

***INFORMACIÓN ACERCA  
DE DETERMINADOS INSTRUMENTOS  
FINANCIEROS  
COMPLEJOS***

## INTRODUCCIÓN

Este documento presenta una aproximación a las características de los instrumentos financieros considerados como “complejos” para el inversor. Sobre cada uno de los instrumentos que se relacionan se presenta una breve descripción sobre el concepto o características principales de cada uno de ellos y un análisis del perfil de riesgo que presenta.

El análisis de los riesgos se hace desde distintos puntos de vista como:

- ✓ la naturaleza del instrumento y del emisor;
- ✓ la liquidez del instrumento en los mercados de valores;
- ✓ la volatilidad o variación del precio (plusvalías o minusvalías); y
- ✓ en su caso, el efecto del tipo de cambio.

Ha de tenerse en cuenta que el análisis presentado para cada instrumento financiero puede no tener en cuenta todos los factores de riesgo a los que está sometido, e igualmente la profundidad del análisis puede no ser la adecuada para determinar el riesgo inherente a cada instrumento financiero, por lo que la evaluación del riesgo aquí presentada ha de considerarse como una mera aproximación cuya última pretensión es orientar al inversor.

Este documento recoge los instrumentos financieros “complejos” más comunes; en ningún caso se puede considerar que tal relación recoge la totalidad de los mismos. Los instrumentos financieros analizados son:

- **Renta Fija que incorpora un derivado**
- **Acciones preferentes**
- **Duda subordinada**
- **Bonos de Titulización**
- **Warrants**
- **Derivados negociados en Mercados Organizados**
- **Derivados negociados en Mercados OTC**
- **Seguros de Cambio**
- **Credit Default Swap (CDS)**

## INSTRUMENTOS FINANCIEROS

### ➤ RENTA FIJA QUE INCORPORA UN DERIVADO

Son títulos de renta fija “sintéticos” ya que su rentabilidad está ligada a un instrumento derivado.

El cupón puede ser variable o mixto (cupón fijo + cupón variable); el nivel del cupón variable puede estar ligado a la evolución de:

- índices sobre tipos de interés;
- índices de precios;
- índices de tipo de cambio;
- índices de cotización de activos;
- una cesta de instrumentos financieros o activos.

Otra de sus características es que pueden incorporar opciones de conversión en otro tipo de activos como acciones.

El riesgo al que está expuesta una inversión en este tipo de instrumentos financieros o productos está identificado con:

- Riesgo de recuperación de la inversión: como consecuencia de la evolución del índice o del activo subyacente de referencia, existe la posibilidad de no recuperación de la totalidad del capital invertido. Este riesgo también se da en los productos diseñados sin garantía de capital al vencimiento.
- Riesgo de crédito (insolvencia): al ser instrumentos financieros emitidos por empresas particulares el riesgo de insolvencia varía de un inversor a otro. Como referencia de análisis se utiliza el nivel de calidad crediticia (rating) otorgado por las agencias de calificación especializada.
- Riesgo de mercado (precio): En caso de no mantener el instrumento financiero hasta el vencimiento se puede incurrir en pérdidas en función a la evolución del precio del activo. Cuanto más largo es el vencimiento mayor es este riesgo.
- Riesgo de iliquidez: en la medida que estos instrumentos financieros no son muy líquidos, en caso de necesidad de vender el activo antes del vencimiento se puede incurrir en algún tipo de penalización en el precio del mismo.
- Amortización anticipada: si los títulos se amortizan de forma anticipada se puede incurrir en una reducción del rendimiento estipulado inicialmente.
- Evolución contraria: si la evolución del índice o activo subyacente es contraria a la prevista puede suponer un rendimiento nulo para el inversor.
- Riesgo de tipo de cambio: se incurre en este riesgo cuando el activo está emitido en moneda distinta del euro.

## ➤ ACCIONES PREFERENTES

Las participaciones preferentes son valores emitidos por una sociedad que no confieren participación en su capital ni derecho de voto. Tienen **carácter perpetuo** (no tienen vencimiento) y su rentabilidad **no está garantizada**. No obstante y a pesar de su carácter perpetuo, si el emisor es una entidad de crédito puede reservarse, previa autorización del Banco de España, el derecho a amortizarlas a partir de un plazo predeterminado (no inferior a cinco años).

Se trata de un instrumento **complejo**, no garantizado por el **Fondo de Garantía de Depósitos** y de **riesgo elevado**, pudiéndose perder el capital invertido.

Los principales riesgos de este tipo de instrumento son:

- **Riesgo de mercado:** al no tener vencimiento, es un título con mucha duración y, por tanto, expuesto a fuertes variaciones ante la fluctuación de los tipos de interés.
- **Riesgo de liquidez.** Al no cotizar en Bolsa y ser poco líquidos los mercados secundarios organizados en los que cotiza, tienen una liquidez bastante limitada. Normalmente son los propios emisores quienes dan liquidez, e incluso pueden contar con un contrato de liquidez.
- **Riesgo de contraparte en los intereses:** el instrumento paga un tipo de interés generalmente fijo en un primer periodo y variable durante el resto de la vida del producto, pero éste normalmente está condicionado a que la sociedad obtenga beneficios, con lo que si no los obtiene, se suspende el pago de intereses.
- **Riesgo de contraparte en el principal:** si se deteriora la solvencia del emisor, sufrirán una pérdida de valor que es muy superior a un bono normal, ya que las acciones preferentes no tienen vencimiento.

En caso de insolvencia del emisor, las participaciones preferentes se sitúan en el orden de recuperación de los créditos: por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados y por delante de las acciones (o cuotas participativas).

La tipología es muy variada pudiendo destacar como más comunes las siguientes:

- **Acumulativas:** Si el dividendo no es pagado, este será acumulado para futuros pagos.
- **No acumulativas:** El dividendo no será acumulado si no es pagado. Las acciones preferenciales de bancos deben ser no acumulativas.
- **Convertibles:** Tiene la opción de convertirse en una acción común a un precio acordado.
- **De renta mensual:** Una combinación de acción preferente y de deuda subordinada.
- **Participantes:** Permite, bajo ciertas condiciones, obtener dividendos adicionales a los establecidos.
- **De opción financiera:** Estas emisiones tienen un privilegio de "opción financiera" con el que el accionista puede, bajo ciertas condiciones, forzar al emisor a redimir las acciones.

## ➤ DEUDA SUBORDINADA

La estructura económica de las obligaciones subordinadas es idéntica a la 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, es decir pueden considerarse como un instrumento híbrido de capital y renta fija. 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.

Los principales riesgos de este tipo de instrumento son:

- **Riesgo de mercado:** al no tener vencimiento, es un título con mucha duración y, por tanto, expuesto a fuertes variaciones ante la fluctuación de los tipos de interés.
- **Riesgo de liquidez.** Al no cotizar en Bolsa y ser poco líquidos los mercados secundarios organizados en los que cotiza, tienen una liquidez bastante limitada. Normalmente son los propios emisores quienes dan liquidez.
- **Riesgo de contraparte:** si se deteriora la solvencia del emisor, sufrirán una pérdida de valor que es muy superior a un bono normal, ya que las acciones preferentes no tienen vencimiento.

Los tres tipos de deuda subordinada más comunes son:

- **Redimible:** cuyo principal tiene un vencimiento determinado en el tiempo.
- **No redimible:** cuyo principal no tiene vencimiento y produce una deuda perpetua.
- **Convertible en acciones:** en determinada fecha puede convertirse en acciones, bien a opción de la sociedad o de los titulares de los bonos.

## ➤ BONOS DE TITULIZACIÓN

Son valores emitidos por un fondo de titulización y respaldados frente a los inversores por los activos con los que se ha constituido dicho fondo, normalmente adquiridos a una entidad que busca de esta manera obtener financiación.

Es habitual que el fondo se constituya a partir de los activos hipotecarios (préstamos) de una entidad financiera, sin embargo cualquier activo que otorgue un derecho de cobro puede ser objeto de titulización.

La operativa de los bonos de titulización resulta muy similar a la del resto de bonos, ya que proporcionan unos intereses periódicos. Como rasgo característico presentan el riesgo de amortización anticipada, como consecuencia de la posible amortización anticipada de los activos del fondo.

Los títulos emitidos tienen los riesgos habituales de cualquier valor de renta fija como el riesgo de interés, o de crédito. Cabe señalar que en estas emisiones no todos los títulos cuentan con las mismas garantías y en consecuencia el nivel de riesgo puede ser diferente.

Los riesgos que inciden en estas emisiones son importantes, tanto los propios de los de cualquier título de renta fija como los específicos.

En la medida que se establezcan **mecanismos de mejora crediticia**, se minorarán los riesgos. De los mecanismos de minoración del riesgo destacamos los siguientes:

- **Sobrecobertura.** Consiste en la creación de un colchón de seguridad entre los flujos que perciben y los que se revierten a los inversores.
- **Emisión principal/subordinada.** Se divide la emisión en varias clases o tramos en la que el riesgo se soporta de forma diferente. En la forma más sencilla se emiten dos series (la principal y la subordinada) con diferente exposición al riesgo.
- **Fondo de reserva.** Para ofrecer una primera cobertura de fallidos.
- **Garantías.** Son las garantías que a cambio de un precio (primas de seguro, comisiones, etc.) proporcionan otros agentes externos al proceso, tales como compañías de seguros (seguros en el origen; seguros de titulización y garantías de un seguro financiero); entidades crediticias (carta de crédito; préstamo o crédito subordinado; contrato de reinversión a tipo garantizado y operaciones con derivados) y los ofrecidos por agencias estatales.

## ➤ WARRANTS

Son valores negociables que otorgan a su poseedor el derecho, que no la obligación, a comprar (*call warrant*) o vender (*put warrant*) una cantidad determinada de un activo (subyacente) a un precio de ejercicio prefijado (*strike*) en una fecha también predeterminada.

Otros elementos característicos de este producto son:

- Prima. El precio que se paga por el *warrant*. Este precio se compone de:
  - Valor intrínseco. Diferencia entre el precio del subyacente y el precio de ejercicio.
  - Valor temporal. Es la parte de la prima que valora el derecho de compra o venta del subyacente inherente al *warrant*. Está determinado por elementos como la volatilidad o el tiempo hasta el vencimiento.
- Ratio: corresponde al número de activos subyacentes que representa cada *warrant*, puede ser por tanto una fracción o múltiplo de 1.

Los *warrants* se encuadran dentro de la categoría de las opciones, pero se diferencian de las opciones negociadas en mercados regulados por:

- El plazo de vencimiento. los *warrants* pueden tener un plazo mayor a 1 año.
- Liquidez. las entidades emisoras se encargan de que ésta exista.

El principal riesgo se corresponde con la posibilidad de perder toda la inversión (prima) ya que, si al llegar la fecha de ejercicio del *warrant*, en una *call warrant* el precio de ejercicio es superior al precio del activo subyacente (o en una *put warrant* el precio de ejercicio es inferior) el inversor no ejecutará la opción y perderá el valor de la prima.

#### ➤ DERIVADOS NEGOCIADOS EN MERCADOS ORGANIZADOS

Negociados en mercados regulados, son instrumentos cuyo valor deriva de la evolución del precio de otro activo denominado subyacente; es por ello por lo que se les conoce como “*productos derivados*”. Estos productos los podemos agrupar en dos tipos bien diferenciados:

- **Futuros**. Son contratos a plazo, negociados en un mercado organizado, que obligan a las partes a la compraventa de una cantidad concreta del activo subyacente en una fecha futura predeterminada (fecha de vencimiento o entrega) y a un precio establecido de antemano (precio del futuro corregido por el factor de conversión). Entre los subyacentes más comunes de un futuro podemos destacar: acciones, índices bursátiles, tipos de interés, bonos y materias primas.
- **Opciones**. Son contratos negociados en mercados organizados que, a cambio del pago de una *prima otorgan* a su comprador el derecho (que no la obligación) a comprar (*call*) o vender (*put*), a una fecha determinada, una cantidad concreta del activo subyacente a un precio establecido de antemano (precio de ejercicio o strike). Entre los subyacentes más comunes de una opción podemos destacar: acciones, índices bursátiles, tipos de interés, materias primas y divisas.

Son instrumentos financieros con un elevado apalancamiento, lo que permite que el resultado (minusvalía o plusvalía) final de la operación sea muy significativo frente al importe inicialmente expuesto.

En el caso de los futuros las pérdidas pueden ser ilimitadas; mientras que en el caso de las opciones la pérdida para el comprador de la opción se limita la cuantía de la *prima*.

### ➤ DERIVADOS NEGOCIADOS EN MERCADOS OTC

Negociados en mercados OTC (Over the Counter), son instrumentos cuyo valor deriva de la evolución del precio de otro activo denominado subyacente; es por ello por lo que se les conoce como “*productos derivados*”. Su principal característica es que los contratos no tienen porqué estar estandarizados y se pueden elaborar a la medida de las partes contratantes.

En los mercados OTC se contratan, principalmente, los siguientes instrumentos:

- **Swap o permuta financiera.** Es un contrato por el cual dos partes se comprometen a intercambiar una serie de cantidades de dinero en fechas futuras, este intercambio está referenciado a cualquier variable observable.
- **IRS (Interest Rate Swap).** Es un contrato por el que se acuerda el intercambio de un conjunto de flujos de efectivo (en base a las especificaciones de los tipos de interés) por otro, suelen intercambiar un pago fijo por un pago variable que está vinculada a una tasa de interés.
- **FRA (Forward Rate Agreement).** Contrato por el que dos partes acuerdan el tipo de interés que habrá a una fecha determinada, de manera que, sobre un depósito teórico nocional, se va liquidando la diferencia entre aplicar el tipo de interés del mercado de contado y el tipo acordado en el FRA.

Los principales riesgos de estos instrumentos financieros están asociados a:

- La falta de liquidez propia de los mercados OTC.
- Evolución de los tipos de interés contraria a la prevista.
- Riesgo de crédito de contraparte.

### ➤ SEGUROS DE CAMBIO

Son contratos financieros que consisten en la realización de una operación de compra o venta a plazo en el mercado de divisas a un cambio prefijado y tiene por objeto la cobertura del riesgo de fluctuación del tipo de cambio; de esta forma se garantiza la disponibilidad, a una fecha determinada) de las divisas al precio (cambio) acordado.

Es un acuerdo a medida de las dos partes que lo contratan. No es transferible (no hay un mercado secundario) y se suele liquidar por diferencias.

Su riesgo viene determinado por su inflexibilidad (las condiciones son inamovibles) y por la calidad crediticia (solventía) de las partes contratantes.



➤ **CREDIT DEFAULT SWAP**

Credit Default Swaps o CDS (en castellano, Permutas de Riesgo Crediticio) no dejan de ser un contrato de seguro, en donde a cambio de pagar una prima, el tenedor de un crédito puede asegurarse ante el riesgo de impago del mismo. En este contrato el comprador se compromete a realizar una serie de pagos en el tiempo (primas) y el vendedor se compromete a cubrir parte o el total del crédito asegurado en caso de que éste no sea cancelado

Es un seguro para el poseedor de un título de deuda que quiere cubrirse del posible riesgo de crédito (básicamente impago) del mismo. Aunque el CDS tenga en común algunos elementos con las operaciones de seguro, no son regulados dentro de las actividades de seguro y así las entidades vendedoras del CDS no tiene que cumplir ninguna de las normas de solvencia ni de reservas que regulan el ejercicio de la actividad aseguradora, existiendo un mayor riesgo de contraparte o incumplimiento que en los contratos de seguros regulados como tales.

Sus principales riesgos derivan de la iliquidez, de la solvencia del gerente (vendedor), de su desregulación y del elevado importe mínimo para el que se negocian (no menos de 10millones).