



Productos estructurados

Una reflexión sobre los riesgos y costes implícitos

6 de julio de 2015



“

.....

El entorno de bajos tipos de interés estrecha los márgenes de las entidades financieras en los productos de ahorro. La búsqueda de productos con mayores márgenes hace que se amplíe la oferta de productos SIN capital garantizado.

¿Quién ayuda al cliente a conocer los riesgos reales que tienen estos productos?

¿Están preparados los inversores minoristas para valorar los productos que se les ofrecen?

¿Son conscientes los clientes de los costes implícitos que están asumiendo?

”

Productos estructurados

"La proliferación de nuevos productos estructurados sin capital garantizado genera muchas oportunidades de inversión, pero también incrementa los riesgos en las carteras de los inversores minoristas. Es necesario conocer tanto los riesgos reales de los productos como los costes implícitos que conllevan".

Por **Enrique Mestre Herrero-Fontana**, Matemático y Socio de Wealth Secur Abogados. Es master por el IEB y por la Escuela de Finanzas Aplicadas, ha desarrollado gran parte de su carrera en entidades financieras y consultoras de primer orden. Además, posee la titulación Financial Risk Manager (FRM) otorgada por la Global Association of Risk Professionals (GARP).



El ahorro en España está concentrado en la oferta bancaria, siendo todavía residual la actividad de los asesores independientes (cuando realmente lo son). El inversor minorista suele estar atrapado por las "recomendaciones" de su oficina bancaria sin darse cuenta de que lo que le venden como recomendación, suele ser la campaña en curso con la que debe cumplir el director de la oficina.



El análisis de los riesgos y de los costes reales de los productos estructurados debe ser una labor previa a la contratación, para evitar incurrir en riesgos no deseados y para conocer qué costes estamos asumiendo al tomar una decisión de inversión.

¿Qué diferencias existen entre los productos estructurados y los depósitos estructurados?

La clave está en el riesgo que soporta nuestra inversión.

Los productos estructurados son productos financieros, cuya rentabilidad y riesgo vienen determinados a través de derivados, por la evolución de un índice de referencia, la evolución de una cesta de acciones o la evolución de cualquier otro activo financiero.

Existe una amplia gama de productos estructurados y no todos tienen riesgo para el inversor.

Los productos estructurados son una combinación de un depósito tradicional y una serie de derivados implícitos que nos harán ganar o perder dinero.

Hay productos estructurados que garantizan el principal invertido e incluso algunos llegan a garantizar también los intereses que se van a abonar durante toda la vida del producto. Otros, por el contrario, no garantizan ni los intereses ni la devolución del principal al vencimiento.

Si los derivados sólo pueden dar beneficio estaremos hablando de depósitos estructurados, pero si podemos perder, aunque sea poco, no debería llamarse depósito pues un depósito siempre debería devolver el principal a vencimiento.

En los depósitos estructurados el único riesgo es lo que se llama "**riesgo de oportunidad**", es decir, podemos no ganar dinero o podríamos haber ganado más si hubiéramos realizado otra inversión con nuestro dinero.

Cuando los productos estructurados tienen riesgo para el que los contrata, este se compensa con una atractiva rentabilidad potencial. Podemos ganar mucho más en estos productos NO garantizados, pero por el contrario, también podemos perder parte o todo nuestro dinero.

Los depósitos estructurados, al no tener riesgo de pérdida, suelen (curiosamente) catalogarse como productos NO MiFID y no tienen necesidad de los preceptivos test de conveniencia o idoneidad, sin embargo, el resto de productos estructurados son siempre productos MiFID Complejos.

El nivel de riesgo de los productos estructurados depende de cada producto aunque por lo general son de riesgo muy alto pues lo habitual es poner en riesgo todo nuestro dinero, aunque últimamente están proliferando los que "sólo" arriesgan un 10% o un 20% de la inversión para ampliar el público al que se pueden ofrecer (los clientes conservadores) y así incrementar el margen de la entidad en estos clientes.

Los productos con riesgo permiten a la entidad elevar notablemente su margen, al incrementar la rentabilidad potencial que se puede ofrecer al inversor; pero no olvidemos que siempre paga el cliente, y que si el margen para el banco es mayor, nuestra relación rentabilidad / riesgo será peor.

¿Cómo funcionan estos productos?

Lo tendencia actual es mezclar los depósitos tradicionales con productos estructurados como, por ejemplo, los autocancelables. De este modo, con el mayor margen que generan los productos estructurados se prima la rentabilidad del depósito para atraer al inversor conservador mientras se "esconde" el riesgo en la parte sin capital garantizado. Se invierte una parte en un depósito tradicional a plazo fijo mientras que la otra parte debe invertirse en un producto con riesgo.

La tendencia actual es mezclar los depósitos tradicionales con productos estructurados.

Los emisores de autocancelables, que son productos estructurados con riesgo, suelen ser entidades financieras especializadas (generalmente bancos de inversión) y se dirigen a inversores de elevado nivel patrimonial y experiencia inversora, normalmente clientes de la red de Banca Privada de las entidades bancarias.

La rentabilidad y riesgo se vincula por la evolución de un activo de referencia, ya sea un índice bursátil o una cesta de acciones. **Anualmente** (aunque también puede ser semestral, trimestral, mensual o incluso semanalmente), **si se cumplen determinadas circunstancias**, (por ejemplo, estar por encima del nivel inicial), **vence anticipadamente, paga un cupón** (generalmente mucho mayor que el de un depósito tradicional) **y devuelve el dinero al inversor**.

El riesgo estriba por un lado, en que en alguna de esas revisiones no se den las condiciones y no se cobre ese cupón; y por otro lado, si llega al vencimiento sin "autocancelarse", se puede producir la pérdida de parte o todo el principal.

Es habitual que el producto esté referenciado a una cesta de dos o más acciones y para "autocancelarse" suele exigirse que todas las acciones estén igual o por encima de su valor inicial.

El riesgo se estructura a través de una cláusula "worst of" (el peor de) que toma como referencia la acción que más haya caído. No se tiene en cuenta un único valor sino el peor de dos o más, lo que implica mucho más riesgo.

Así se consigue que el cupón sea mucho más alto, pero el riesgo también se multiplica. Normalmente son dos o más acciones pertenecientes a sectores diferentes, así se consigue diversificación siendo más complicado que ambas suban.

También es habitual una cláusula "barrera" que protege al inversor si la bajada de la peor acción es pequeña. Suele estar entre el 20% y el 40%, esto es, si la peor acción baja un 15% y la barrera está en el 25%, el inversor no perderá nada.

¿Quién gana con estos productos?

Al cliente, lo mejor que le puede ocurrir es que la parte estructurada se cancele anticipadamente lo antes posible, recibiendo de esta manera una elevada rentabilidad en muy poco tiempo y recuperando el principal para poder volver a invertirlo en una nueva operación si se desea.

Pero aunque así fuese, no debemos olvidar todos los costes que hemos pagado y que probablemente ni siquiera somos conscientes de haberlo hecho.

No debemos olvidar los costes que estamos pagando aunque no seamos conscientes de haberlo hecho.

El banco que comercializa el producto siempre gana. Para este banco lo mejor es lo mismo que para el cliente pero por motivos algo diferentes.

El beneficio de quien nos lo vende no está en lo que perdamos, sino que tiene un margen en cada venta y le es más rentable vendernos un producto cada mes en el que ganemos dinero, en vez de vendernos uno solo y que perdamos todo nuestro dinero.

Según el tipo de producto que nos vendan podremos saber cuál es ese margen, por ejemplo en los seguros de ahorro es habitual que la entidad nos informe sobre qué parte de las comisiones que soporta el producto son para beneficio del distribuidor.

Pero además hay un tercer interviniente que es **el estructurador del producto**, es decir, quien lo fabrica. Es habitual creer que este tercer interviniente gana dinero cuando lo pierde el cliente, pero esto no es así.

El estructurador del producto puede ser un banco de inversión y su equipo de trading, si bien los grandes bancos tienen también una unidad dedicada a estas tareas. Dicho equipo "desestructura" los derivados y gestiona los principales riesgos de los mismos, la volatilidad (lo mucho o poco que oscile hacia arriba o hacia abajo el precio de los activos subyacentes) y la correlación (cómo se mueve uno respecto al otro).

Si el estructurador del producto hace bien su trabajo ganará dinero independientemente de lo que el cliente final acabe ganando o perdiendo; pero no olvidemos que el estructurador podría perder mucho dinero aun en el caso en el que el cliente final perdiese toda su inversión.

Es en este último paso es donde se genera el mayor beneficio, tanto si es un equipo interno como externo el que gestiona el riesgo.

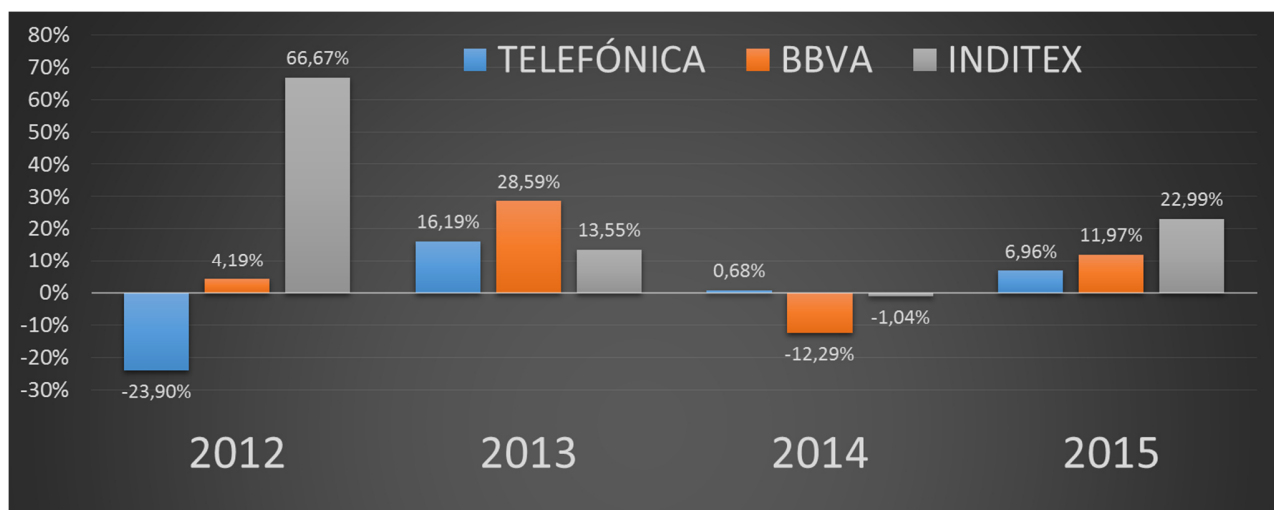
Cuanto mayor es este beneficio menos vale el producto que ha comprado el cliente, y cuanto menos vale, más probable es que la inversión acabe con pérdidas para el cliente.

¿Qué es la correlación y cómo influye en estos productos?

El Diccionario de la Real Academia Española define "correlación" como "Medida de la dependencia existente entre variantes aleatorias", lo cual viene a significar que dos activos están correlacionados si sus precios varían en el mismo sentido y con la misma fuerza, es decir, si uno sube el otro también lo hace y si uno baja el otro también.

Veámoslo con un ejemplo.

En el gráfico siguiente podemos ver la evolución de tres acciones de la bolsa española durante los últimos tres años y medio.



Como podemos ver, la evolución de las tres acciones, siendo todas españolas, es muy diferente.

Cuando nuestro banco nos ofrece un producto estructurado, la rentabilidad del mismo suele estar asociada a que todas las acciones subyacentes suban. Si en el proceso de estructuración se han elegido acciones con una baja correlación, como las del ejemplo, la probabilidad de que se muevan las tres hacia arriba a la vez es mucho menor que si son tres acciones con una alta correlación.

Al ser baja esta probabilidad, la rentabilidad real esperada del estructurado (no la rentabilidad potencial que nos ofrecen) es baja y los derivados que nos pueden hacer ganar dinero valen poco mientras que los que nos lo pueden hacer perder, valen mucho.

De este modo, el margen para el estructurador es muy alto y nosotros, como inversores, estamos pagando un coste muy alto sin ser conscientes de ello. Puede darse el caso en que el mercado nos sea favorable, la bolsa suba y acabemos ganando dinero pero nunca nos demos cuenta de lo caro que nos resultó el estructurado.



José María Alcañiz March, Abogado
jma@wsecur.com (+34) 609 022 109

Formación: Licenciado en Derecho por la Universidad Autónoma de Madrid, 1991. Master en Dirección General por el IESE y en International Finance por Georgetown University, Washington DC. Ha realizado estudios legales de post grado en UC Berkeley y UC Boulder y Euroforum-INSEAD. Domina los idiomas Inglés y Francés.

Especialización: Experto en derecho financiero y bancario, inversiones mobiliarias e inmobiliarias, banca privada y mercado de capitales.



Enrique Mestre Herrero-Fontana, FRM
emhf@wsecur.com (+34) 610 523 709

Formación: Licenciado en Ciencias Matemáticas por la Universidad Complutense de Madrid, 1998. Master en Opciones y Futuros en el IEB y Master en Gestión Bancaria en la Escuela de Finanzas Aplicadas (AFI), también ha cursado un Programa de Desarrollo Directivo en el IESE. Posee la titulación Financial Risk Manager (FRM) otorgada por la Global Association of Risk Professionals (GARP).

Especialización: Experto en derivados, productos complejos de inversión, control y cobertura de riesgos financieros y valoración de activos mobiliarios.



Alberto Álvarez Cañas, Abogado
aac@wsecur.com (+34) 659 22 40 00

Formación: Licenciado en Derecho por la Universidad de León, Premio del Colegio de Procuradores de León al mejor expediente en Derecho Procesal de la promoción 1995-2000. Estudios post grado en el Aspect Manhattan College de Nueva York. Máster en Asesoría Jurídica de Empresas por el Instituto de Empresa en 2002 y Máster en Práctica Jurídica por el ISDE.

Especialización: Derecho Mercantil, Derecho Civil, Derecho Procesal, Derecho Bancario.



Ana Ruiz Velilla, Abogada
arv@wsecur.com (+34) 609 94 91 13

Formación: Licenciada en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid 1985. Master en Asesoría de Empresas y Master en Asesoría Fiscal, ambos por el Instituto de Empresa, Madrid.

Especialización: Especialista en Derecho de Familia y en Derecho Penal Económico.

Contacte con nosotros para explicarle más detalladamente nuestro sistema de protección jurídico patrimonial y cómo podemos ayudarle.