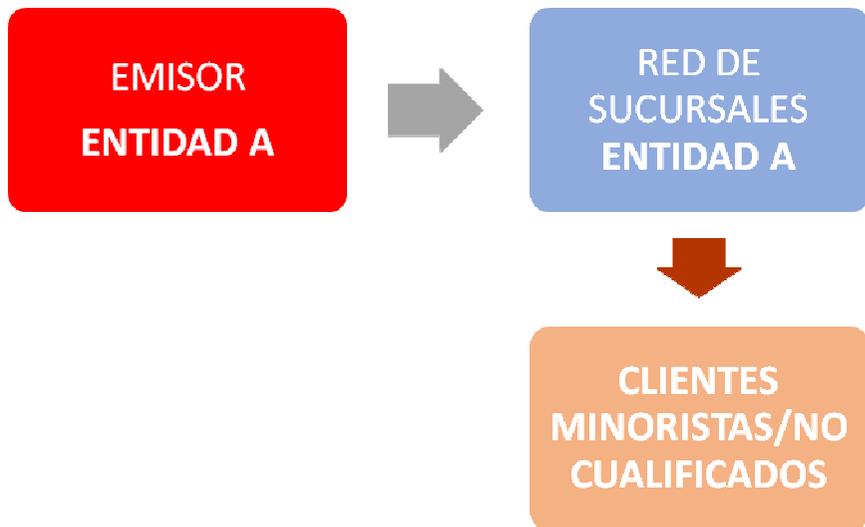


PERSPECTIVAS DE LA BANCA ESPAÑOLA (Participaciones preferentes y otros instrumentos financieros mal comercializados)

Prosper Lamothe
UAM





Las preferentes se colocan en España de Forma masiva entre los minoristas

Cuadro 1.- Volumen emitido en España de participaciones preferentes para el periodo 1998-2011. Fuente AIAF.

Millones	
1998	700,00 €
1999	5.651,36 €
2000	3.380,00 €
2001	2.060,00 €
2002	3.166,49 €
2003	4.974,34 €
2004	4.174,30 €
2005	3.781,49 €
2006	629,00 €
2007	507,00 €
2008	246,00 €
2009	13.552,93 €
2010	100,00 €
2011	200,00 €

1. Instrumentos de captación de recursos propios de primera categoría (TIER I).
2. La **normativa bancaria** le **exige** una determinada caracterización financiera:
 - **Gran estabilidad de los fondos,**
 - **Alta capacidad de absorción de pérdidas.**



CARACTERÍSTICAS PARTICIPACIONES PREFERENTES

- **Carácter perpetuo**, es decir el producto **no tiene un vencimiento concreto** al igual que ocurre con las acciones
- **Son instrumentos financieros ilíquidos**, es decir, el inversor experimenta grandes dificultades en caso de necesitar liquidar la inversión
- **Son instrumentos de deuda para la captación de recursos propios de primera categoría**
- **Opciones de cancelación anticipada a favor del emisor (callable), normalmente con precio de ejercicio 100.00.**
- Intereses no acumulativos contingentes y **vinculados a la generación de beneficios suficientes distribuibles del emisor, y en algunos caso a la existencia de adicionales niveles de recursos propios.**
- **Orden de prelación a la hora del cobro en caso de evento de crédito es el penúltimo justo inmediatamente anterior a los accionistas**
- **No generan derechos políticos a los tenedores de estos instrumentos.**
- **Los intereses no acumulativos pueden ser fijos; variables o mistos.**
- **El instrumento puede tener incorporados opciones implícitas que afecten al rendimiento del título.(Floor;Caps).**

PROBLEMÁTICA DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES

- El inversor lo asemejaba a un depósito o a un bono garantizado por el banco comercializador con cupones trimestrales
- Parca o nula información sobre las características financieras y riesgos
- información sobre Riesgo de crédito del emisor y de la emisión.
- Concepto de intereses no acumulativos contingentes: a) autorización autoridad supervisión, b) beneficios distribuibles del emisor.
- El cliente no conoce el efecto de la opcionalidad a vencimiento (existencia de cláusulas step-up), de exclusivo ejercicio por parte del emisor
- La iliquidez en ocasiones no aparece lo suficientemente advertida. El cliente puede verse en problemas para deshacer su posición en el mercado.
- Producto desconocido para la mayor parte de la clientela minorista: Dependencia de la información y gestión del producto por parte de la entidad comercializadora.
- Información de los emisores (Prospectus y Final Terms) registradas en Bolsas extranjeras y en inglés.
- Dificultad a la hora de conocer cual es su valor de mercado.
- Riesgo legal.

EJEMPLO A: NOTAS DE CAPITAL BANCOS ISLANDESES (I)

DES Msg:NLRT ALERT

DESCRIPCIÓN DEL VALOR Pg 1/ 6
 LANDSBANKI ISLAN LANISL6 ¼ 02/49 D E F A U L T E D

INFORMACIÓN EMISOR		IDENTIFICADOR	
Nombr	LANDSBANKI ISLANDS HF	Common	024414396
Tipo	Bancos fuera de EEUU	ISIN	XS0244143961
Mercado emisor	Euro no en USD	BB Number	EF2818278
INFORMACIÓN DEL VALOR		RATINGS	
País	IS	Divisa	EUR
Colateral	No asegurado	Moody's	C
Cálculo (130)**	IN DEFAULT **	Fitch	C
Vcto	PERPETUAL Serie	Composite	C
PERP/CALL	2/24/11@ 100.00	CANTIDADES	
Cupón	6 ¼ En suspensión	Emitido/Vigente	
QUARTLY	ISMA-30/360	EUR	375,000.00 (M)/
Fecha de anuncio	2/10/06	EUR	375,000.00 (M)
Fecha devengo	2/24/06	Denom mín/incremento	1,000.00/ 1,000.00
1ra liquidación	2/24/06	Vlr nominal	1,000.00
1er cupón	5/24/06	BOOK RUNNER/BOLSA	
Precio	100.0000	DB, HSBCL	
CON FOLLETO		Múltiple	

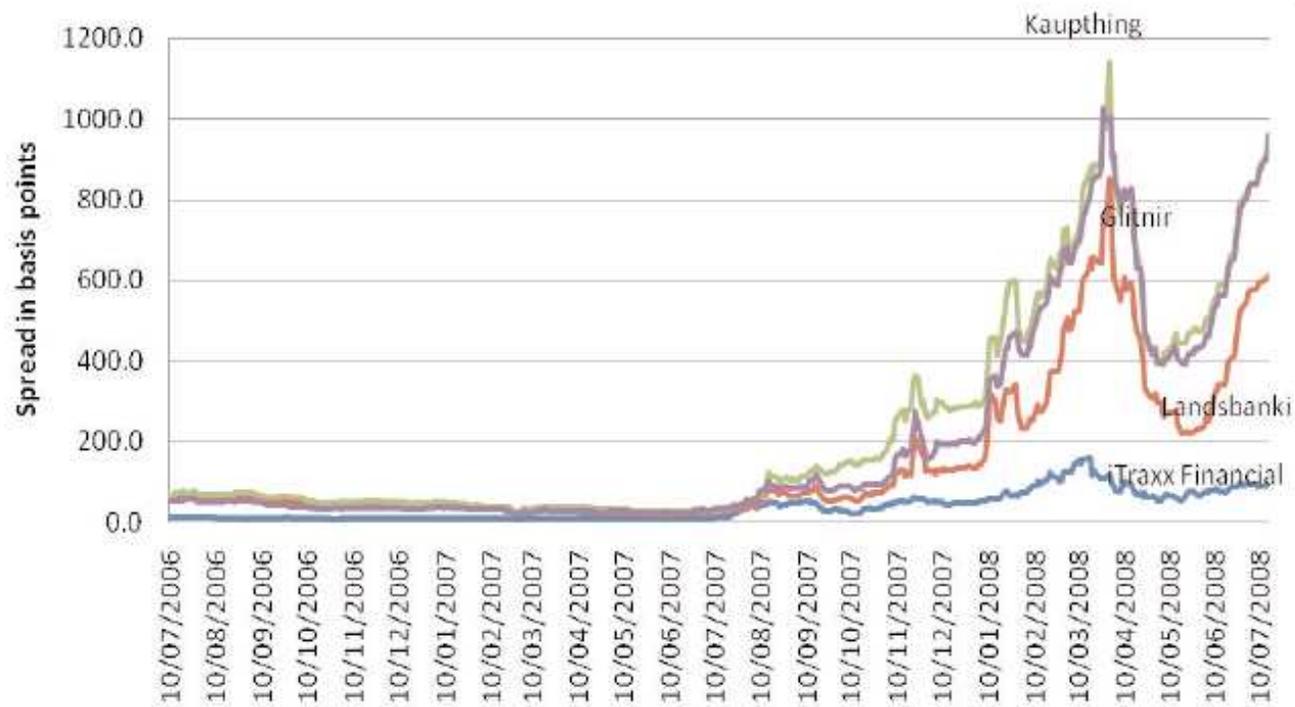
1) Más información
 2) Calendario call
 3) ALLQ
 4) Acciones corporativa
 5) CDS Spreads/Info RED
 6) Ratings
 7) Notas
 8) Acuerdo/Quiebra
 9) IDs
 10) Tarifas/Restric.
 11) Folleto
 12) Noticias relevantes
 13) Partes interesadas
 14) Información emisor
 15) Fuentes de precios
 16) Valores relacionados
 17) Página web emisor
 65) DES antigua
 66) Enviar adjunto

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2008 Bloomberg Finance L.P.
 6948-965-1 22-Dec-2008 15:47:36

- Tasa de recuperación esperada mínima o nula. Pérdida del 100% del nominal invertido.
- Proceso de quiebra extranjero (normativa extranjera)
- Desentendimiento del banco comercializador
- Los clientes no conocían el producto ni sus implicaciones en términos de riesgo
- Confianza en la entidad que comercializó el producto

EJEMPLO A: BONOS ISLANDESES (II)

Evolución del riesgo de crédito senior de Landsbanki y Kaupthing desde 2007 comparado con el Itrax Financial



GP

Corp GP

LANDSBANKI ISLAN LANISL6 1/4 02/49

DEFAULTED

LANISL6 1/4 02/49 CORP

Esconder

GP - Gráfico de línea

Pg 1/

Rango 06/23/08 - 11/14/08 Superior Línea de cotiz MediasM Divisa EUR

Periodo Diario Inferior Ninguno MediaM 15 Fuente BGN Eventos



Línea media 3.5000
 Máx en 06/24/08 69.2857
 Media 50.9516
 Mín en 11/14/08 3.5000

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000
 Copyright 2008 Bloomberg Finance L.P.
 6948-965-1 22-Dec-2008 15:52:32

EJEMPLO A: BONOS ISLANDESES (III)

KAUPTHING BANK 6,25% 29-06-49	250	250.000,00	255.625,00
TOTAL RENTA FIJA EN EURO			255.625,00

- ¿Es una acción preferente un producto de renta fija?
- ¿Qué ocurre con los riesgos de amortización anticipada?
- ¿Tiene sentido colocar estos productos a jubilados, y en general a minoristas?
- ¿Tiene sentido concentrar el ahorro de las personas en acciones preferentes?

EJEMPLO B: LEHMAN BROTHERS



	31.12.2007	31.1.2008	28.2.2008	31.3.2008	30.06.2008	31.07.2008
PROB 1 AÑO	2,15%	2,60%	3,42%	4%	5,85%	9,15%
PROB 5 AÑOS	8,03%	10,09%	13,55%	18,84%	17,56%	20,44%
PROB 10 AÑOS	13,02%	16,72%	22,56%	27,10%	32,80%	34,70%

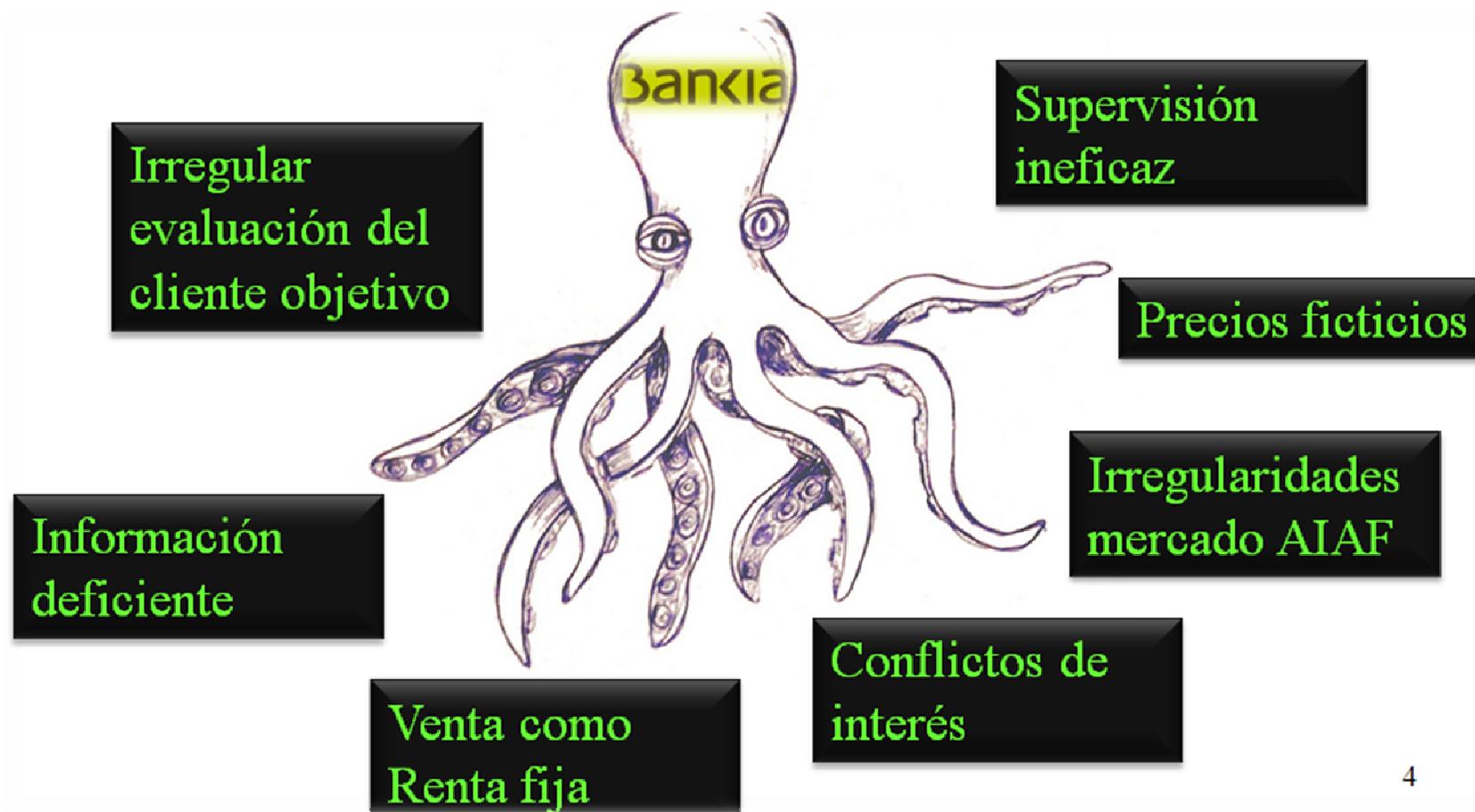
	31.12.2007	31.1.2008	28.2.2008	31.3.2008	30.06.2008	31.07.2008
PROB 1 AÑO	2,15%	2,60%	3,42%	4%	5,85%	9,15%
PROB 5 AÑOS	8,03%	10,09%	13,55%	18,84%	17,56%	20,44%
PROB 10 AÑOS	13,02%	16,72%	22,56%	27,10%	32,80%	34,70%

La mayoría de clientes no fueron informados de los CDS de Lehman

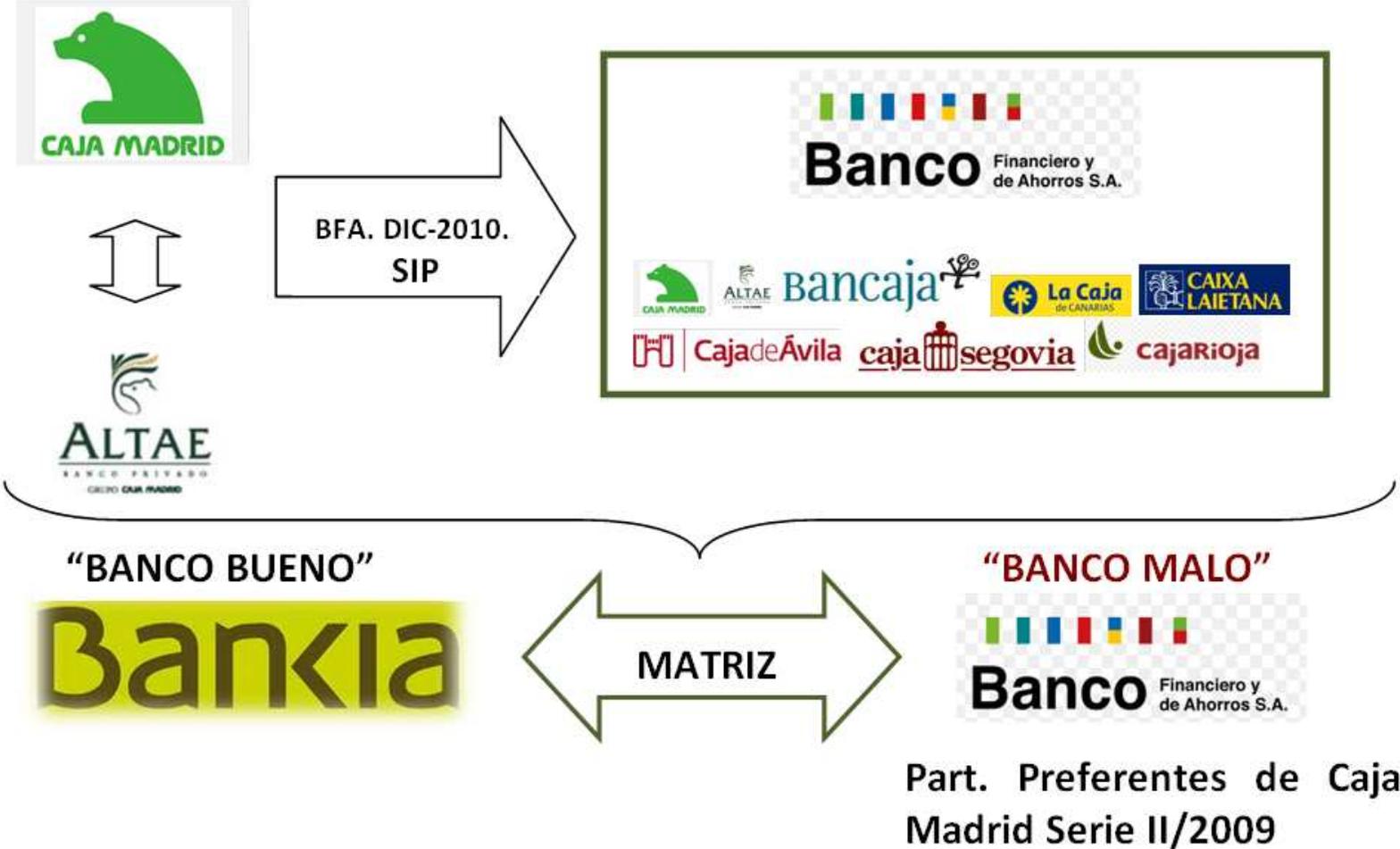
CASO BANKIA



España. Participaciones Preferentes: Caso Grupo Bankia



PROCESO DE FORMACIÓN DEL GRUPO BANKIA



ASPECTOS CLAVE

Precio/rentabilidad fuera de mercado.

- QUIEBRA MEJOR EJECUCIÓN Y TRANSPARENCIA
- ABUSO DE MERCADO
- “CORRALITO MERCADO INTERNO”

CONFLICTO DE INTERÉS

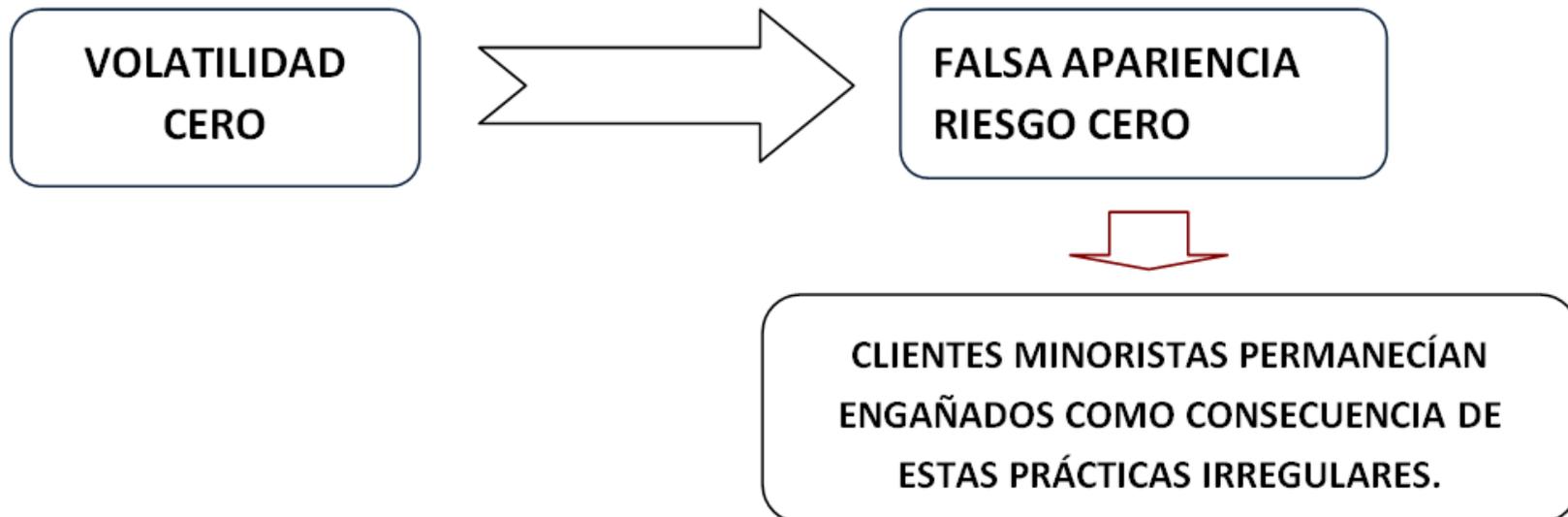
- COLOCACIÓN MASIVA SECTOR MINORISTAS CUANDO EL MERCADO MAYORISTA RECHAZABA ESTE PRODUCTO.
- VENTA COMO DEPÓSITO O “RENTA FIJA”

OCULTACIÓN DE RIESGOS

- MOROSIDAD
- CAMBIO DE RATING
- RENTABILIDAD INADECUADA

“MERCADO INTERNO” CASE DE OPERACIONES A PRECIOS NO DE MERCADO.

CARÁCTERISTICA COMÚN: VOLATILIDAD EN EL PRECIO DEL ACTIVO ERA CERO YA QUE SIEMPRE LAS TRANSACCIONES SE EJECUTABAN A VALOR NOMINAL O PRÓXIMO A ESTE QUE FUE EL PRECIO DE COLOCACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES A LOS INVERSORES MINORISTAS.



PRECIO DE EMISIÓN Y RENTABILIDAD FUERA DE MERCADO.

Precio de emisión no acorde con emisiones similares de 2009

Precio y rentabilidad fuera de mercado en relación con emisiones cotizadas en los mercados secundarios.

Valoración realizada. Aproximadamente un 75% de precio y una rentabilidad superior al 9%.

Emlslón Preferentes Caja Madrid 2009

Emlsor	Caja Madrid Finance Preferred, S.A. Sociedad española, filial 100% del Grupo Caja Madrid (Garantía 100% Caja Madrid).
Importe de la emislón	1.500 millones de euros (ampliables a 3.000 millones).
Perlo de la comercialización	Del 20 de mayo al 1 de Julio de 2009
Fecha de Valor y cargo en Cuenta	7 de Julio de 2009
Valor nominal del título	100 €
Periodicidad pago de la remuneración	Trimestral. Condicionada a la obtención de beneficio distribuble y a la normativa de Recursos Propios de las entidades financieras.
Rentabilidad	Cinco primeros años: 7 % (anual) A partir del quinto año: Euribor 3 meses + 4,75%
Plazo de la Inversión	Deuda perpetua (sin vencimiento prefiado), con opción de amortización por parte del emisor a partir del quinto año, previa autorización del Banco de España.
Importe Mínimo de Suscripción	100 €, es decir, 1 título. Sin límite máximo.
Comisiones	Sin comisión ni gastos de suscripción, amortización cobro de cupones, depositaria y venta.

rentabilidad exigida por el mercado para las preferentes (r_p) es la suma de tres componentes:
la rentabilidad de la deuda pública para el mayor plazo existente con la suficiente liquidez en el mercado secundario que proporcione fiabilidad a los precios de la misma r_f
la prima por iliquidez (p_l)
la prima por riesgo de crédito (rating) del emisor (p_c)

Normalmente sería:

$$r_p = r_f + p_l + p_c$$

Obtenido r_p , VALOR PRS se obtiene por la expresión

$$VALOR_PRS = \frac{CUPON}{r_p}$$

Dado que los cupones a largo plazo de las preferentes suelen ser fijos, cualquier subida de la tasa r_p implica una mayor minusvalía en el valor de la preferente y a la inversa.

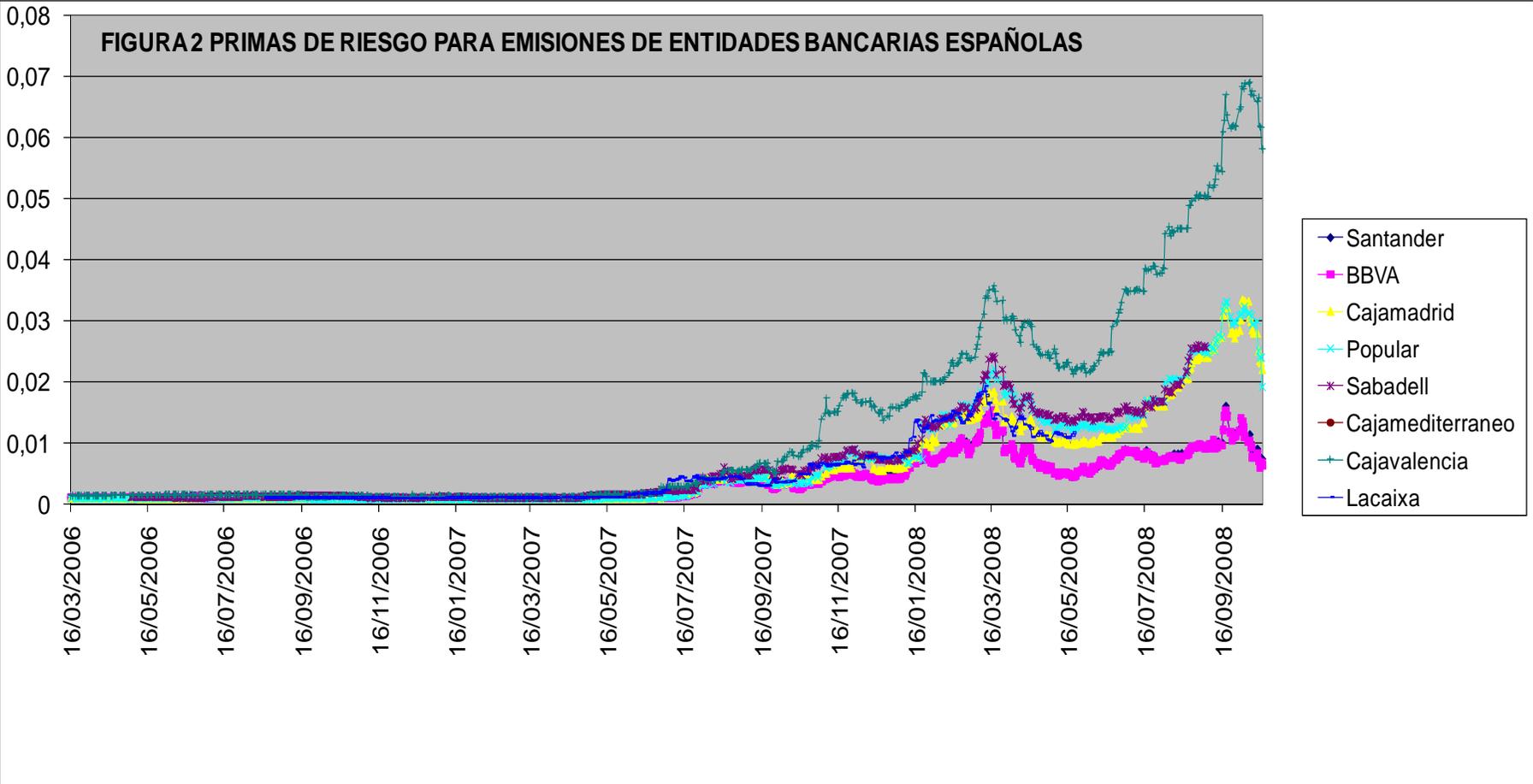
PRECIO BR = PRECIO BnR – PRECIO OC

Siendo

BR = Bono rescatable o amortizable anticipadamente.

BnR = Bono no rescatable

OC = Opción de amortización anticipada



LA VALORACION EN EL CASO DE CAJAMADRID

$$r_p = r_f + p_l + p_c = 4,077 \% + 0,200 \% + 6,04\% = 10,617 \%$$

Sin considerar las opciones de amortización anticipada a favor del emisor y proyectando los cupones variables según los tipos forward en euros vigentes, en promedio, en mayo- junio de 2009, el valor razonable de la emisión se situaría en un 74,71 % del nominal.

La colocación de las preferentes a los clientes a LA PAR implica que se les imputó una minusvalía implícita del 25,29 %, sin considerar la reducción de valor derivada de la venta implícita de las opciones de amortización anticipada.

EMISIÓN RABOBANK, MAYO 2009.

DES		RABOBANK		RABOBK Var 49-19		134.625/134.625		(4.548/4.548) TRAC	
RABOBK 11 12/29/49 Corp		99) Comente		Pg 1/11		Descripción: Bono			
94) Notes		95) Comprar		96) Vender		97) Paráms			
21) Descripción de bono		22) Descripción de emisor							
Páginas		Información de emisor				Identificadores			
1) Info del bono		Nombre RABOBANK NEDERLAND				Número BB EH8503532			
2) Más info		Industry Banca				ISIN XS0431744282			
3) Cláusulas		Información de valor				BBGID BBG0000W5T09			
4) Fiadores		Mercado Eurodólar		Híbrido		Ratings			
5) Ratings		País NL		Divisa USD		Moody's Baa1			
6) Identificadores		Ránking Jr Subordinated		Serie REGS		S&P A-			
7) Bolsas		Cupón 11		Tipo Variable		Fitch A-			
8) Partes inv		Frec Sem		Precio 100.00000		Composite BBB+			
9) Tarifas, restric		Días ISMA-30/360		Vence PERPETUAL		Emisión y operación			
10) Programas		PERPETUAL CALL 06/30/19@100.00				Aggregated Amount Issued/Out			
11) Cupones		Spread emis 745.90bp vs T 3 1/8 05/19				USD 2,868,297.00 (M) /			
Enlaces rápidos		Cálculo (1010)FIX-TO-FLOAT BONDS				USD 2,868,297.00 (M)			
32) ALLQ Precios		Fecha de anuncio 05/29/2009				Mínimo/Incremento			
33) QRD Resumen co		Fecha de devengo 06/04/2009				75,000.00 / 1,000.00			
34) TDH Historia ope		1ra liquidación 06/04/2009				Nominal 1,000.00			
35) CACS Acción corp		1er cupón 12/31/2009				Contable BAS,CS,UBS			
36) CF Prospecto		REGS. LONG 1ST CPN. CPN= 11% TO 6/19, THERE AFTER 3MO US\$LIBOR +1086.75BPS. PAYS IN CASH.							
37) CN Noticias									
38) HDS Tenedores									
66) Enviar bono									
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2013 Bloomberg Finance L.P. SN 169905 CEST GMT+2:00 H429-1666-0 30-Apr-2013 09:54:04									

MANIPULACIÓN DEL MERCADO DURANTE EL SEGUIMIENTO

En abril de 2013 salió a la luz un estudio de la CNMV sobre el **“Case de operaciones de participaciones preferentes y deuda subordinada emitidas por Bancaja y Caja Madrid”** centrado en el periodo junio 2010-mayo 2011 cuya conclusión fue:

5. CONCLUSIÓN.

Las entidades (Bancaja, Caja Madrid y Bankia) incumplieron de forma no aislada o puntual el artículo 70 quáter cuando no gestionaron los conflictos de interés generados por la realización de cases entre sus clientes a precios significativamente alejados de su valor razonable. Las entidades no establecieron ninguna medida destinada a impedir que los conflictos de interés señalados perjudicasen los intereses de los clientes compradores, ni tan siquiera la de revelar previamente la naturaleza y origen del conflicto a estos clientes antes de actuar por cuenta de los mismos, perjudicándolos en beneficio de otros clientes que, de esta forma, conseguían la liquidez deseada y en beneficio de las propias entidades que estaban interesadas en facilitar liquidez a los vendedores.

MANIPULACIÓN DEL MERCADO DURANTE EL SEGUIMIENTO

Lo antedicho supone una certificación de la existencia de un mecanismo que alteró la libre formación de precios:

- Se realizaban transacciones a precios alejados del valor razonable de estos híbridos de capital.
- Mediante el “case de operaciones” a precios fuera de mercado, se beneficiaba a los clientes que vendían los títulos en perjuicio de los que los adquirirían.
- Los precios se mantenían artificialmente en unos niveles fuera de mercado.
- Durante el seguimiento de sus inversiones los clientes recibían informaciones falsas sobre el valor real de sus activos.
- Estas malas prácticas de manipulación de precios no fueron puntuales sino recurrentes.
- Las entidades, conocedoras de los hechos, no adoptaron ninguna medida destinada a detener estas irregularidades.

DE “GRADO DE INVERSIÓN” A “BONO BASURA” ANTES DE SU FECHA VALOR 07.07.2009.

Moody’s en fecha 16 de junio de 2009 (fecha anterior a la fecha valor de la suscripción de los títulos de estos clientes) había revisado el rating de este emisor y en especial de la emisión, situando el rating de las **participaciones preferentes en Ba2**, grado especulativo o “bono basura”. Este tipo de calificación según Moody’s implica que en opinión de esta agencia **“existen elementos significativos especulativos y un significativo riesgo de crédito...”**

Moody's credit ratings		
Investment grade		
Rating	Long-term ratings	Short-term ratings
Aaa	Rated as the highest quality and lowest credit risk.	Prime-1 Best ability to repay short-term debt
Aa1		
Aa2		
Aa3	Rated as high quality and very low credit risk.	Prime-1/Prime-2 Best ability or high ability to repay short term debt
A1		
A2		
A3	Rated as upper-medium grade and low credit risk.	Prime-2 High ability to repay short term debt
Baa1		
Baa2		
Baa3	Rated as medium grade, with some speculative elements and moderate credit risk.	Prime-2/Prime-3 High ability or acceptable ability to repay short term debt
		Prime-3 Acceptable ability to repay short term debt
Speculative grade		
Rating	Long-term ratings	Short-term ratings
Ba1	Judged to have speculative elements and a significant credit risk.	Not Prime Do not fall within any of the prime categories
Ba2		
Ba3		
B1	Judged as being speculative and a high credit risk.	
B2		
B3		
Caa1	Rated as poor quality and very high credit risk.	
Caa2		
Caa3		
Ca	Judged to be highly speculative and with likelihood of being near or in default, but some possibility of recovering principal and interest.	
C	Rated as the lowest quality, usually in default and low likelihood of recovering principal or interest.	

CONSECUENCIAS DE UNA REBAJA DE RATING A “BONO BASURA”

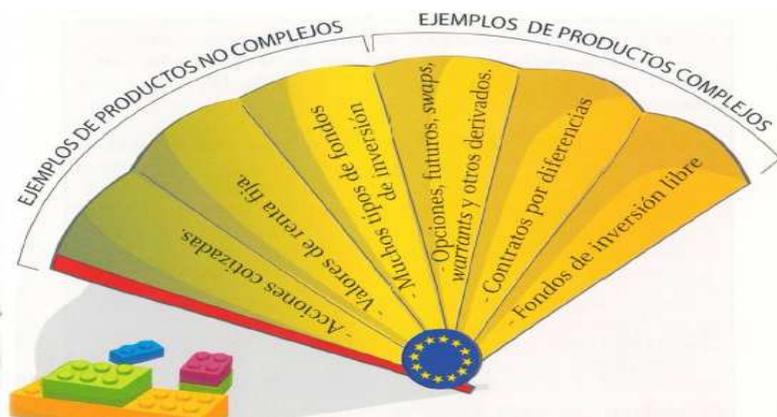
- ❑ **No es lo mismo analizar una emisión de participaciones preferentes cuyo rating en “AA” que cuando es un “bono basura”, “Ba2”.** Tanto es así que una de las empresas valoradoras, AFI, ni siquiera había analizado emisiones con este rating limitándose, en su análisis de adecuación de condiciones económicas de la emisión, a comparar la emisión con otras emisiones con calificación crediticia de “grado de inversión” que según los rating de Moody’s es igual o superior a Baa3.
- ❑ **Una emisión catalogada con “grado especulativo” que se comercializa como de “grado de inversión” confunde a los clientes quienes perciben un riesgo de pérdida de principal o de no cobro de intereses mucho menor del que realmente atesora el activo financiero.**
- ❑ **Las condiciones de rentabilidad y precio de emisión que ya eran de por sí muy inadecuadas, tras el cambio de rating, resultaban a todas luces “fuera de mercado” lo cual podría influir en su futura cotización ya que, a pesar del cambio de rating, las condiciones de la emisión permanecieron inalteradas.**

PRODUCTOS COMPLEJOS: CRITERIOS DE LA CNMV

La Guía sobre la catalogación de instrumentos complejos y no complejo de la CNMV indica que :

“...en el caso de instrumentos complejos, la entidad siempre debe evaluar la conveniencia de tal forma que en el supuesto de que el instrumento no resulte conveniente para el cliente, la entidad sólo podrá tramitar la operación solicitada si previamente le advierte de ello. Por ello, una correcta clasificación de los instrumentos financieros por parte de las entidades es fundamental en atención a una adecuada protección de los clientes...” Añadiendo que ***“...El nivel de protección y los requisitos de conveniencia aplican de distinta forma si el instrumento se considera complejo o no complejo...”***

CNMV. Guía sobre la catalogación de instrumentos complejos y no complejos.



¿Es relevante la complejidad de un producto? Muy relevante dado que **información exigible a la hora de comercializar este tipo de productos aumenta considerablemente en relación a la comercialización de productos simples** cuya información es conocida y de fácil acceso para el inversor, como por ejemplo ocurre con los depósitos o las acciones. **Asimismo, el nivel de conocimientos financieros y medios técnicos necesarios para analizar dicha información es mucho más elevado que en los productos simples.**

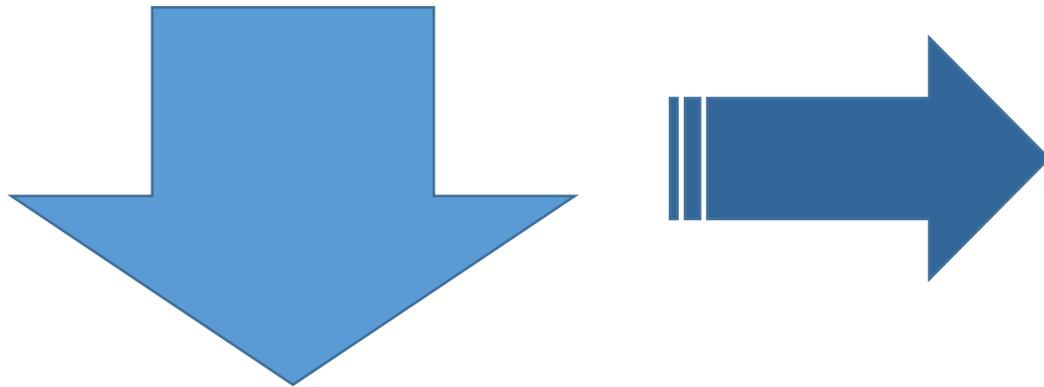
EFFECTOS DE LA COMPLEJIDAD: ASIMETRÍA Y DESEQUILIBRIO

1. **No todos los clientes pueden acceder a productos complejos:** Test de conveniencia y/o idoneidad
2. **Aumenta la asimetría con el banco**
3. **La asimetría puede dar lugar a fuertes desequilibrios** especialmente cuando el banco asesor/comercializador actúa como contrapartida (SWAPS de tipos de interés, swaps sobre divisas, forwards sobre divisas, contratos financieros atípicos..etc.)
4. **El desequilibrio existe siempre que la entidad, disponiendo de información relevante sobre el producto y sus riesgos, decide por negligencia, o por otros motivos, no transmitirla de forma fiel y transparente a sus clientes. Estas prácticas pueden conducir a errores sobre la naturaleza financiera del producto, las expectativas de rentabilidad o el nivel de riesgo que se asume con la inversión.**
5. **La complejidad afecta a los propios asesores comerciales de la entidad** quienes no son capaces de detectar las oportunidades para sus clientes (riesgo operacional), minimizan los riesgos (riesgo moral) y realizan recomendaciones fuera del alcance de los inversores.
6. **Necesidad de medios informativos y técnicos** fuera del alcance de la mayoría de los inversores
7. Mayor **dependencia de la entidad comercializadora**
8. **Dificulta de gestión y seguimiento independiente** de la inversión

EL CLIENTE FRENTE A LA ENTIDAD

William de la Dehesa: “...*el sistema financiero existe exclusivamente por su capacidad de compilar y analizar información, si el mundo entero tuviera acceso a toda esta información, no habría necesidad de un sistema bancario...*” “...*el problema fundamental es que el flujo de información es asimétrico: en otras palabras algunos saben mucho más que otros.*”

ENTIDAD FINANCIERA



CLIENTE

- No es un experto financiero
- Carece de medios técnicos adecuados
- Depende del flujo de información suministrado por

- Sistemas de información financiera: Reuters, Bloomberg...etc
- Equipos humanos cualificados: Analistas y expertos financieros
- Medios técnicos adecuados: software financiero (Murex, Matlab, Algorithmics...etc).

¿QUE ES UN SWAP?

Las Permutas Financieras o Swaps son **INSTRUMENTOS DERIVADOS**. Un derivado es un producto financiero cuyo valor se basa en el precio de otro activo (acciones, índice bursátiles, valores de renta fija, tipos de interés tipos de cambio, materias primas, inflación...etc), de ahí su nombre.

Ejemplos de derivados serían:

- Opciones de compra o venta;
- Contratos de venta a término (“futures contracts”)
- Contratos a plazo (“forward contracts”)
- Contratos de permuta financiera (“swaps”)

FUNCIONAMIENTO DE UN SWAP SIMPLE

FIGURA 1. FUNCIONAMIENTO DE UN SWAP SIMPLE



En los últimos años, los bancos han **incrementado la complejidad de estos productos** a través de realizar estructuraciones a base de añadir **opciones sobre tipos de interés como CAPS, FLOORS y SWAPTIONS,** y lo que es técnicamente un grave error, **opciones sobre otras variables de riesgo (por ej. renta variable; inflación).**

DIFERENCIACIÓN BÁSICA ENTRE UN SWAP SIMPLE Y UN SWAP COMPLEJO

La diferencia entre un swap simple frente a uno estructurado reside en el factor diferenciador de la opcionalidad.

Esto es, los swaps estructurados incorporan opciones implícitas que, en muchos casos **son vendidas por el cliente y compradas por la entidad bancaria**. Habitualmente podemos encontrar una variedad amplia de opciones que además suelen ser **exóticas** (más complejas) y aparecen combinadas. Ejemplo: swap + opciones americanas de tipo knock in. Las opciones más comunes son :

- Opciones barrera (knock in, knock out, doble barrera o KIKO, CAPs, FLOOR...)
- Opciones basket (opciones sobre una cesta de subyacentes)
- Opciones europeas, americanas, one touch, asiáticas...etc)

SWAP ESTRUCTURADO COMPLEJO = SWAP SIMPLE + OPCIONES IMPLÍCITAS

LOS SWAPS SOBRE TIPOS DE INTERÉS

Definición de la Enciclopedia de la Economía:

“...Un acuerdo entre dos partes para comprometerse a una serie de cambios de pagos de interés sobre el mismo principal nominal denominados en la misma divisa. En la forma más sencilla, una parte contratante paga un tipo de interés fijo y la otra parte contratante paga un tipo de interés flotante. El tipo fijo se denomina cupón de swap y el tipo flotante se denomina tipo de referencia. Mediante estos contratos, ambas partes pretenden como finalidad principal cubrirse del denominado riesgo de tipo de interés...”

¿Para que sirven?

1. Instrumento de cobertura (añadir certidumbre al riesgo de tipos de interés asociado por ejemplo a prestamos o productos de financiación a tipo de interés variable).

- Limitar la exposición a determinado riesgo
- Conocer costes de antemano
- Reducir la variabilidad de resultados

2. Instrumento especulativo

Inversión no asociada a ningún producto de financiación. Objetivo: Obtener una ganancia sin desembolso inicial de nominal apostando por un comportamiento futuro de los tipos de interés.

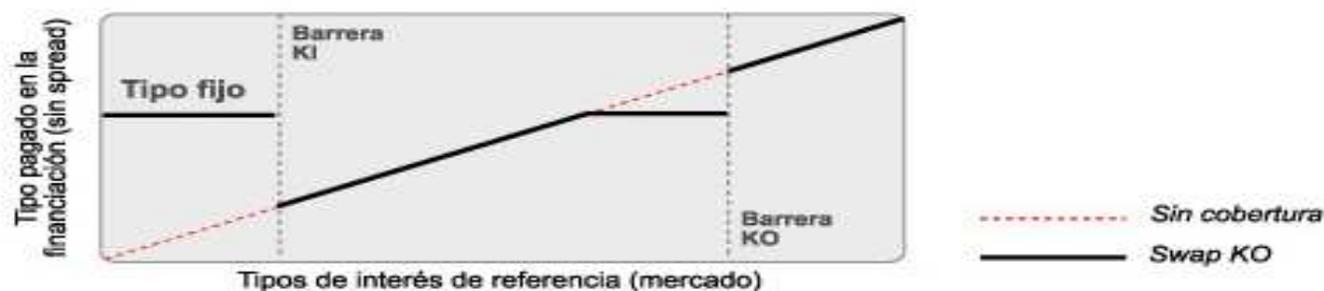
EJEMPLO SWAP COLLAR KIKO (DOLE BARRERA KNOCK IN-KNOCK OUT)

3. Collar *KIKO*

Si su empresa tiene una financiación, mediante un *collar KIKO* puede **eliminar las fluctuaciones** de los tipos de interés (tipo fijo) por debajo de un determinado nivel (barrera KO), y además, **aprovechar los movimientos favorables** de los mismos hasta otro nivel (barrera KI).

A vencimiento de cada periodo:

- Paga el tipo variable estipulado (EURIBOR 3 meses, por ejemplo)
- Recibe un tipo de acuerdo con la estrategia:
 - si tipo variable < barrera KI: tipo fijo
 - si barrera KI < tipo variable < tipo fijo: tipo variable
 - si tipo fijo < tipo variable < barrera KO: tipo fijo
 - si barrera KO < tipo variable: tipo variable

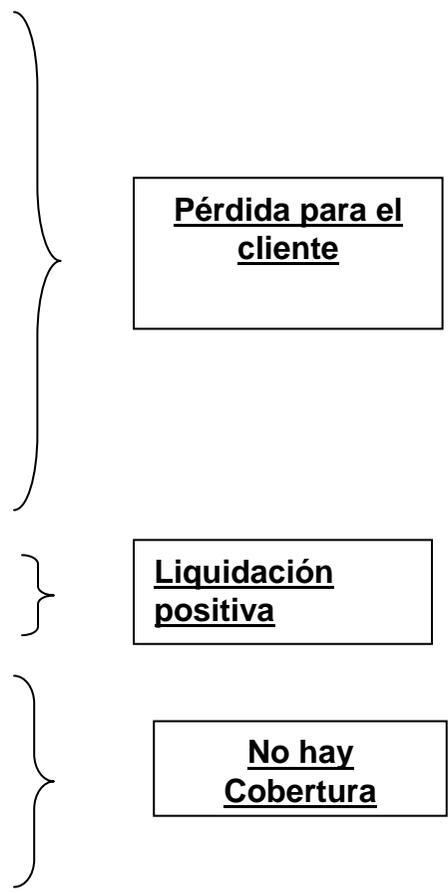


El *collar KIKO* liquida por diferencias. La introducción de una barrera KI permite al cliente **aprovechar reducciones del tipo de interés** hasta dicho nivel. La introducción de una barrera KO permite mejorar el nivel del tipo fijo.

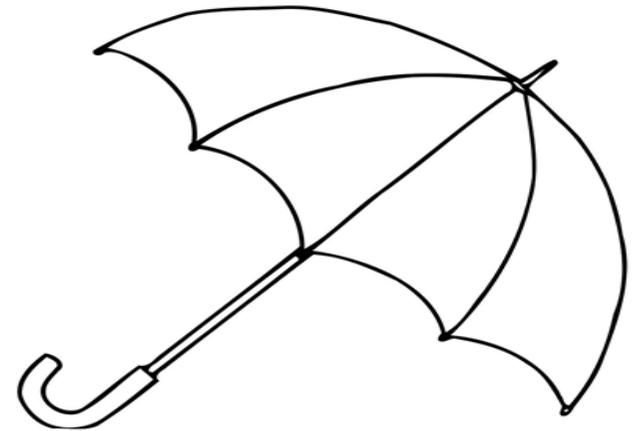
EJEMPLO RESULTADO SWAP CON OPCIONES IMPLÍCITAS DOBLE BARRERA (II)

CUADRO 3 SIMULACION RESULTADOS SWAP

EURIBOR	LIQUIDACION	BENEFICIOS PARA
0,75%	51.849,27 €	BANCO
1,00%	48.288,19 €	BANCO
1,25%	44.727,12 €	BANCO
1,50%	41.166,04 €	BANCO
1,75%	37.604,97 €	BANCO
2,00%	34.043,89 €	BANCO
2,25%	30.482,81 €	BANCO
2,50%	26.921,74 €	BANCO
2,75%	23.360,66 €	BANCO
3,00%	19.799,58 €	BANCO
3,25%	16.238,51 €	BANCO
3,50%	12.677,43 €	BANCO
3,75%	9.116,36 €	BANCO
4,00%	5.555,28 €	BANCO
4,25%	1.994,20 €	BANCO
4,50%	- 1.566,87 €	CLIENTE
4,75%	- 5.127,95 €	CLIENTE
5,00%	- 8.689,03 €	CLIENTE
5,25%	- €	DESACTIVADO
5,50%	- €	DESACTIVADO
5,75%	- €	DESACTIVADO
6,00%	- €	DESACTIVADO
6,25%	- €	DESACTIVADO
6,50%	- €	DESACTIVADO
6,75%	- €	DESACTIVADO
7,00%	- €	DESACTIVADO



**CUÁNDO PUEDE CONSIDERARSE UN SWAP COMO
COBERTURA?**



MODALIDADES DE COBERTURA

Cobertura de valor razonable. El elemento cubierto tiene naturaleza fija.

Cobertura de flujos de caja. El elemento cubierto tiene naturaleza variable.

Cobertura de inversiones netas. Cobertura de riesgo de cambio de inversiones extranjeras.

CRITERIOS QUE DEBE CUMPLIR LA CONTABILIDAD DE COBERTURAS

Norma Novena del Nuevo Plan General de Contabilidad (Real Decreto 1514/2007 de 20 de noviembre)

Riesgo específicamente identificado. Los términos económicos coinciden exactamente con los del elemento cubierto (nominal, fechas de liquidación y fijación de tipos; tipos de referencia; bases de cálculo; plazos de amortización; etc).

El riesgo debe ser **susceptible de producir un impacto en Pérdidas y ganancias por cambios en el valor razonable o en los flujos de efectivo o en ambos.**

El instrumento designado como cobertura debe ser un derivado. La única excepción a esta norma es el riesgo de cambio que puede ser cubierto con activos y pasivos financieros.

No son admisibles las **coberturas de activos netos de pasivos o viceversa.**

Se requiere una designación formal y una documentación de la operación. La cobertura ha de ser altamente eficaz. **En este sentido se exige que los test de efectividad de las coberturas se sitúen entre un 80% de valor mínimo y un 120% de valor máximo.**

SWAPS: ¿ESPECULATIVOS O DE COBERTURA?

El carácter especulativo:

- El importe nominal del swap no guarda relación con el importe financiado
- El importe nominal no se ajusta paso a paso con la amortización de la deuda
- El tipo de referencia de la financiación no es el mismo que el del swap
- Los tipos de referencia para el cliente y el banco son distintos
- Si las fechas de liquidación para el cliente y para el banco no son las mismas, y/o no coinciden con las fechas de pagos o ajustes de intereses de la financiación
- El swap tiene una efectividad contable baja

Estas características son propias de estructuras especulativas.....

Ejemplo: Swap de tipos de interés con nominal de 600.000 euros referenciado al Euribor 3M como cobertura de un préstamo hipotecario de interés variable referenciado al Libor y en Yenes japoneses con nominal 32,541,665.82 JPY (300.000 euros).

EJEMPLO DE COBERTURA NO EFECTIVA

Swap fijo contra variable + cadena de opciones exóticas de tipo barrera knock out. En la mayoría de los escenarios este swap no se encuentra en el intervalo de de efectividad contable (80%-125%)

CUADRO 1 CALCULO DE LA EFECTIVIDAD DE COBERTURA DEL SWAP

TIPO DE INTERI	COSTE PRESTAMO	DERIVADO HIPOTETI	LIQUIDACION	EFFECTIVIDAD
2,00%	28.198,36 €	-33.838,03 €	-33.838,03 €	100,00%
2,30%	32.428,11 €	-29.608,27 €	-29.608,27 €	100,00%
2,60%	36.657,86 €	-25.378,52 €	-25.378,52 €	100,00%
2,90%	40.887,61 €	-21.148,77 €	-21.148,77 €	100,00%
3,20%	45.117,37 €	-16.919,01 €	-16.919,01 €	100,00%
3,50%	49.347,12 €	-12.689,26 €	-12.689,26 €	100,00%
3,80%	53.576,87 €	-8.459,51 €	-8.459,51 €	100,00%
4,10%	57.806,63 €	-4.229,75 €	-4.229,75 €	100,00%
4,40%	62.036,38 €	0,00 €	0,00 €	100,00%
4,70%	66.266,13 €	4.229,75 €	4.229,75 €	100,00%
5,00%	70.495,89 €	8.459,51 €	8.459,51 €	100,00%
5,30%	74.725,64 €	12.689,26 €	2.819,84 €	22,22%
5,60%	78.955,39 €	16.919,01 €	2.819,84 €	16,67%
5,90%	83.185,15 €	21.148,77 €	2.819,84 €	13,33%
6,20%	87.414,90 €	25.378,52 €	2.819,84 €	11,11%
6,50%	91.644,65 €	29.608,27 €	2.819,84 €	9,52%
6,80%	95.874,41 €	33.838,03 €	2.819,84 €	8,33%
7,10%	100.104,16 €	38.067,78 €	2.819,84 €	7,41%
7,40%	104.333,91 €	42.297,53 €	2.819,84 €	6,67%
7,70%	108.563,67 €	46.527,29 €	2.819,84 €	6,06%
8,00%	112.793,42 €	50.757,04 €	2.819,84 €	5,56%
8,30%	117.023,17 €	54.986,79 €	2.819,84 €	5,13%
8,60%	121.252,93 €	59.216,55 €	2.819,84 €	4,76%
8,90%	125.482,68 €	63.446,30 €	2.819,84 €	4,44%
9,20%	129.712,43 €	67.676,05 €	2.819,84 €	4,17%
9,50%	133.942,19 €	71.905,81 €	2.819,84 €	3,92%
9,80%	138.171,94 €	76.135,56 €	2.819,84 €	3,70%

RESULTADO

- ❑ **Múltiples demandas** en los tribunales para denunciar mala praxis bancaria en la comercialización de estos productos.
- ❑ Empresas que han tenido que solicitar el **concurso de acreedores por los swaps**.
- ❑ **Desconfianza generalizada sobre los instrumentos derivados** que venden los bancos con un daño futuro ya que muchos riesgos no se cubren.

PRODUCTOS ESTRUCTURADOS AUTOCANCELABLES



BONOS Y CONTRATOS FINANCIEROS ATÍPICOS (CFA'S) AUTOCANCELABLES

- Productos complejos sin garantía de capital a vencimiento. Nivel de complejidad máximo.
- Productos estructurados con diversos derivados implícitos
- Incorporación de opciones cancelable digitales con barreras up and out. Habitualmente incorporan cestas de acciones de tipo worst-off.
- Venta implícita de opciones exóticas a vencimiento con barreras de protección down and in.
- Muy elevado nivel de riesgo del producto .
- En el caso de CFA Contratos OTC no negociados en mercados secundarios
- La rentabilidad depende de la evolución de activos seleccionados por el comercializador y de los niveles de las barreras.
- Producto no adecuados para inversores sin conocimiento específicos avanzados de los mercados y productos financieros
- Su comercialización requiere máximo rigor informativo y el seguimiento del modelo de contrato de la CNMV CFA1.

EJEMPLO: MECÁNICA CFA BANCO POPULAR

7 FECHAS OBSERVACIÓN semestrales que corresponden a una opción call de cancelación digital bermuda con siete fechas de observación, al 100% del nominal del CFA, con barrera up and out (arriba y fuera) **si las tres acciones** están en un precio igual o superior al inicial (strike).

En cada fecha de observación se establece que:

Si: **SANTANDER, BBVA, TELEFÓNICA** (peor de los tres) $> o = a 100\%$  **Cupón creciente 6%-42%**

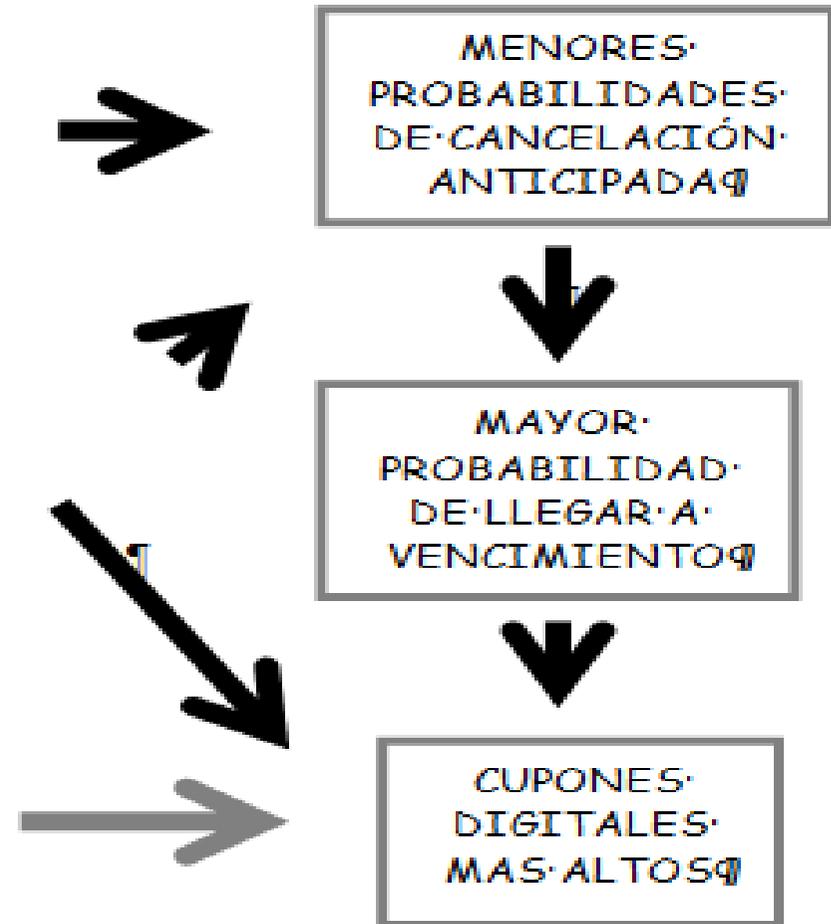
En caso de que las tres acciones no estén por encima de su valor inicial, es decir, inferior al 100% del valor inicial, el **cliente cobra 0% sobre nominal y el producto continúa hasta la siguiente fecha de observación.**

Vencimiento. Opción put : Llegado a término, tres posibles escenarios;

1. Si las tres acciones de la cesta termina por encima del 100% de su valor inicial el cliente obtiene un único cupón del 48% del nominal.
2. Si desde la fecha de fijación del strike hasta vencimiento todas y cada una de las acciones de los subyacentes han cotizado igual o por encima del 60% del strike inicial, el cliente recupera el 100% del nominal
3. Si en algún momento, desde la fecha de fijación del strike, cualquiera de las tres acciones de los subyacentes cotiza por debajo del 60% de su strike inicial el cliente recibirá acciones del valor que haya obtenido mayor depreciación

PRINCIPALES VARIABLES A ANALIZAR POR EL INVERSOR

- 1.- Variables Renta Variable.-
 - a mayor volatilidad
 - a mayor dividendo "yield" esperado
 - a menor "smile" de la volatilidad
 - a mayor correlación de la cesta
 - a mayor prima opciones vendidas a vencimiento
- 2.- Variaciones tipos de interés.-
 - a mayor plazo
 - a mayores tipos de interés



INFORMACIÓN TÉCNICA ESENCIAL PARA EVALUAR EL PRODUCTO

1. Información sobre los **niveles de volatilidades y correlación que había contratado**
2. **Calculo de las cotizaciones a plazo de las acciones frente a su cotización de contado.**
3. Explicación del **funcionamiento de las opciones implícitas** y sus efectos. **Valor de las primas.**
4. **Coste de cancelación del producto** en caso que el cliente necesite cancelarlo
5. Factores de **riesgo de mercado** a los que estaba sometida la inversión
6. Cálculo de las **TAEs** del producto en los **escenarios adversos,**
7. **Value at Risk** del producto (VaR)
8. Criterios técnicos empleados por el banco para **seleccionar los activos subyacentes subyacentes**
9. Nivel de **dividendos esperados** por los subyacentes
10. **Backtesting o análisis histórico** del producto financiero

COMENTARIOS FINALES

Antes de comercializar un producto financiero estructurado complejo las entidades deberían cerciorarse de los siguientes aspectos:

¿El producto cumple con los objetos de inversión o de cobertura del cliente?

¿Es un producto adecuado a la experiencia y conocimientos de inversión del cliente? ¿Se ha evaluado exhaustivamente al cliente? (naturaleza de las operaciones previamente contratadas, nivel de estudios/profesión y conocimientos financieros)

¿El producto ofertado/recomendado es consistente con la visión de mercado del banco? En caso negativo, ¿se ha advertido al cliente? ¿Aporta valor la complejidad del producto?.

¿Se ha informado adecuadamente al clientes sobre los **riesgos** costes y gastos der la inversión? ¿Y de sus posibles escenarios de rentabilidad (o ausencia de esta)?, ¿se ha realizado simulaciones cuantitativas?

**La entidad debe actuar en el mejor interés del cliente y debe advertir,
de forma expresa y específica, cuando el producto financiero
no sea conveniente para este**