



# MiFID

Naturaleza y Riesgos de los Instrumentos  
Financieros

## **1 Introducción.**

Este capítulo proporciona a los clientes o posibles clientes de Banca Pueyo, S.A. información adecuada sobre la naturaleza de los instrumentos financieros y de los riesgos asociados con la inversión en los mismos, de modo que los clientes puedan adoptar cada decisión de inversión sobre la base de una información adecuada, sujetos a la DIRECTIVA 2004/39/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

De acuerdo con el artículo 19.(3) de la Directiva MIFID (Normas de conducta para la prestación de servicios de inversión a clientes)

*“3. Se proporcionará a los clientes o posibles clientes de manera comprensible información adecuada sobre:*

*- los instrumentos financieros y las estrategias de inversión propuestas; esta información debería incluir orientaciones y advertencias apropiadas acerca de los riesgos asociados a las inversiones en esos instrumentos o en relación con estrategias de inversión particulares”*

Además, de acuerdo con el artículo 31 (Información sobre instrumentos financieros) de la DIRECTIVA DE LA COMISIÓN por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento aplicables a las empresas de inversión, y términos definidos a efectos de dicha Directiva (en adelante, “Directiva MIFID de Segundo Nivel”)

*“Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión proporcionen a clientes o posibles clientes una descripción general de la naturaleza y riesgos de los instrumentos financieros, teniendo en cuenta, en especial, la categorización del cliente como cliente minorista o cliente profesional. Esa descripción deberá explicar las características del tipo específico de instrumento considerado, así como los riesgos inherentes a ese tipo de instrumento concreto, de manera suficientemente detallada para permitir al cliente adoptar decisiones de inversión de forma fundamentada.”*

Como consecuencia de cualquier cambio importante en la naturaleza o riesgos asociados a los diferentes instrumentos financieros, este documento será actualizado y comunicado a los clientes en cualquier momento, y al menos, anualmente.

## **2 Naturaleza de los instrumentos financieros.**

### **2.1 Acciones**

Las acciones representan una parte proporcional del Capital Social de una Sociedad Anónima, que otorgan a sus tenedores la condición de socios propietarios de la misma, en proporción a su participación. Sin embargo, el hecho de que esta condición, junto a un conjunto de derechos, también conlleva una serie de «obligaciones o responsabilidades» asociadas.

Las acciones pueden estar representadas por títulos físicos o por anotaciones en cuenta, aunque esta última modalidad es la única posible para las Sociedades admitidas a negociación en las Bolsas de Valores. Por tanto, para las compañías cotizadas, la titularidad de las acciones se produce a través de la asignación de las denominadas referencias de registro que se mantienen en una entidad depositaria.

Las acciones pueden clasificarse atendiendo a diferentes criterios. Según los derechos que intrínsecamente incorporan —decisión que corresponde al emisor— y al margen del evidente derecho a obtener el valor de su venta y recibir información de la sociedad, las modalidades más comunes son:

- **Acciones ordinarias:** Confieren a sus propietarios el derecho económico, por un lado a participar en la distribución de los beneficios de la sociedad —dividendos— y, si llegara el caso, en el producto de la liquidación de la misma. Incorporan el derecho político de asistencia y voto en las Juntas de Generales de Accionistas, así como el derecho de suscripción preferente. Son las más habituales en el mercado de valores español.
- **Acciones privilegiadas:** Incluyen algún privilegio económico adicional al de las acciones ordinarias, por lo general un mayor dividendo mediante una participación especial en los beneficios. Estas emisiones son escasas en nuestro mercado y en ningún caso deben confundirse con las Participaciones Preferentes.
- **Acciones sin voto:** Conllevan los mismos derechos que las acciones ordinarias, excepto el de voto en las Juntas Generales. Como contraprestación, se confiere el derecho a un dividendo mínimo —fijo o variable—, adicional al distribuido para las ordinarias. Este dividendo mínimo garantizado es preferente (se paga antes que el dividendo ordinario) y acumulativo (si no se pudiera pagar ese año, se pagaría dentro de los cinco siguientes). Son escasas en la práctica.

- Acciones rescatables: Se trata de acciones que pueden ser amortizadas o rescatadas por la sociedad emisora a solicitud de ésta, de los accionistas, o de ambos: esto las diferencia de los demás tipos de acciones, que tienen una duración indeterminada. En los acuerdos de emisión se fijan las condiciones para el ejercicio de rescate, pudiendo hacerse con cargo a beneficios, reservas libres o emitiendo nuevas acciones o bien reduciendo capital con devolución de aportaciones.

Hay que señalar que en caso de que sólo el emisor tenga el derecho al rescate, éste no podrá ejercitarse sino a partir de los 3 años de la emisión de las acciones.

Las acciones son valores negociables, es decir transmisibles, sin embargo y como se explica posteriormente, las condiciones en las que se puede realizar la transmisión son bien distintas según se trate de acciones Cotizadas y no Cotizadas.

Adicionalmente, cuando se produce una ampliación de capital nos encontramos con acciones viejas y nuevas —las procedentes de la ampliación—, aunque esta distinción se extingue con el tiempo, pues las nuevas que inicialmente tienen un derecho al dividendo menor en función de la fecha de desembolso, al cierre de ejercicio se equiparan pasando a tener los mismos.

### **Las acciones cotizadas**

Las sociedades que tienen sus acciones cotizando en las Bolsas de Valores, cumplen una serie de requisitos tendentes a garantizar la liquidez de las mismas —aunque evidentemente, existen importantes diferencias entre las acciones de unas compañías y otras—. Esto significa que en general la inversión se puede deshacer en cualquier momento, que existe una valoración objetiva (precio de mercado) de la misma, y que el inversor no está obligado a buscar un comprador de sus acciones pues el mercado aporta instantáneamente estas contrapartidas.

Todas ellas son ventajas para el inversor, con las que no cuentan las acciones de compañías no cotizadas.

Para que una sociedad sea admitida a cotización debe cumplir una serie de requisitos. El procedimiento para su admisión varía según los valores sean nacionales o extranjeros, negociados en el primer o segundo mercado, etc. La admisión a negociación en las bolsas españolas, requiere en general la verificación previa por parte de la CNMV del cumplimiento de los requisitos legales.

Adicionalmente deben cumplir con las condiciones de admisión exigidas por el Reglamento de Bolsas, que para el primer mercado son las siguientes:

- Tener una cifra de capital igual o superior a 1.202.024,21 euros, sin considerar la tenencia de aquellos accionistas con paquetes iguales o superiores al 25% del capital social —requisito mínimo de capital—.
- Además han de existir al menos 100 accionistas, con participación individual inferior al 25% del capital —requisito mínimo de difusión—.

- Existencia de beneficios en los dos últimos años o en tres no consecutivos en un periodo de cinco, de forma que haya sido posible repartir un dividendo de al menos el 6% del nominal después de impuestos y dotada la reserva legal. Este requisito podrá excepcionarse cuando la sociedad aporte un informe de su Consejo de Administración sobre la evolución de sus beneficios en ejercicios venideros, como en el caso de las compañías del «nuevo mercado» y sociedades de nueva creación en general.

Al margen de estos requisitos mínimos, la CNMV vigila la liquidez de las compañías cotizadas promoviendo la exclusión de aquellas que, por distintas circunstancias, no ofrecen una garantía de liquidez razonable para el inversor.

A partir de que las acciones de la sociedad han sido admitidas a cotización, queda sometida a todo el régimen sobre requisitos de admisión, contratación, permanencia y exclusión de negociación. Asimismo, queda sometida a las normas sobre obligatoriedad de comunicar las participaciones significativas, información pública periódica, hechos relevantes, etc.

Por otra parte, en los informes de analistas y en los medios de comunicación en general es frecuente encontrar calificaciones, que de alguna forma también clasifican a las compañías cotizadas. Hay que ser cautos con estos conceptos pues no dejan de ser clasificaciones subjetivas, donde en general nunca se establecen los límites de lo que se considera cada cosa.

Nos referimos a Valores estrella o «blue chips» (en alusión a compañías de elevada capitalización bursátil y alta liquidez), frente a los conocidos coloquialmente como «chicharros» o valores especulativos (empresas de cualquier sector, por lo general de pequeño o mediano tamaño y baja capitalización, con alto componente especulativo y por tanto elevado riesgo).

O también a distinciones como la de valores cíclicos frente a no cíclicos, refiriéndose a que la generación de beneficios está ligada al carácter cíclico de su actividad, o más recientemente aquellas que dividen a las empresas en compañías de crecimiento, de valor, etc.

## **2.2 Renta fija.**

Los activos de renta fija se corresponden con un amplio conjunto de valores negociables que emiten las empresas y las instituciones públicas, y que representan préstamos que éstas entidades reciben de los inversores. Así pues, la renta fija no confiere derechos políticos a su tenedor, sino sólo derechos económicos, entre los que cabe destacar el derecho a percibir los intereses pactados y a la devolución de la totalidad o parte del capital invertido en una fecha dada, dependiendo de si es renta fija simple o no. Un inversor en renta fija se convierte en acreedor de la sociedad emisora, mientras que el accionista es un socio propietario de una parte del capital social. Esta diferencia no es trivial, pues:

- En caso de liquidación de la sociedad, el acreedor tiene prioridad frente a los socios.

- El accionista cuenta con una serie de derechos cuyo ejercicio requiere un mayor compromiso que los del inversor en renta fija: mayor seguimiento de la información, participación en su caso en la Junta General de Accionistas o delegación del voto, etc.

Aunque tradicionalmente en la renta fija los intereses del préstamo estaban establecidos de forma exacta desde el momento de la emisión hasta su vencimiento, actualmente existen otras posibilidades más sofisticadas. Frecuentemente los intereses son variables estando referenciados a determinados indicadores, generalmente tipos de interés (Euribor, etc.), índices bursátiles, o incluso a la evolución de una determinada acción, índice, etc., teniendo a veces otras características especiales.

### 2.2.1 Deuda Pública.

Son valores de renta fija, emitidos por el Estado, las Comunidades Autónomas y otros Organismos Públicos. En general son valores muy líquidos y con un bajo riesgo de crédito (la deuda pública emitida por el Estado español tiene otorgada la máxima calificación crediticia, por parte de las agencias calificadoras más prestigiosas).

El mercado de deuda pública no está supervisado por la CNMV, sino que es gestionado por el Banco de España (a través del CADE, Central de Anotaciones en Cuenta).

Dependiendo de los plazos y las características, hay distintos tipos de deuda pública:

- Letras del Tesoro.

Son activos a corto plazo (máximo 18 meses) emitidos por el Estado a través de la Dirección General del Tesoro. Siempre son al descuento y se representan exclusivamente mediante anotaciones en cuenta, sin que exista el título físico.

El Tesoro emite regularmente estos valores a través de subastas competitivas, como método de financiación del Estado. Actualmente se ofrecen dos tipos de Letras en función de su plazo de vencimiento: a 12 y 18 meses. El inversor puede tramitar sus operaciones, tanto en el mercado primario como en el secundario, a través de cualquier entidad financiera, y también a través del Banco de España mediante las cuentas directas de deuda del Estado. El importe mínimo de cada petición es de 1.000 euros, y las peticiones por importe superior han de ser múltiplos de esta cantidad.

Algunas emisiones de deuda pública a largo plazo se realizan bajo la modalidad de valores segregables o "strips", en los que se pueden adquirir por separado el principal y cada uno de los cupones a los que da derecho el bono original.

- Bonos y Obligaciones del Estado

Son los principales instrumentos de renta fija a medio plazo (bonos) y largo plazo (obligaciones) emitidos por el Estado. Se trata de emisiones de rendimiento explícito. En la actualidad se emiten bonos a 3 y 5 años y obligaciones a 10, 15 y 30 años. A lo largo de su vida, estos activos devengan un tipo de interés fijo que se abona mediante cupones anuales.

Estos valores se pueden adquirir en mercado primario o secundario, de forma similar a lo señalado para las letras del Tesoro. Como se ha indicado, el mercado de referencia de estos valores es el mercado de deuda pública en anotaciones.

Algunas emisiones de deuda pública a largo plazo se realizan bajo la modalidad de valores segregables o «strips», en los que se pueden adquirir por separado el principal y cada uno de los cupones a los que da derecho el bono original.

En la página web de la Dirección General del Tesoro se puede obtener información sobre cualquier emisión de deuda pública del Estado ([www.tesoro.es](http://www.tesoro.es)).

La Deuda Pública del Estado Español tiene otorgada la máxima calificación crediticia por parte de las agencias calificadoras más prestigiosas.

- Deuda autonómica y de otros organismos públicos

Las Comunidades Autónomas, corporaciones locales y diversos entes públicos emiten valores a corto plazo (pagarés) y a largo plazo. Sus características son similares a las de las Letras del Tesoro y los bonos y obligaciones del Estado, respectivamente. En la página web del Banco de España (Boletín de la Central de Anotaciones) se puede consultar información sobre precios cotizados y operaciones cruzadas de la deuda pública negociada ([www.bde.es](http://www.bde.es)).

## 2.2.2 Renta Fija Privada

Es el conjunto de valores de renta fija que están emitidos por empresas del sector privado. Los emisores tienen obligación de editar y registrar en la CNMV un folleto informativo cada vez que realizan una emisión de este tipo, cuando va dirigida al público en general

- Pagares de Empresa.

Los pagarés son valores de renta fija simple, con rendimiento implícito, siendo, por tanto, emitidos al descuento. Su rentabilidad se obtiene por diferencia entre el precio de compra y el valor nominal del pagaré que se recibe en la fecha de amortización. Son a corto plazo, y existen vencimientos entre 3 días y 25 meses, aunque los plazos más frecuentes son de 1, 3, 6, 12 y 18 meses.

La colocación de los pagarés en el mercado primario se efectúa bien mediante subastas competitivas en las que se determina el precio de adquisición, o bien por negociación directa entre el inversor y la entidad financiera.

- Bonos y Obligaciones Simples.

Los bonos y obligaciones emitidos por las empresas son valores a medio y largo plazo. Sus características pueden variar considerablemente de un emisor a otro, e incluso en distintas emisiones de una misma compañía. Estas diferencias pueden ser la fecha de vencimiento, tipo de interés, periodicidad de los cupones, precios de emisión y amortización, las cláusulas de amortización y otras condiciones de emisión, las opciones de convertibilidad si las

hubiera, la prelación de derechos en caso de liquidación, o las garantías ofrecidas, entre otras.

Así, podemos encontrar bonos y obligaciones simples, obligaciones subordinadas (que a efectos de la prelación de créditos, se sitúan detrás de todos los acreedores comunes) o bonos y obligaciones indicados, referenciados o indexados (cuya rentabilidad se vincula a la evolución de un índice, cesta de acciones, etc.). El inversor debe tener en cuenta que si la evolución de dichas referencias es desfavorable, podría no recibir ningún rendimiento o incluso sufrir pérdidas. En estos casos, además del riesgo de la evolución de tipos de interés que afecta a toda la renta fija, se asume el riesgo del índice de referencia.

La colocación en mercado primario se realiza de acuerdo con el procedimiento de colocación descrito en el Folleto Informativo y en el resumen.

- Bonos y Obligaciones Subordinadas, Y Subordinadas Especiales

La estructura económica de las obligaciones subordinadas es idéntica a de las obligaciones simples; la diferencia reside en su situación jurídica en caso de quiebra o procedimiento concursal del emisor. En aplicación de las reglas de prelación de créditos, las obligaciones subordinadas se sitúan detrás de los acreedores comunes. Este tipo de emisiones las llevan a cabo las entidades de crédito, bancos y cajas, porque les computan como recursos propios al calcular el ratio de solvencia exigido por el Banco de España. De lo anterior cabe deducir que la deuda subordinada debe tener una rentabilidad mayor que la deuda simple emitida por la misma entidad y al mismo plazo.

Por otro lado se encuentran las obligaciones subordinadas especiales, con características diferentes de las dos anteriores. En primer lugar, no tienen un plazo de vencimiento, es decir, pueden llegar a ser perpetuas (la entidad no está obligada a reembolsar nunca su principal). En segundo lugar, se prevé el diferimiento del pago de intereses en caso de pérdidas de la entidad. Por último, el inversor podría llegar a perder hasta el 100% del importe invertido, así como los intereses devengados y no pagados, si la entidad necesitara absorber pérdidas, una vez agotadas las reservas y los recursos asimilables al capital (como por ejemplo las participaciones preferentes). En cuanto a la aplicación de las reglas de prelación de créditos, bajo un supuesto de procedimiento concursal o quiebra, las obligaciones subordinadas especiales se situarán detrás de las deudas subordinadas no calificadas como especiales, y delante de las participaciones preferentes.

- Bonos canjeables y/o convertibles.

La convertibilidad supone la posibilidad de transformar un activo financiero en otro. Así, una determinada obligación puede convertirse en una acción o en otra clase de obligaciones.

Las obligaciones canjeables o convertibles confieren a su propietario el derecho a cambiarlos por acciones en una fecha determinada. La diferencia entre canje y conversión estriba en que, en el primer caso, la transformación en acciones se realiza mediante entrega de

acciones viejas que forman parte de la autocartera del emisor, mientras que en el segundo, se entregan acciones nuevas.

Hasta la fecha de conversión, el tenedor recibe los intereses mediante el cobro de los cupones periódicos. El número de acciones que se entregarán por cada bono u obligación, la forma de determinar los precios, así como las fechas de canje o conversión, se especifican en el Folleto de Emisión. Llegada la fecha del canje, el inversor tiene dos alternativas:

- Ejercitar la opción de conversión, si el precio de las acciones ofrecidas en canje/conversión es inferior a su precio de mercado.
- Mantener las obligaciones hasta la fecha de la siguiente opción de conversión o hasta su vencimiento.

Además, la CNMV recibe y pone a disposición del público la información periódica que están obligadas a enviar las Sociedades emisoras.

Estos valores se negocian exclusivamente en los segmentos de contratación de renta fija de las Bolsas de valores.

- Cédulas Hipotecarias Y Cédulas Territoriales

Son valores de renta fija emitidos exclusivamente por entidades de crédito. Las cédulas hipotecarias están respaldadas de modo global por la cartera de préstamos hipotecarios del emisor. Suelen ser emisiones a medio plazo y tienen distintas modalidades en cuanto a tipo de interés y condiciones de amortización. En concreto, la entidad emisora se reserva la facultad de amortizar anticipadamente parte o la totalidad de la emisión durante la vida de la misma, de acuerdo con lo establecido en la Ley que regula el mercado hipotecario.

Las entidades emisoras suelen dar liquidez a estos valores, es decir, dan contrapartida de compra o venta a los inversores, siempre que el volumen de valores que tengan en su cartera no supere el límite legal del 5% del volumen emitido.

Junto a las cédulas hipotecarias cabe citar las cédulas territoriales, que se encuentran respaldadas por los préstamos y créditos concedidos por el emisor al Estado, a las Comunidades Autónomas, entes locales y organismos autónomos dependientes de los mismos, así como otras entidades de análoga naturaleza del Espacio Económico Europeo.

Los tenedores tanto de cédulas hipotecarias como de cédulas territoriales tienen el carácter de acreedores singularmente privilegiados frente a cualesquiera otros acreedores, los primeros en relación con la totalidad de los créditos hipotecarios y los segundos en relación con el conjunto de préstamos concedidos a las administraciones públicas.

- Titulizaciones

La titulización es un método de financiación de empresas basado en la venta o cesión de determinados activos (incluso derechos de cobro futuros) a un tercero que a su vez, financia la compra emitiendo valores que son los que colocan entre los inversores.

En España, el método de titulización es el siguiente. La entidad que desea financiarse – cedente – vende los activos a un fondo de titulización, que carece de personalidad jurídica y está administrado por una sociedad gestora. A su vez, el fondo emitirá valores, que estarán respaldados por los activos adquiridos. Cuando la garantía consiste en préstamos hipotecarios con determinados requisitos, cedidos por entidades de crédito, los valores emitidos son adquiridos por un fondo de titulización hipotecaria (FTH), que emite bonos de titulización hipotecaria. Cuando la garantía consiste en otros activos, o en préstamos hipotecarios que no reúnan tales requisitos, éstos son adquiridos por un fondo de titulización de activos (FTA), que emitirá pagarés o bonos de titulización.

Cada titulización tendrá sus propias características y condiciones particulares en relación con los valores que se emiten, los activos y la operativa económico-financiera del fondo, etc. Es muy importante conocer con detalle estas informaciones antes de invertir, consultando el tríptico o el folleto informativo (que se encuentran a disposición del público en la web de la CNMV y en las entidades comercializadoras).

Entre los aspectos más relevantes de la titulización destacan:

- El fondo de titulización se configura como un patrimonio separado, de forma que la cartera titulizada queda fuera del alcance de los acreedores del cedente.
- Los valores emitidos están respaldados por los activos titulizados y no por la solvencia del cedente. Por ello, con la finalidad de aumentar la seguridad en el pago de los valores emitidos, neutralizar las diferencias de tipos de interés entre los créditos agrupados en el fondo y los valores emitidos con cargo a él, y mitigar desfases temporales de flujos, se contratan por cuenta del fondo operaciones financieras denominadas mejoras crediticias.
- El riesgo financiero de los valores emitidos siempre es objeto de evaluación por una entidad calificadora (agencias de rating).
- Los titulares de los bonos emitidos con cargo al fondo asumen el riesgo de impago de los activos agrupados en él.
- El riesgo de amortización anticipada de los activos del fondo se traspa a los titulares de los valores. En cada fecha de pago, los titulares de los bonos pueden soportar la amortización parcial de los mismos.

A pesar de ser emisiones que generalmente cuentan con un Rating muy elevado, pueden ser de difícil comprensión para el inversor minorista. Por sus características, normalmente se colocan entre inversores cualificados.

- Participaciones Preferentes

Estos valores deben ser emitidos por una entidad residente en España o en un territorio de la Unión Europea que no tenga la condición de paraíso fiscal. Las participaciones preferentes presentan similitudes y diferencias tanto con la renta fija como con la renta variable. Por su

estructura son similares a la deuda subordinada, pero a efectos contables se consideran valores representativos del capital social del emisor, que otorgan a sus titulares unos derechos diferentes a los de las acciones ordinarias (ya que carecen de derechos políticos, salvo supuestos excepcionales, y del derecho de suscripción preferente). Sus principales características son:

- Conceden a sus titulares una remuneración predeterminada (fija o variable), no acumulativa, condicionada a la obtención de beneficios distribuibles, por parte de la sociedad garante o del grupo consolidable.
- En el orden de prelación de créditos se sitúan por delante de las acciones ordinarias, en igualdad de condiciones con cualquier otra serie de participaciones preferentes y por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados.
- Las participaciones preferentes son perpetuas, aunque el emisor podrá acordar la amortización una vez transcurridos al menos cinco años desde su desembolso, previa autorización del garante y del Banco de España, en su caso.
- Cotizan en AIAF, mercado secundario organizado de renta fija.

Sin duda no es un producto de renta fija tradicional y, hoy por hoy, algunas emisiones cuentan con escasa liquidez. Antes de contratarlos, se recomienda leer detenidamente el Folleto Informativo así como el resumen del mismo

## **2.3 Derivados**

### 2.3.1 Derivados en mercados organizados

- Warrants

Warrants de compra (Call Warrants ) son valores que otorgarán a sus titulares el derecho a percibir en euros la diferencia positiva que a su vencimiento existiere entre el Precio de Liquidación y el Precio de Ejercicio del Activo Subyacente, en las fechas fijadas para la Emisión de que se trate; y Warrants de venta (Put Warrants ), son valores que otorgarán a sus titulares el derecho a percibir en euros el valor absoluto de la diferencia negativa que a su vencimiento existiere entre el Precio de Liquidación del activo subyacente y el Precio de Ejercicio, en las fechas fijadas para la Emisión de que se trate

Warrants call-spread/put spread: o Warrants Combinados, es decir, combinaciones de estrategias simples call y/o put, siempre y cuando la posición global de riesgo neta sea equivalente a la compra de una opción.

Turbo Warrants : Los Turbo Warrants , tanto Call como Put, se emitirán con un Precio de Ejercicio sustancialmente inferior (Turbo Warrants Call) o superior (Turbo Warrants Put) al precio de cotización del Activo Subyacente en la Fecha de Emisión del warrant correspondiente.

Los valores incorporan un mecanismo de Barrera, cuyo nivel coincidirá con el del precio de ejercicio, por el cual, si el precio del Activo Subyacente toca o rebasa dicho nivel prefijado de Barrera, los Warrants vencerán anticipadamente, sin dar lugar a liquidación alguna. Las fórmulas de liquidación, fechas, períodos de ejercicio y de liquidación, Nivel de Barrera y otros, se acordarán y especificarán para cada emisión concreta en las Condiciones Finales correspondientes.

Warrants exóticos: Los tipos de Warrants destinados a inversores cualificados podrán ser, además de los mencionados anteriormente para inversores minoristas (capítulos A, B, C), los siguientes Warrants Exóticos, es decir, cualesquiera otros Warrants que por su estructura suponen una mayor complejidad para su valoración y cuyas características se detallarán en las Condiciones Finales correspondientes a cada emisión.

A título de ejemplo y sin carácter restrictivo dentro de los Warrants exóticos se citan los siguientes tipos:

- Warrants Corridor/Range: El tenedor de un warrant Corridor/Range recibe un pago que se determina con referencia a un rango de precios del activo subyacente, según especifica BBVA Banco de Financiación para cada emisión.
- Warrants Asiáticos: El Precio de Liquidación de estos Warrants es la media aritmética de los precios del Activo Subyacente en varias fechas distintas durante la vigencia del warrant.
- Warrants Asiáticos con Suelo o Techo: El Precio de Liquidación de estos Warrants es la media aritmética de los precios del Activo Subyacente en varias fechas distintas durante la vigencia del warrant, estando limitada la referencia a tomar para el Activo Subyacente en cada fecha a un nivel mínimo o máximo predeterminado.
- Call Warrants Best-of: Otorgan a sus titulares el derecho a percibir un pago condicionado a la evolución de varios Activos Subyacentes, que equivaldrá a la mayor de las revalorizaciones de dichos activos.
- Put Warrants Best-of: Otorgan a sus titulares el derecho a percibir un pago condicionado a la evolución de varios Activos Subyacentes, que equivaldrá a la mayor de las depreciaciones, en valor absoluto, de dichos activos.
- Call Warrants Worst-of: Otorgan a sus titulares el derecho a percibir un pago condicionado a la evolución de varios Activos Subyacentes, que equivaldrá a la menor de las revalorizaciones de dichos activos.
- Put Warrants Worst-of: Otorgan a sus titulares el derecho a percibir un pago condicionado a la evolución de varios Activos Subyacentes, que equivaldrá a la menor de las depreciaciones, en valor absoluto de dichos activos.

- Warrants con Barrera: El pago de estos Warrants está condicionado a que los Warrants toquen o no toquen determinados niveles del subyacente establecidos a priori (niveles de la barrera).
- Warrants de pesos desconocidos: Otorgan a sus titulares el derecho a percibir el rendimiento de una cesta en la que la ponderación de los Activos Subyacentes que la constituyen depende del comportamiento de estos Activos Subyacentes durante un periodo determinado.
- Warrants look-back: Cuando el Precio de Ejercicio del warrant se fija como el máximo o el mínimo de los precios del Activo/s Subyacente/s durante un determinado periodo al inicio de la vida del warrant.
- Warrants Himalaya: Otorgan a sus titulares el derecho a recibir la suma de los mejores rendimientos (asiáticos o europeos) acumulados desde la Fecha de Inicio de una cesta de activos medidos en una sucesión de periodos.

Cada vez que se selecciona la mejor de las revalorizaciones de un activo se descarta dicho activo para la medición de revalorizaciones posteriores. Al final se liquida la media aritmética de los rendimientos guardados.

Los Warrants se emiten sobre los siguientes grupos de Activos Subyacentes:

- Índices bursátiles de mercados organizados de valores de renta variable españoles o extranjeros.
- Acciones de empresas cotizadas en mercados organizados, nacionales o internacionales
- Tipos de interés: en euros y/o en cualquier otra moneda, a un plazo determinado referido al mercado de depósitos interbancarios locales de cada moneda o en el Euromercado, así como diferenciales entre tipos de interés de swaps o de otros Warrants y títulos de renta fija (pública y privada)
- Tipos de cambio de unas monedas contra otras
- Cestas simples de acciones nacionales con ponderación clara y no cambiante durante la vida del warrant
- Cestas simples de acciones extranjeras con ponderación clara y no cambiante durante la vida del warrant
- Cestas de índices Bursátiles de mercados organizados de valores de renta variable nacionales y extranjeros con ponderación clara y no cambiante durante la vida del warrant
- Materias Primas: cotizadas en mercados organizados

- Índices de materias primas: cuyos precios se publiquen de manera regular en medios de información general o financiera asequible a los inversores
- Valores e Índices de Renta Fija: Deuda Pública u otros nacionales o extranjeros
- Índices de crédito: cuyos precios se publiquen de manera regular en medios de información general o financiera asequible a los inversores.
- Fondos de Inversión: cuyos valores liquidativos se publiquen de manera regular en medios de información general o financiera asequible a los inversores.
- Cestas de Fondos de inversión, con ponderación clara y no cambiante durante la vida del warrant, y cuyos valores liquidativos estén publicados de manera regular en medios de información general o financiera asequible a los inversores
- Índices de Fondos de Inversión, cuyos valores liquidativos se publiquen de manera regular en medios de información general o financiera asequible a los inversores
- Futuros sobre acciones, índices bursátiles, tipos de interés, materias primas y tipos de cambio

#### Estilo de Warrants

Warrants “Americanos”: El comprador puede ejercitar el warrant en cualquier Día Hábil hasta el Día Hábil anterior a la Fecha de Vencimiento,

Warrants “Europeos”: El comprador puede ejercitar el derecho únicamente en su Fecha de Vencimiento, y por tanto el ejercicio siempre será automático. Los Turbo Warrants a emitir bajo el presente Folleto serán de ejercicio europeo.

El warrant no es un valor apto para todo tipo de inversor. Los potenciales inversores deben tener los conocimientos y la experiencia suficientes para poder realizar una valoración adecuada de los Warrants así como de los riesgos que pueda conllevar la inversión en los mismos.

Además, deben tener acceso a herramientas analíticas para poder evaluar el impacto que puede tener la inversión en los Warrants , teniendo en cuenta su propia situación financiera. Por otro lado, los posibles inversores deben tener recursos financieros y liquidez suficientes para poder soportar el riesgo de invertir en los Warrants . Los potenciales inversores deberían entender las condiciones concretas de cada emisión y estar familiarizados con el comportamiento de los índices relevantes y mercados financieros. Asimismo deberían estar capacitados para evaluar escenarios posibles para factores económicos, tipos de interés y otros factores que puedan influir en la inversión.

- Certificados

Los certificados son valores negociables de naturaleza atípica y por tanto, carentes de un régimen legal específico en el Derecho español.

Son productos derivados, y como tales incorporan un elevado riesgo. Contienen una apuesta sobre la evolución del precio de un activo subyacente. Pueden generar rentabilidades positivas, pero si dicho activo evoluciona de manera contraria a la esperada, es posible que no se obtenga beneficio alguno, o incluso que se pierda una parte o la totalidad de la cantidad invertida.

Sus características esenciales varían según los términos y condiciones que establezca cada emisor: el subyacente sobre el que se emiten y, en su caso, las reglas prácticas de sustitución del mismo, el plazo, el precio de emisión, el mecanismo de cálculo de la rentabilidad... Al tratarse de valores muy heterogéneos, para conocer el producto concreto es necesario consultar el folleto y el tríptico de la emisión, registrados en la CNMV.

Pueden emitirse con carácter perpetuo; en este caso, los suscriptores disponen de opciones de amortización anticipada.

El rendimiento para el inversor consiste en la ganancia o pérdida derivada de la diferencia entre el precio de emisión o de adquisición del certificado, y su precio en el momento de su ejercicio, venta o amortización anticipada.

Estos productos se negocian en las bolsas de valores, a través del segmento de derivados y certificados del Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE).

- Futuros

El hecho de que se negocien en mercados organizados implica las siguientes características operativas:

- Las condiciones de los contratos están estandarizadas, por lo que se refiere a su importe nominal, objeto y fecha de vencimiento.
- El contrato de futuros puede ser comprado o vendido en cualquier momento de la sesión de negociación.
- Tanto para comprar como para vender futuros, los intervinientes han de aportar garantías al mercado; éstas consisten en un importe, determinado en función de las posiciones abiertas que mantengan, como señal del cumplimiento de su compromiso.
- En España, MEFF (Mercado Español de Productos Financieros Derivados) funciona como cámara de compensación y contrapartida (actuando como parte compradora ante el vendedor y como parte vendedora ante el comprador) y garantiza el buen fin de la operación. Esta interposición implica mayor seguridad para los intervinientes, a los que se asegura el cobro de los beneficios resultantes de las operaciones aún en el caso de que la contraparte no cumpliera sus compromisos de pago. Para hacer frente a esta eventual responsabilidad, el mercado dispone de las garantías depositadas por los miembros y clientes.
- Las compras y las ventas se compensan entre sí. Se denomina "posición larga" a la que adopta el comprador de futuros: al vencimiento del contrato tendría derecho a

percibir el activo subyacente (si se liquidara por entrega física al vencimiento). Sin embargo, puede que el comprador prefiera cerrar su posición en el mercado antes del vencimiento realizando la operación contraria, es decir, vendiendo futuros.

La "posición corta" es la del vendedor de futuros, que se compromete a entregar el subyacente al vencimiento (si se liquidara por entrega física al vencimiento), a cambio del precio establecido en el contrato. Igualmente puede deshacerse tal posición comprando contratos que la neutralicen.

- Se realiza un ajuste diario de beneficios y pérdidas, mientras el inversor mantenga una posición abierta (es decir, esté largo o corto y no haya realizado la operación contraria). La cámara de compensación liquida diariamente los beneficios y las pérdidas de cada inversor, según el precio de cierre de cada sesión (precio de liquidación diario).
- Los contratos de futuros están sujetos al efecto apalancamiento (la inversión inicial necesaria es el depósito de garantía, de importe reducido en comparación con el importe de la inversión subyacente), por lo que los resultados pueden multiplicarse, tanto en sentido positivo como negativo, en relación con el efectivo desembolsado.

- Opciones.

Una opción es un contrato que conlleva el derecho a comprar o vender una determinada cuantía del activo subyacente, a un precio determinado (precio de ejercicio), y en el plazo estipulado.

La operativa en opciones requiere una vigilancia constante de la posición. Comportan un alto riesgo si no se gestionan adecuadamente. El valor de las primas puede sufrir fuertes variaciones en poco tiempo. En determinadas circunstancias, se puede llegar a perder parte o la totalidad de la inversión.

En las opciones es fundamental distinguir entre la situación del comprador y la del vendedor. El comprador tiene el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender al vencimiento (según el tipo de opción); por el contrario, el vendedor (o emisor) de la opción está obligado a comprar o vender si el comprador decide ejercer su derecho.

El precio de la opción es lo que el comprador paga por obtener ese derecho, y se denomina prima. Llegada la fecha de vencimiento, al comprador le interesará o no ejercerlo en función de la diferencia entre el precio fijado para la operación (precio de ejercicio o "strike") y el precio que en ese momento tenga el subyacente en el mercado de contado.

Según los criterios empleados pueden darse distintas clasificaciones de las opciones; las más sencillas son las siguientes:

Según el derecho que otorgan:

- Opción de compra o call: el comprador tiene el derecho (pero no la obligación), de adquirir el subyacente a un precio determinado, en la fecha de vencimiento establecida.
- Opción de venta o put: el comprador tiene el derecho (pero no la obligación), de vender el subyacente a un precio fijado, en la fecha de vencimiento.

Cuando compra una call, el inversor espera que el valor del subyacente suba en los mercados; es decir, tiene expectativas alcistas. No compra directamente el valor en el mercado, porque desea limitar la pérdida, en caso de que sus previsiones no se cumplan. Si llegada la fecha de vencimiento, su apuesta resulta acertada y el precio del subyacente en el mercado de contado es superior al precio de ejercicio fijado en el contrato, le interesará ejercer la opción, ya que comprará más barato. Por el contrario, si los precios no suben como esperaba y el precio de ejercicio es mayor que el del subyacente, no ejercerá la opción y perderá la inversión realizada, es decir, la prima.

La compra de una opción put está justificada cuando el inversor tiene expectativas bajistas, pero desea cubrir la posibilidad de que no se cumplan. Si el precio del subyacente disminuye, le interesará ejercer la opción y vender al precio de ejercicio, que es superior. En caso contrario, no la ejercerá y perderá la prima.

En resumen, para el comprador de una opción (call o put), las ganancias son ilimitadas (lo que el precio del subyacente suba o baje respecto al precio de ejercicio, restando el coste de la opción), mientras que las pérdidas quedan limitadas a la prima.

La posición del vendedor de opciones es la contraria. Sin embargo, asume mucho más riesgo que el comprador, ya que sus posibilidades de pérdidas son ilimitadas (hay que recordar que si el comprador desea ejercer su derecho, está obligado a comprar o vender), y el importe de las ganancias es la prima.

En función del momento en el que pueden ejercerse:

- La opción americana puede ejercerse en cualquier momento, hasta la fecha de vencimiento.
- La opción europea sólo puede ejercerse en la fecha de vencimiento.

De acuerdo con el valor intrínseco y el valor temporal de la opción (ver la sección El valor de las opciones):

- Opciones "dentro del dinero" (in the money): son las opciones que, si pudiesen ejercerse en ese momento, proporcionarían beneficios a su poseedor. Es decir, el precio del ejercicio es inferior al del subyacente en una opción call, y superior en una put. Son opciones con un valor intrínseco positivo.

- Opciones "en el dinero" (at the money): el precio de ejercicio y el precio del subyacente son prácticamente coincidentes, de manera que ejercer las opciones en ese momento no implicaría ningún beneficio. Estas opciones sólo tienen valor temporal.
- Opciones "fuera del dinero" (out of the money): son las que no se ejercerían, por estar el precio de ejercicio por encima (en una call) o por debajo (en una put) del precio del subyacente. No tienen ningún valor intrínseco.

A lo largo de su vida, una opción puede ir cambiando de una a otra situación, debido a las continuas variaciones de precio del activo subyacente.

### 2.3.2 derivados etc

- Contrato de compra/venta de opciones

Es un producto complejo, por el cual una entidad de crédito recibe dinero o valores, o ambas cosas, de su clientela, asumiendo una obligación de reembolso cuya cuantía dependerá de la evolución de una acción, una cesta o un índice bursátil. En consecuencia, no existe compromiso de reembolso íntegro del capital recibido.

Al firmar un contrato de compra/venta de opciones se están asumiendo los riesgos inherentes a este producto derivado.

Aunque hay distintas modalidades, una de las más utilizadas hasta el momento implica que el inversor vende al Banco una opción de venta sobre acciones cotizadas. En estos casos se le exige que inmovilice un capital, de manera que si en la fecha de ejercicio el Banco ejerce la opción (según las condiciones del contrato) este capital se destinará a la compra de las acciones por parte del inversor.

Son contratos que no se negocian en los mercados secundarios organizados. La principal consecuencia es que no es posible deshacer la inversión, ni siquiera en el caso de que la evolución de los indicadores económicos lo hiciera conveniente.

Los folletos informativos de estos productos se registran en la CNMV. Es muy importante leerlos antes de contratar el producto.

Se trata por lo tanto de un activo financiero de riesgo elevado, que puede generar rendimientos superiores a los de la renta fija pero también pérdidas del importe invertido (total o parcial), en la medida en que la rentabilidad de la inversión está ligada a la cotización del subyacente de la opción.

- Tipos de interés a plazo – FRAs (forward rate agreement)

El FRA es una operación mediante la que se garantiza a la empresa un tipo de interés fijo en una operación de activo o de pasivo para una fecha futura y en un periodo previamente determinado. Se liquida por diferencias, mediante el pago de una parte a la otra del importe derivado de la diferencia entre el tipo de interés acordado (Tipo FRA) y el tipo de referencia.

Garantiza el coste de financiación durante el periodo contratado para el comprador del FRA, lo que le protege de un posible incremento de los tipos de interés y para el vendedor de un descenso en dichos tipos.

Se liquida por diferencias con lo que el movimiento de fondos es reducido. Existe la posibilidad de su cancelación anticipada si la estrategia de mercado así lo aconseja.

- SWAPS de tipos de interés - IRS (Interest Rate Swaps)

El SWAP de tipos de interés (también llamado IRS) es una operación en la que, normalmente una entidad de crédito y una empresa acuerdan intercambiar en el futuro una serie de flujos de intereses indexados a un tipo variable por otros indexados a un tipo fijo.

El tipo fijo se establece en el momento de contratar el swap y se mantiene durante toda la vida del mismo. El tipo variable se establece al inicio de cada periodo de interés. Los intereses se calculan sobre un principal teórico y se liquidan normalmente a vencimiento y por diferencias, por lo que no se requiere movimiento de capitales. Su contabilización se realiza fuera de balance.

Es un instrumento muy flexible que se puede adaptar a los activos y pasivos de su empresa, reduciendo o eliminando su riesgo de tipos de interés. Por ejemplo, en un entorno de tipos de interés al alza, una empresa, cuyo pasivo esté referenciado a tipo variable, puede limitar sus costes financieros mediante un swap y en caso contrario, en un escenario de tipos a la baja, una empresa excedentaria de fondos puede asegurar sus rentabilidades con este instrumento.

La liquidación se realiza por diferencias con lo que el movimiento de fondos es muy reducido. Permite beneficiarse de las situaciones de arbitraje entre los distintos mercados financieros o reducir los costes financieros.

- CAP

El CAP es un límite superior de tipos sobre EURIBOR que permite al comprador fijar el coste máximo de una deuda, a tipo de interés variable, a cambio de pagar una prima al vendedor.

Se trataría por tanto de una póliza de seguro contra una subida en los tipos de interés. Su coste es una prima desembolsada en el momento de la contratación cuyo importe dependerá de las características específicas (nivel de protección que se pretende alcanzar, plazo de la operación a cubrir, importe, volatilidad y tipos de interés).

Su coste es limitado y consiste en la prima de contratación. Limita el coste máximo de financiación de la empresa pero no restringe su reducción en caso de un descenso de tipos.

- COLLAR

La combinación de las dos operaciones mencionadas anteriormente (compra de un CAP y venta de un FLOOR) da lugar al COLLAR, es decir, define el coste máximo de la financiación y el coste mínimo de la misma.

Cuando esta cobertura se obtiene sin coste para su empresa, se denomina COLLAR de Prima Cero (ó Tunel de Prima Cero) y se produce cuando el coste de la prima del CAP puede ser compensado con la venta al banco de un FLOOR.

El COLLAR igualmente se puede combinar con un tipo de opción exótica donde uno de los componentes del mismo, el CAP o el FLOOR, aparece o desaparece si se cumple una condición prefijada que consiste en que el tipo de interés toque el límite marcado en el tipo de interés (barrera). De esta forma existen dos tipos de barreras:

- Barreras Knock-in: si el tipo de interés toca la barrera, entra en vigor la parte del COLLAR a la que ésta esté vinculada (CAP si es máximo, FLOOR si es mínimo).
- Barreras Knock-out: si el tipo de interés toca la barrera, deja de existir en vigor la parte del COLLAR a la que ésta esté vinculada (CAP si es máximo, FLOOR si es mínimo).

Define el coste máximo de financiación y el mínimo de la misma.

- SWAPTION

El SWAPTION consiste en una opción sobre un swap de tipos de interés (IRS). Proporciona a su comprador el derecho (y no la obligación) de poder contratar un swap de tipo de interés como pagador de tipo fijo o variable en una fecha futura pero determinada, a cambio del pago de una prima en el momento actual.

Cuando llegue ese momento, se pueden dar dos posibilidades:

- No interesa a su empresa ejercitar la opción con lo que tan sólo incurre en el coste de la prima pagada.
- Si interesa ejercitarla y por lo tanto, formaliza el swap.

Si su empresa se está financiando a tipo variable y la expectativa de tipos de interés es alcista, tiene la posibilidad de transformar su financiación a fijo si finalmente se confirma esta tendencia, o bien continuar con su tipo variable, si los mercados no evolucionaron con se esperaba.

En caso contrario, si se está financiando a tipo fijo y la expectativa es bajista, podrá una vez comprobada la evolución del mercado, ejercitar la opción y transformar si le conviene el tipo de su financiación hacia tipo variable.

El resultado obtenido es el mismo que en un swap pero en este producto se tiene la opción de ejercitarla o no, dependiendo de que las expectativas realmente se cumplan o no.

- Contratos por diferencias.

Para los inversores con mayor tolerancia al riesgo se comercializan en España los Contratos por Diferencias (más conocidos por su acrónimo inglés CFD). Debido a su sofisticación y al elevado riesgo que incorpora, este producto sólo resulta indicado para inversores

experimentados, ya que exige conocimiento de los mercados y capacidad financiera para afrontar las eventuales pérdidas, que pueden ser importantes si la inversión no se gestiona adecuadamente.

Son productos derivados complejos en los que el inversor y la entidad acuerdan intercambiar la diferencia entre los precios de compra y venta de un activo subyacente de naturaleza financiera (acciones, índices, etc.). El inversor puede adoptar una posición compradora o vendedora, pero en ningún caso necesita disponer del importe total que sería necesario si operara de forma directa sobre el activo subyacente. Es decir, se trata de inversiones apalancadas, en las que el intermediario suele exigir el depósito de un porcentaje de la inversión total, en concepto de garantía. Al final de cada sesión la entidad abonará o cargará en la cuenta del inversor los importes correspondientes (dependiendo de si la evolución del precio del subyacente le ha sido favorable o desfavorable).

Es importante tener en cuenta que el apalancamiento produce un importante efecto multiplicativo no sólo de las ganancias sino también de las pérdidas, por lo que en caso de no acertar con la tendencia del precio del subyacente, las garantías aportadas podrían agotarse rápidamente.

Además, si el inversor decidiera mantener una determinada posición comprada al cierre de la sesión, existe la posibilidad de que se aplique una comisión sobre el importe total de la misma (con el coste que esto implicaría para operaciones abiertas en periodos amplios de tiempo).

En definitiva, como en cualquier inversión es importante consultar de antemano y comprender la información de referencia en cada caso (contratos, etc.), en la que se detallen las características y riesgos a tener en cuenta.

## **2.4 Instituciones de inversión colectiva**

### **2.4.1 Fondos de inversión**

Los fondos de inversión son instituciones de inversión colectiva; esto implica que los resultados individuales están en función de los rendimientos obtenidos por un colectivo de inversores.

En realidad, un fondo de inversión es un patrimonio sin personalidad jurídica. Por ello, existe una sociedad gestora que gestiona sus activos y ejerce todas las funciones de administración y representación. También debe intervenir una entidad financiera, que actúa como depositaria del patrimonio del fondo.

La sociedad gestora invierte todo el dinero aportado por los ahorradores (partícipes) en distintos activos financieros (renta fija, renta variable, derivados, depósitos bancarios...), que constituyen el patrimonio del fondo. La evolución de dichos activos en los mercados de valores determinará la obtención de unos resultados, positivos o negativos, que se asignarán

a los partícipes según la proporción que represente su inversión sobre el total del patrimonio del fondo.

La unidad de inversión es la participación. Su precio o valor de mercado es el valor liquidativo, que se calcula dividiendo el patrimonio total del fondo por el número de participaciones en circulación en cada momento.

Los fondos de inversión son instituciones de carácter abierto, es decir, cualquier inversor puede entrar o salir del fondo comprando o vendiendo participaciones. La sociedad gestora está obligada a vender (suscripción por el inversor) y comprar (reembolso al inversor) participaciones en los fondos que gestiona en el momento en que se solicite por los interesados. La operación se hará efectiva en los plazos fijados en el folleto informativo del fondo, dentro de los límites establecidos por la normativa.

La inversión colectiva presenta ciertas ventajas:

- El ahorrador puede acceder a una cartera de valores muy amplia, que en muchos casos no estaría a su alcance si invirtiese de forma individual. De esta manera, aumentan sus posibilidades de controlar los riesgos mediante la diversificación en distintos productos.
- Las decisiones de inversión las toma un inversor profesional, con dedicación plena y que, por lo general, dispone de la formación adecuada para realizar las mejores inversiones posibles, teniendo en cuenta la coyuntura de los mercados y la situación económica general.

La gestión de volúmenes importantes de capital puede generar mayores rentabilidades y conllevar menores costes de transacción.

A cambio el inversor paga ciertas comisiones que varían según los fondos (y que se detallan en su folleto informativo), dentro de unos límites máximos fijados por la ley.

Por una parte, las comisiones de gestión y depositaría son cobradas por la sociedad gestora al fondo, por lo que ya están descontadas en la rentabilidad que obtiene el inversor. Además, para algunos fondos la gestora puede cobrar directamente al partícipe comisiones por la suscripción y/o el reembolso de las participaciones.

Existen distintos tipos de fondos según su vocación inversora. Así, aunque compartan ciertas características básicas, hay grandes diferencias entre los distintos tipos de fondos. Cada fondo se distingue por su política de inversión, es decir, por la intención de los gestores de invertir el patrimonio en una u otra clase de activos financieros.

Es fácil comprender que tiene mucho más riesgo un fondo que sólo esté invertido en valores de renta variable, que otro que invierta en Letras del Tesoro. Entre ambos extremos, pueden hacerse un gran número de combinaciones con las que se configuran carteras aptas para todo tipo de inversores.

Lo que sí es importante es que, antes de adquirir participaciones de un fondo, el ahorrador sepa exactamente cuál es su política de inversión y, por lo tanto, el nivel de riesgo que se asume, así como el horizonte temporal de la inversión (especialmente cuando se trata de fondos garantizados). Esta información figura en el capítulo IV del folleto del fondo, documento que la entidad comercializadora está obligada a facilitar antes de la suscripción, y que también se encuentra a disposición del público en la CNMV (ver la sección Información disponible en la web) y en la página web de la entidad.

En la actualidad, la oferta de fondos españoles abarca 18 categorías, establecidas en función de la política de inversión. Así, los gestores deben definir los porcentajes de renta fija o variable, de valores españoles o extranjeros, etc, que piensan adquirir para la cartera del fondo.

En el siguiente cuadro se resumen las características de las distintas categorías de fondos:

- Fondos monetarios: Los antiguos FIAMM, invierten el 100% de la cartera en renta fija a corto plazo (generalmente, menos de 18 meses). Máximo del 5% en monedas no euro. No pueden invertir en renta variable.
- FI Renta Fija Corto Plazo: 100% en renta fija a corto plazo (la duración media de la cartera debe ser inferior a 2 años). Máximo del 5% en monedas no euro.
- FI Renta Fija Largo Plazo: 100% en renta fija a largo plazo (la duración media de la cartera debe ser superior a 2 años). Máximo del 5% en monedas no euro.
- FI Renta Fija Mixta: Más del 70% en renta fija. Máximo del 5% en monedas no euro.
- FI Renta Variable Mixta: Entre el 25% y el 70% en renta fija. Máximo del 30% en monedas no euro.
- FI Renta Variable Nacional: Menos del 25% en renta fija. Máximo del 30% en monedas no euro. Más del 90% de la renta variable deben ser emisores españoles.
- FI Renta Fija Internacional: 100% renta fija. Mínimo del 5% en monedas distintas del euro.
- FI Renta Fija Mixta Internacional Más del 70% en renta fija. Mínimo del 5% en monedas no euro.
- FI Renta Variable Mixta Internacional: Entre el 25% y el 70% en renta fija. Mínimo del 30% en monedas no euro.
- FI Renta Variable Euro: Menos del 25% en renta fija. Máximo del 30% en monedas no euro. La renta variable nacional no podrá superar el 90% de la cartera de renta variable.
- FI Renta Variable Internacional Europa: Menos del 25% en renta fija. Mínimo del 30% en monedas no euro. Como mínimo, el 75% de la cartera de renta variable se invertirá en emisores europeos.

- FI Renta Variable Internacional Estados Unidos: Menos del 25% en renta fija. Mínimo del 30% en monedas no euro. Como mínimo, el 75% de la cartera de renta variable se invertirá en emisores estadounidenses.
- FI Renta Variable Internacional Japón: Menos del 25% en renta fija. Mínimo del 30% en monedas no euro. Como mínimo, el 75% de la cartera de renta variable se invertirá en emisores japoneses.
- FI Renta Variable Internacional Emergentes: Menos del 25% en renta fija. Mínimo del 30% en monedas no euro. Como mínimo, el 75% de la cartera de renta variable se invertirá en emisores de países emergentes.
- FI Renta Variable Internacional Otros: Menos del 25% en renta fija. Mínimo del 30% en monedas no euro. No adscrito a las restantes categorías de renta variable internacional.
- Fondos Globales: Fondos sin una definición precisa de la política de inversión, que no encajan en ninguna de las restantes categorías. Tienen libertad para no fijar porcentajes previos de inversión en renta fija o variable, en una u otra moneda o según una distribución geográfica determinada. Suelen ser fondos de alto riesgo.
- FI Garantizado Renta Fija: Fondo para el que existe garantía de un tercero, a favor del fondo o de los partícipes, que asegura un rendimiento fijo.
- FI Garantizado a vencimiento: Son los antes denominados Fondos Garantizados de Renta Variable. Fondo para el que existe garantía de un tercero, a favor del fondo o de los partícipes, que asegura la conservación del capital en una fecha predeterminada y ofrecen la posibilidad de obtener un rendimiento vinculado en todo o en parte a la evolución de instrumentos de renta variable o de divisas. De esta forma, que si éstos tienen una evolución negativa, el fondo no obtendrá rentabilidad, aunque el partícipe conservará su inversión inicial en la fecha de vencimiento de la garantía.

Dentro de la anterior tipología, los fondos pueden presentar especialidades en la inversión:

- Fondos de tesorería. Fondos que invierten fundamentalmente en deuda del Estado español.
- Fondos índice. Son aquellos que deciden las inversiones tomando como referencia o replicando un determinado índice bursátil o de renta fija.
- Fondos de fondos. Son aquellos que invierten en participaciones de otros fondos de inversión.
- Fondos principales. Son aquellos cuyos partícipes no son personas o entidades, sino otros fondos de inversión, que se denominan "subordinados".
- Fondos subordinados. Son los que invierten todo su activo en un fondo principal.

- Fondos denominados en divisas. Son aquellos que pueden calcular el patrimonio y el valor de las participaciones en monedas distintas del euro, así como admitir suscripciones y reembolsos en dichas monedas. Esta circunstancia debe recogerse expresamente en el Reglamento.

Por otra parte, la ley permite los fondos multimarca, que son aquellos que se comercializan con distintas referencias comerciales o marcas. Todas ellas deben incluirse en el reglamento. En la publicidad no basta con indicar la referencia comercial utilizada, sino que también hay que informar de la denominación "oficial" del fondo.

- **FONDOS GARANTIZADOS**

Son fondos que aseguran que, como mínimo, se conserva a una determinada fecha la totalidad o una parte de la inversión inicial.

No son garantizados, aunque puedan parecerlo y en ocasiones induzcan a confusión, otro tipo de fondos que tienen como objetivo de inversión o rentabilidad la obtención de un determinado rendimiento fijo o vinculado a alguna referencia (Euribor, etc.). Precisamente, la diferencia es que ese rendimiento es un objetivo y no una garantía, por lo que no es exigible por el inversor. Es por tanto un objetivo no garantizado.

Los fondos garantizados presentan ciertas características que deben ser bien conocidas antes de la suscripción, ya que pese a la relativa seguridad que ofrecen pueden no resultar adecuados para todos los inversores:

- a) Condiciones para la efectividad de la garantía. Restricciones a la liquidez
- b) Qué sucede al vencimiento de la garantía
- c) Fiscalidad
- d) Cálculo de la posible rentabilidad

- **FONDOS DE INVERSION INMOBILIARIA**

Son instituciones de inversión colectiva no financieras, que invierten las aportaciones de los partícipes fundamentalmente en la compra de inmuebles (destinados a viviendas, oficinas, locales comerciales, residencias de estudiantes o para la tercera edad, etc.) para explotarlos en régimen de alquiler.

Por tanto, obtienen sus rendimientos tanto de las rentas que obtienen por alquilar los inmuebles como por la evolución de los precios. Cuando revisten forma societaria, estas instituciones se denominan Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII).

Los fondos de inversión inmobiliaria tienen las siguientes características:

- El valor liquidativo se calcula una vez al mes.
- Son fondos menos líquidos que los fondos de inversión mobiliaria (FI). Sólo están obligados a permitir las suscripciones y reembolsos una vez al año, si bien la mayoría

de los FII existentes en la actualidad permiten suscribir participaciones una vez al mes y realizar reembolsos con carácter trimestral, cuatrimestral o semestral. Normalmente se exige un preaviso de entre quince días y un mes para solicitar el reembolso.

- Las comisiones de gestión suelen situarse entre el 2,5% y el 3%, aunque pueden llegar a un máximo del 4%.
- Es habitual aplicar comisiones de reembolso o descuentos a favor del fondo de forma escalonada en el tiempo (desde un máximo del 4% hasta el 0% del importe reembolsado), de forma que cuanto mayor es la antigüedad menor es la comisión de reembolso aplicable, hasta llegar a eliminarse para reembolsos a partir del tercer o cuarto año. Las comisiones de suscripción y reembolso máximas que pueden cargar se sitúan en el 5% sobre el importe suscrito o reembolsado.

Esta última circunstancia, unida a la menor liquidez del producto, hace que los FII resulten adecuados para inversores con un horizonte temporal de inversión a largo plazo.

La fiscalidad de las IIC inmobiliarias es la misma que la de las IIC financieras.

- **FONDOS COTIZADOS**

Los fondos cotizados o ETF (exchange traded funds) son fondos cuyas participaciones se negocian en bolsas de valores. Su política de inversión consiste en reproducir la evolución de índices bursátiles o de renta fija. Los primeros fondos cotizados que se comercializan en España son fondos que replican el IBEX 35.

La negociación bursátil de las participaciones permite al inversor conocer en todo momento cuál es el valor liquidativo estimado. Se podría por tanto comprar y vender varias veces al día durante la sesión bursátil, a precios diferentes según la evolución del índice. En definitiva, la operativa sería similar a la compra y venta de acciones en bolsa, con las consiguientes ventajas de liquidez, transparencia e inmediatez.

El régimen fiscal de los fondos cotizados tiene dos importantes diferencias respecto al tratamiento fiscal de los FI, que son las siguientes:

- Las ganancias patrimoniales no están sujetas a retención, a diferencia de los FI (que soportan una retención del 15%).
- Los fondos cotizados no se pueden beneficiar de la exención de tributación por traspasos entre fondos de inversión. Por tanto, cualquier reembolso de un fondo cotizado tributará en el ejercicio en que se realice.

- **FONDOS DE INVERSIÓN LIBRES**

Los fondos de inversión libre, también conocidos como hedge funds o fondos de inversión alternativa, se dirigen de manera preferente a inversores cualificados (institucionales o

grandes patrimonios). La normativa española establece una inversión mínima inicial de 50.000 euros para acceder a este producto.

Estos fondos pueden invertir en cualquier tipo de activo financiero (de ahí su denominación), sin que les sean aplicables las reglas sobre concentración de inversiones establecidas en la normativa general para las instituciones de inversión colectiva tradicionales. Pueden endeudarse hasta cinco veces el valor de su activo.

El valor liquidativo se calculará al menos trimestralmente, aunque cabe el cálculo semestral si así lo exigen las inversiones realizadas. Por tanto, los partícipes sólo podrían suscribir o reembolsar cada tres o seis meses (aunque los fondos pueden optar por ofrecer liquidez con mayor frecuencia, por ejemplo mensual).

No se aplican a estos fondos los límites máximos de comisiones que rigen para el resto de los fondos de inversión. También son menores las obligaciones de información a los inversores.

Aunque dentro de este tipo de fondos pueden encontrarse productos con características muy diversas, la total libertad para elegir las inversiones, la menor liquidez y transparencia y la posibilidad de apalancamiento suelen implicar un nivel de riesgo superior al de otros productos de inversión colectiva, por lo que los inversores deberán dejar constancia por escrito de que conocen los riesgos asociados al producto (mediante la firma de un "documento de consentimiento" en el momento de la suscripción).

- **FONDOS DE FONDOS DE INVERSIÓN LIBRE**

Conocidos como "fondos de hedge funds", invierten en instituciones de inversión libre o hedge funds al menos el 60% de su activo, sin que puedan concentrar más del 10% del patrimonio en una sola institución.

Es un tipo de fondos especialmente concebido para que los inversores particulares puedan acceder a los productos de inversión alternativa. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que se trata de una más de las alternativas de inversión disponibles en el mercado. En general, no resulta aconsejable invertir la totalidad de los ahorros en este producto.

Entre sus características, cabe destacar las siguientes:

- Son fondos de fondos: no invierten directamente en valores, sino en otros fondos de inversión.
- Los fondos en los que invierten han de ser, en su mayoría, fondos de inversión alternativa o hedge funds. Consulten la sección sobre Fondos de inversión libre (FIL).
- Nivel de riesgo. La libertad de que gozan los FFIL para decidir sus estrategias permite acceder a nuevas oportunidades de inversión, pero también suele implicar mayores niveles de riesgo. El valor de la inversión puede variar de forma significativa a lo largo del tiempo, y el rendimiento no tiene por qué estar ligado a la evolución de los mercados de valores.

- Liquidez. En general, los FFIL son menos líquidos que los fondos tradicionales. Esto tiene implicaciones prácticas, tanto por lo que se refiere al cálculo y publicación del valor liquidativo como al régimen de reembolsos:
- Valor liquidativo: el precio de la participación podrá publicarse con una periodicidad de tres o incluso seis meses (aunque en la práctica es posible que muchos fondos opten por una frecuencia mensual).
- Reembolsos: al igual que ocurre con el valor liquidativo, los FFIL pueden permitir los reembolsos sólo cada tres o seis meses, según se indique en el folleto informativo.

Debido a su limitada liquidez es recomendable destinar a esta inversión aquella parte de los ahorros que pueda mantenerse inmovilizada durante prolongados periodos de tiempo.

- Comisiones: los FFIL tienen libertad para fijar sus comisiones, ya que no les resultan aplicables los límites máximos establecidos para los fondos tradicionales.

En principio, la selección y seguimiento de los hedge funds por parte de una gestora, unidos a la diversificación, permiten un mayor control de los riesgos existentes, que en todo caso deben ser debidamente destacados, tanto en la publicidad como en el folleto del fondo.

Antes de invertir en un FFIL el inversor deberá firmar un documento de consentimiento (diferente a la orden de suscripción), en el que declara haber sido debidamente informado por la entidad de los riesgos inherentes al producto.

Antes de firmar este documento, el partícipe debe estar completamente seguro de que comprende su contenido, en particular por lo que se refiere a las características y riesgos especiales que asume con la inversión en este tipo de fondos. La entidad está obligada a entregar al inversor una copia de este documento, que es conveniente conservar junto al folleto y la orden de suscripción mientras se mantenga la condición de partícipe.

#### 2.4.2 SOCIEDADES DE INVERSION

En el caso de la inversión mobiliaria, los fondos y las sociedades tienen en común que invierten principalmente en valores mobiliarios, tales como acciones, deuda pública y obligaciones emitidas por empresas.

La principal diferencia entre ambos es que un fondo es sólo un patrimonio del que el ahorrador se convierte en partícipe; puesto que no tiene personalidad jurídica ha de ser gestionado por una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva (SGIIC). En cambio, las sociedades sí tienen personalidad jurídica, ya que se trata de sociedades anónimas; los ahorradores que aportan su dinero se convierten en accionistas de la sociedad. Suelen considerarse un vehículo de inversión de banca privada, es decir, orientadas a grandes patrimonios.

Las SICAV pueden autogestionarse o bien encargar la gestión a una SGIC o a otro tipo de entidad financiera habilitada por ley. Debe intervenir también una entidad financiera que actúe como depositaria del patrimonio.

Al igual que los fondos de inversión, las SICAV también pueden tener compartimentos con distintas políticas de inversión, así como emitir series de acciones con su propio régimen de comisiones.

Las acciones de las SICAV pueden negociarse en las bolsas de valores o en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB); también se puede invertir en ellas mediante un procedimiento similar a la suscripción y reembolso de fondos de inversión, según determine la propia sociedad.

El tratamiento fiscal de las sociedades de inversión es muy similar al de los fondos, de forma que las ganancias obtenidas por la venta de acciones en un periodo inferior o igual a un año se someten a la escala general del IRPF; las generadas en un plazo superior tributan al 15%. Sin embargo, el accionista deberá practicar una auto-retención sobre la ganancia patrimonial obtenida.

Las sociedades de inversión también pueden beneficiarse de la exención de tributación de los traspasos entre instituciones de inversión colectiva, con las limitaciones que se señalan en el apartado Tratamiento fiscal de la inversión en fondos.

#### 2.4.3 INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA EXTRANJERAS

En España también se comercializan fondos y sociedades de inversión extranjeros. En el caso de las instituciones europeas, las IIC extranjeras pueden estar sometidas a la regulación de las Directivas de la Unión Europea (IIC armonizadas) o pueden no estarlo (IIC no armonizadas).

Los intermediarios financieros autorizados pueden vender libremente en España las IIC armonizadas (siempre que tanto la institución como la entidad comercializadora estén inscritos en los registros de la CNMV), por lo que también son una alternativa de inversión colectiva para el inversor español.

También es posible comercializar en España IIC no armonizadas, previa autorización expresa de la CNMV y tras la inscripción en los registros públicos de este organismo, aunque son un tipo de institución con escasa presencia en el mercado español.

Las instituciones de inversión colectiva extranjeras también suelen estar formadas por distintos "compartimentos"; cada uno tiene su propia cartera de activos y distintos niveles de riesgo (aunque en un mismo compartimento pueden existir distintas clases de acciones o participaciones). En la actualidad hay registradas unas 200 instituciones, con la posibilidad de invertir en más de 3.200 tipos de carteras.

Muchas instituciones extranjeras calculan su valor liquidativo con periodicidad quincenal, mensual o incluso superior. En estos casos, el valor liquidativo aplicable a las suscripciones y reembolsos será el primero que se calcule con posterioridad a la solicitud de la operación.

El tratamiento fiscal de las IIC armonizadas inscritas en el Registro de la CNMV para su comercialización en España es el mismo que el de las IIC domésticas, siendo de aplicación las mismas particularidades cuando la IIC armonizada tenga estructura societaria (SICAV). Se recomienda ver Tratamiento fiscal de la inversión en fondos y Otros tipos de instituciones de inversión colectiva.

## **2.5 Capital riesgo cotizado**

El Capital-riesgo es una actividad financiera que consiste en proporcionar recursos a medio y largo plazo, sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas no financieras y no cotizadas, durante su etapa de "arranque" (venture capital) o en su etapa madurez, como consecuencia de un proceso de expansión o de reestructuración (private equity).

Las Sociedades de Capital-Riesgo (SCR) son sociedades anónimas cuyo objeto social principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores. Para el desarrollo de su objeto social principal, las Sociedades de Capital-Riesgo podrán facilitar préstamos participativos, así como otras formas de financiación, en este último caso únicamente para sociedades participadas. De igual modo, podrán realizar actividades de asesoramiento.

Los Fondos de Capital-Riesgo (FCR) son patrimonios administrados por una Sociedad gestora, que tendrán el mismo objeto principal que el definido en el punto anterior, correspondiendo a la Sociedad gestora la realización de las actividades de asesoramiento señaladas en el mismo.

Las sociedades gestoras de Entidades de Capital-Riesgo (SGECR) son sociedades anónimas cuyo objeto social principal es la administración y gestión de Fondos de Capital-Riesgo y de activos de Sociedades de Capital-Riesgo. Como actividad complementaria, las SGECR podrán realizar tareas de asesoramiento a las empresas con las que mantengan vinculación como consecuencia del ejercicio de su actividad principal.

### **3 Riesgos asociados a los instrumentos financieros MIFID**

#### **3.1 Acciones**

Las acciones son valores de renta variable, ya que no es posible conocer con certeza la rentabilidad que se obtendrá de la inversión. Tanto el precio al que podrán venderse como los dividendos a percibir durante su periodo de tenencia son inciertos. Hay que señalar que el riesgo, como característica inherente a los valores de renta variable, significa incertidumbre, y eso implica la posibilidad no sólo de obtener menores rentabilidades que las previstas, sino también, y con la misma probabilidad, de obtenerlas mayores.

La cotización de una acción depende en cada momento de la valoración que los participantes en el mercado realicen de la sociedad emisora. Tal valoración depende de distintos factores. Los principales son las expectativas sobre el beneficio futuro de la sociedad y su tasa de crecimiento, y la evolución prevista de los tipos de interés (en particular, la remuneración del activo que se considere libre de riesgo, generalmente deuda pública en sus distintos plazos).

También influyen otros factores, como las expectativas sobre distintos indicadores macroeconómicos, la confianza de los inversores, etc. Por ejemplo, las expectativas de subidas de tipos de interés generan caídas en las cotizaciones porque:

- Reducen la prima de riesgo. Los valores de renta fija, que en general conllevan menor incertidumbre para el inversor (es decir, menor riesgo), ofrecen una remuneración superior, lo que puede desencadenar un trasvase de fondos hacia la renta fija.
- Encarecen el coste de financiación de las compañías, por lo que se esperan menores beneficios futuros.

Como es lógico, el valor actual de esas expectativas varía constantemente, y como consecuencia también lo hacen los volúmenes de títulos que se ofertan y demandan a cada precio. El resultado es que los precios a los que se cruzan las órdenes se modifican a lo largo de toda la sesión de contratación, y de una sesión a otra.

En general, cuando se habla de riesgo de una compañía cotizada (dependiendo de la fuente) suele considerarse sólo el riesgo de precio, puesto que se entiende que el resto de los riesgos ya están incluidos en éste. En este sentido, es posible calcular con certeza el riesgo pasado de un valor o un índice midiendo la volatilidad. Bajo distintos supuestos, es posible utilizar la volatilidad histórica de un valor para estimar su rentabilidad futura, en términos de probabilidad.

Al analizar el comportamiento pasado de un valor, es útil asociar el riesgo a la rentabilidad obtenida. Si el riesgo ha sido alto, significa que esa rentabilidad se ha obtenido con baja probabilidad (de forma más o menos fortuita), y si por el contrario el riesgo ha sido bajo o

moderado, se puede interpretar que la rentabilidad se obtuvo con un elevado nivel de certeza.

Por tanto, si fuera posible elegir a posteriori el riesgo asociado a un valor, parecería razonable optar por:

- Alta volatilidad: si se han registrado pérdidas o resultados inferiores a los previstos.
- Baja volatilidad: en caso contrario.

Evidentemente, se trata solo de un ejercicio teórico, pues el mercado determina ambas simultáneamente.

### **3.2 Renta Fija**

El riesgo financiero es el conjunto de factores que pueden determinar que la inversión proporcione una rentabilidad distinta de la esperada, por encima o por debajo.

Es decir, riesgo significa incertidumbre. Desde el punto de vista financiero, se considera que incorpora el mismo riesgo obtener un 20% por encima o por debajo de la rentabilidad prevista. Como es lógico, el único riesgo que preocupa al inversor es el segundo: la probabilidad de que la rentabilidad sea inferior a la inicialmente prevista.

En este aspecto hay diferencias sustanciales. Los productos de renta fija simple que ofrecen poco riesgo suelen llevar asociados niveles bajos de rentabilidad, aunque no siempre es así.

Con carácter general, los precios de los activos financieros son sensibles a las expectativas generales sobre la marcha de la economía, sobre el comportamiento específico de determinados sectores o compañías, etc...

Otros riesgos son el de tipo de cambio (riesgo de variación en los tipos de cambio de las divisas; sólo afecta a los activos denominados en monedas distintas del euro), y el riesgo operativo o de procedimiento. Éste deriva de la posibilidad de cometer errores al transmitir instrucciones de compra o venta a las entidades financieras. Es el único riesgo que el inversor puede anular por completo, revisando con cuidado las órdenes antes de transmitirlos al intermediario. Después es necesario comprobar que las ejecuciones se corresponden con las instrucciones transmitidas y la situación del mercado, y realizar un adecuado seguimiento periódico de las cuentas de valores.

Hay otras fuentes importantes de riesgo que pueden afectar a un valor de renta fija, y que merecen ser tratadas con más detalle.

- Riesgo de tipo y precio. Duración

El riesgo de precio supone la posibilidad de que, cuando el inversor desee vender el activo, su precio de venta sea inferior al de compra. En el caso de la renta fija, este riesgo está unido fundamentalmente a la evolución de los tipos de interés, y se manifiesta cuando el horizonte temporal de la inversión es inferior al plazo de vencimiento del valor.

Cuando un inversor adquiere un activo con un vencimiento más largo que su propio periodo de inversión, llegada esa fecha tendrá que venderlo en el mercado secundario. Si durante ese tiempo los tipos de interés han subido, obtendrá una rentabilidad inferior a la esperada, e incluso podría registrar minusvalías. Y al contrario, descensos en los tipos de interés le reportarán rentabilidades superiores a las inicialmente previstas (este efecto es mucho menor en los valores de renta fija que remuneran a tipos variables, puesto que los pagos periódicos ya suelen incorporar las fluctuaciones de los tipos de interés).

El motivo es que, cuando los tipos suben, las nuevas emisiones que salen al mercado ofrecen una remuneración más atractiva; por tanto, las antiguas sólo se negociarán en la medida en que su precio se reduzca, garantizando al comprador una rentabilidad equivalente a la de las nuevas emisiones. Y a la inversa, cuando los tipos de interés disminuyen, el precio en mercado secundario de las emisiones antiguas subirá. En ambos casos, son los movimientos en la TIR lo que ajusta el precio. La TIR permite homogeneizar la rentabilidad de cada emisión para compararla con los tipos de mercado, es decir, con los de otras emisiones de características similares, incluida la Deuda pública. Si tiene interés en profundizar en este concepto, puede consultar la sección Cálculo de la TIR.

La sensibilidad del precio frente a variaciones en los tipos de interés se mide mediante la duración, que es la vida media de un valor de renta fija, teniendo en cuenta el número de cupones pendientes, su distribución y cuantía, y el resto de los ingresos a percibir en el tiempo.

Se trata de un concepto muy importante para estimar el riesgo que incorpora un determinado valor. Mayor duración significa mayor riesgo pues, ante subidas o bajadas de los tipos de interés, el precio del producto sufrirá una mayor bajada o subida. En la sección Concepto y cálculo de la duración se explica en detalle cuál es el método de cálculo.

- Riesgo de reinversión

Si el activo adquirido tiene una vida inferior al horizonte de inversión que se desea mantener, a su vencimiento se deberá adquirir otro hasta completar ese periodo. Tal situación origina un riesgo de reinversión, pues podría ocurrir que en esa fecha, la rentabilidad que ofrezcan los activos sea inferior a la que se obtuvo inicialmente a ese plazo.

- Riesgo de crédito o insolvencia

Es el riesgo de que el emisor de un valor no pueda hacer frente a sus pagos, tanto de cupones como de reembolso del principal, o de que se produzca un retraso en los mismos. El emisor puede ser una empresa, entidad financiera, un Estado o un organismo público.

Cuando el emisor de los valores (de renta fija) es un Estado, el riesgo de crédito se denomina riesgo país. En los Estados occidentales es prácticamente inexistente, aunque en algunas ocasiones se han producido suspensiones unilaterales en el pago de los intereses de la deuda pública externa emitida por países en vías de desarrollo.

En general, en nuestro entorno económico, se considera que las emisiones del Estado son activos libres de riesgo, siempre que se mantengan hasta el vencimiento (si antes de la amortización se venden los valores en el mercado secundario, se obtendrá el precio que el mercado esté dispuesto a pagar en ese momento). Cualquier emisor privado, por muy solvente que sea, incorpora un riesgo superior al de los valores públicos; por eso, también suelen exigirse mayores rentabilidades. Ese diferencial de rentabilidad que se pide a los valores privados respecto a la deuda pública se denomina prima de riesgo.

Antes de invertir, es conveniente tener en cuenta la calidad de crédito del emisor. Para ello pueden consultarse las calificaciones que realizan las agencias especializadas, sobre la calidad crediticia y fortaleza financiera de las sociedades emisoras, Estados y Administraciones Públicas: es el rating.

Estas calificaciones pueden ser sobre el emisor, o en el caso de los privados, sobre éstos y/o cada una de sus emisiones. Las calificaciones se pueden consultar en el Capítulo II del Folleto Informativo inscrito en la CNMV (aunque el inversor debe tener en cuenta que las calificaciones pueden ser revisadas, suspendidas o retiradas en cualquier momento por parte de la agencia calificadora).

El criterio fundamental empleado para evaluar la solvencia de un emisor suele ser la capacidad que éste tiene para generar beneficios en el futuro y, en consecuencia, la capacidad de afrontar sus compromisos de pago. En ocasiones, la solvencia de una emisión concreta puede estar vinculada al ofrecimiento de garantías adicionales (como en el caso de las titulizaciones).

- Riesgo de falta de liquidez

El riesgo de falta de liquidez se refiere a una posible penalización en el precio obtenido al deshacer la inversión, en el caso de que fuese necesario realizar la venta con rapidez. En casos extremos, podría suponer la imposibilidad de recuperar el dinero en el momento deseado.

En algunos productos financieros, como los depósitos bancarios a plazo tradicionales o algunos fondos de inversión garantizados, la cuantía de la penalización por reembolso anticipado está prevista en el correspondiente contrato. En otros, como las acciones y derivados cotizados en Bolsa, la renta fija privada negociada en las Bolsas o en AIAF, o los futuros y opciones cotizados en MEFF, será el mercado el que determine la liquidez y el precio de la inversión. Sin embargo, hay diferencias notables en el funcionamiento de los distintos mercados organizados, y en la liquidez de los distintos productos que en ellos se negocian.

También hay que tener en cuenta que algunos productos no son negociables y no permiten amortización anticipada, como es el caso de los Contratos de compra/venta de opciones; en caso de permitirlos, el coste de deshacer las coberturas de la opción asociada es elevado, existiendo la posibilidad de perder parte del principal invertido.

Antes de elegir un activo, hay que recordar que la falta de liquidez es un coste que siempre asume el inversor.

### 3.2.1 Derivados

Como norma general:

- La operativa de Opciones y Futuros requiere una vigilancia constante de la posición. Estos instrumentos comportan un alto riesgo si no se gestionan adecuadamente. Un beneficio puede convertirse rápidamente en un pérdida como consecuencia de variaciones en el precio. Operar con opciones requiere conocimiento y buen juicio.

Los derivados son instrumentos financieros complejos y pueden no ser aptos para cualquier tipo de inversor. Se recomienda por tanto a todos los potenciales inversores no tomar decisiones antes de contrastar cuidadosamente la situación con sus asesores para asegurarse de que la inversión en derivados se adapta a sus necesidades personales y a sus medios.

### 3.2.2 Factores de riesgo relacionados con la estructura de los Derivados

- Riesgo de pérdida del importe invertido

Por su naturaleza, los Derivados son susceptibles de modificaciones considerables en su valor, pudiendo llegar en algunos casos a la pérdida total del precio de compra de los derivados.

- Riesgo de Fluctuación del Precio del Warrant

Debido a las fluctuaciones de mercado, en caso de pago en efectivo la suma pagada al titular del warrant puede ser nula.

El inversor debe considerar que aquellas emisiones referidas a valores de empresas de sectores innovadores de alta tecnología, ofrecen grandes posibilidades de crecimiento futuro aunque con un mayor riesgo que los sectores tradicionales.

Algunas circunstancias relativas al Activo Subyacente pueden dar lugar a ajustes en el precio de ejercicio y ratio del producto diferentes a los ajustes efectuados en el Mercado organizado. Dichos ajustes pueden retrasar la liquidación del warrant al inversor. Las perturbaciones del mercado y/o ciertas situaciones pueden afectar al Activo Subyacente del warrant e impactar en la emisión de los Derivados, en su ejercicio y /o en la suma a recibir por el titular en caso de ejercicio.

La Volatilidad utilizada para la valoración de los Derivados se basará en una estimación en función de la Volatilidad negociada en las opciones a corto plazo (Mercado MEFF en el caso de activos españoles y mercado competente en el caso de los activos no españoles), de la volatilidad negociada en las opciones a largo plazo (Mercado OTC) así como en las perspectivas del emisor. La volatilidad implícita no cotiza directamente en un mercado de referencia, sino que es una estimación de futuro que va implícita en el valor del warrant.

- Riesgos de los derivados en operaciones de cobertura

Cualquier persona con intención de utilizar los derivados como un instrumento de cobertura deberá reconocer el riesgo de correlación. Los derivados pueden no permitir una cobertura perfecta de un activo subyacente o cartera de la cual el activo subyacente forme parte.

Además, puede no ser posible liquidar los valores a un nivel que refleje directamente el precio de un activo subyacente o cartera en la que esté integrado el activo subyacente.

### 3.2.3 Riesgos con relación al mercado en general

- Riesgo de tipo de cambio

En los contratos de derivados con subyacente en divisa diferente del euro, existe un riesgo de tipo de cambio en el momento de la conversión a euros para su liquidación.

El valor intrínseco a pagar en el momento de la liquidación de los derivados y el valor de mercado de un warrant mientras esté cotizado en la bolsa será pagado en Euros. Esto presenta ciertos riesgos relativos a la conversión de divisas cuando, en función de las características de la emisión y del Activo Subyacente impactado, el importe de liquidación o la cotización diaria, en su caso (o cualquier otro importe en relación con los derivados) es calculado en una divisa diferente del Euro y es a continuación convertida en Euros.

- Derivados con fecha de vencimiento superior a 2 años

Con respecto a derivados con un plazo de vencimiento superior a los 2 años e inferior a los 5 años, tanto la volatilidad implícita con la que coticen los derivados como los dividendos de las compañías sobre cuyas acciones se hayan emitido serán las estimadas por el emisor, al no haber un mercado de referencia a ese plazo para determinar la volatilidad, ni proceder las compañías a la publicación de los dividendos a ese plazo. No obstante, en la medida de lo posible, se tomarán como referencia para la fijación de la volatilidad implícita de los Derivados los niveles de volatilidad observados en las operaciones OTC realizadas a esos plazos.

### 3.2.4 Factores de Riesgo relacionados con el Emisor DE DERIVADOS

El Emisor considera que los factores descritos a continuación son susceptibles de afectar a su capacidad de cumplir las obligaciones relacionadas con los derivados. La mayoría de estos factores se deben a acontecimientos que pueden producirse o no producirse. El Emisor no está en disposición de expresar una opinión sobre la probabilidad de que ocurran o no dichos acontecimientos.

Además, otros factores que son importantes para determinar los riesgos de mercado asociados a los derivados son igualmente descritos en este apartado.

El Emisor considera que los riesgos descritos a continuación constituyen los riesgos principales inherentes a la inversión con los derivados, pero la incapacidad del emisor de

pagar cualquier importe en relación con los derivados puede surgir por razones diferentes de las descritas en este capítulo. El Emisor no declara que los elementos mencionados abajo relativos a los riesgos relacionados con la detención de derivados son exhaustivos. Los inversores potenciales deben igualmente leer las otras informaciones detalladas en el presente Folleto de Base de derivados y crearse su propia opinión antes de tomar una decisión de inversión.

### 3.2.5 Factores que pueden afectar a la capacidad del Emisor de cumplir sus obligaciones relativas a los Derivados

- Calidad de crédito del Emisor

Los derivados constituyen obligaciones generales, no garantizadas con una garantía real, del emisor y sólo de él, que tienen el mismo rango que el resto de sus obligaciones frente a los acreedores ordinarios, es decir, después de las obligaciones con garantía real o por exigencia de la ley.

El Emisor emite un gran número de instrumentos financieros, incluidos los derivados, en una base global y, en todo momento, los instrumentos financieros emitidos pueden representar una suma importante. Al comprar los derivados, el inversor se basa solamente en la calidad de crédito del Emisor y del Garante.

- Conflictos de interés

El Emisor ofrece una gama completa de productos en el mercado de capitales. Debido a sus actividades, el Emisor puede estar en posesión de determinada información relativa a los activos subyacentes de los derivados.

El conflicto en relación con su actividad puede darse, entre otros casos y sin que estos sean limitativos, en el ejercicio de los derechos de voto, la compra y la venta de valores mobiliarios, así como también el ejercicio de derechos como acreedor.

Además, el Emisor puede realizar operaciones de negociación o de cobertura relativos a los derivados (principalmente sobre los valores que sean Activos Subyacentes de derivados) que pueden tener una influencia sobre el valor de los derivados. El Emisor, así como sus directivos y representantes, puede desarrollar sus actividades sin tener en cuenta la existencia de los derivados o del efecto desfavorable que dichas actividades puedan tener, directa o indirectamente, sobre los derivados. El Emisor no asume ninguna responsabilidad de cualquier naturaleza que sea por sus consecuencias y por el impacto sobre la inversión prevista.

Existen barreras de información (Murallas chinas) entre las diferentes divisiones implicadas.

### 3.2.6 Factores de riesgo para el inversor

Los derivados son instrumentos financieros complejos y pueden no ser aptos para cualquier tipo de inversor.

Se recomienda por tanto a todos los potenciales inversores no tomar decisiones antes de contrastar cuidadosamente la situación con sus asesores para asegurarse de que la inversión en derivados se adapta a sus necesidades personales y a sus medios. Concretamente, cada inversor debe:

- Conocer y tener la experiencia suficiente para evaluar las ventajas y riesgos de su inversión en Derivados
- Conocer la operativa del producto no sólo a través del Folleto de Base sino también a través de la información referenciada a éste mismo, y de las Condiciones Finales definitivas relativas a la emisión en cuestión
- Poseer experiencia en materia de opciones y operaciones con opciones y comprender perfectamente los riesgos asociados a los derivados
- Estar dotado de los recursos financieros y la liquidez suficientes para hacer frente al riesgo de la inversión en derivados (no olvidar el riesgo de cambio)
- Entender de forma precisa la terminología de los derivados, haber operado en mercados financieros, haber estudiado de forma precisa los aspectos jurídicos, fiscales, contables y regulatorios del producto

### 3.2.7 Factores de riesgo asociados al ejercicio de los Derivados

Existe una diferencia entre el día en que el tenedor da su orden de ejercicio de los Derivados y la fecha de valoración (el día de determinación del importe a entregar). La suma a cobrar por warrant puede variar de manera significativa en este periodo.

### 3.2.8 Factores de riesgo de liquidez

En virtud de la Circular 1/2002 de Sociedad de Bolsas, Société Générale Sucursal en España en su condición de especialista, puede interrumpir su presencia en mercado cuando el Departamento de Supervisión de Sociedad de Bolsas lo autorice por concurrir alguna causa justificada. Para ello, deberá solicitar la exoneración temporal de su condición de especialista al Departamento de Supervisión de Sociedad de Bolsas.

Además, cuando el emisor o el especialista hayan comprado todos los valores de una emisión, el especialista estará exonerado de poner precio de compra para este valor. Cuando el emisor o el especialista hayan vendido todos los valores de una emisión, el especialista estará exonerado de poner precio de venta.

El volumen a la compra y a la venta en los casos anteriores estará limitado por el resto de valores que el emisor o el especialista pueda comprar o vender en el mercado.

Cuando el especialista estime que el precio del valor es inferior a 0,01 euros estará exonerado de introducir posición de compra.

### **3.3 Instituciones de inversión colectiva.**

Como cualquier otro producto de inversión, los fondos implican ciertos riesgos. Aunque en general se perciben como un producto seguro, si la evolución de los mercados en los que invierte el fondo no es la esperada, es posible registrar pérdidas. La naturaleza y el alcance de los riesgos dependerán del tipo de fondo, de sus características individuales (definidas en el folleto) y de los activos en los que invierta su patrimonio.

En consecuencia, la elección entre los distintos tipos de fondos debe hacerse teniendo en cuenta la capacidad y el deseo de asumir riesgos por parte del ahorrador, así como su horizonte temporal de inversión (especialmente cuando se trata de fondos garantizados). En general, los fondos de inversión permiten controlar los riesgos al permitir una mayor diversificación, pero en modo alguno puede excluirse la posibilidad de sufrir pérdidas; al fin y al cabo, el capital está invertido en valores cuyo precio oscila en función de la evolución de los mercados financieros.

Por tanto, lo primero que el inversor debe analizar es hasta qué punto está dispuesto a asumir la posibilidad de que, al solicitar el reembolso de la inversión, ésta valga menos que en el momento de la compra, incurriendo por tanto en pérdidas.

Hay dos elementos que pueden ayudar al inversor a tener una idea más aproximada del riesgo que incorpora un determinado fondo de inversión: la volatilidad y la duración.

La volatilidad nos indica si históricamente los valores liquidativos del fondo han experimentado variaciones importantes o si, por el contrario, han evolucionado de manera estable. Un fondo muy volátil tiene más riesgo porque es difícil prever si el valor liquidativo va a subir o a bajar. Por tanto, en el momento del reembolso, lo mismo podrían obtenerse ganancias significativas que pérdidas importantes.

Si el inversor adopta la volatilidad como criterio de decisión, debe tener en cuenta que existen distintas formas de cálculo y presentación (diaria, mensual, anualizada o sin anualizar...). Por eso es aconsejable seleccionar una fuente de confianza y ceñirse a la misma, ya que los datos de distintas fuentes pueden no ser del todo comparables.

La duración (o plazo medio de vencimiento) es un concepto que permite estimar cómo responderán los activos de renta fija ante variaciones de los tipos de interés (riesgo de tipo de interés). Cuando los tipos suben, los valores de renta fija en la cartera del fondo pierden valor, ya que la demanda de los mercados se trasladará a las nuevas emisiones, que ofrecen intereses superiores. Y al contrario si los tipos bajan. Este efecto se acusa menos para valores a corto plazo, ya que en cuanto venzan podrá utilizarse el capital para adquirir títulos con tipos de interés actuales. Por eso, a mayor duración más sensibilidad y más riesgo. Ver la sección sobre Concepto y cálculo de la duración.

Además, antes de suscribir participaciones de un fondo, el inversor debe consultar en el folleto cuál es su política de inversión, y la composición de la cartera al final del último trimestre (informe periódico a socios y partícipes). Ambos documentos pueden y deben

solicitar en la entidad comercializadora, y también se encuentran a disposición del público en la página web de la entidad y en la CNMV (ver la sección Información disponible en la web).

Conocer la composición de la cartera y la vocación inversora del fondo es fundamental, porque permite al inversor hacerse una idea del riesgo que se asume, según los porcentajes de inversión en cada tipo de activos financieros, en euros o en otras divisas, en una u otra zona geográfica, etc.

Con carácter general, se pueden hacer las siguientes observaciones:

- La inversión en renta variable, por su propia naturaleza, tiene en general más riesgo que la inversión en renta fija, pero en ésta también se pueden producir pérdidas, y el inversor debe ser consciente de este hecho. Ver la sección Factores de riesgo de la renta fija. La renta variable suele tener más riesgo, porque las cotizaciones de las acciones son más volátiles.
- Algunos fondos, por su política de inversión, pueden mantener en cartera valores que incorporen un mayor riesgo de crédito o contraparte: es la posibilidad de que el emisor (empresa, entidad financiera o Estado, entre otros) no pueda hacer frente a sus pagos o de que se produzca un retraso en los mismos. En estos casos podría ser interesante conocer la calidad de crédito del emisor, a través de la calificación que realizan entidades especializadas (agencia de rating).
- La inversión en valores de países emergentes conlleva otro riesgo adicional, el llamado riesgo país, que recoge la posibilidad de que los acontecimientos políticos, económicos y sociales de ese país afecte a las inversiones que en él se mantienen.
- La inversión en activos expresados en monedas distintas del euro implica un riesgo, denominado riesgo de divisa, derivado de las posibles fluctuaciones de los tipos de cambio.
- Por otra parte, los fondos que invierten en instrumentos financieros derivados (futuros, opciones), pueden incorporar un riesgo superior, debido a las características intrínsecas de estos productos (por ejemplo, el apalancamiento). Por tanto es posible que se multipliquen las pérdidas de la cartera, aunque también podrían multiplicarse las ganancias.

Sin embargo, hay que tener en cuenta que algunos fondos utilizan los derivados exclusiva o primordialmente con la finalidad de disminuir los riesgos de la cartera de contado (cobertura); en la descripción de la política de inversión, que se recoge en el folleto, debe indicarse si los derivados se utilizarán con finalidad de inversión o de cobertura.

- Otra circunstancia a tener en cuenta es que cuando el fondo invierte en valores que no se negocian en mercados regulados, se está asumiendo un riesgo adicional, al

existir un menor control sobre sus emisores. Además, la valoración de estos activos resulta bastante más complicada, ya que no se dispone de un precio objetivo de mercado.