

1 Introducción

- 1.1 Este folleto se le entrega en su condición de cliente minorista o profesional y consta de dos partes: la primera expone los desafíos que plantean los riesgos en una cartera y su influencia en la rentabilidad; la segunda contiene advertencias sobre la naturaleza y los riesgos asociados a los diferentes tipos de inversión, en el marco de las obligaciones de información del Banco, reguladas por las normas de protección al inversor.
- 1.2 Este folleto no especifica todos los posibles riesgos ni todos los tipos de inversiones. Su finalidad es explicar los principales riesgos que pueden ser relevantes para su cartera y el riesgo que conlleva negociar con determinados productos. Los diferentes tipos de instrumentos financieros se explican en la sección 2, y los detalles relativos a los tipos de riesgo se presentan en la sección 3.

2 Los desafíos que plantean los riesgos en una cartera

- 2.1 Existe una regla fundamental en finanzas: un riesgo más importante debería remunerarse a largo plazo con un rendimiento más elevado.

Los rendimientos de los bonos del Estado son considerados libres de riesgo y constituyen la base de todo rendimiento financiero. A estas tasas libres de riesgo se suman diversos rendimientos suplementarios (*primas de riesgo*) que los inversores pueden esperar al invertir en activos que conllevan los riesgos correspondientes.

Rendimiento de un activo de riesgo = Rendimiento libre de riesgo + Rendimiento de diversas primas de riesgo

Rendimientos históricos:

- Rendimiento a largo plazo de las acciones americanas: 9,5% en USD
- Rendimiento a largo plazo de los bonos del Estado americanos: 3,5% en USD
- *Prima de riesgo* de las acciones americanas a largo plazo: 6%

Causas:

- Volatilidad del ciclo económico
- Riesgo de pérdida total del capital
- Riesgos fundamentales relacionados con las empresas
- Riesgos de los mercados financieros

2.2 Rentabilidad y riesgo

La rentabilidad a lo largo de casi 200 años del mercado de renta variable estadounidense ha sido del orden del 9% en USD. Es un 6% más que la rentabilidad de los bonos del Estado. Esta prima representa la remuneración de un riesgo más elevado: la renta variable experimenta ciclos marcados de optimismo o de pesimismo, durante los cuales las rentabilidades anuales pueden oscilar entre -60% y +150%.

Lamentablemente, estas primas de riesgo no son fijas ni están garantizadas. La prima de riesgo del 6% de la renta variable americana es una media histórica. El primer decenio de los años 2000 demostró que se podían experimentar varios años de fuertes pérdidas, a pesar de una prima de riesgo muy positiva a largo plazo. El índice Dow Jones Total Return¹ sufrió una corrección del 56% entre octubre 2007 y marzo 2009 y tardó casi 5 años en recuperar su nivel anterior.

El rendimiento de la inversión tampoco está garantizado a largo plazo: el riesgo de correcciones (*drawdowns*)² extremas de las acciones es real. Algunos grandes mercados han cerrado sus puertas de forma bastante brutal tras un cambio de régimen político: Rusia, al comienzo del régimen comunista a principios del siglo XX; China y el mercado

¹ Índice de las 30 acciones estadounidenses más importantes, incluyendo el pago de dividendos.

² *Drawdown*: bajada del punto máximo al punto mínimo de una inversión o de un fondo en un período determinado.

de Shanghai, al comenzar el Gobierno de Mao; la Bolsa del Cairo, cuando Nasser tomó el poder en los años 50; o también la Bolsa de Teherán. Cada una de estas veces, los inversores vieron cómo el valor de sus acciones se reducía a la nada de un día para otro.

La existencia de primas de riesgo demuestra, por lo tanto, que hay que vivir con una incertidumbre relacionada con los futuros rendimientos, pero que, para el conjunto de un mercado y para un plazo de inversión relativamente largo, es muy probable que estas primas de riesgo históricas sean una indicación fiable de los rendimientos suplementarios que pueden esperarse al invertir en un activo financiero.

2.3 Los factores de riesgo

El tamaño de una empresa constituye, por ejemplo, un factor de riesgo. La rentabilidad en el mercado estadounidense ha sido históricamente un 10% superior para los inversores que han comprado participaciones de fondos indexados centrados en pequeñas capitalizaciones. Estos inversores han recibido una remuneración por el riesgo suplementario asociado a este segmento del mercado, compuesto de empresas más frágiles en caso de un ataque frontal por parte de un gigante del sector, menos proclives a comunicar y generalmente seguidas por un número más reducido de analistas. Numerosos factores entran en juego: se gana más al invertir en una empresa fuertemente endeudada, en una empresa poco líquida o incluso en una empresa sujeta a una demanda final muy cíclica (como en la industria papelera, por ejemplo). La doctrina identifica más de 200 factores³ de riesgos sistemáticos que generan mejores rendimientos que el mercado a cambio de un riesgo superior.

2.4 Clasificación de los factores de riesgo

No existe ninguna clasificación oficial debido a la novedad de la investigación sobre este tema. Para simplificar esta clasificación, establecemos dos grandes categorías.

- a. El riesgo relacionado con la inversión en sí misma (**riesgo del subyacente**): si un inversor adquiere un bono corporativo en la industria papelera, estará expuesto sobre todo al ciclo del papel, caracterizado por márgenes muy volátiles, así como al riesgo de calidad de la estrategia del equipo directivo y a su prudencia –mayor o menor– en la gestión del balance de la empresa.
 1. Riesgo fundamental: es el riesgo relacionado con la actividad económica.
 - Riesgo relacionado con los ciclos económicos⁴
 - La amplitud de los ciclos económicos puede dar lugar a pérdidas importantes, incluso la quiebra de la empresa, si la recesión dura demasiado tiempo.
 - Este riesgo también puede estar relacionado con el ciclo de los productos. Puede referirse a la obsolescencia de la tecnología debido al descubrimiento de nuevos procedimientos.
 - Riesgo de gobierno corporativo y de información⁵
 - Los intereses de los accionistas y de la dirección deben estar alineados según la teoría de la agencia⁶; la experiencia demuestra que esta alineación no es sistemática.
 - La empresa puede comunicar información de forma insuficiente o torpe y los inversores pueden malinterpretar dicha información.
 2. Riesgo de crédito: es el riesgo de perder la totalidad o parte de su inversión debido al uso excesivo del endeudamiento. La deuda constituye el medio más utilizado para incrementar la remuneración de los fondos propios pero, a cambio, el efecto de apalancamiento crea un riesgo de balance, que representa esencialmente un riesgo de quiebra por sobreendeudamiento⁷.
- b. El riesgo relacionado con las condiciones marco de la inversión (**riesgo de los mercados financieros**): un bono corporativo del sector del papel no es el único título negociado en el mercado financiero. Los inversores disponen de posibilidades de inversión sumamente amplias y pueden asegurar un rendimiento contra otro en función de las oportunidades de mercado y del riesgo relacionado con estas inversiones. La actuación de los bancos centrales desempeña un papel importante en la fijación de los tipos a corto plazo, mientras que el resto de la curva de tipos evoluciona en función del optimismo o pesimismo de los inversores. Los gobiernos de los países de cotización demuestran una mayor o menor apertura política o reglamentaria respecto a los inversores extranjeros.

³ Esta cifra es sin duda exagerada, pues tiene en cuenta fenómenos estadísticamente poco fiables, ya que los cálculos estadísticos en finanzas son menos exigentes que los relacionados con las ciencias exactas (química, física).

⁴ Pueden añadirse los riesgos relacionados con las materias primas, con el tamaño insuficiente de la empresa, con una diversificación insuficiente de las actividades industriales que podría exponerla a un choque específico, etc.

⁵ Pueden añadirse los riesgos específicos relacionados con la clase de acciones (riesgo de dividendo, de reinversión), el ciclo inmobiliario (tributación específica, determinación de los valores netos de los activos), los REIT (*Real Estate Investment Trust* o sociedad de inversión inmobiliaria).

⁶ La teoría de la agencia es muy antigua, puesto que ya hablaba de ella Adam Smith en el siglo XVIII. Muestra los intereses a veces divergentes entre el principal y el agente.

⁷ Otros riesgos: riesgo de contraparte (garantía, riesgos relacionados con OICVM u organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios, etc.).

1. Riesgos relacionados con las condiciones marco de la economía
 - Riesgo de tipos⁸
 - Política de déficit presupuestario por parte de los gobiernos, pudiéndose esperar futuros aumentos de impuestos.
 - Política monetaria del banco central no adaptada al alza de los precios (si las tasas de inflación son demasiado elevadas) o a la tasa de desempleo (si los tipos de interés reales son demasiado altos).
 - Riesgos relacionados con la duración de la inversión: el tiempo tiene un valor en finanzas (“*time value of money*”), y una inversión a más largo plazo debe ser mejor remunerada a lo largo del conjunto del ciclo económico.
 - Riesgo relacionado con la curva de tipos: invertir con un plazo de vencimiento a 5 años, en vez de a 2 años, expone al riesgo de inflación durante un período más largo. El rendimiento a vencimiento actual podría ser insuficiente para compensar este riesgo al vencimiento.
 - Riesgo relacionado con el transcurso del tiempo: las estrategias de venta de opciones pueden ver disminuir el precio de la opción cada día de este componente tiempo, sobre todo en los días más cercanos al vencimiento. A la inversa, con ciertas estrategias el riesgo puede disminuir a lo largo del tiempo, como en el caso de las estrategias “Buy & Hold”, que se benefician de la bajada de la volatilidad observada históricamente en la renta variable, a medida que se alarga el horizonte temporal.
2. Riesgos políticos⁹ y regulatorios
 - Tributación de los rendimientos del trabajo y del capital.
 - Medidas que restringen el libre comercio.
 - Incremento de la responsabilidad de las empresas por daños al medio ambiente o relacionada con sus productos.
 - Restricción del acceso a ciertos sectores de actividad.
 - Restricción del derecho a la propiedad privada (nacionalización).
3. Riesgos relacionados con la organización de los mercados financieros
 - Riesgos relacionados con la fijación de los precios¹⁰: el mercado es un lugar en el que los inversores pueden intercambiar sus inversiones de la forma más eficaz posible y fijar los precios más cercanos a valores intrínsecos. Un mercado debe ser lo más líquido posible para facilitar estos intercambios. Sin embargo, la crisis de 2008 demostró que una excesiva incertidumbre mundial podía alterar estos mecanismos de fijación de precios. Durante las fases de mercado bajista, en particular, los precios de los diferentes activos tienden a disminuir de forma simultánea, lo que reduce las ventajas de una diversificación de las carteras.
 - Riesgo de iliquidez: es el riesgo de no poder vender instantáneamente su inversión en el mercado cuando no existe una cotización continua. Estas inversiones ilíquidas reciben, por consiguiente, una remuneración más importante: *private equity*, *hedge funds*.
 - Riesgos relacionados con la volatilidad: la volatilidad es el “índice del miedo” por excelencia, que reacciona ante la falta de visibilidad de las inversiones. Las opciones son los activos que permiten apostar más directamente por este riesgo, así como los instrumentos derivados y los productos estructurados.
 - Riesgos de contraparte relacionados con la situación financiera del intermediario financiero¹¹ que emitió el producto (quiebra, ejecución, préstamos de títulos, etc.).

2.5 Riesgo de diversificación

Analizamos más detalladamente el **riesgo de diversificación insuficiente**, que forma parte de los riesgos relacionados con los mercados financieros. Los productos relacionados con una clase de activos permiten evitar, mediante la diversificación, el riesgo de una excesiva concentración de una cartera. La volatilidad de una cartera de 50 títulos será, por lo tanto, más baja que la de una cartera compuesta por una sola empresa. Esto se debe a que las 50 empresas van a desempeñar sus actividades en sectores diferentes, no correlacionados entre sí y que en caso de crisis económica, por ejemplo, no se verán afectados de la misma manera. Por norma general, se estima que 25 a 50 títulos pertenecientes a sectores diferentes son suficientes para reducir notablemente la volatilidad de una cartera en un mercado.

⁸ Estas diferentes políticas tienen un impacto en los tipos de cambio de la moneda de la inversión.

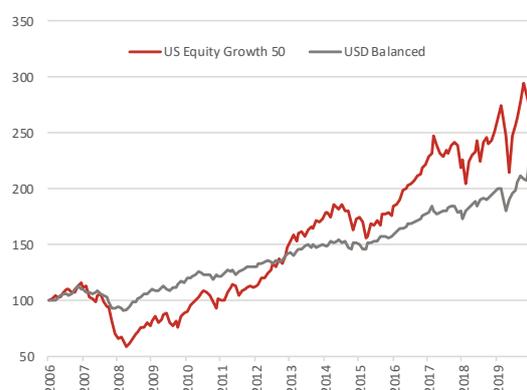
⁹ Los mercados emergentes presentan riesgos específicos debido a su incorporación más reciente a los mercados financieros.

¹⁰ Otros riesgos relacionados con los productos financieros: riesgo de reembolso anticipado, riesgo de liquidación.

¹¹ Los intermediarios financieros están sujetos a riesgos específicos, tales como potenciales conflictos de intereses, riesgo de conservación de los títulos, riesgos operativos, etc.

Siguiendo el mismo principio, una cartera compuesta por una sola clase de activos no estará tan diversificada como una cartera equilibrada y conllevará mayores riesgos de correcciones y de volatilidad. Por lo tanto, el riesgo de un producto relacionado con una sola clase de activos se sitúa, por norma general, entre el riesgo relacionado con una cartera compuesta de un solo título y el de una cartera equilibrada invertida en varias clases de activos no correlacionadas.

Véase, a título de ejemplo, el comportamiento histórico de un mandato US Equity Growth 50¹² con respecto a un modelo equilibrado en USD. El mandato US Equity Growth 50 experimentó entre el 30.09.2007 y el 28.02.2009 una corrección del 47,7%, frente al 32% del modelo en USD, con una volatilidad anual del 14,6% para el US Equity Growth 50 frente al 6,5% para el modelo en USD.



2.6 Los dos aspectos del riesgo

Hemos examinado el riesgo teniendo en cuenta sus dos aspectos.

- Un aspecto negativo: el acaecimiento del riesgo nunca es agradable y el objetivo del ‘compliance’ y de la reglamentación es que los inversores sean conscientes de estos riesgos. Un inversor nunca debería poder decir: “yo no sabía”.
- Un aspecto positivo: el inversor recibe una prima de riesgo suplementaria como compensación por un potencial inconveniente.

3 Definiciones detalladas de los riesgos generales relacionados con los subyacentes y los mercados financieros

3.1 Riesgo de crédito

El riesgo de crédito es el riesgo de que la contraparte no esté en condiciones de cumplir sus obligaciones. Dado que existen muchos tipos de contrapartes (personas físicas o Estados soberanos, por ejemplo) y muchos tipos diferentes de obligaciones (títulos ABS o *Asset backed securities* – respaldados por préstamos para compra de automóviles o transacciones con derivados), el riesgo de crédito adopta muchas formas (por ejemplo, el riesgo de quiebra, el riesgo de no cubrir un requerimiento de garantía). Las instituciones financieras gestionan el riesgo de crédito de muchas formas diferentes.

Debe tener en cuenta que el riesgo de crédito está estrechamente vinculado con la probabilidad de incumplimiento de la contraparte, el grado de exposición crediticia y la tasa de recuperación en caso de incumplimiento.

El riesgo de crédito de las instituciones que emiten instrumentos financieros es analizado por las agencias de calificación crediticia (Moody's, Standard & Poor's, Fitch, etc.), que dan una determinada puntuación o calificación (*rating*) a las instituciones, basándose en su análisis de la capacidad de aquellas para cumplir sus compromisos financieros. Así pues, la calificación AAA se considera la más segura, mientras que una calificación D indica que el emisor ha incumplido sus obligaciones financieras.

¹² Este mandato invierte en 50 empresas americanas consideradas infravaloradas sin motivo fundamental.

Ejemplos de escalas de calificación

	S&P	Fitch	Moody's	
 Menor riesgo	AAA	AAA	Aaa	Prime
	AA+	AA+	Aa1	Elevado
	AA	AA	Aa2	
	AA-	AA-	Aa3	
	A+	A+	A1	Medio superior
	A	A	A2	
	A-	A-	A3	
	BBB+	BBB+	Baa1	Medio inferior
	BBB	BBB	Baa2	
	BBB-	BBB-	Baa3	
 Mayor riesgo	BB+	BB+	Ba1	Especulativo
	BB	BB	Ba2	
	BB-	BB-	Ba3	
	B+	B+	B1	Muy especulativo
	B	B	B2	
	B-	B-	B3	
	CCC+	CCC	Caa1	Riesgos importantes
	CCC		Caa2	Sumamente especulativo
	CCC-	DDD	Caa3	Incumplimiento

Fuente: sitios web de de Standard & Poor's, Fitch y Moody's

3.2 Riesgo de tipos de interés

El riesgo de tipos de interés es un riesgo al que están expuestos los beneficios o el valor de mercado de una inversión, debido a la fluctuación de los tipos de interés. El tipo de interés puede aumentar o disminuir y dicha oscilación puede ser desfavorable para el inversor. Por lo general, los bonos y obligaciones y los valores mobiliarios están expuestos a este riesgo. Si invierte en valores mobiliarios y bonos u obligaciones, es importante que sea consciente de este riesgo para poder tomar medidas adecuadas si los tipos de interés no le favorecen en el futuro.

Un ejemplo clásico es el efecto de un recorte del tipo de interés en el valor de un bono. Si un bono ya existente ofrece un tipo de interés del 3% y los bonos nuevos solo ofrecen un 2%, el valor del bono existente aumentará. Por supuesto, sucede lo contrario si los tipos suben.

3.3 Riesgo de divisa

El riesgo divisa existe cuando se invierte en una moneda distinta de la moneda de referencia. Así pues, si usted es un residente europeo y compra acciones denominadas en USD, la rentabilidad de su inversión no solo estará vinculada a la cotización de la acción sino también a la fluctuación del tipo de cambio del USD frente al euro o al franco suizo.

El riesgo divisa incluso puede existir para los instrumentos financieros (por ejemplo, productos estructurados) que coticen en euros o en francos suizos, pues pueden estar vinculados a un instrumento subyacente denominado en otra moneda.

3.4 Riesgo de inflación

La inflación se puede definir como un aumento del nivel general de los precios de determinados bienes de consumo básico como los alimentos, las bebidas y los servicios (energía, telecomunicaciones, etc.). La consecuencia de dicho aumento de los precios es que con la misma cantidad de dinero usted podrá comprar menos productos que antes de la subida de los precios.

El riesgo de inflación es el riesgo de que la tasa de inflación sea superior al rendimiento (o tipo de interés) que usted recibe en una inversión determinada, dando lugar a una pérdida de valor del capital inicialmente invertido.

3.5 Riesgo regulatorio o jurídico

El riesgo de que un cambio en la legislación o normativa repercuta sustancialmente en un título o una inversión en un sector o mercado determinado. Una modificación de la legislación o la normativa realizada por un Estado o un organismo regulador puede aumentar los costes de explotación de un negocio, reducir el atractivo de la inversión y/o cambiar el panorama de la competencia y, por ello, alterar el potencial de beneficio de una inversión.

Este riesgo es impredecible y puede variar de un mercado a otro. En los mercados emergentes, ese riesgo puede ser mayor que en los mercados más desarrollados. Por ejemplo, en los mercados emergentes, la insuficiencia o la falta de medidas regulatorias puede dar lugar a un mayor riesgo de manipulación del mercado, negociación con información privilegiada, y la falta de supervisión del mercado financiero puede afectar a la exigibilidad de derechos legales.

3.6 Riesgo de mercado

Los mercados pueden evolucionar de muchas maneras diferentes y, por ello, el precio de las inversiones en cada mercado depende de diversos factores, tales como la oferta y la demanda y otros factores económicos. En los mercados emergentes, los cambios sociales, económicos y políticos también pueden influir en estos factores y, por ello, en la rentabilidad de cualquier inversión en dichos mercados.

También debe tenerse en cuenta que las condiciones de negociación pueden diferir en cada mercado. En ciertos casos, puede ser difícil o imposible liquidar una posición. Esto puede ocurrir, por ejemplo, en momentos de oscilación rápida de los precios, si el precio aumenta o disminuye durante una sesión de negociación en tal medida que, según las normas de la bolsa correspondiente, la negociación se suspenda o se restrinja.

Las órdenes con *stop-loss* y las órdenes limitadas son medidas muy conocidas para reducir los riesgos, pero no limitarán necesariamente sus pérdidas en los importes pretendidos, porque la situación del mercado puede hacer imposible ejecutar ese tipo de orden al precio estipulado.

Si se produce un acontecimiento que altere el mercado (por ejemplo, un incumplimiento de pago del emisor de un instrumento financiero), puede tener consecuencias importantes para los productos estructurados que estén vinculados a este instrumento. Por ello, es frecuente que los productos estructurados se reembolsen antes del vencimiento si se produce una alteración del mercado, pero por lo general no a la par.

3.7 Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez es el riesgo de no poder vender sus títulos o contratos a un precio adecuado, debido a la falta de demanda en el mercado correspondiente. Cuando es imposible vender determinados títulos o derivados, o si solo se pueden vender con dificultad y a un precio considerablemente reducido, se dice que el mercado es ilíquido.

El riesgo de liquidez afecta especialmente a las acciones de empresas no cotizadas o débilmente capitalizadas, inversiones con restricciones de venta y determinados productos estructurados.

3.8 Protección de las cámaras de compensación

En muchas bolsas, la realización de una transacción ejecutada por el banco (o por un tercero que actúe por nuestra cuenta) está garantizada por la bolsa o la cámara de compensación.

Sin embargo, en la mayoría de los casos, esta garantía no le cubrirá a usted y puede no protegerlo si Pictet o un tercero incumpliera sus obligaciones para con usted.

3.9 Riesgo de liquidación

El riesgo de liquidación es el riesgo de que una parte no cumpla sus obligaciones conforme al contrato relativo al instrumento financiero. La parte cumplidora queda entonces en la situación de haber cumplido con sus obligaciones contractuales sin recibir nada a cambio.

Este riesgo surge principalmente en operaciones en las que existe un desfase temporal entre los momentos en que las partes cumplen sus obligaciones contractuales. El ejemplo más habitual se ve en los mercados de divisas, porque cada divisa debe ser entregada en su país de origen. Debido a las diferencias horarias, pueden transcurrir varias horas entre el momento en que se hace un pago en una divisa y aquél en que se hace el pago compensador en la otra divisa.

3.10 Riesgo de insolvencia

La insolvencia de una institución crediticia, o la de cualesquiera otros intermediarios participantes en la operación, puede ocasionar que se liquiden o cierren posiciones sin su consentimiento. En algunas circunstancias, es posible que no recupere los activos reales que depositó como garantía y que tenga que aceptar el pago del importe disponible en efectivo.

3.11 Riesgo de pasivos contingentes

Las operaciones con pasivos contingentes, que se realizan con margen, le exigen hacer una serie de pagos periódicos, en lugar de pagar inmediatamente el precio de compra total. Si negocia mediante contratos de futuros por diferencias u opciones de venta, puede sufrir una pérdida total del margen que deposite en su intermediario para establecer o mantener una posición. Si el mercado se mueve en su contra, se le puede exigir que pague un margen o garantía adicional sustancial, con un corto preaviso para mantener la posición. Si no lo hace dentro del plazo exigido, su posición puede liquidarse con pérdidas y usted será responsable del déficit resultante.

Incluso si una operación no se hace con margen, puede conllevar la obligación, en determinadas circunstancias, de realizar pagos adicionales a los que realizó cuando suscribió el contrato.

4 Riesgos asociados a los productos financieros

Los factores de riesgo descritos en las páginas anteriores se presentan en distintos grados en los productos financieros destinados a los inversores.

4.1 Instrumentos del mercado monetario

Los instrumentos del mercado monetario son instrumentos financieros que representan inversiones a corto plazo (máximo 397 días) en liquidez o bonos de bancos, Estados o empresas. Suelen adoptar la forma de un fondo de inversión o un certificado.

Estos instrumentos, por ser una inversión a corto plazo y de bajo riesgo, tienen en principio unas rentabilidades y un nivel de riesgo similares a los de las inversiones monetarias.

Principales riesgos:

- Riesgo de crédito
 - Riesgo de tipos de interés
 - Riesgo de inflación
-

4.2 Bonos u obligaciones

Un bono o una obligación es un instrumento financiero que representa un préstamo a una entidad que puede ser una empresa, un Estado o incluso un organismo supranacional. Cuando usted compra o suscribe bonos, se convierte en un acreedor del emisor de dichos bonos. Por lo general, usted recibe el pago de intereses en su condición de prestamista, y el importe del préstamo se le reembolsa al vencimiento. Algunos bonos generan una rentabilidad que está vinculada a la rentabilidad de un conjunto real o notional de activos subyacentes. En ese caso, el rendimiento que reciba dependerá de la rentabilidad del conjunto de activos subyacentes.

Los bonos tienen un valor nominal, que le será abonado en la fecha de vencimiento del mismo. No obstante, dado que los bonos se negocian en el mercado de renta fija, el precio que usted pague por un bono en el denominado mercado secundario puede ser superior o inferior al valor nominal del bono.

Si decide invertir en bonos, existe el riesgo de que pierda una parte o la totalidad del dinero invertido. El valor de su inversión puede disminuir a causa de una serie de factores, como un aumento de los tipos de interés, la inflación y una rebaja de la calificación crediticia o incluso una quiebra por parte del emisor de los bonos.

Los bonos se pueden comprar y vender en el mercado (bolsas organizadas o mercados extrabursátiles [*over the counter*]) y su precio puede variar diariamente. Una subida o bajada en el precio de mercado de un bono no siempre afecta a lo que recibirá usted si mantiene el bono hasta su vencimiento.

Al vencimiento, sólo recibirá el valor nominal del bono (más los pagos de cupón a los que haya tenido derecho mientras lo haya mantenido), independientemente de lo que pagó por el mismo.

Existen diferentes tipos de bonos:

- **Bonos cupón cero**, que no tienen pago periódico de intereses. Se emiten con un descuento respecto a su valor nominal y al vencimiento se amortizan “a la par” (= 100%). Por ejemplo, un bono cupón cero se emite al 80% y se reembolsa 5 años después al 100%.
- **Bonos a tipo de interés variable**, cuyo tipo de interés puede evolucionar en función de determinados criterios predeterminados. Por ejemplo, el tipo de interés puede estar vinculado a la inflación anual.
- **Bonos convertibles/asociados a una opción (con *warrant*)**, en los que el inversor, al vencimiento, tiene la opción de obtener el reembolso en efectivo o en un número predeterminado de acciones.
- **Bonos subordinados**, que están subordinados a los bonos ordinarios en caso de impago o quiebra.

Principales riesgos:

- Riesgo de crédito
 - Riesgo de tipos de interés
 - Riesgo de inflación
 - Riesgo de liquidez
-

4.3 Acciones

Una acción es un instrumento que representa los derechos de un accionista en una empresa. Las acciones pueden conllevar un derecho a dividendo fijo, variable o no tener dividendo. El alcance de la participación de un accionista en una empresa depende del número total de acciones que posea en relación con el número total de acciones emitidas. Los accionistas se convierten en copropietarios de la empresa y participan en la evolución de la empresa así como en sus pérdidas y ganancias.

Algunas acciones se negocian en los mercados bursátiles y sus valores pueden tanto disminuir como aumentar según la evolución de los mercados. Estas acciones se denominan “cotizadas”. Respecto a las acciones no cotizadas o las acciones de pequeñas empresas, existe un riesgo adicional de perder dinero cuando se compran y venden, debido a una liquidez posiblemente baja.

Las acciones están expuestas a los principales tipos de riesgos descritos a continuación y sus precios pueden experimentar fluctuaciones imprevistas que causen un riesgo de pérdida. Invertir en acciones que estén concentradas en un sector específico se considera una estrategia de más riesgo debido a la exposición concentrada al sector del mercado en cuestión.

Las acciones de empresas constituidas en mercados emergentes pueden ser más difíciles de comprar y vender que las acciones de las empresas de mercados más desarrollados. Y además esas empresas pueden estar sometidas a una regulación menos estricta que las empresas de mercados más desarrollados.

Si una empresa entra en liquidación, sus accionistas tienen un rango inferior al de los acreedores de la empresa (incluso al de sus acreedores subordinados) en relación con la liquidación y distribución de los activos de la empresa. Por consiguiente, el accionista solo recibirá dinero del liquidador si, una vez que han cobrado todos los acreedores de la empresa, queda algún saldo líquido remanente.

Algunos tipos específicos de acciones o instrumentos similares a las acciones:

- **Private equity:** acciones o instrumentos no cotizados, utilizados para financiar nuevas empresas/actividades. Las inversiones de este tipo suelen estar limitadas a determinados inversores (profesionales), pues son relativamente arriesgadas e ilíquidas.
- **Certificados de depósito** (GDR [*Global Depository Receipts*], ADR [*American Depository Receipts*], etc.): en términos generales, se trata de instrumentos que dan derecho a un número determinado de acciones extranjeras, que el emisor del certificado mantiene por cuenta del titular del certificado. Normalmente se negocian de la misma forma que las acciones, pero en una bolsa o sede de negociación en el extranjero. Su precio está vinculado al precio de las acciones subyacentes. En principio, tienen derecho a dividendo pero no tienen derecho a voto.
- **Acciones preferentes:** tienen determinados privilegios especiales con respecto a los dividendos (por ejemplo, un dividendo fijo), pero no suelen tener derecho a voto.

Principales riesgos:

- Riesgo de mercado
 - Riesgo de divisa
 - Riesgo de insolvencia
 - Riesgo de liquidez
-

4.4 Reverse convertibles

Los *reverse convertibles* pueden considerarse instrumentos híbridos entre una inversión con rendimiento (elevado) y un producto derivado (opción “*short put*”). Tienen un valor nominal con un tipo de interés predefinido. Sin embargo, los pagos de intereses y/o el reembolso final dependen de la evolución del activo subyacente, tal como un índice bursátil o una acción. Por consiguiente, si el instrumento subyacente se comporta bien, el inversor recibirá normalmente un reembolso en efectivo. Por el contrario, si el activo subyacente no evoluciona bien, el inversor recibirá un número de acciones o un importe efectivo reducido, lo que dará lugar a una pérdida de capital.

Principales riesgos:

- Riesgo de crédito
 - Riesgo de tipos de interés
 - Riesgo de mercado
 - Riesgo de liquidez
-

4.5 Warrants/Bonos de suscripción

Un *warrant* (bono de suscripción) es un instrumento negociable que confiere a su titular, durante un período de tiempo predeterminado y por un precio predeterminado, un derecho (pero no una obligación) contractual de suscribir títulos, normalmente del emisor o, en el caso de una emisión de una filial financiera, de su matriz. Los títulos que son objeto de este derecho pueden ser acciones, en cuyo caso se habla de acciones con bono de suscripción de acciones (ABSA) (*equity warrants*), o puede tratarse de otros títulos de deuda, considerándose en este caso obligaciones con bono de suscripción de obligaciones (*debt warrants*). Una oscilación relativamente pequeña en el título subyacente da lugar a una oscilación desproporcionadamente grande, desfavorable o favorable, en el precio del *warrant*.

Es preciso tener en cuenta que el derecho de suscripción que confiere un *warrant* siempre está limitado en el tiempo. Consecuentemente, si el inversor no ejerce este derecho dentro del período temporal predeterminado, la inversión pierde su valor.

No debe comprarse un *warrant* salvo que se esté dispuesto a soportar una pérdida total del dinero invertido más cualquier comisión u otros gastos de transacción. Existen otros instrumentos que también se denominan *warrants* pero que realmente son opciones (por ejemplo, un derecho a adquirir títulos que se puede ejercer frente a un tercero distinto del emisor original de los títulos, denominado a menudo un *warrant* cubierto (*covered warrant*)).

Principales riesgos:

- Riesgo de crédito
 - Riesgo de mercado
 - Riesgo de liquidez
-

4.6 Productos de inversión colectiva

Los productos de inversión colectiva, conocidos en general como "fondos de inversión", pueden adoptar diversas formas jurídicas, y pueden ser de capital variable (con una oferta continua de participaciones basadas en su valor liquidativo) o de capital fijo (cuando existe un número fijo de participaciones, que no pueden reembolsarse tan fácilmente como las de los fondos de capital variable). Entre ellos se encuentran los fondos de inversión colectiva, las sociedades civiles de inversión, las sociedades de inversión de capital variable, los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios, los fondos cotizados en bolsa (*Exchange Traded Funds* o ETF), los fondos de inversión inmobiliaria y los fondos especulativos (*hedge funds*). En todos los casos son vehículos de inversión que invierten su patrimonio en los títulos de otros emisores, o en instrumentos líquidos, de conformidad con sus propias normas internas o su política de inversión.

El valor de una inversión en un producto de inversión colectiva está determinado por el valor de la inversión subyacente realizada por los gestores del producto (su valor liquidativo, que suele calcularse –aunque no siempre– diariamente). Por consiguiente, los rendimientos que se reciben al invertir en un producto de inversión colectiva pueden variar en función de los dividendos o intereses pagados por las inversiones subyacentes y, por lo tanto, pueden disminuir al igual que aumentar. En el caso de determinados fondos específicos, como los *hedge funds*¹³, la capacidad de reembolso de las participaciones puede estar limitada y, además, esos fondos pueden dedicarse a técnicas de inversión en descubierto o con apalancamiento. Los productos de inversión colectiva centrados en el índice de un país, sector o mercado pueden presentar mayor volatilidad que el mercado en general y por lo tanto deberían considerarse un instrumento de mayor riesgo que los productos de inversión colectiva que invierten a una escala más general. Si no existe un mercado líquido, puede no ser posible negociar con participaciones o acciones de productos de inversión colectiva.

Debe ser consciente de que, como inversor en un vehículo de inversión colectiva, a menudo no tendrá ninguno de los derechos asociados a las inversiones individuales directas efectuadas en el vehículo de inversión (por ejemplo, descuentos en los productos del emisor y el derecho a asistir a la junta general anual de la empresa y votar sobre temas importantes).

En el caso de los fondos negociados en bolsa (ETF), que a menudo se caracterizan por el seguimiento de un índice subyacente, los precios pueden variar durante el día, pues los ETF se negocian en una bolsa de valores de la misma manera que las acciones.

¹³ Consultar también el párrafo 4.8 que contiene una descripción general de otros productos derivados.

Principales riesgos:

- Riesgo de tipos de interés
 - Riesgo de mercado
 - Riesgo de liquidez
 - Riesgo de divisa
-

4.7 Productos estructurados

Los productos estructurados se agrupan en función de una determinada estrategia de inversión y están compuestos por varios instrumentos financieros, a menudo un bono cupón cero o un instrumento monetario, junto con un instrumento derivado. Pueden adoptar la forma del denominado *Euro Medium Term Note* (EMTN) (pagarés europeos a medio plazo), teniendo un valor nominal y pagos de intereses o una prima (en su caso) expresados en porcentaje, como los bonos.

Existen muchas variedades, tales como productos vinculados a un índice específico, a una cesta de acciones o incluso a certificados de petróleo.

En términos generales, los productos estructurados pueden dividirse entre los que ofrecen una protección del capital a vencimiento y los que no ofrecen dicha protección.

Para los que ofrecen protección de capital, es importante observar que dicha protección solo existe al vencimiento, y siempre que ni el emisor ni el garante se encuentren en situación de impago.

Además, debido al considerable número de variedades de productos estructurados que existen, es importante que lea atentamente la información concreta de cada producto en el que desee invertir, dado que los riesgos y las características difieren para cada tipo.

Por último, es importante tener en cuenta que, durante la vida de un producto estructurado, su valor en el mercado secundario puede ser inferior al 100% (por debajo de la par), incluso para los que ofrecen la protección de capital al vencimiento.

Principales riesgos:

- Riesgo de crédito
 - Riesgo de tipos de interés
 - Riesgo de mercado
 - Riesgo de liquidez
 - Riesgo de divisa
-

4.8 Productos derivados

Un producto derivado es un instrumento financiero cuyo valor está relacionado con el valor de un activo subyacente. Las partes no venden ni compran directamente el activo; suscriben un contrato que define la fecha futura y el precio al que se efectuará la operación sobre el activo subyacente. Para adquirir un producto derivado también puede ser necesario pagar una prima.

Existen muchos tipos de derivados, pero las opciones, los futuros y los *swaps* (permutas) suelen ser los más comunes. Un inversor en derivados suele asumir un elevado nivel de riesgo y, por ello, las inversiones en derivados deben hacerse con cautela, especialmente en el caso de inversores menos experimentados o que posean una cantidad limitada de capital para invertir. Los productos derivados suelen conllevar un riesgo elevado, principalmente porque dependen del comportamiento de los activos subyacentes.

Los contratos de opciones o los contratos a plazo (futuros) ofrecen una exposición a la rentabilidad de un activo subyacente solo mediante el pago de una prima. Esto puede dar lugar a grandes rentabilidades si el inversor ha realizado las hipótesis correctas respecto al comportamiento del activo, pero también puede llevar a una pérdida del 100% (la prima pagada) si dichas hipótesis no se cumplen. Las opciones o los futuros vendidos “en corto” o en descubierto (es decir, sin que el vendedor posea el activo en el momento de la venta) pueden dar lugar a pérdidas superiores al importe invertido si, dependiendo de la naturaleza del derivado, el precio del activo subyacente disminuye o aumenta considerablemente.

Si una operación con derivados implica importes especialmente grandes o si el mercado correspondiente es ilíquido (como puede suceder con muchos derivados negociados fuera de los mercados bursátiles), puede ser imposible realizar una transacción o liquidar una posición a un precio favorable.

Los productos derivados cotizados en bolsa están sujetos además a los riesgos de las operaciones bursátiles en general, incluso al requisito de aportar garantías. Los derivados negociados fuera de bolsa pueden adoptar la forma de títulos negociables no cotizados o contratos bilaterales *over the counter* (“OTC”). Aunque estas formas de derivados pueden recibir un tratamiento diferente, ambas modalidades pueden estar sujetas al riesgo de crédito del emisor (en el caso de valores negociables) o de la contraparte (en el caso de los OTC). También están sujetas a las condiciones específicas del contrato (sea un contrato único sobre valores negociables o un contrato marco), así como a los riesgos mencionados a continuación. En especial, con un contrato OTC, la contraparte puede no estar obligada a cerrar o liquidar esta posición y, por ello, puede no ser posible rescindir un contrato que esté generando pérdidas.

Los derivados pueden usarse con fines especulativos o como coberturas (para gestionar otros riesgos de inversión). En todos los casos, debe considerarse atentamente la idoneidad de la transacción para cada inversor concreto. Por consiguiente, se le recomienda que se informe sobre los términos y condiciones del contrato que rige un producto derivado específico y las obligaciones asociadas (como por ejemplo las circunstancias en las que puede estar obligado a entregar o a recibir un activo subyacente y, respecto a las opciones, las fechas de vencimiento y las restricciones sobre el período de ejercicio). En determinadas circunstancias, las especificaciones de los contratos vigentes (incluso el precio de ejercicio de una opción) pueden ser modificadas por la bolsa o cámara de compensación para reflejar cambios de precios de los activos subyacentes.

Es posible que no siempre existan relaciones normales de precios entre el activo subyacente y el producto derivado. La falta de un precio de referencia del activo subyacente puede hacer que sea difícil asignar un valor razonable. El folleto “Risks Involved in Trading Financial Instruments” de la Asociación Suiza de Banqueros ofrece información más detallada sobre las inversiones en productos derivados. Los clientes que deseen operar con derivados encontrarán información más pormenorizada en ese documento.

Principales riesgos:

- Riesgo de crédito
 - Riesgo de tipos de interés
 - Riesgo de mercado
 - Riesgo de liquidez
 - Riesgo de divisa
 - Riesgo de liquidación (principalmente en el caso de derivados OTC)
 - Riesgo de insolvencia (principalmente en el caso de derivados OTC)
-

5 Riesgo de sostenibilidad

El riesgo de sostenibilidad es el riesgo derivado de cualquier acontecimiento o estado medioambiental, social o de gobernanza que, de producirse, pudiera tener un efecto material negativo sobre el valor de la inversión. Los riesgos de sostenibilidad específicos variarán para cada inversión e incluyen, entre otros, los siguientes:

Riesgo medioambiental:

El riesgo que representa la exposición a emisores que potencialmente pueden estar causando, o pueden verse afectados por, una degradación del medio ambiente y/o el agotamiento de recursos naturales. El riesgo medioambiental puede derivarse de contaminación atmosférica, contaminación hídrica, generación de residuos, agotamiento de agua potable y recursos marinos, pérdida de biodiversidad o daños a los ecosistemas. Los riesgos medioambientales pueden tener un efecto negativo en el valor de las inversiones al deteriorar los activos, la productividad o los ingresos, o al incrementar los pasivos, las inversiones de capital o los costes operativos y financieros.

Riesgo de transición:

El riesgo que representa la exposición a emisores que potencialmente pueden verse afectados de forma negativa por la transición a una economía con bajas emisiones de carbono debido a su dedicación a actividades de exploración, producción, procesamiento, negociación y venta de combustibles fósiles, o por su dependencia de materiales, procesos, productos y servicios que requieran un uso intensivo de carbono. El riesgo de transición puede ser el resultado de varios factores, entre ellos el aumento de costes y/o la limitación de emisiones de gases de efecto invernadero, requisitos de eficiencia energética, reducción de la demanda de combustibles fósiles o cambio a fuentes de energía alternativas, debidos a cambios políticos, reglamentarios, tecnológicos y de la demanda en el mercado. Los riesgos de transición pueden tener un efecto negativo en el valor de las inversiones al deteriorar los activos o los ingresos, o al incrementar los pasivos, las inversiones de capital o los costes operativos y financieros.

Riesgo físico:

El riesgo que representa la exposición a emisores que potencialmente pueden verse afectados de forma negativa por las repercusiones físicas del cambio climático. El riesgo físico incluye riesgos graves derivados de fenómenos meteorológicos extremos tales como tormentas, inundaciones, sequías, incendios u olas de calor, y riesgos crónicos derivados de cambios graduales del clima, tales como cambios en los patrones de lluvias, aumento del nivel de los océanos, acidificación de los océanos y pérdida de biodiversidad. Los riesgos físicos pueden tener un efecto negativo en el valor de las inversiones al deteriorar los activos, la productividad o los ingresos, o al incrementar los pasivos, las inversiones de capital o los costes operativos y financieros.

Riesgo social:

El riesgo que representa la exposición a emisores que potencialmente pueden verse afectados de forma negativa por factores sociales tales como una normativa laboral deficiente, violaciones de los derechos humanos, perjuicios para la salud pública, infracciones de la privacidad de datos, o aumento de las desigualdades. Los riesgos sociales pueden tener un efecto negativo en el valor de las inversiones al deteriorar los activos, la productividad o los ingresos, o al incrementar los pasivos, las inversiones de capital o los costes operativos y financieros.

Riesgo de gobernanza:

El riesgo que representa la exposición a emisores que potencialmente pueden verse afectados de forma negativa por unas estructuras de gobernanza débiles. En las empresas, el riesgo de gobernanza puede ser una consecuencia del mal funcionamiento de los órganos de administración, estructuras de remuneración inadecuadas, abusos contra los accionistas minoritarios o los derechos de los bonistas, controles deficientes, planificación fiscal y prácticas contables agresivas, o falta de ética empresarial. En los países, el riesgo de gobernanza puede incluir inestabilidad gubernamental, soborno y corrupción, violaciones de la privacidad y falta de independencia judicial. El riesgo de gobernanza puede influir negativamente en el valor de las inversiones debido a malas decisiones estratégicas, conflictos de intereses, daños reputacionales, incremento de los pasivos o pérdida de confianza de los inversores.

Nuestras inversiones tienen en cuenta los riesgos de sostenibilidad, integrando en el proceso de inversión los factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG), basándonos en investigación propia y de terceros, para evaluar los riesgos así como las oportunidades de inversión.

Las repercusiones posteriores a la materialización de los riesgos de sostenibilidad pueden ser numerosas y variadas en función del riesgo específico, la región o la clase de activo. Por lo general, de producirse un riesgo de sostenibilidad para un activo, habrá un impacto negativo y potencialmente una pérdida parcial o total de su valor. No obstante, la integración del análisis de riesgos de sostenibilidad debería paliar la repercusión de dichos riesgos sobre el valor de las inversiones y podría ayudar a mejorar las rentabilidades ajustadas al riesgo a largo plazo para los inversores.

6 Estudio de un caso práctico

Tomemos un ejemplo para resumir las primas de riesgo. Un asesor de gestión financiera propone a sus clientes una inversión en obligaciones del Estado a 10 años con un rendimiento a vencimiento del 3%, un bono BBB de la empresa Petrobras a 30 años en reales brasileños y acciones de Petrobras. Queremos identificar las primas de riesgo de estas diferentes inversiones.

6.1 Riesgo de crédito

Remunera la inversión en una cartera diversificada de bonos corporativos BBB en USD con un rendimiento a vencimiento a 10 años del 4,7%. Se añaden a dicho rendimiento del 3%:

- una prima del 1,3% que compensa el riesgo de balance
- una prima del 0,4% que compensa la diferencia de AAA-BBB del balance.

Estas diferencias son variables en función de las políticas monetarias de los bancos centrales y del apetito de riesgo de los inversores.

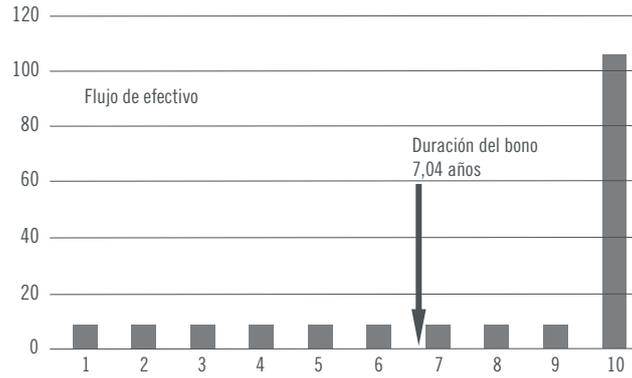
6.2 Riesgo de inflación y de tipos de cambio

Compensa el riesgo de la divisa tomando un bono idéntico BBB (pero en *reales brasileños*) con un rendimiento a vencimiento del 5,4%, es decir, una nueva prima del 0,7% por el diferencial de inflación a 10 años entre Brasil y EE.UU. (se supone que este diferencial explica totalmente el tipo de cambio).

6.3 Valor temporal del dinero:

La inversión en un bono del Tesoro de EE.UU. a 30 años ofrece un rendimiento del 3,5%. El 0,5% suplementario compensa el riesgo de inflación a 30 años con respecto a los 10 años anteriores. Los bonos u obligaciones a 30 años son, por definición, más sensibles a los movimientos de los tipos debido al mayor peso del último flujo financiero en

el cálculo del valor del bono u obligación. Es lo que se denomina el riesgo de duración. La tabla siguiente ilustra el cálculo de duración para un bono a 10 años.



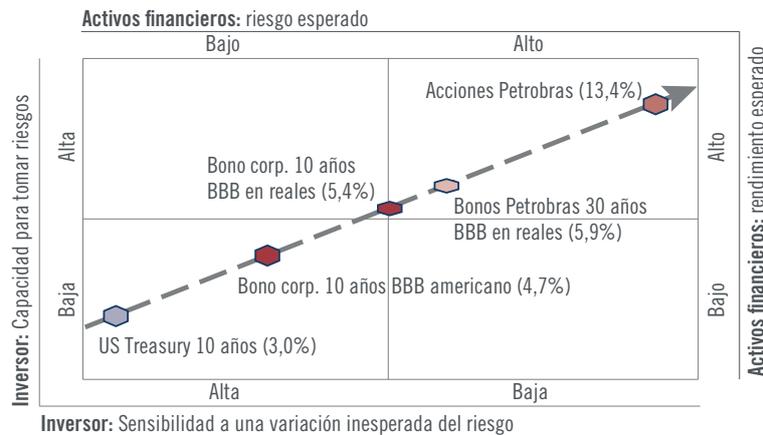
En este ejemplo, se supone que existen bonos corporativos Petrobras a 30 años y que la prima de plazo es fija para todas las categorías de bonos u obligaciones.

6.4 Riesgo de renta variable

Compensa el riesgo superior que asumen los accionistas con respecto a los tenedores de bonos u obligaciones en caso de quiebra. Se estima que el coste de los fondos propios de la empresa Petrobras es del 13,4%.

Los rendimientos esperados se sitúan en una línea recta partiendo de la hipótesis de arbitraje relacionada con la eficiencia de los mercados: toda unidad de riesgo suplementaria generará un rendimiento adicional equivalente. Esta hipótesis es válida si se considera un horizonte temporal a largo plazo.

En la tabla siguiente se presentan las principales primas de riesgo correspondientes a las acciones de Petrobras y a los bonos corporativos a 30 años de la misma empresa en reales brasileños para un inversor cuya moneda base es el USD. Los precios son los de equilibrio y las expectativas de rendimiento son estables.



Hay vinculaciones entre ciertas primas: la prima de riesgo de la renta variable, por ejemplo, abarca el riesgo de quiebra que se encuentra también en la renta fija, pero el riesgo de volatilidad de los rendimientos de las acciones no tiene un equivalente para los bonos u obligaciones. El rendimiento esperado de las acciones de Petrobras del 13,4% es, por lo tanto, bastante superior a la propuesta inicial del 3% para los bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 años, pero los riesgos son también mucho más elevados.

	Acciones	Bonos	
Rendimientos USD libres de riesgos	3,0%	3,0%	Rendimientos USD libres de riesgos
Riesgo divisa/inflación en Brasil (mercados emergentes)	0,7%	0,7%	Riesgo divisa/inflación en Brasil (mercados emergentes)
Prima de riesgo de renta variable en Brasil	8,8%	1,3%	Balance/riesgo de calificación AAA
		0,5%	Prima de plazo 30 años
Prima de riesgo de renta variable asociada a Petrobras (actividad, balance, beta = 1,1)	0,9%	0,4%	Calificación suplementaria AAA-BBB
	13,4%	5,9%	

