar una operación en sentido inverso o bien, si se tratara de una opción "americana", ejercerla antes de su vencimiento.

El ejercicio de la opción puede implicar, bien la liquidación en efectivo por diferencias, o bien la compra o la entrega del activo subyacente. Si el objeto de la opción son contratos de Futuros, ejercerla supondrá tomar una posición en Futuros y aceptar las correspondientes obligaciones que consisten en adaptarse a los márgenes de garantía.

f) *Venta de una opción*

La venta de una opción supone, en general, la asunción de un riesgo más elevado que su compra. De hecho, aunque la opción tenga un precio fijo, las pérdidas que podría sufrir el vendedor de la misma son ilimitadas.

Si el precio de mercado de la actividad subyacente oscila de forma negativa, el vendedor de la opción se verá en la obligación de adaptar los márgenes de garantía con el fin de mantener la posición. Si la opción vendida pertenece al grupo de las llamadas "opciones americanas", se podrá exigir al vendedor en cualquier momento que liquide la operación en efectivo, o que compre o entregue el activo subyacente. Si la opción vendida tuviera por objeto contratos de Futuros, el vendedor adoptaría una posición en Futuros y se sometería a las obligaciones relativas a la adaptación de los márgenes de garantía. La exposición al riesgo del vendedor puede reducirse manteniendo una posición sobre el subyacente (títulos, índices u otros) correspondiente a la relacionada con la Opción vendida.

g) *Adquisición de un subyacente en ventas en corto*

El vendedor de una opción de compra no cubierta no está en posesión del subyacente en el momento del cierre del contrato (venta en corto). Si se trata de una opción con entrega física, el riesgo de pérdida para el inversor corresponde a la diferencia entre el precio de ejercicio al que se entregará el subyacente si se ejercita la opción, y el precio que tendrá que pagar para adquirirlo. En el caso de una opción con compensación, el riesgo de pérdida para los inversores se traduce en la diferencia entre el precio de ejercicio y el valor de mercado del subyacente.

Puesto que el valor de mercado del subyacente puede ser considerablemente superior al precio de ejercicio en el momento de ejercitar la opción, el riesgo de pérdida para los inversores que vendan la opción no puede determinarse por adelantado y, al menos en teoría, es ilimitado.

Este riesgo es mayor en las llamadas "opciones americanas", que pueden ejercitarse en cualquier momento y, por tanto, en un momento inconveniente para el vendedor de la opción.

Un riesgo adicional para los inversores que vendan la opción es que no puedan conseguir el subyacente necesario cuando se ejercite la opción, o que no puedan conseguirlo si no es en términos muy desfavorables (en especial en cuanto al coste) a la vista de la situación del mercado.

Por ello, conviene recordar que la pérdida potencial puede exceder también el importe del margen constituido por el inversor.

h) *Riesgos especiales de las opciones que se negocian en mercados OTC*

Una posición que sea el resultado de la compra o venta de una opción OTC solo podrá liquidarse con el acuerdo de la contraparte.

i) *Riesgos especiales de las operaciones combinadas*

Una operación combinada es la celebración de dos o más contratos de opción sobre la base de un valor único, que se distinguen por el tipo de derecho de opción o por las características de la opción.

Existen muchas combinaciones posibles. Por ello, en este documento no se pueden describir los riesgos inherentes a todas las combinaciones. Por lo tanto, son los inversores quienes deben informarse sobre los riesgos inherentes a la combinación prevista.

No obstante, para toda operación combinada, la eliminación en un momento determinado de una o más opciones puede dar como resultado modificaciones considerables en la posición de riesgo del inversor.

j) *Riesgos especiales de las opciones "exóticas"*

En comparación con las opciones "tradicionales" de *call* y *put* que se describen más arriba, las opciones llamadas "exóticas" o "sintéticas" están sujetas a términos o condiciones adicionales. En ese sentido, presentan estructuras de pago que no pueden realizarse mediante ninguna combinación de opciones clásicas, con o sin valores subyacentes. Las opciones exóticas se presentan en forma de opciones OTC "a medida" y de opciones-certificados. Debido al abanico prácticamente ilimitado de combinaciones en materia de opciones exóticas, resulta imposible exponer con detalle los riesgos propios de cada caso. Antes de comprar o vender opciones exóticas, el inversor deberá informarse a fondo de los riesgos que presentan. La evolución de la cotización de una opción exótica puede diferir sensiblemente de la de una opción clásica debido a sus particularidades.

k) *Funcionamiento y rendimientos*

El contrato de opción puede cederse antes de la finalización de su término, conllevando o bien una plusvalía o bien una minusvalía según las características del subyacente y su evolución en el tiempo (volatilidad, precio, etc.). El contrato puede ser ejercitado, la rentabilidad dependiendo en ese caso del precio de ejercicio, del precio del subyacente y de la prima inicialmente abonada al emisor. El comprador de la opción puede dejar que el contrato expire, la pérdida equivaldrá entonces a la prima pagada.

ii. Operaciones a plazo

Una operación a plazo supone el compromiso de entregar o aceptar un determinado volumen de un subyacente concreto, en una fecha precisa (la fecha de vencimiento) y a un precio acordado en la suscripción del contrato.

Los subyacentes pueden ser: valores mobiliarios (acciones, obligaciones, materias primas, metales preciosos) o tipos de referencia (tipos de cambio, tipos de interés, índices ...). Los Futuros son contratos negociados en bolsa y estandarizados en lo que a la calidad del subyacente y al vencimiento de la operación se refiere. Las operaciones a plazo fuera de la Bolsa (*over-the-counter*, OTC) u operaciones *forward* son contratos no negociados en Bolsa que conllevan especificaciones estandarizadas o acordadas individualmente entre el comprador y el vendedor.

Características:

- Margen inicial exigido: ya se trate de la compra o de la venta futura de un subyacente, en el momento en que se celebra un contrato se fija un margen inicial (*initial margin*). Dicho margen se expresa, en principio, como porcentaje del contravalor del contrato.
- Margen complementario: en el transcurso de la duración del contrato se determina periódicamente un margen complementario (*variation margin*) que se exige al inversor. Representa las ganancias o las pérdidas contables resultantes de la modificación del valor contractual o del subyacente. El margen complementario puede alcanzar un importe varias veces superior a la cuantía del margen inicial. Las modalidades de cálculo del margen complementario, a lo largo de la duración del contrato o en caso de liquidación, varían en función de las normas bursátiles y de las especificaciones contractuales de cada caso. El inversor tiene que ejecutar inmediatamente las solicitudes del Banco para la constitución de un margen complementario.
- Liquidación: en principio, y mientras dure el contrato, el inversor puede, siempre que lo desee, cerrar o liquidar dicho contrato antes de su vencimiento, ya sea mediante la venta del mismo o mediante la celebración de un contrato contrario. La liquidación pone fin a las posiciones de riesgo contraídas; es entonces cuando se concretan las pérdidas y los beneficios acumulados hasta el momento de la liquidación.
- Ejecución: los contratos no cerrados a su vencimiento deben ser liquidados por las partes implicadas. En lo que se refiere a los contratos que tienen elementos patrimoniales como subyacente, en principio también pueden liquidarse mediante la entrega efectiva del subyacente o mediante una compensación en efectivo, mientras que los contratos que tienen tipos de referencia como subyacente (excepto divisas) no pueden ser liquidados mediante una entrega efectiva del subyacente. En el caso de la entrega efectiva del subyacente, la prestación contractual deberá proporcionarse de forma íntegra, mientras que si se procede a una compensación en efectivo, sólo habrá que pagar la diferencia entre el precio acordado en el momento de la celebración del contrato y el valor de mercado en el momento de la ejecución del mismo. Por eso el inversor necesita más liquidez para un contrato en el que se prevé una entrega efectiva del subyacente que para un contrato con pago en efectivo.



Riesgos:

a) *Modificación del valor del contrato o del subyacente*

El inversor incurre en un riesgo si los cambios que se producen en el valor real del contrato o en el valor del subyacente no se corresponden con las previsiones que había hecho el inversor cuando celebró el contrato.

Aunque el valor del contrato o del subyacente aumente, el vendedor a plazo deberá entregar el subyacente a cambio del precio acordado inicialmente, que podría ser bastante inferior a su cotización actual. Por lo tanto, para el vendedor el riesgo equivale a la diferencia entre el precio acordado en el momento de la suscripción del contrato y el valor de mercado el día de su vencimiento. Como el valor de mercado teóricamente puede crecer de forma ilimitada, el potencial de pérdida para el vendedor es también ilimitado y puede situarse bastante por encima de los márgenes exigidos.

Aunque el valor del contrato o del subyacente baje, el comprador a plazo deberá aceptar el subyacente al precio acordado en un principio, que puede ser claramente superior al valor de mercado actual. Para el comprador, el riesgo radica, por tanto, en la diferencia entre el precio convenido en el momento de la suscripción del contrato y el valor de mercado en la fecha de vencimiento. Así pues, el máximo riesgo de pérdida que puede sufrir el comprador viene limitado por el precio inicialmente acordado. Esta pérdida puede ser bastante superior a los márgenes exigidos.

Las operaciones se valoran regularmente (*mark-to-market*) y el inversor deberá disponer en todo momento de un margen de cobertura suficiente. En el caso de que durante la operación dicho margen resulte insuficiente, el inversor deberá aportar un margen complementario en un plazo de tiempo muy breve. De no hacerlo, su operación será liquidada por anticipado, en principio con pérdidas.

b) *Liquidación difícil o imposible*

Con el fin de limitar las fluctuaciones de cotización excesivamente pronunciadas, una bolsa puede establecer límites de precio a ciertos contratos. En tal caso, el inversor debe tener en cuenta que, cuando se alcanza un límite de precio, puede resultar extremadamente complicado cerrar el contrato, por no decir imposible momentáneamente. Por ello, antes de concertar una operación a plazo, todos los inversores deberían informarse sobre la existencia de tales límites de precios.

No siempre será posible (dependerá del mercado y de los términos en que se estipule la transacción) realizar operaciones que permitan alejar o reducir los riesgos relativos a una operación en curso.

En la medida en que sea posible realizarlas, las transacciones con pérdida limitada (*stop-loss*) tan solo se ejecutarán durante el horario de oficina del Banco. Estas no permiten limitar la pérdida al valor indicado, sino que se ejecutarán una vez se alcance dicho valor limitado en el mercado y entonces se convertirán en órdenes "por lo mejor".

Las opciones pueden negociarse en mercados secundarios. La opción confiere también un derecho a su comprador: en el caso de que éste manifieste su voluntad de realizar una transacción, el vendedor debe realizarla.

c) *Adquisición de un subyacente en ventas al descubierto*

La venta a plazo de un subyacente sin poseerlo a la conclusión de un contrato (venta al descubierto) supone además correr el riesgo de tener que adquirir el subyacente a un precio de mercado sumamente desfavorable para así poder, a su vencimiento, llevar a cabo el compromiso de la entrega efectiva del citado subyacente.

d) *Riesgos particulares vinculados a las operaciones a plazo en mercados OTC*

Para las operaciones a plazo en mercados OTC estandarizadas, el mercado en principio es transparente y líquido, y el cierre de los contratos por lo general no representa problema alguno. No hay mercado para las operaciones a plazo OTC, con especificaciones contractuales de común acuerdo. Por eso la liquidación tan sólo es posible con el consentimiento de las partes.

e) *Riesgo de pérdida total de la inversión*

Para una compra a plazo, la pérdida se limita al importe de la compra si el valor del subyacente disminuye. En cambio, en caso de venta a plazo al descubierto, es decir sin detener el instrumento en un portfolio, no existe ningún límite de pérdida potencial.

f) *Riesgo de insolvencia del emisor*

El riesgo de insolvencia del emisor consiste en la posibilidad de que ya no pueda hacer frente a sus obligaciones. La calidad del emisor es esencial en la medida en que es el responsable del reembolso del capital inicial. Cuanto más frágil sea la situación financiera y económica del emisor, mayor será el riesgo de ausencia de reembolso. Un elemento clave de respuesta a este problema es el rating, es decir la evaluación del riesgo, también denominada cualificación, establecida por una agencia de rating independiente. La notación no es un dato fijo y puede por lo tanto evolucionar durante la duración de vida del producto.

g) *Riesgos específicos de los productos forward exchange*

Las llamadas operaciones de *forward exchange* permiten la venta o la compra de una divisa en una fecha futura a un precio fijado en el momento de suscribir el contrato. El uso de este tipo de instrumento elimina el riesgo de cambio. Además, no es necesario pagar prima alguna a la conclusión del contrato. El principal riesgo para los inversores es la pérdida de beneficios si el tipo de cambio se comporta de forma más favorable que lo que tenía previsto el inversor cuando celebró el contrato.

h) *Funcionamiento y rendimiento*

El inversor debe constituir una garantía para constituir el margen inicial exigido. Dicho margen tiene como fin cubrir las pérdidas potenciales que podrían resultar de la transacción. Durante toda la duración del contrato, un margen complementario se determinará de manera periódica y será exigida por parte del inversor. Esta representa el beneficio o la pérdida contable resultante de la modificación del valor contractual o subyacente.

7) Productos estructurados o EMTN

Los productos estructurados son combinaciones de dos o más instrumentos financieros que juntos forman un producto nuevo. Al menos uno de estos instrumentos debe ser un derivado. Los productos estructurados que se negocian con mayor frecuencia son los que tienen una protección del capital. Dichos productos pueden negociarse en bolsa o en contratos privados. Debido a la multiplicidad de combinaciones posibles, cada producto estructurado tiene sus propios riesgos, puesto que los riesgos inherentes a cada uno de los instrumentos incluidos en ellos quedan atenuados, o incluso eliminados, o se ven incrementados por dicha combinación. Por ello, es responsabilidad de los inversores informarse de los riesgos específicos de cada producto estructurado en cuestión. Dicha información está disponible, por ejemplo, en folletos informativos, u hojas comerciales que describen el producto.

En principio, los EMTN únicamente pueden ser adquiridos por Clientes profesionales o contrapartes elegible.

i. Caso especial de los productos estructurados con protección del capital

En el caso particular de los productos estructurados con protección del capital, el inversor está asegurado de recuperar su inversión en el momento de su término. Dicha protección puede sin embargo influir sobre la rentabilidad en la medida en que, como cualquier inversión, cuanto menor sea el riesgo, mayor será el riesgo de disminución del rendimiento. La protección del capital se promete únicamente en el momento del término del producto estructurado y no se aplica en caso de salida anticipada. Esta protección del capital no se aplica en caso de insolvencia del emisor.

Características:

- **Doble componente:** estos productos suelen tener dos componentes: un producto de inversión de rentabilidad fija (por ejemplo, obligaciones o inversiones monetarias) y una opción o una combinación de opciones. Esto permite a los inversores beneficiarse del comportamiento del valor de uno o más subyacentes, mientras al mismo tiempo limitan el riesgo de pérdidas. El aspecto de protección del capital puede, en su caso, cubrir sólo una parte de los activos invertidos. Además, la parte de protección del capital y la parte de la participación accionarial pueden separarse en componentes distintos para asegurar la independencia de estos componentes, e incluso venderse por separado.
- **Capital:** total o parcialmente garantizado (a su vencimiento). El componente de protección del capital determina la proporción del valor nominal del producto que se devolverá a los inversores al vencimiento, independientemente de los cambios que se produzcan en el valor del componente accionarial.
- **Rentabilidad:** el componente opción o inversión directa en el activo subyacente determina la forma y la medida en que los inversores pueden beneficiarse de las fluctuaciones del valor del subyacente. Por ello, este componente permite evaluar el potencial de beneficios más allá del componente de protección del capital.
- **Flexibilidad:** los productos pueden adaptarse a las necesidades de cada Cliente y a cualquier clase de subyacente.

Ventajas:

Invertir en un mercado reduciendo el riesgo de pérdida de capital que podría existir con una inversión directa en el mismo mercado. Las rentabilidades pueden ser mayores que las de inversiones en el mercado monetario o en el mercado de renta fija con un nivel equivalente de protección.

Riesgos:

a) *Riesgos del componente de protección del capital*

La protección del capital se establece en función del valor nominal del producto y no de su precio de emisión o precio de compra en un mercado secundario. Por lo tanto, los inversores solo tendrán una garantía hasta el valor nominal del producto, de manera que protección del capital no significa necesariamente el rescate del 100 % del capital invertido.

En consecuencia, la protección se reduce si el precio de emisión o de compra es mayor que el valor nominal y, en conjunto, se incrementa si el precio de compra o de emisión es inferior al valor nominal, en especial cuando se suscribe a un valor distinto del par o como resultado de una operación posterior a la emisión inicial. La solidez de la garantía depende de la solidez del emisor. Por tanto, el capital no está garantizado a menos que el emisor de la garantía pueda cumplir con sus compromisos.

El riesgo máximo de pérdida queda, por tanto, limitado a la diferencia entre el precio pagado y la protección del capital que se concede al vencimiento final. No obstante, durante el ciclo de vida del producto, su precio puede caer por debajo del importe de la protección del capital, lo que incrementa el riesgo de pérdida en el caso de que se venda antes del vencimiento. La protección de capital se garantiza a los inversores sólo si el producto se mantiene en cartera hasta su vencimiento, pero no si se solicita un reembolso anticipado.

A la fecha de vencimiento, si el capital no está garantizado al 100 %, los inversores podrían no recuperar todos los fondos que originalmente habían invertido.

b) *Riesgo del componente opción/inversión directa*

Dependiendo de la evolución de los precios de los mercados financieros, este componente podría tener un valor cero al vencimiento. El riesgo inherente a este componente es el mismo que el riesgo de la opción, de las opciones combinadas o de la inversión directa utilizadas.



En contrapartida por la garantía del capital, los inversores reciben una rentabilidad inferior a la que hubieran obtenido mediante una inversión directa en el subyacente.

c) *Riesgo de liquidez*

En principio, la liquidez de la inversión solo está asegurada a partir de un importe determinado, a menudo a cambio de un *spread Bid/Offer* (margen Oferta/Demanda) o mediante una penalización por cancelación anticipada.

ii. Caso especial de los productos estructurados sin protección de capital de tipo reverse convertibles o certificados de descuento

Características:

El inversor debe informarse de los riesgos específicos de cada instrumento consultado entre otros el folleto que se pone a disposición del público sin gasto alguno según las modalidades previstas en el mismo.

- Producto a plazo: los inversores reciben un cupón garantizado en una moneda determinada, pero aceptan un riesgo sobre su capital al vencimiento.
- Subyacente: acciones, índices, cestas, etc.
- Capital: garantizado si el valor de mercado del subyacente no es inferior al precio de ejercicio al vencimiento.
- Rescate: en efectivo o mediante la entrega del subyacente, a un precio de ejercicio predeterminado, si el precio ha subido o bajado. Al vencimiento, si el valor del subyacente es superior al precio de ejercicio, los inversores reciben el cupón garantizado más el 100 % del capital invertido inicialmente (en efectivo). Si el valor del subyacente es inferior al precio de ejercicio, los inversores reciben el cupón garantizado más el subyacente al precio de ejercicio.
- Flexibilidad: los productos pueden adaptarse a cualquier tipo de subyacente.

Ventajas:

Ingresos superiores a la inversión en productos del mercado monetario.

En principio, se trata de inversiones a corto plazo, de manera que es más fácil evaluar los posibles ingresos.

Riesgos:

a) *Riesgo de capital*

No está garantizada la protección del capital si, al vencimiento, los inversores reciben el subyacente en lugar del capital invertido.

El riesgo a este nivel está estrechamente vinculado a la evolución del valor de mercado del subyacente.

b) *Riesgo de liquidez*

La liquidez de la inversión sólo se garantiza a partir de un importe determinado.

c) *Riesgo de cambio*

Para los productos denominados en moneda distinta de la moneda del subyacente, los inversores están expuestos a un riesgo de cambio adicional.

d) *Riesgo de pérdida total de la inversión*

Debido a las distintas combinaciones posibles, cada producto estructurado presenta mecanismos particulares. Incumbe al inversor informarse sobre el funcionamiento propio del producto estructurado correspondiente. Dichas informaciones están disponibles en la *termsheet* que describe el producto.

e) *Funcionamiento y rendimientos*

Debido a las distintas combinaciones posibles, cada producto estructurado presenta mecanismos particulares. Incumbe al inversor informarse sobre el funcionamiento propio del producto estructurado correspondiente. Dichas informaciones están disponibles en la *termsheet* que describe el producto.

8) Productos sintéticos

Los productos sintéticos son inversiones pasivas y certificados en su mayor parte, que habitualmente tienen la misma estructura de pérdidas y beneficios que determinados instrumentos de inversión tradicionales (acciones y obligaciones). Los productos sintéticos son una combinación de dos o más instrumentos financieros en un mismo producto. Los certificados relativos a cestas que engloban una selección y una cantidad determinadas de acciones constituyen el ejemplo típico.

Los productos sintéticos se negocian en o fuera de la Bolsa.

Debido a la multiplicidad de combinaciones posibles, cada producto sintético presenta sus propios riesgos. No obstante, en términos generales es importante recordar que los riesgos de los productos sintéticos no son necesariamente los mismos que los riesgos de los instrumentos financieros incluidos en estos productos. Por ello, antes de comprar este tipo de productos, es muy importante informarse sobre los riesgos con exactitud, por ejemplo, leyendo las características del producto.

El inversor debe informarse acerca de los riesgos específicos de cada instrumento consultando entre otros el folleto, que se pone a disposición del público sin gasto alguno según las modalidades previstas en el folleto.



Inversiones pasivas (por ejemplo, BLOC warrants, DOCU, GOALS)

Características:

- Pérdidas limitadas: cuando se compra una inversión pasiva, el inversor adquiere un subyacente (acciones, obligaciones o divisas) y simultáneamente suscribe una opción *call* sobre el mismo instrumento. Los inversores reciben una prima a cambio. La prima limita sus pérdidas en el caso de que caiga el precio del subyacente.
- Potencial de beneficios limitado: el potencial de beneficios por plusvalía sobre el subyacente está limitado al precio de ejercicio de la opción.
- Garantía: para las inversiones pasivas tradicionales, los inversores están obligados a aportar el subyacente en garantía, con lo que se convierten en inversores pasivos.
- Inversión pasiva sintética: este tipo de inversión se apoya en la idea de reproducir o replicar inversiones pasivas tradicionales. Pero dicha reproducción se obtiene mediante una única operación. El subyacente se adquiere y el *call* se emite de forma sintética, mediante derivados. El precio de compra de dicho producto es equivalente al precio del subyacente, menos la prima que se recibe por la venta del *call*. Por tanto, el producto se vende a un precio más ventajoso que el subyacente.
- Cumplimiento: al vencimiento, el contrato se ejecuta, bien mediante pago en efectivo, o bien mediante la entrega física del subyacente. Si el precio del subyacente es superior al precio de ejecución, los inversores reciben un importe en efectivo. Si es inferior al precio de ejercicio, se entrega físicamente el subyacente a los inversores.

Ventajas:

Al vender un *call* (inversión pasiva tradicional) o mediante la inclusión del producto de la venta del *call* en el precio del producto (inversión pasiva sintética), una bajada del precio del subyacente al vencimiento conlleva una pérdida menor que la que se hubiera sufrido de haber invertido directamente en el subyacente.

Riesgos:

Al contrario que en los productos estructurados con capital garantizado, las inversiones pasivas sintéticas no ofrecen protección contra pérdidas de valor del subyacente.

Por ello, si el precio del subyacente aumenta y al vencimiento es superior al precio de ejercicio de la opción, los inversores recibirán el precio fijado inicialmente, en forma de pago en efectivo. Si el valor del subyacente al vencimiento no alcanza la previsión que el inversor había hecho al comprar el producto, la rentabilidad del producto puede ser inferior a la que hubiera obtenido de una inversión en el mercado de capitales con el mismo vencimiento.

Si el precio del subyacente al vencimiento es igual o inferior al precio de ejercicio de la opción, los inversores pueden recuperar el subyacente. Por consiguiente, la pérdida potencial que pueden sufrir los inversores está vinculada a la caída potencial en el valor de mercado del subyacente hasta el vencimiento. El riesgo de pérdida es por tanto ilimitado, como si los inversores hubieran invertido directamente en el subyacente.

Sin embargo, la prima de la opción limita las consecuencias de una posible pérdida de valor del subyacente.

9) Certificados/EMTN (por ejemplo, PERLES)

En principio, los EMTN únicamente pueden ser adquiridos por Clientes profesionales o contrapartes elegibles.

Características:

- Diversificación: el certificado permite al inversor adquirir un derecho de crédito basado en diversos subyacentes, o cuyo valor se compone de diversos indicadores.
- Algunos certificados vigentes:
 - Certificados de índices: reflejan la totalidad de un mercado y están basados en un índice oficial (por ejemplo, DAX, CAC, etc.).
 - Certificados regionales: compuestos por índices o por sociedades de una región determinada (por ejemplo, Europa del Este, Pacífico, etc.).
 - Certificados "cesta": constituidos por una selección de sociedades nacionales o internacionales de una única rama (por ejemplo, biotecnología, telecomunicaciones, etc.), índices, obligaciones y otros subyacentes.
- Garantía: estos certificados están garantizados.
- Vencimiento y negociabilidad: el vencimiento de estos certificados suele estar entre uno y tres años. No obstante, estos certificados pueden negociarse en cualquier momento.
- Plazo limitado: incorporados a títulos, los certificados tienen un plazo de validez limitado.
- Derechos del inversor: no hay derechos de voto ni a dividendos o intereses vinculados al subyacente.
- Rescate: el rescate se produce al vencimiento, y se basa en:
 - un determinado importe por punto del índice, en el caso de un certificado de índice;
 - la diferencia entre el valor de mercado al vencimiento y el precio de ejercicio, en el caso de certificados regionales o de cesta.

Ventajas:



Incluso con una contribución modesta, la inversión puede repartirse entre diversos vehículos de inversión o factores de riesgo, reduciendo así el riesgo.

Este tipo de producto ofrece el mismo potencial de pérdidas y beneficios que una inversión directa comparable en el subyacente, pero con la diversificación del índice se puede limitar, e incluso eliminar, los riesgos específicos de las sociedades del índice, y con ello limitar el riesgo de pérdida total de la inversión.

En principio, son productos poco costosos (especialmente porque estos productos no dan derecho a dividendos o intereses, y no llevan aparejados derechos de voto).

Riesgos:

a) *Transferencia de riesgos*

La inversión en certificados de índices, regionales o de “cesta” presenta los mismos riesgos de pérdidas que la inversión directa en las acciones correspondientes. No obstante, hace posible diversificar dichos riesgos.

Los riesgos, sin embargo, no desaparecen totalmente y pueden transmitirse al mercado o a la rama a la que se refiere el certificado.

b) *Ausencia de derechos*

Al contrario que en las inversiones directas, los inversores no disfrutan de derechos de voto ni perciben dividendos o intereses aparejados a sus subyacentes.

En consecuencia, un descenso de la cotización del valor del certificado no puede ser compensado por el pago de dividendos o intereses.

c) *Riesgo emisor*

Además del riesgo de insolvencia de las sociedades constituidas como subyacente del certificado, los inversores están expuestos al riesgo del emisor, el riesgo crediticio del banco que emite los certificados.

d) *Riesgo del apalancamiento*

En principio, el apalancamiento de los certificados reacciona de manera proporcionalmente superior a los cambios en el precio de los productos subyacentes y por ello ofrece, durante su vigencia, un potencial de beneficios más alto, pero al mismo tiempo, también mayores pérdidas potenciales. El riesgo inherente a la compra de un certificado se incrementa con su grado de apalancamiento. En principio, dichos certificados tienen mayor volatilidad que los certificados tradicionales y pueden perder la totalidad de su valor con mucha rapidez.

e) *Riesgo de pérdida total de la inversión*

Los riesgos de los certificados son en principio los mismos que los de los subyacentes. Si estos últimos se someten a un riesgo de pérdida total de la inversión, el certificado lo será igualmente.

f) *Funcionamiento y rendimientos*

Los certificados siguen la evolución del curso del subyacente y tienen la misma rentabilidad. Será por lo tanto necesario referirse a la descripción del funcionamiento y de los rendimientos del subyacente.

10) Inversiones “alternativas” e IIC *off-shore*

Por “inversión alternativa” se entiende, por ejemplo, una inversión en IIC y fondos de participación nacionales y extranjeros que se diferencia de las inversiones tradicionales en acciones y obligaciones por su estilo de inversión. Las formas más conocidas de inversión “alternativa” son, por ejemplo, los *hedge funds*, cuya estrategia de inversión activa incluye habitualmente ventas al descubierto, apalancamiento o instrumentos financieros derivados, y una libertad de elección mucho mayor entre los métodos de inversión. Los compromisos en *private equity funds* (capital-riesgo, financiación de compras de sociedades) también forman parte de esta categoría. El término IIC *off-shore* hace referencia a IIC domiciliadas en centros *off-shore*, como son, entre otros, Bahamas, Bermudas, las Islas Caimán, Panamá o las Antillas holandesas.

En el marco de una gestión alternativa, los activos también pueden invertirse directamente en instrumentos financieros (acciones, obligaciones a tipos fijos o flotantes, o de cupón cero o convertibles, e instrumentos del mercado monetario). La elección de los instrumentos financieros no estará limitada ni en el ámbito industrial, sectorial o geográfico, ni en lo referente a los tipos de valores o de instrumentos, ni en cuanto a las divisas en las que están denominados ni en los instrumentos financieros que reproducen la rentabilidad de los índices.

En general, la gestión alternativa prefiere no comparar sus rentabilidades con las de un índice o un índice de referencia: su objetivo es una rentabilidad absoluta (positiva). La gestión alternativa se basa en una extensa gama de estrategias de inversión cuya clasificación es arbitraria en cierto modo. Además, numerosas IIC aúnan diversos estilos en su gestión cotidiana, o bien practican métodos de gestión que incluyen características pertenecientes a más de uno de los grandes estilos descritos bajo estas líneas. Cada uno de esos estilos presenta un perfil de rentabilidad, riesgo y correlación (o riesgo de mercado) particular.



11) Hedge Funds

Los *hedge funds* tienen libertad para elegir los productos y los mercados (incluyendo los mercados emergentes) en los cuales quieren invertir, así como el método de negociación. En general, dichos fondos establecen importes mínimos de inversión bastante altos para los inversores. A menudo, la remuneración de los gestores de estos fondos está vinculada a los resultados del fondo.

Su estrategia básica consiste en reducir el riesgo de una posición larga en una cartera de títulos mediante la venta al descubierto de otros valores. Tras disminuir así su exposición al riesgo de mercado, realizan un apalancamiento para aumentar la rentabilidad. A menudo adoptan posiciones largas en títulos considerados infraponderados, y cortas en posiciones consideradas de peor calidad. La parte corta también puede estar formada por posiciones sobre "índices". Puede realizarse una distinción más detallada entre:

- Acciones u obligaciones cortas/largas: refleja claramente el estilo tal y como se ha expuesto anteriormente. El *stock picking* es la primera fuente de rentabilidad de este tipo de IIC y en general es fruto de un análisis fundamental.
- Los fondos de crecimiento agresivo invierten en acciones que supuestamente deberían experimentar una aceleración del crecimiento de los ingresos, de ahí que muy a menudo se decanten por las empresas de pequeña capitalización (*small caps*). Es frecuente que IIC especializadas en un determinado sector (tecnológico, de medios de comunicación, de telecomunicaciones...) entren a formar parte de esta categoría.
- Los fondos Value invierten en títulos considerados fuertemente infraponderados por diversas razones con respecto a su valor intrínseco.
- Los fondos conocidos como *market neutral* invierten de forma equilibrada en posiciones largas y cortas. Su objetivo es minimizar la correlación con el mercado. Esta estrategia depende en gran medida de un buen análisis fundamental y del *stock picking*, pero sobre todo de un análisis en profundidad de los riesgos. La parte corta consiste por lo general y esencialmente en posiciones en "acciones".
- *Short Sellers*: son IIC que únicamente practican la venta al descubierto. Buscan entre títulos considerados sobreponderados y de los que se espera un desplome de su valor. Su principal criterio de selección es el deterioro de los fundamentales del emisor.
- *Event Funds*: aprovechan determinados acontecimientos que salpican la vida de las empresas, como son reestructuraciones, fusiones o escisiones (*spin-off*). Por lo general, las tendencias del mercado no influyen demasiado en este tipo de estrategia.
- Las IIC con una estrategia de inversión oportunista aprovechan las OPV, OPA, sorpresas en los beneficios y otros sucesos puntuales que afectan al emisor.
- Los fondos de *distressed securities* invierten en títulos, principalmente créditos bancarios o sobre obligaciones, fuertemente infravalorados por quiebras, o durante planes de rescate. Este tipo de estrategia se emplea sobre todo en los Estados Unidos, donde la legislación es favorable a ello.
- Arbitrajistas: se valen de las imperfecciones del mercado para generar rentabilidades. Tratan de identificar los diferenciales de precio o de rentabilidad que la situación económica del emisor no justificaría. Entran en el mercado cuando detectan una probabilidad alta de que dichas anomalías vayan a desaparecer. A veces son denominados *relative value funds*.

Entre ellos encontramos:

- *Fixed income arbitrage* o arbitraje de renta fija: que localiza las anomalías de precios en los mercados de renta fija.
- *Convertible bond arbitrage* o arbitraje de bonos convertibles: el arbitraje se realiza entre una obligación convertible, larga por lo general, y la acción, normalmente más corta.
- *Mortgage-backed securities* o títulos respaldados por valores hipotecarios: se benefician de las anomalías que surgen en el mercado de títulos hipotecarios (así como de los instrumentos derivados de ellos) en los Estados Unidos.
- *Merger* arbitraje o arbitraje de fusiones: se concentra en las OPA y en las fusiones.
- Traders/CTA (*commodity trading advisors*): adoptan posiciones tanto largas como cortas con un gran apalancamiento.
- En los mercados (acciones, obligaciones, futuros, materias primas, divisas ...). En general, estas IIC no adoptan posiciones a largo plazo por adelantado y procuran aprovechar las fluctuaciones de precios excesivas a corto plazo, o seguir tendencias (*trend followers*). Su correlación con los mercados de acciones y obligaciones no es muy elevada. De ese modo:
 - Las IIC sistemáticas invierten siguiendo un modelo informático y cuantitativo.
 - Las IIC discretionales se basan más en un análisis fundamental del mercado.
- *Macro players*: son IIC que juegan con las grandes tendencias macroeconómicas y siguen una estrategia oportunista. Para ello se basan en un análisis fundamental macroeconómico y calculan las reacciones de los mercados a los cambios de política económica (tipos de interés, movimiento de las divisas ...). Invierten en todos los tipos de activos financieros y en todos los mercados en función de las oportunidades. También recurren al apalancamiento.
- Situaciones especiales: aprovechan situaciones muy especiales y, en ocasiones, llegan incluso a crear la situación, por ejemplo, obligando a la dirección de una sociedad a invalidar su estrategia. Se habla también de *niche players*.
- Los fondos oportunistas carecen de una estrategia fija y simplemente aprovechan las oportunidades de rentabilidad que van descubriendo.
- Los fondos de fondos son IIC que invierten en otras IIC alternativas, que pueden estar activas en uno o varios de los segmentos descritos sobre estas líneas. El conjunto de estas estrategias también puede ser objeto de una clasificación geográfica y sectorial, al igual que las IIC tradicionales.



Cada fondo tiene sus propios riesgos, de manera que resulta imposible ofrecer en este documento un informe exhaustivo de los riesgos relativos a inversiones en este tipo de productos. Solo es posible dar unas indicaciones. Se recomienda al inversor que se informe sobre cada producto, antes de invertir en ellos, por ejemplo, consultando el folleto informativo del fondo.

El inversor debe informarse sobre los riesgos específicos de cada instrumento consultando entre otros el folleto que se pone a disposición del público sin gasto alguno según las modalidades previstas en el mismo folleto.

Riesgos:

a) *Apalancamiento*

En este ámbito las estrategias de inversión pueden estar asociadas a riesgos elevados. Por ejemplo, a causa de los apalancamientos, un leve movimiento del mercado puede generar importantes beneficios o pérdidas sustanciosas. En ciertos casos puede llegar a desaparecer la totalidad de la inversión.

b) *Ventas al descubierto (Short Sales)*

Las IIC en las que invierte el Banco por cuenta del Cliente pueden efectuar ventas al descubierto de títulos que podrían exponer la parte de los activos de la IIC comprometida en tales actividades a un riesgo ilimitado, debido a que no existe un límite máximo para el precio que pueden alcanzar estos títulos. Sin embargo, las pérdidas quedarán limitadas al importe invertido en la IIC en cuestión.

c) *Falta de transparencia*

A menudo, el valor liquidativo de dichos instrumentos de inversión no es conocido en el momento en que el inversor decide entrar o salir de esas inversiones. Ello se justifica por el hecho de que antes de realizar este tipo de operación, en principio se tiene que dar un preaviso. Por consiguiente, resulta imposible calcular el valor liquidativo antes de que la inversión haya sido realizada o deshecha.

Además, el inversor que recurre a inversiones “alternativas” suele disponer de poca información al respecto. En ocasiones, las estrategias extremadamente complejas de las IIC carecen de transparencia para los inversores. Los cambios de estrategia que pueden desembocar en un considerable aumento de los riesgos son frecuentemente mal entendidos por los inversores y a veces incluso totalmente subestimados.

d) *Una liquidez potencialmente limitada*

Las inversiones “alternativas” presentan grados de liquidez muy diversos. La liquidez puede ser extremadamente limitada. La mayoría de estas inversiones está sometida a límites o plazos de venta (*lockup periods*), o conllevan una penalización en caso de venta antes de dichos plazos. Esto se explica por la escasa liquidez de las inversiones en las que invierten este tipo de instrumentos, pensados más para el largo plazo. Por otro lado, entre las técnicas utilizadas en el marco de las inversiones alternativas, muchas están relacionadas con instrumentos de inversión que no son líquidos o que están sometidos a restricciones jurídicas de transferencia o de otro tipo. Por tanto, es posible que solo puedan venderse las inversiones alternativas en plazos o en fechas determinados, después de un período de preaviso de varias semanas, por ejemplo cuatro veces al año, en fechas específicas. Debido a la diferencia entre el tipo vendedor y el tipo comprador, el resultado de la venta puede no corresponder con el valor liquidativo del instrumento.

En el marco de los *hedge funds*, los reembolsos solo pueden realizarse mensual, trimestral o anualmente. Para los fondos de *private equity*, el período de *lock-up* puede alcanzar una duración superior a 10 años.

e) *Valoración de las IIC*

El valor liquidativo de las IIC en las que se efectúan las inversiones no se revisa (excepto el que se calcula al final de un ejercicio social). Por lo tanto, para valorar las citadas IIC, el Banco se basa principalmente en informes financieros no revisados emitidos por las citadas IIC, por agentes administrativos y/o por los creadores de mercado. En el caso en que las informaciones financieras utilizadas por las IIC para determinar su propio valor liquidativo fueran incompletas o inexactas, o si dicho valor liquidativo no reflejara el valor de las inversiones realizadas por las IIC, la valoración de estos activos sería inexacta.

f) *Ausencia de Bancos Depositarios*

Para ciertas IIC en las que se invierten los activos, ejerce la función de depositario un agente en lugar de un banco. Estos agentes no disfrutan, en ciertos casos, de la misma calificación crediticia que un banco. Además, y a diferencia de los bancos depositarios, que operan en un entorno regulado, estos agentes tan solo asumen tareas de custodia de los activos, pero ninguna obligación reglamentaria de vigilancia.

g) *Comisiones de rentabilidad*

Debido a la especial naturaleza de estas IIC, varias de ellas, incluso la mayor parte, pueden establecer comisiones de rentabilidad.

h) *Regulación mínima*

Muchas de las IIC de este sector se encuentran domiciliadas en un centro *off-shore* (IIC *off-shore*). Por este motivo, con frecuencia se hallan sometidas a una reglamentación mínima. En la ejecución de órdenes de compra o de venta de participaciones de estas IIC pueden ocurrir numerosos problemas o retrasos frente a los cuales el Banco no asume responsabilidad alguna. No está garantizado que sus derechos puedan aplicarse sistemáticamente.

i) *Riesgos adicionales inherentes a los fondos de capital privado (private equity funds)*

Las inversiones en *private equity* presentan los siguientes riesgos adicionales: No se garantiza una rentabilidad al inversor.

El inversor asume el riesgo de no recuperar la totalidad del capital invertido, o incluso perderlo todo. El comportamiento pasado de estas inversiones no constituye ninguna garantía de su comportamiento futuro, en especial porque el entorno de inversión está en constante cambio (nuevos sectores geográficos, nuevos campos de



especialización, etc.).

En particular, una recuperación económica con frecuencia crea fuerte competencia en el ámbito de las adquisiciones de sociedades, mientras que en el ciclo bajista del mercado resulta difícil liquidar dichas inversiones.

Escasa liquidez:

Estos fondos tienen por regla general una duración de entre 7 y 15 años. No existe un mercado secundario reconocido para este tipo de inversiones. Por consiguiente, la penalización por retirarse de un fondo de *private equity* (que puede exigir pagos durante varios años) puede ser muy severa, hasta incluso la cancelación de todos los derechos sobre los importes ya invertidos en este tipo de inversiones.

En cuanto a la disponibilidad prometida de capitales, los inversores deben prestar especial atención a los plazos de notificación, generalmente muy cortos (a veces de sólo siete días), y asegurarse de que disponen de liquidez suficiente que pueda movilizarse con poco tiempo de notificación previa en el caso de que se reclame un ingreso de capital.

j) Riesgo de pérdida total de la inversión

Los fondos de inversión están sometidos a un riesgo vinculado al curso de las inversiones subyacentes y a la diversificación de los fondos.

En el caso de que el mercado sufra estrés, en función de la diversificación del fondo, el inversor puede perder la parte correspondiente a los activos en quiebra o que falten.

k) Funcionamiento y rendimientos

La rentabilidad de las inversiones de un fondo depende, entre otros, de las aptitudes del gestor y de la calidad de sus decisiones. Errores de apreciación o un cambio de tendencia de los mercados pueden conllevar minusvalías.

Antes de invertir en un fondo, el inversor deberá consultar el folleto, el documento relativo a las informaciones esenciales del inversor, los informes anuales, semestrales y mensuales. Encontrará en ellos una descripción de las características y de los riesgos esenciales, así como los gastos derivados de la gestión por el fondo. Dichos gastos tendrán naturalmente un impacto sobre la rentabilidad.