

## BONOS ESTRUCTURADOS VENDIDOS EN ESPAÑA EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

Pablo Fernández  
Javier Aguirreamalloa

El CIIF, Centro Internacional de Investigación Financiera, es un centro de carácter interdisciplinar con vocación internacional orientado a la investigación y docencia en finanzas. Nació a principios de 1992 como consecuencia de las inquietudes en investigación financiera de un grupo interdisciplinar de profesores del IESE, y se ha constituido como un núcleo de trabajo dentro de las actividades del IESE Business School.

Tras más de diez años de funcionamiento, nuestros principales objetivos siguen siendo los siguientes:

- Buscar respuestas a las cuestiones que se plantean los empresarios y directivos de empresas financieras y los responsables financieros de todo tipo de empresas en el desempeño de sus funciones.
- Desarrollar nuevas herramientas para la dirección financiera.
- Profundizar en el estudio de los cambios que se producen en el mercado y de sus efectos en la vertiente financiera de la actividad empresarial.

Todas estas actividades se proyectan y desarrollan gracias al apoyo de nuestras empresas patrono, que además de representar un soporte económico fundamental, contribuyen a la definición de los proyectos de investigación, lo que garantiza su enfoque práctico.

Dichas empresas, a las que volvemos a reiterar nuestro agradecimiento, son: Aena, A.T. Kearney, Caja Madrid, Fundación Ramón Areces, Grupo Endesa, Royal Bank of Scotland y Unión Fenosa.

<http://www.iese.edu/ciif/>

# BONOS ESTRUCTURADOS VENDIDOS EN ESPAÑA EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

Pablo Fernández<sup>1</sup>

Javier Aguirreamalloa<sup>2</sup>

## Resumen

Este documento analiza trece tipos de bonos estructurados y dos tipos de participaciones preferentes.

El objetivo es mostrar su funcionamiento y analizar la rentabilidad esperada para los inversores, para los emisores y para las instituciones mediadoras.

Se muestra que, en los últimos veinticinco años, se han vendido este tipo de productos (compuestos por un bono y una o más opciones) en España a muchos inversores minoristas con distintas denominaciones (bonos bolsa, bonos directos, bonos estructurados, bonos protegidos, bonos participativos, Estructurados Banca Europea, bonos convertibles...) y por diversos emisores.

Se muestra que, en el periodo 1984-1996, las empresas españolas realizaron 290 emisiones de bonos convertibles en acciones por un importe de **12.987 millones de euros**. Gran parte de estas emisiones fueron suscritas por inversores particulares y familias.

Clasificación JEL: G12, G31, M21

**Palabras clave:** bono estructurado, emisor, intermediario, participación preferente, Eurostoxx

<sup>1</sup> Profesor Ordinario, Dirección Financiera, Cátedra PricewaterhouseCoopers de Finanzas Corporativas, IESE

<sup>2</sup> Colaborador Científico, Dirección Financiera, IESE

# BONOS ESTRUCTURADOS VENDIDOS EN ESPAÑA EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

## 1. Introducción

Este documento analiza trece tipos de bonos estructurados (apartado 2) y dos tipos de participaciones preferentes (apartado 3) comercializados en los últimos años.

El objetivo es mostrar su funcionamiento y analizar la rentabilidad esperada para los inversores, para los emisores y para las instituciones mediadoras.

En el apartado 4 se muestra que, en los últimos veinticinco años, se han vendido este tipo de productos (compuestos por un bono y una o más opciones) en España a muchos inversores minoristas con distintas denominaciones (bonos bolsa, bonos directos, bonos estructurados, bonos protegidos, bonos participativos, Estructurados Banca Europea, bonos convertibles...) y por diversos emisores (BBV, Argentaria, Caixa Cataluña, Telefónica, Banif, Citibank, Bankinter, JP Morgan, Endesa, Barclays...).

El **Anexo 2** muestra que, en el periodo 1984-1996, las empresas españolas realizaron 290 emisiones de bonos convertibles en acciones por un importe de **12.987 millones de euros**<sup>1</sup>, gran parte de las cuales fueron suscritas por inversores particulares y familias.

Los inversores particulares españoles también han suscrito muchos instrumentos con mayor riesgo que los bonos estructurados presentados. Por ejemplo, acciones y fondos de inversión que invierten en acciones. Por su parte, el **Anexo 3** muestra que, según la Bolsa de Madrid, las **familias españolas** poseían en 2008 el **20,2% de las acciones** de empresas cotizadas de manera directa. El **Anexo 4** muestra que, en diciembre de 2007, los fondos de inversión españoles, con todo o parte del patrimonio invertido en renta variable, tenían **4,4 millones de partícipes** y los fondos de pensiones españoles, con todo o parte del patrimonio invertido en renta variable, tenían **6,1 millones de partícipes**.

---

<sup>1</sup> Actualización de P. Fernández (1989), Bonos convertibles en España, Prólogo de Franco Modigliani, premio nobel de economía en 1985, Estudios y Ediciones IESE; y de la tesis doctoral presentada en la Universidad de Harvard.

## 2. Once ejemplos de bonos estructurados

Las descripciones de los instrumentos financieros que aparecen a continuación se han llevado a cabo únicamente con la información recogida de los documentos que acompañan a la orden de compra y que firman el cliente que suscribe y el empleado que vende (en algunos casos, también aparece la firma de otra persona, de mayor rango, del banco vendedor).

### 2.1. Bono 60-60

En el Bono 60-60, emitido en septiembre de 2006, el emisor prometía pagar en septiembre de 2010 el 100% de lo invertido, más un 60% de la revalorización media del Eurostoxx 50<sup>2</sup> en valor absoluto<sup>3</sup>, sujeto, evidentemente, al riesgo de crédito advertido al comprador en el contrato.

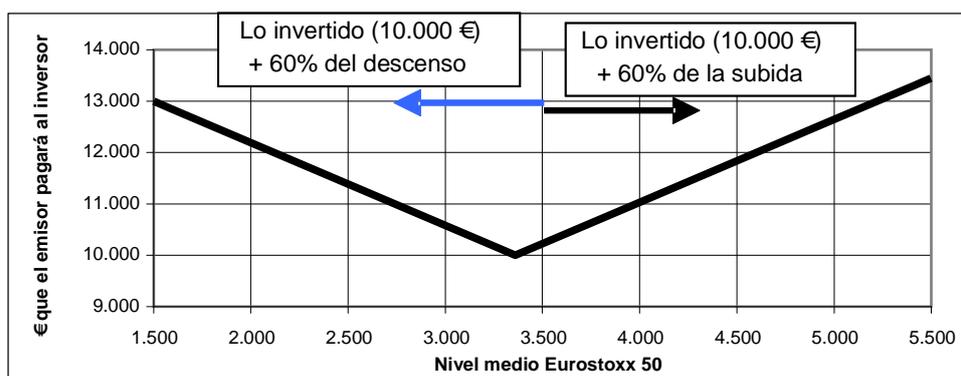
Por ejemplo, si el Eurostoxx 50 de 31 de agosto de 2006 fue de 3.500 puntos, el emisor del bono pagaría, en septiembre de 2010, a un inversor que invirtió 10.000 € en 2006:

- a) si la media del Eurostoxx 50 resultare 4.200 (subiera un 20%): 11.200€
- b) si la media del Eurostoxx 50 resultare 2.100 (bajase un 40%): 12.400€

En este tipo de bono, el emisor promete al inversor el 100% de lo invertido más el 60% de la subida o el 60% del descenso del nivel medio del Eurostoxx, de ahí el nombre “60-60”.

En el contrato que firma el cliente, el empleado vendedor y el intermediario que acompaña a la orden de compra del Bono 60-60,<sup>4</sup> aparece el emisor como entidad emisora, como entidad directora, como agente de cálculo, como asegurador de liquidez, como pagador de cupón y amortización, y como riesgo de crédito.

El siguiente gráfico muestra el dinero que el emisor pagará al inversor en septiembre de 2010 según el nivel medio del Eurostoxx 50:



<sup>2</sup> El Eurostoxx 50 es un índice bursátil compuesto por las 50 mayores empresas de la zona euro. La revalorización media se calcula del siguiente modo: 1. Cálculo de la media del Eurostoxx 50 de los días 31 de agosto de 2007, 2008, 2009 y 2010. 2. Se divide esa media entre el Eurostoxx 50 de 31 de agosto de 2006 y se resta 1.

<sup>3</sup> El valor absoluto de un número es el mismo número positivo. Así, el valor absoluto de 7 es 7, y el valor absoluto de -8 es 8.

<sup>4</sup> También parece más indicativa de las características de los bonos la denominación “Bono 60-60” que otra denominación tipo “4 yrs. Straddle on DJ Eurostoxx 50”.

## 2.2. Bono Semestre x 5

El Bono Semestre x 5, emitido en agosto de 2007, es un bono a 5 años o menos. El emisor promete pagar el 100% de lo invertido más una rentabilidad adicional que depende de dos índices bursátiles: el Eurostoxx 50 y el Nikkei 225, sujeto evidentemente, al riesgo de crédito advertido al comprador en el contrato.

El emisor promete al inversor el 100% de lo invertido más una rentabilidad que puede ser, en varios semestres, el 5%. De ahí su nombre: “semestre x 5”.

La siguiente tabla muestra el pago semestral que promete el emisor al inversor:

		Eurostoxx al final del semestre / Eurostoxx del 1-oct-2007		
		< 95%	95% - 105%	> 105%
Nikkei al final del semestre / Nikkei del 1-oct-2007	< 95%	0%	0%	0%
	95% - 105%	0%	5%	5%
	> 105%	0%	5%	5% y Cancelación (100% de lo invertido)

Si al final del semestre: a) los dos índices están por encima del 105% de su valor inicial, el bono se cancela: el emisor pagará lo invertido más un 5%; b) los dos índices están por encima del 95% de su valor inicial, y uno de ellos por debajo del 105% de su valor inicial, el emisor pagará un 5% de lo invertido y el bono continúa hasta el siguiente semestre; c) alguno de los índices está por debajo del 95% de su valor inicial, el emisor no pagará interés alguno y el bono continúa hasta el siguiente semestre.

En el contrato que firma el cliente, el empleado vendedor y el intermediario que acompaña a la orden de compra del Bono Semestre x 5, aparece el nombre del emisor como entidad emisora, como entidad directora, como agente de cálculo, como asegurador de liquidez, como pagador de cupón y amortización, y como riesgo de crédito.

## 2.3. Bono 50-50

En el Bono 50-50, emitido en marzo de 2008, el emisor prometía pagar en abril de 2009 un 53% de lo invertido; y en abril de 2010, el 50% de lo invertido más un 50% de la revalorización media positiva del Eurostoxx<sup>5</sup> (si la revalorización fuera negativa, el 50% de lo invertido). Por consiguiente, el emisor prometía al inversor, como mínimo, el 103% de lo invertido y además una remuneración adicional si el nivel medio del Eurostoxx subía, sujeto, evidentemente, al riesgo de crédito advertido al comprador en el contrato.

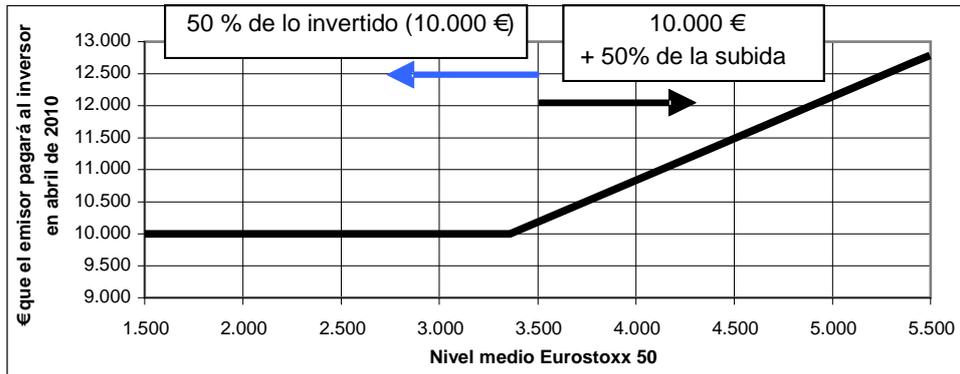
Un ejemplo, si el Eurostoxx 50 de 31 de marzo de 2008 fue de 3.500 puntos, el emisor del bono pagará a un inversor que invirtió 20.000 euros en 2008:

- a) En abril de 2009: 10.600 euros (53%), y además,
- b) En abril de 2010: la cantidad indicada en el gráfico, que es, como mínimo 10.000 euros, el 50% de lo invertido.

---

<sup>5</sup> La revalorización media se calcula del siguiente modo: 1. Cálculo de la media del Eurostoxx 50 del último día de ocho meses: junio, septiembre y diciembre de 2008, marzo, junio, septiembre y diciembre de 2009, y marzo de 2010. 2. Se divide esa media entre el Eurostoxx 50 de 31 de marzo de 2008 y se resta 1.

La siguiente tabla muestra lo que pagará el emisor al inversor:



si la media del Eurostoxx 50 resultare 4.200 (subiera un 20%): 11.000 euros  
 si la media del Eurostoxx 50 resultare inferior a 3.500: 10.000 euros.

En resumen, el emisor promete pagar al inversor: a) en abril de 2009, 10.600 euros; en abril de 2010, 10.000 euros más un porcentaje de la subida si el Eurostoxx medio termina por encima del Eurostoxx de 31 de marzo de 2008.

En el contrato que firma el cliente, el empleado vendedor y el intermediario que acompaña a la orden de compra del Bono 50-50, aparece el emisor como entidad emisora, como entidad garante, como agente de cálculo, como asegurador de liquidez, como pagador de cupón y amortización, y como riesgo de crédito.

## 2.4. Bono Climber

En el Bono Climber, emitido en enero de 2008, el emisor prometía pagar en febrero de 2012 el 100% de lo invertido más la media de algunas de las ocho rentabilidades del Eurostoxx 50 calculadas al final de cada semestre<sup>6</sup>, sujeto, evidentemente, al riesgo de crédito advertido al comprador en el contrato. Para el cálculo de la media anterior solo se tendrán en cuenta las rentabilidades si el nivel del Eurostoxx, en el momento del cálculo, es superior a los niveles que tuvo el Eurostoxx en los momentos de cálculo anteriores.

El bono se denomina “Climber” (escalador) porque es más rentable cuanto más ascienda el índice Eurostoxx 50. A salvo el riesgo de crédito, el peor escenario (en el que el emisor promete al inversor solamente el 100% de lo invertido) es aquel en el que el Eurostoxx 50 desciende en cada uno de los ocho semestres.

<sup>6</sup> Rentabilidad del Eurostoxx 50 = Índice en el momento del cálculo/Índice del 31 de enero de 2008 —1.

La siguiente tabla muestra tres posibles trayectorias del Eurostoxx 50:

		31-ene-08	31-Jul-08	31-ene-09	31-Jul-09	31-ene-10	31-Jul-10	31-ene-11	31-Jul-11	31-ene-12	Rentabilidad inversor
Escenario 1	Nivel del Eurostoxx	4.400	4.500	4.700	4.800	4.900	5.000	5.600	5.800	6.000	
	Rentabilidad		2,27%	6,82%	9,09%	11,36%	13,64%	27,27%	31,82%	36,36%	17,33%
Escenario 2	Nivel del Eurostoxx	4.400	4.500	4.750	4.800	5.000	4.600	4.400	4.200	4.000	
	Rentabilidad		2,27%	7,95%	9,09%	13,64%					8,24%
Escenario 3	Nivel del Eurostoxx	4.400	4.350	4.300	4.250	4.100	4.000	4.000	4.120	4.200	
	Rentabilidad										0,00%

En el escenario 1 (el índice aumenta en cada semestre), se tienen en cuenta todas las rentabilidades y el emisor promete pagar al inversor el 100% de la cantidad invertida más un 17,33%.

En el escenario 2 (el índice aumenta cuatro semestres y luego cae), se tienen en cuenta cuatro rentabilidades y el emisor promete pagar al inversor el 100% de la cantidad invertida más un 8,24%.

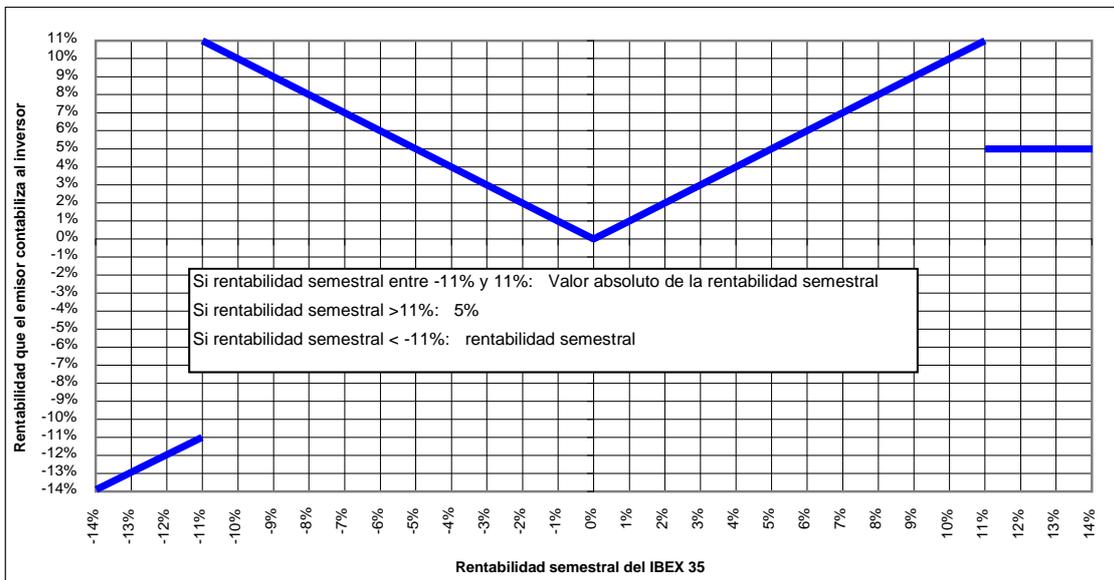
En el escenario 3 (el índice disminuye cada semestre), no se tiene en cuenta ninguna rentabilidad y el emisor promete pagar al inversor el 100% de la cantidad invertida.

En el contrato que firma el cliente para comprar el Bono Climber, aparece el emisor como entidad emisora, como entidad garante, como agente de cálculo, como asegurador de liquidez, como pagador de cupón y amortización, y como riesgo de crédito.

## 2.5. Bono IBEX Suma Absoluta

En el Bono IBEX Suma Absoluta, emitido en marzo de 2008, el emisor prometía pagar en abril de 2012 el 100% de lo invertido más (en el caso de que resultara positiva) la suma de ocho rentabilidades semestrales, que se calculan de acuerdo al gráfico que aparece a continuación.

La siguiente tabla muestra lo que pagará el emisor al inversor:



El valor absoluto de un número es el mismo número positivo. Así, el valor absoluto de 7 es 7, y el valor absoluto de -8 es 8.

La rentabilidad semestral del IBEX 35 = índice al final del semestre/índice al final del semestre anterior - 1

Si la rentabilidad semestral del IBEX 35 = 8%; la rentabilidad para el cliente es del 8%.

Si la rentabilidad semestral del IBEX 35 = -10%; la rentabilidad para el cliente es del 10%.

Si la rentabilidad semestral del IBEX 35 = -13%; la rentabilidad para el cliente es del -13%.

Si la rentabilidad semestral del IBEX 35 = 13%; la rentabilidad para el cliente es del 5%.

El bono se denomina “suma absoluta” porque en los escenarios más previsibles (cuando la rentabilidad semestral oscile entre -11% y +11%), la rentabilidad que cuenta para el cliente es el valor absoluto de la rentabilidad.

En el contrato que firman el cliente, el empleado vendedor y el intermediario para comprar Bonos IBEX Suma Absoluta, aparece el emisor como entidad emisora, como entidad garante, como agente de cálculo, como asegurador de liquidez, como pagador de cupón y amortización, y como riesgo de crédito.

## 2.6. Bono escalera

En el bono escalera, emitido en octubre de 2007, el emisor prometía a rescatar anticipadamente el bono en las fechas indicadas en la siguiente tabla (por el importe señalado) si el Eurostoxx 50 fuera superior a la barrera señalada como porcentaje del Eurostoxx 50 del día 31 de octubre de 2007 (E):

	Emisión								
Fecha	31-oct-07	17-nov-08	15-dic-08	15-ene-09	16-feb-09	15-mar-09	15-abr-09	15-may-09	15-jun-09
<b>Barrera</b> (Eurostoxx 50)	<b>E</b>	100% E	96% E	92% E	88% E	84% E	80% E	76% E	70% E
Cupón		8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%
Amortizaciones anticipadas posibles para el inversor que invirtió 50.000 € el 31-oct-07		54.000	54.250	54.500	54.750	55.000	55.250	55.500	55.750

La inversión mínima en este instrumento era de 50.000 euros.

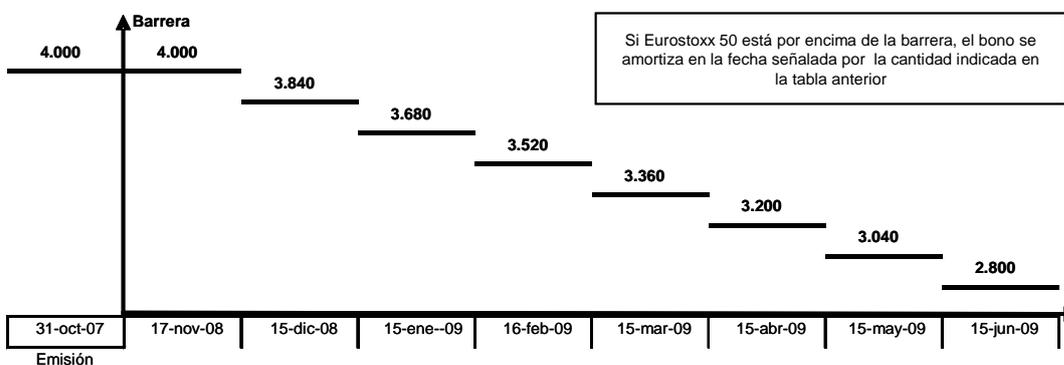
Ejemplo: un inversor invirtió 50.000 el 31 de octubre de 2007, cuando el Eurostoxx 50 estaba en 4.000. La barrera para este bono será:

	Emisión								
Fecha	31-oct-07	17-nov-08	15-dic-08	15-ene-09	16-feb-09	15-mar-09	15-abr-09	15-may-09	15-jun-09
<b>Barrera</b> (Eurostoxx)	<b>4.000</b>	100%	96%	92%	88%	84%	80%	76%	70%
		<b>4.000</b>	<b>3.840</b>	<b>3.680</b>	<b>3.520</b>	<b>3.360</b>	<b>3.200</b>	<b>3.040</b>	<b>2.800</b>

Si el 17 de noviembre de 2008 el Eurostoxx es de 4.327 (mayor que la barrera de 4.000), el bono se amortiza anticipadamente y el inversor recibe 54.000 euros.

Si el 17 de noviembre de 2008 el Eurostoxx es <4.000, el 15 de diciembre de 2008 es <3.840 y el 15 de enero de 2009 es 3.735 (>3.680), el bono se amortiza anticipadamente y el inversor recibe 54.500 euros.

Si el Eurostoxx fuera inferior a las barreras señaladas en todas las fechas, el 15 de junio de 2009 el inversor recibirá: 50.000 euros • (Eurostoxx del 15 de junio de 2009/4.000).



La siguiente tabla muestra cuatro escenarios posibles: cuatro trayectorias del Eurostoxx y los flujos que el emisor promete al inversor:

			17-nov-08	15-dic-08	15-ene-09	16-feb-09	15-mar-09	15-abr-09	15-may-09	15-jun-09
Escenario 1	Eurostoxx	4.000	4.250							
	Flujos	-50.000	54.000							
Escenario 2	Eurostoxx	4.000	3.880	3.820	3.550	3.512	3.266	3.240		
	Flujos	-50.000						55.250		
Escenario 3	Eurostoxx	4.000	3.880	3.820	3.550	3.512	3.266	3.150	2.620	2.400
	Flujos	-50.000								30.000
Escenario 4	Eurostoxx	4.000	3.880	3.820	3.550	3.512	3.266	3.150	3.020	2.950
	Flujos	-50.000								55.750

En el contrato que firma el cliente, el empleado vendedor y el intermediario que acompaña a la orden de compra del Bono Escalera, aparece el emisor como entidad emisora, como entidad garante, como agente de cálculo, como asegurador de liquidez, como pagador de cupón y amortización, y como riesgo de crédito.

A continuación se presentan cuatro bonos autocancelables:

	Producto	Acciones subyacentes	Emisión	Vencimiento
7	Bono autocancelable 1	SAN, BBVA y RBS	28-feb-08	5-mar-13
8	Bono autocancelable 2	SAN, BBVA y RBS	29-feb-08	6-mar-13
9	Bono autocancelable 3	SAN, BNP y POP	21-mar-07	30-abr-10
10	Bono autocancelable 4	IBE, REP y TEF	30-may-08	30-may-13

SAN: Banco Santander. RBS: Royal Bank of Scotland. IBE: Iberdrola. POP: Banco Popular. TEF: Telefónica. REP: Repsol

## 2.7. Bono autocancelable 1

Producto	Acciones subyacentes	Emisión	Vencimiento
<b>Bono autocancelable 1</b>	<b>SAN, BBVA y RBS</b>	<b>28-feb-08</b>	<b>5-mar-13</b>

Fechas\* de posible amortización: 2-mar-09; 1-mar-10; 28-feb-11; 28-feb-12; 26-feb-2013.

Por una inversión de 1.000 euros, el emisor promete al inversor:

- a) Si los precios de las acciones de las tres empresas en las fechas\* son superiores a sus precios en fecha de emisión, se amortizará anticipadamente y el inversor obtendrá:

	02-mar-09	01-mar-10	28-feb-11	28-feb-12	26-feb-13
Euros	1.365	1.730	2.095	2.460	2.825

- b) Si no sucede lo anterior en ninguna de las cinco fechas\*, el inversor recibirá en la fecha de vencimiento (5 de marzo de 2013) una cantidad que dependerá del precio de las tres acciones el 26 de febrero de 2013:

a. Si ninguna de las tres ha caído más del 50%: 1.000 euros.

b. Si alguna de las tres ha caído más del 50%: 1.000 euros • (1+rentabilidad desde el inicio de la peor acción)<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Como la rentabilidad de la acción habrá sido negativa, en este caso el inversor perderá dinero.

No parece muy difícil de entender este instrumento:

- Si los precios de las acciones suben, el inversor obtiene una buena rentabilidad: 36,5% si esto sucede en 2009; 73% si sucede en 2010; 109,5% si sucede en 2011; 146% si sucede en 2012; o 182,5% si sucede en 2013<sup>8</sup>.
- En caso de que los precios de las acciones descieran, el inversor obtendrá el 100% siempre que ninguna de las tres acciones haya descendido más de un 50% en 2013.
- Solo en el caso de que alguna de las acciones haya descendido más de un 50% en 2013 el inversor perderá dinero, en concreto, lo que haya bajado la acción de peor comportamiento<sup>9</sup>.

Este es un instrumento que resulta interesante para inversores que prevén un aumento de los precios en la bolsa<sup>10</sup>.

Según un catedrático que afirmaba que este era un bono complicado de entender, este es un “bono [...] que incorpora la compra implícita de una estructura de derivados implícitos con opción cancelable digital bermuda con cinco fechas de observación de cancelación para el emisor de tipo barrera up and out sobre la evolución de las acciones de tres subyacentes de renta variable (Santander, BBVA, RBS) y una venta de una put de una opción con barrera up and out sobre una cesta de tres activos de tipo “worst of” ...”<sup>11</sup>.

## 2.8. Bono autocancelable 2

Producto	Acciones subyacentes	Emisión	Vencimiento
<b>Bono autocancelable 2</b>	<b>SAN, BBVA y RBS</b>	<b>29-feb-08</b>	<b>6-mar-13</b>

Fechas\* de posible amortización: 2-mar-09; 1-mar-10; 1-mar-11; 1-mar-12; 1-mar-13.

Por una inversión de 1.000 euros, el emisor promete al inversor:

- a) Si los precios de las acciones de las tres empresas en las fechas\* son superiores a sus precios en la fecha de emisión se amortizará anticipadamente y el inversor obtendrá 1.160 euros.
- b) Si no sucede lo anterior, pero tampoco ha descendido más de un 50% ninguna de las acciones el inversor recibe un cupón de 160 euros (16%) y continúa con el bono.
- c) Si alguna de las acciones ha descendido más de un 50%, el inversor no recibe nada en las fechas\* y sigue con el bono.

---

<sup>8</sup> Por eso se denominaba también “Bono Autocancelable RBS, SAN y BBVA (cupón 36,5%)”.

<sup>9</sup> Un intermediario envió en un e-mail a un cliente “No se trata de una inversión con capital garantizado”.

<sup>10</sup> A finales de febrero de 2008, las acciones de Banco Santander, BBVA y Royal Bank of Scotland ya habían descendido un 20%, un 31% y 44%, respectivamente, desde sus máximos en 2007.

<sup>11</sup> Esto se parece a definir un Seat Toledo como un “vehículo autopropulsado provisto de una bobina de encendido (autotransformador de alto voltaje al que está conectado un conmutador que interrumpe la corriente del primario para que se induzca un impulso eléctrico de alto voltaje en el secundario), cuatro cilindros, colector de admisión, válvulas y árbol de levas, tapa del distribuidor, suspensión delantera de tipo MacPherson, con relación de compresión diez a uno, que utiliza un combustible con energía de 38,65 megajulios por litro (en lugar de decir gasoil)...”. Y más adelante afirmar que un licenciado en derecho no puede comprar uno porque no sabe qué es la suspensión MacPherson o porque no sabe qué precio tiene en el mercado un árbol de levas.

- d) Si no hay amortización anticipada en alguna de las cinco fechas\*, el inversor recibirá en la fecha de vencimiento (6 de marzo de 2013) una cantidad que dependerá del precio de las tres acciones el 1 de marzo de 2013:
- Si ninguna de las acciones ha descendido más de un 50%, el inversor recibe un cupón de 1.160 euros (lo invertido más el 16%).
  - Si alguna de las acciones ha descendido más de un 50%, el inversor recibe: 1.000 euros • (1+rentabilidad desde el inicio de la peor acción).

No parece muy difícil de entender este instrumento:

- Si los precios de las acciones suben, el inversor obtiene una buena rentabilidad: 16% y se amortiza el bono<sup>12</sup>.
- En el caso de que no haya descendido el precio de ninguna de las tres acciones más de un 50% en las fechas\*, el inversor obtendrá un cupón del 16% y seguirá con su bono. Si alguna acción hubiera descendido más del 50%, el inversor no obtendría nada, pero continuaría con su bono.
- Solo en el caso de que no haya habido amortización anticipada y alguna de las acciones haya descendido más de un 50% en 2013 (vencimiento del bono), el inversor perderá dinero, en concreto lo que haya bajado la acción de peor comportamiento.

Este es un instrumento que, como el anterior, resulta interesante para inversores que prevén un aumento de los precios en la bolsa<sup>13</sup>.

Un catedrático que afirmaba que este era un bono complicado de entender porque es un “bono [...] que incorpora una estructura de derivados implícitos con opciones exóticas cancelables digitales simples de tipo bermuda con barreras sobre una cesta de tres activos, con una venta de una opción put con barreras up and out (protección) sobre una cesta de tres activos de tipo “worst of”...”.

## 2.9. Bono autocancelable 3

Producto	Acciones subyacentes	Emisión	Vencimiento
<b>Bono autocancelable 3</b>	<b>SAN, BNP y POP</b>	<b>21-mar-07</b>	<b>30-abr-10</b>

Fechas\* de observación: 21-sep-07; 21-mar-08; 21-sep-08; 21-mar-09; 21-sep-09; 21-mar-10.

Por una inversión de 1.000 euros, el emisor promete al inversor:

- a) Si los precios de las acciones de las tres empresas en las fechas\* son superiores a sus precios en la fecha de emisión, se amortizará anticipadamente y el inversor obtendrá en cada caso:

	21-sep-07	21-mar-08	21-sep-08	21-mar-09	21-sep-09	21-mar-10
Euros	1.100	1.200	1.300	1.400	1.500	1.600

- b) Si no sucede lo anterior, el bono continúa hasta el siguiente periodo.

<sup>12</sup> Por eso se denominaba también “Bono Autocancelable RBS, SAN y BBVA (cupón 16%)”.

<sup>13</sup> A finales de febrero de 2008, las acciones de Banco Santander, BBVA y Royal Bank of Scotland ya habían descendido un 20%, un 31% y 44%, respectivamente, desde sus máximos en 2007.

c) Llegada la fecha de amortización (si no ha habido amortización anticipada), el inversor obtendrá:

- 1.000 euros si ninguna acción ha bajado más del 40% en todo el periodo.
- Si alguna acción ha bajado más del 40% dentro del periodo, el inversor recibe 1.000 euros • (1+rentabilidad desde el inicio de la peor acción).

Tampoco parece muy difícil de entender este instrumento:

- Si los precios de las acciones suben, el inversor obtiene una buena rentabilidad: 10% semestral (20% anual) y se amortiza el bono<sup>14</sup>.
- En el caso de que ninguno de los precios de las tres acciones haya descendido más de un 40% en los tres años, el inversor obtiene lo que invirtió.
- Solo en el caso de que no haya habido amortización anticipada y alguna de las acciones haya descendido más de un 40% en los tres años del periodo, el inversor perderá dinero, en concreto lo que haya bajado la acción de peor comportamiento.

Este es un instrumento que, como el anterior, resulta interesante para inversores que prevén un aumento de los precios en la bolsa<sup>15</sup>.

## 2.10. Bono autocancelable 4

Producto	Acciones subyacentes	Emisión	Vencimiento
<b>Bono autocancelable 4</b>	<b>IBE, REP y TEF</b>	<b>30-may-08</b>	<b>30-may-13</b>

Fechas\* de posible amortización: 24-may-10; 23-may-11; 23-may-12; 23-may-13.

Por una inversión de 1.000 euros, el emisor promete al inversor:

- 200 euros el 30 de junio de 2008, suceda lo que suceda.

Y además:

- a) Si los precios de las acciones de las tres empresas en las fechas\* son superiores a sus precios en fecha de emisión, se amortizará anticipadamente y el inversor obtendrá en cada caso:

	24-may-10	23-may-11	23-may-12	23-may-13
Euros	1.200	1.400	1.600	1.800

- b) Si no sucede lo anterior, el bono continúa hasta el siguiente periodo.

<sup>14</sup> Por eso se denominaba también “Bono Autocancelable SAN, BNP y Popular (cupón 20%)”.

<sup>15</sup> Eso debía pensar un inversor que escribió en mayo de 2008: “Este bono parece un bono de guerra, quiero decir que si no hay una guerra gorda o algo parecido, lo lógico es sacarle ese 17% anual después de esperar lo que haga falta”. Entonces, las cotizaciones de Iberdrola, Repsol y Telefónica ya habían descendido un 20%, un 19% y un 21%, respectivamente, desde su máximo histórico.

- c) Llegada la fecha de amortización (si no ha habido amortización anticipada), el inversor obtendrá:
- 1.000 euros si ninguna acción ha bajado más del 40% entre la emisión y la amortización.
  - Si alguna acción ha bajado más del 40% entre la emisión y la amortización, el inversor recibe 1.000 euros • (1+rentabilidad desde el inicio de la peor acción).

Tampoco parece muy difícil de entender este instrumento:

- El inversor recibe un 20% un mes después de su inversión<sup>16</sup>.
- Si los precios de las acciones suben, el inversor obtiene una buena rentabilidad: alrededor de un 20% anual y se amortiza el bono.
- En el caso de que ninguno de los precios de las tres acciones haya descendido más de un 40% entre la emisión y la amortización, el inversor obtiene lo que invirtió.
- Solo en el caso de que no haya habido amortización anticipada y alguna de las acciones haya descendido más de un 40% entre la emisión y la amortización, el inversor perderá dinero, en concreto, lo que haya bajado la acción de peor comportamiento.

Este es un instrumento que, como los anteriores, resulta interesante para inversores que prevén un aumento de los precios en la bolsa.

## 2.11. Bonos 7,25%

Por cada bono (de 1.000 euros de valor nominal), el emisor se comprometía a pagar al inversor 72,5 euros cada 25 de octubre de los primeros cinco años (hasta 2010). A partir de 2011, el interés que cobraría el inversor era una cantidad variable:

Fecha	25-oct-06	25-oct-07	25-oct-08	25-oct-09	25-oct-10	25-oct-11 hasta 25-oct-34	25-oct-35
Cobro (euros)	72,5	72,5	72,5	72,5	72,5	1000 R	1000 (1 + R)

R (el tipo de interés que cobrará el inversor a partir del sexto año (2011) será el resultado de multiplicar la diferencia entre el tipo de interés a diez años y el tipo de interés a dos años por 4 (con un máximo del 9% y un mínimo del 1%).<sup>17</sup>

El 25 de octubre de 2010 podían ser rescatados por el emisor, lo que significa que el emisor daría al inversor 1.072,5 euros y se amortizaba el bono.

En la orden de compra que firmaron los inversores puede leerse: “Los cinco primeros años el cupón será del 7,25% todos los 25 de octubre. A partir del 25 de octubre de 2010, el emisor podrá deshacer la emisión o deberá abonar anualmente cuatro veces la diferencia de restar al tipo a diez años el tipo a dos, con un mínimo del 1% y un máximo del 9%”

<sup>16</sup> Por eso se denominaba también “Autocancelable REP TEF IBE supercuponazo 20%”.

<sup>17</sup> Los tipos de interés a diez años y a dos años que se restarán son los tipos Swap del euro que aparecen en la pantalla Reuters en la página ISDAFIX2. El Informe Durán-Gallardo afirma que este cálculo (multiplicar por 4 la diferencia de tipos de interés, siendo como mínimo un 1% y como máximo un 9%) es un “cálculo bastante sofisticado” (Pág. 13, primer párrafo).

Este instrumento es muy sencillo de entender, pero un catedrático de contabilidad y finanzas se refería a él con expresiones como: “complejidad del producto”, “un producto estructurado muy complejo [...] cuya operativa es compleja y conlleva mucho riesgo”, “instrumentos complejos”, “productos complejos y sofisticados” y “productos complejos y arriesgados”.

En los contratos de los distintos bonos se puede leer:

“Los inversores asumen el riesgo de crédito completo de la entidad emisora”.

“Capital 100% protegido a corto plazo por el emisor de los bonos”.

“Los bonos suponen una obligación contractual del emisor [...] por lo que el inversor confía en la solvencia de este”.

“Estos productos de inversión no son depósitos bancarios. No conllevan garantía ni obligación alguna por parte de la entidad vendedora [...]. La inversión en estos productos conlleva riesgo de pérdida del capital”.

## 2.12. Bonos Digital Tarn 12%

Son bastante fáciles de entender. Por una inversión de 100.000 €, el 6 de junio de 2007, el emisor promete al inversor:

- a) 6% el primer año: 6.000 euros en cuatro pagos trimestrales de 1.500 euros cada uno<sup>18</sup>.
- b) En los siguientes trimestres: un tipo variable que es del 6% anual (1,5% trimestral) por el porcentaje de días que el euríbor a tres meses esté entre 2,3% y 4,7%.
- c) Cancelación del bono: el inversor recibirá los 100.000 euros que invirtió en el trimestre en el que la suma de los intereses percibidos durante la vida del bono llegue al 12% (en este caso, 12.000 euros)<sup>19</sup>.

Cláusula TARN: el bono se cancelará automáticamente cuando el sumatorio de los cupones recibidos por el inversor sea mayor o igual a 12%. En caso de que estos cupones acumulados sean superiores a 12%, el inversor recibirá, como máximo, la diferencia hasta el 12%. En caso de no haber acumulado el 12% el 11 de mayo del 2016, el último cupón será la diferencia entre el 12% y el sumatorio de los cupones acumulados.

El folleto de emisión también especifica los riesgos principales del bono. Entre otros riesgos, se refiere al “riesgo de liquidez” afirmando que “no se refiere que se vaya a publicar un precio diario de cotización, ni que se vaya a proporcionar liquidez respecto del Mercado”. “El producto está diseñado para conservarse hasta la fecha de vencimiento.” producto no líquido”. También se refiere al “riesgo contrapartida” y advierte que “El inversor tiene riesgo de contrapartida al emisor (Aa3 (Moody’s)/A (Fitch)), por lo que la insolvencia de este emisor conllevaría pérdidas parciales o totales de la inversión”.

---

<sup>18</sup> Los días 6 de septiembre de 2007, 6 de diciembre de 2007, 6 de marzo de 2008 y 6 de junio de 2007.

<sup>19</sup> En el improbable supuesto de que no llegase a haber cobrado los 12.000 euros el 11 de mayo de 2016, ese día (el 11 de mayo de 2016) recibirá los 100.000 euros que invirtió más la cantidad de intereses que le falte para llegar a 12.000 euros.

### 2.13. Variable Coupon Notes due 2009 linked to an inflation index and an equity index in Spain

Es un bono a tres años. Por una inversión de 100.000 euros el 9 de octubre de 2006, el emisor promete al inversor:

- a) el 9 de octubre de 2007, 2008 y 2009, tres cupones iguales a:

$$€100.000 \times 50\% \times \text{MAX} \left( 0; \frac{IPC_t}{IPC_{t-1}} - 1 \right) , \text{ siendo IPC el Índice de Precios al consumo y } t = \text{ julio 2007 (1er cupón), julio de 2008 (2º cupón) y julio de 2009 (3er cupón).}$$

- b) el 9 de octubre de 2009, un cupón adicional igual a:

$$€100.000 \times 50\% \times 75\% \times \text{MAX} \left( 0; \frac{IBEX_{AV}}{IBEX_o} - 1 \right) ,$$

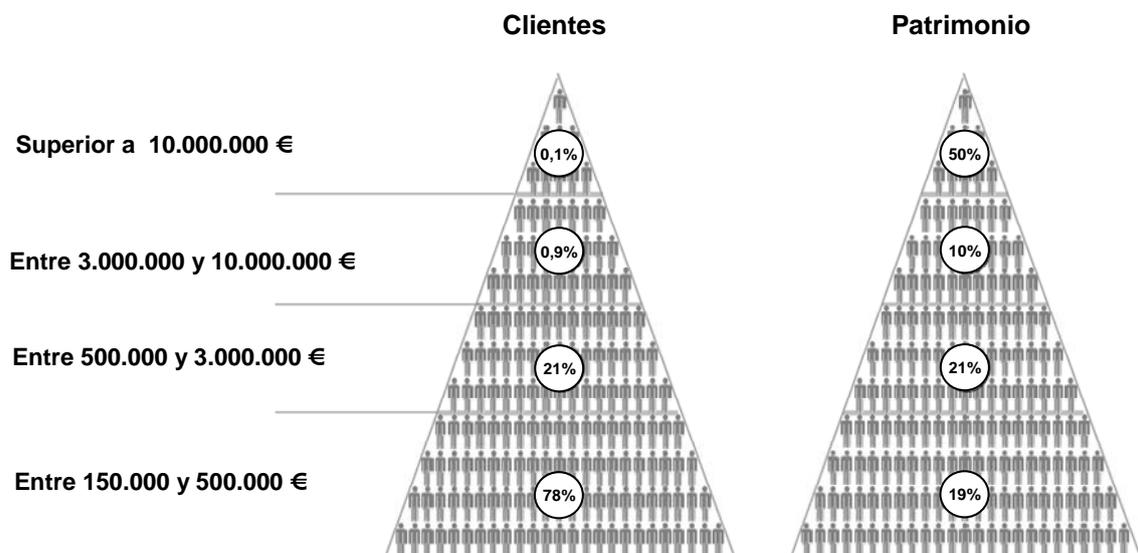
siendo  $IBEX_{AV} = \frac{1}{36} \times \sum_{t=1}^{36} Obs_t$

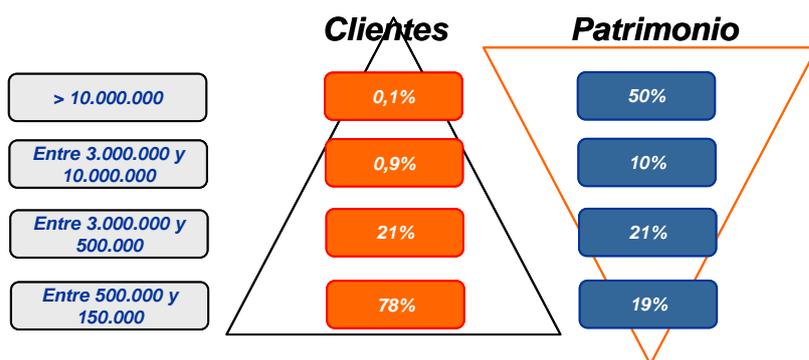
$Obs_t$  = Nivel de cierre del IBEX 35 en cada una de las 36 fechas de observación

$IBEX_o$  = el mayor de los niveles oficiales de cierre del IBEX 35 durante el periodo de Lookback (tres semanas).

- c) el 9 de octubre de 2009, la devolución de los 100.000 euros invertidos.

Las siguientes figuras muestran que solo el 0,1% de los clientes de banca privada supera los 10 millones de euros de inversión (y que esos pocos clientes tienen el 50% del dinero gestionado por la banca privada).





Distribución de grandes patrimonios.

Fuente: <http://www.iberfinanzas.com/index.php/Articulos-informes/La-Banca-Privada-en-Espana.html>

Una revista generalista como *Actualidad Económica* citó en su sección “Las mejores ideas” de su número de 23, de febrero de 2007, (página 54), las “notas estructuradas de Citibank, accesibles al pequeño inversor”. Allí hablaba de “Democratizar los productos de inversión”.

### 3. Participaciones preferentes

#### 3.1. Participaciones preferentes 5,125%

Por cada participación preferente (de 1.000 euros de valor nominal), el emisor se comprometía a pagar al inversor 51,25 euros cada 21 de septiembre:

Fecha	21-09-06	21-09-07	21-09-08	21-09-09	21-09-10	21-09-11	21-09-12	21-09-13	...
<b>Cobro (euros)</b>	<b>51,25</b>	<b>...</b>							

El 21 de septiembre de 2009 podían ser rescatadas por el emisor, lo que significa que el emisor daría al inversor 1.051,25 euros y se amortizaba la participación preferente.

### 3.2. Participaciones preferentes 5,75%

Por cada participación preferente (de 1.000 euros de valor nominal), el emisor se comprometía a pagar al inversor 57,5 euros cada 25 de abril:

Fecha	25-04-08	25-04-09	25-04-10	25-04-11	25-04-12	25-04-13	25-04-14	25-04-15	...
Cobro (euros)	57,5	57,5	57,5	57,5	57,5	57,5	57,5	57,5	...

El 25 de abril de 2012 podían ser rescatadas por el emisor, lo que significa que el emisor daría al inversor 1.057,5 euros y se amortizaba la participación preferente.

El **Anexo 6** muestra que en España existen más de 30.000 millones de euros en participaciones preferentes emitidas por Banco Sabadell, Banesto, BBVA, Bankinter, Endesa, Banco Popular, Repsol, Telefónica, Unión Fenosa, Sol Meliá, Sos Cuétara y varias cajas de ahorros. Además de estas emisiones, hay inversores particulares que tienen participaciones preferentes de emisores extranjeros.

## 4. Los bonos estructurados tienen muchos precedentes en España y se han vendido habitualmente a clientes minoristas

Los bonos estructurados están compuestos por un bono y una o más opciones. Estos instrumentos financieros reciben y han recibido muchos y diversos nombres en España (el Anexo 1 contiene referencias a algunos): bonos bolsa (BBV, Argentaria, Caixa Cataluña); bonos directos (Telefónica); bonos de cobertura (Telefónica); bonos estructurados (Banif, Barclays); bonos protegidos en bolsa (JP Morgan, Nordic Investment Bank, Endesa, Citibank); bonos participativos (Disney); Estructurados Banca Europea (Banif); contrato financiero BBVA, etcétera.

Los bonos convertibles en acciones son también instrumentos compuestos por un bono del emisor y una o más opciones sobre acciones del emisor. El **Anexo 2** muestra que, en el periodo 1984-1996, las empresas españolas emitieron 12.987 millones de euros en 290 emisiones de convertibles. Estos instrumentos financieros iban dirigidos a inversores minoristas y conservadores en la mayoría de los casos. En este punto, debe destacarse que las familias españolas juegan un importante papel en la inversión de nuestro país y no solo invierten en depósitos bancarios. Así, el **Anexo 3** muestra que, según la Bolsa de Madrid, las familias españolas poseían, en 2008, el 20,2% de las acciones de empresas cotizadas de manera directa. Y de manera indirecta poseían una gran parte del 6,4% de las acciones de empresas cotizadas que estaba en poder de la inversión colectiva.

El **Anexo 4** muestra que, en diciembre de 2007, el número de partícipes de los diferentes fondos era, respectivamente: en el caso de los fondos de inversión españoles, 8,2 millones; los fondos de inversión con algo o todo el patrimonio invertido en renta variable, 4,4 millones; fondos de pensiones españoles, 8,5 millones de partícipes; y los fondos de pensiones con algo o todo el patrimonio invertido en renta variable, 6,1 millones.

La siguiente tabla muestra los nombres y las rentabilidades para sus partícipes de varios fondos de inversión comercializados en España. Nótese que nueve fondos de inversión que incluyen el término “garantizado” en su nombre han tenido pérdidas significativas en los periodos del último año y de los tres últimos tres años, respectivamente.

Algunos fondos de inversión y su rentabilidad. Fuente: INVERCO (mayo de 2009)

Nombre del fondo	RENTABILIDAD	
	1 año	3 años
KUTXAESTRUCTURADO 2	-57,0	-32,2
BARCLAYS BOL.DIVIDENDO	-59,9	-29,2
MADRID SEC.FRO.GLOBAL	-47,8	-26,2
IBERCAJA FINANCIERO	-43,5	-24,6
BBVA FINANZAS	-42,4	-24,5
BBK CAPITAL PARTNERS	-40,3	-23,5
C.L. BOLSA JAPONFIMF	-47,0	-22,7
FONCAIXA 73 B.S.FRO.	-44,5	-22,4
EUROVALOR S. INMOBILI.	-39,1	-20,8
RENTA 4 JAPON	-37,3	-20,8
BARCLAYS BOLSA EUROPA	-43,3	-18,7
FONDUERO SECTORIAL	-42,7	-16,4

Nombre del fondo	RENTABILIDAD	
	1 año	3 años
BARCLAYS GARANTIZADO12	-10,4	-0,5
F.GARANTIZADO CONFIANZA IV C.M.	-10,3	-1,6
AC IBEX GARANTIZADO	-10,2	-0,1
CAI 100 GARANTIZADO	-9,3	1,4
BK CHINA FUND GARANTIZADO	-12,4	8,7
CAM FUTURO GARANTIZADO.	-12,1	-2,6
FONDO CONFIANZA GARANTIZADO.	-10,8	-2,1
C.SEGOVIA BOL.GARANTIZADO.2	-18,3	-1,5
A C EURO-IBEX GARANTIZADO	-21,6	-5,0
BK INDICE GANADOR 6	-26,4	-3,1
BBK REAL ESTATE MUNDIAL	-37,4	-20,5
KUTXA VALOR JAPON	-29,0	-18,5

Los datos anteriores muestran que muchos inversores minoristas (familias y ciudadanos de a pie) invierten sus ahorros en acciones de empresas que cotizan en bolsa, en fondos de inversión y de pensiones que tienen renta variable... en los que se pone en riesgo el capital invertido a cambio de una mayor rentabilidad esperada. Productos, en definitiva, con mayor riesgo que los bonos estructurados vistos.

La siguiente tabla muestra veintitrés emisiones de bonos estructurados que ya habían sido recuperadas por los inversores en 2009.

#### Bonos estructurados ya vencidos o amortizados anticipadamente

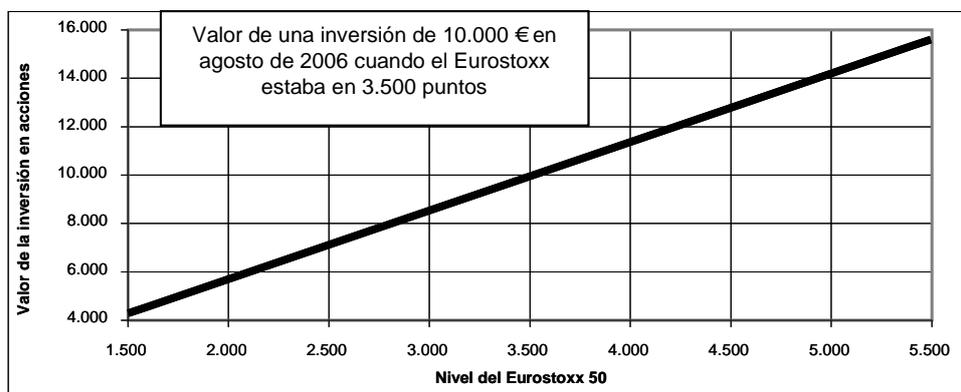
Nombre	Rentabilidad final	Protección del capital
Bono Cesta Mundial	<b>2,00%</b>	100% protegido
Bono Cesta Mundial I	<b>4,00%</b>	100% protegido
Bono Cesta Mundial II	<b>0,00%</b>	100% protegido
Bono Creciente	<b>11,00%</b>	parcial
Bono Creciente II	<b>10,00%</b>	parcial
Bono Cupón Memoria	<b>14,00%</b>	100% protegido
Bono Digital 6	<b>0,00%</b>	100% protegido
Bono Euríbor 13M	<b>7,00%</b>	100% protegido
Bono Europa	<b>4,25%</b>	100% protegido
Bono Europa II	<b>4,50%</b>	parcial
Bono IBEX 35	<b>21,76%</b>	100% protegido
Bono Mercado Global	<b>0,00%</b>	100% protegido

Nombre	Rentabilidad final	Protección del capital
Bono Cupón Variable Snowball	<b>6,09%</b>	100% protegido
Bono Cupón Variable Snowball II	<b>5,68%</b>	100% protegido
Bono Cupón Fijo + Creciente II	<b>10,00%</b>	parcial
Bono Cupón Fijo + Creciente III	<b>11,00%</b>	100% protegido
Bono Autocancelable IBEX	<b>7,25%</b>	parcial
Bono Autocancelable IBEX II	<b>7,25%</b>	parcial
Bono Cupón Memoria II	<b>14,00%</b>	100% protegido
Bono Cupón Memoria III	<b>12,00%</b>	100% protegido
Bono Materias Primas	<b>10,00%</b>	parcial
Bono Materias Primas II	<b>10,00%</b>	parcial
Cupón Fijo + Creciente	<b>10,00%</b>	parcial

## 5. Los bonos estructurados del apartado 2 tienen menos riesgo que una acción

El riesgo de estos bonos estructurados (compuestos por un bono y una o más opciones) es inferior al de una acción y muy inferior al de una opción; además, es algo superior al de los bonos de las empresas que los emiten, pero muy inferior al de las acciones de las empresas que los emiten.

El siguiente gráfico muestra el valor de una inversión de 10.000 euros en las acciones que forman el Eurostoxx cuando este estaba en 3.500 puntos.



El inversor tendrá más de 10.000 euros si el Eurostoxx 50 asciende y menos de 10.000 euros si este desciende. La posible variación del valor de esta inversión es mucho mayor que las variaciones de valor de las inversiones en los bonos estructurados que analizamos en el apartado anterior. Esto quiere decir más riesgo y mayor posibilidad de variación en el valor futuro de la inversión.

Los bonos de empresas (emitidos por empresas) se clasifican<sup>20</sup>, según su riesgo, en:

- *Investment Grade*: los de menor riesgo, con calificación entre BBB y AAA<sup>21</sup>.
- *Junk Bonds* o bonos basura: con calificación inferior a BBB (BB, B, CCC, CC y C).

<sup>20</sup> El Anexo 5 contiene las distintas calificaciones que otorga S&P y sus explicaciones.

<sup>21</sup> Ver, por ejemplo, CNMV. Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación. 2008. Pág. 32: El denominado grado inversión (Investment Grade) comprende emisiones con calificación mínima BBB y calificación máxima AAA, generalmente emisiones soberanas.

## 6. Afirmaciones de algunos catedráticos sobre los bonos estructurados del apartado 2

Afirmaciones de algunos catedráticos de contabilidad y finanzas en 2009 y 2010	Afirmaciones anteriores de los mismos catedráticos de contabilidad y finanzas en libros y artículos
<p>“Los bonos estructurados no son recomendables para inversores minoristas [...]. Se les vendieron productos financieros complejos, difíciles de entender y además sin advertirles con la debida diligencia profesional de todos los riesgos en que se incurría”.</p>	<p>“Los productos estructurados son muy típicos de Europa continental. Al <b>pequeño inversor</b> le permiten acceder a determinadas exposiciones de riesgo, complicadas de obtener directamente en los subyacentes y obtener perfiles riesgo-retorno interesantes [...] se han convertido en el mecanismo de introducción de la opcionalidad en las carteras de los <b>pequeños ahorradores</b>”. 2006, 3ª ed.</p>
	<p>“Fondos de inversión. Una alternativa para invertir en mercados extranjeros recomendable para los <b>pequeños y medianos inversores</b>”. 1999</p>
<p>“Una colocación, a través de asesoramiento, de productos con elevado riesgo, queda fuera de las buenas prácticas de todo asesor financiero y en consecuencia de lo establecido por la ley”.</p>	<p>“La <b>variedad</b> de productos estructurados es <b>ilimitada</b>. “También la complejidad varía mucho”. 2006</p>
<p>“Los productos estructurados, que por naturaleza son complejos [...] no son idóneos para clientes minoristas de perfil conservador”.</p>	<p>“El ejemplo más antiguo de producto estructurado lo tenemos en los <b>bonos convertibles</b>”. 2006</p>
<p>“El mensaje 100% protegido es una información claramente engañosa, ya que en ningún momento el intermediario hace referencia al importante riesgo de crédito o insolvencia de la entidad emisora”.</p>	<p>“Los <b>bonos protegidos</b> son demandados por aquellos inversores que desean <b>garantizar un capital</b> a medio plazo”.</p>
<p>“Dado el perfil minorista de los inversores afectados, llegamos a la conclusión de que ninguno de ellos es capaz de asimilar los riesgos del producto”.</p>	<p>“La familia de productos estructurados referidos al comportamiento de un activo subyacente de naturaleza bursátil ha sido la que ha tenido una mayor difusión entre los inversores”. 2006</p>
<p>“Hay un elemento común a todos los productos estructurados que se ofrecen en el mercado: su rendimiento está vinculado a operaciones financieras en los mercados de derivados, opciones financieras en el caso que nos ocupa, las cuales son extremadamente arriesgadas y <b>muy difíciles de entender</b> por inversores minoristas”.</p>	<p>“Productos estructurados [...] perfil de resultados muy atractivo para los inversores, particularmente en una época como la actual, con malos resultados bursátiles y una creciente aversión al riesgo”. 2006  “La creciente cultura financiera del cliente”. 1997</p>
	<p>Tipología de estructurados según las garantías para el inversor: Productos de principal garantizado al 100 por 100 [...] y productos sin garantizar el principal total o parcialmente”.</p>
	<p>“Los productos de ahorro sufren en su mayor parte lo que podríamos llamar el síndrome de la bicicleta. Este medio de transporte puede ser objeto de sucesivas mejoras pero no de innovaciones significativas [...] Lo mismo ocurre en lo esencial con los productos financieros más conocidos”. 1997</p>

Una demanda	Misma demanda en otra página
<p>“Las acciones del IBEX, productos simples, no complejos”.</p>	<p>“Las preferentes, productos de elevadísimo riesgo, se sitúan [...] por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados” (pero [...] por delante de las acciones [...])”.</p>

**Sobre el bono del apartado 2.12:** “... Un producto tan complejo”; “La operativa con bonos estructurados que incorporan opciones financieras, como en el caso del bono Tarn 12%, es sumamente compleja de comprender porque conlleva un riesgo de inversión”. “El producto (bono TARN) es de muy difícil comprensión” [...]; “Es un instrumento complejo de alto riesgo en forma de un híbrido financiero con derivados implícitos, cuya operatividad, rendimiento y elevados riesgos es de difícil comprensión para un inversor particular, más aun para personas de perfil conservador como los afectados”; “Ningún inversor minorista comprende estos productos”.

**Sobre el bono del apartado 2.13:** “El bono estructurado (*Variable Coupon Notes due 2009 linked to an inflation index and an equity index in Spain*) es el típico producto adecuado para un inversor individual poco sofisticado”.

## Anexo 1

### Algunas emisiones de bonos estructurados en España

En este anexo se analizan algunos bonos estructurados similares a los presentados (instrumentos financieros compuestos por un bono y opciones) emitidos en el mercado español. Comenzamos por los llamados bonos bolsa emitidos por el BBV en diciembre de 1993.

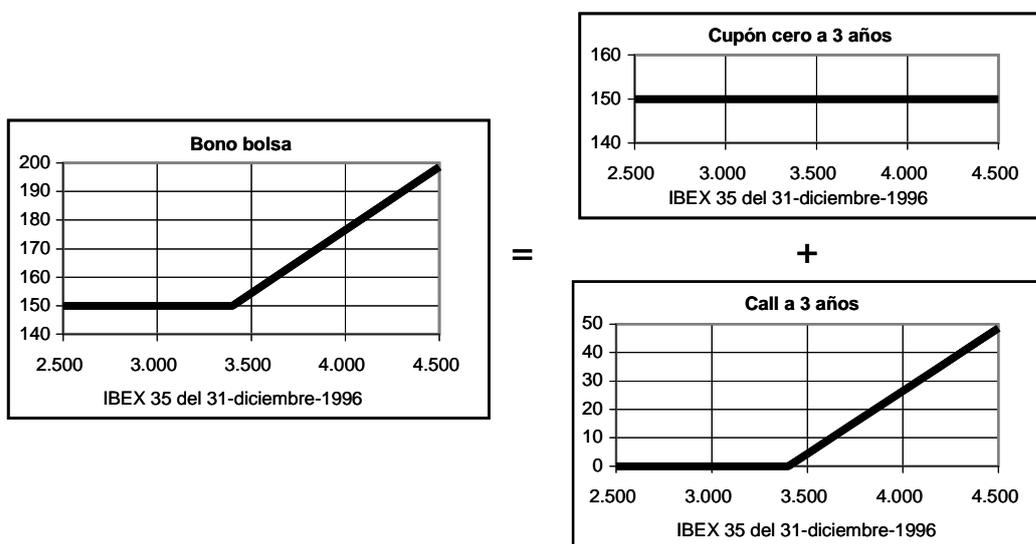
#### 1. Bonos bolsa emitidos por el BBV en 1993

BBV realizó, el 30 de diciembre de 1993, una emisión de bonos a tres años con las siguientes características: Bonos de valor nominal 150 euros (el precio de emisión), que en la fecha de amortización (30 de diciembre de 1996) darían a su titular 150 euros más el 100% de la revalorización del IBEX 35. Un ejemplo: si el valor del IBEX 35 del 30 de diciembre de 1993 fuera 3.400 puntos y en diciembre de 1996 se situara en 4.760 (lo cual significaría una subida de un 40%), el poseedor del bono recibiría 210 euros (150 + 40% de 150); pero sin embargo, si el IBEX 35 de diciembre de 1996 se situara por debajo de 3.400, el poseedor del bono recibiría 150 euros (el valor nominal del bono). Estos bonos no proporcionaban a su poseedor ningún otro cupón durante los tres años<sup>22</sup>.

A continuación procederemos al análisis y la valoración de esta emisión. La rentabilidad de los bonos del Estado a tres años era, en diciembre de 1993, aproximadamente 8%. La Figura 1 muestra que un bono se puede descomponer en un bono cupón cero que dará a su poseedor 150 euros dentro de tres años y en una *call* europea sobre el IBEX 35 a tres años.

#### Figura 1

Descomposición del bono bolsa del BBV



<sup>22</sup> El folleto de emisión de estos bonos aparece en las páginas 201-204 de Fernández e Yzaguirre (1995), IBEX-35: Análisis e investigaciones. 1995. Ediciones Internacionales Universitarias.

## Anexo 1 (Continuación)

Según la Tabla 1 que podemos ver a continuación, el valor actual del bono cupón cero es de 118,09 euros, con lo que el precio de la opción es de 31,91 euros (150 – 118,09).

**Tabla 1**

Valoración del bono bolsa del BBV

<u>VALOR DEL BONO</u>	+	<u>VALOR DE LA OPCIÓN CALL</u>	=	<u>150 euros</u>
118,09 euros (150/1,083 <sup>3</sup> )	+	31,91 euros (Diferencia)	=	150 euros

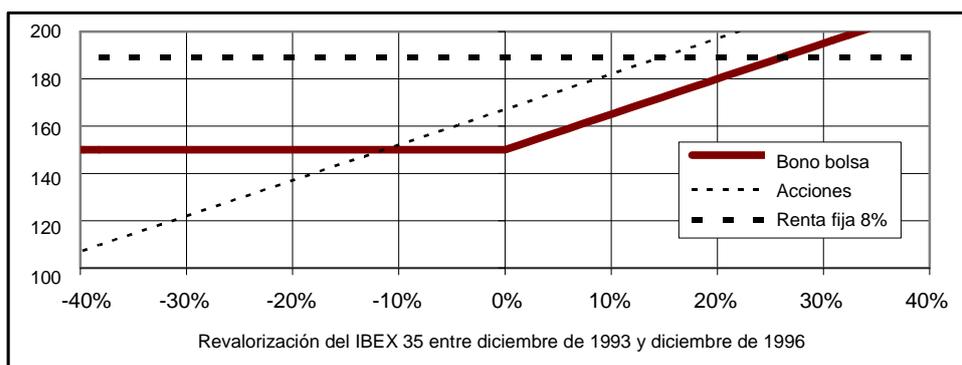
¿Qué inversores particulares estarán interesados en estos bonos? Para averiguarlo hay que comparar la inversión en bonos bolsa con una inversión en acciones y con una inversión en renta fija a tres años.

Una alternativa a esta inversión sería la inversión en bonos sin riesgo a tres años al 8%. Los bonos bolsa serán más interesantes que la renta fija si el IBEX 35 se revaloriza, en tres años, más de un 26%. Otra alternativa sería invertir en las acciones que componen el IBEX 35. Si el índice sube, las acciones serán más rentables que los bonos bolsa porque, además de la subida del índice (que proporcionan los bonos bolsa), el inversor obtendría los dividendos de las acciones, que suponían alrededor del 3,5% del valor del IBEX 35. Es importante recordar que el IBEX 35 no se ajusta por dividendos.

La Figura 2 compara el dinero que tendrá un inversor el 31 de diciembre de 1996 (en función de la revalorización o descenso del IBEX 35) por cada 150 euros que invierta en diciembre de 1993 en bonos bolsa, en renta fija y en las acciones (las que componen el IBEX 35). Se supone que el índice a 31 de diciembre de 1993 es 3.400, el dividendo ponderado del IBEX 35 es del 3,5%, y que los cupones y dividendos se reinvierten al 8%. Se puede comprobar que el bono bolsa 1 es mejor que la inversión en acciones solo si el índice desciende más de un 11%, y es mejor que la inversión en renta fija si sube más de un 26%. También se puede comprobar que el bono bolsa 2 es mejor que la inversión en acciones solo si el índice sube menos de un 3% y es mejor que la inversión en renta fija si sube más de un 26%. A su vez, el bono bolsa 1 es mejor que el bono bolsa 2 solo si el índice sube más de un 26%. Estos intervalos ayudarán al inversor a decidir (según sus expectativas) si prefiere invertir en los bonos bolsa del BBV o realizar inversiones más clásicas en acciones o en renta fija.

**Figura 2**

Bonos bolsa BBV. Dinero que tendrá un inversor el 31 de diciembre de 1996 por cada 150 euros que invierta en diciembre de 1993 en bonos bolsa, en renta fija y en acciones (las que componen el IBEX 35), en función de la revalorización del IBEX 35.



## Anexo 1 (Continuación)

### 2. Bonos bolsa emitidos por Argentaria en 1994

Argentaria realizó una emisión de bonos bolsa que podían suscribirse hasta el 17 de mayo de 1994<sup>23</sup>. Los bonos tenían un plazo de 36 meses y aseguraban al inversor en mayo de 1997 todo su dinero invertido más el 150% de la revalorización media del IBEX 35 en estos tres años. Esta revalorización media es el cociente entre la media de los valores del índice los días 10 de cada mes de estos tres años, dividida entre el valor inicial del índice. Por ejemplo, si la media de los valores del IBEX 35 los días 10 de cada mes fuera de 4.200 y el valor inicial del índice fuera 3.500, el inversor que comprara el 17 de mayo de 1994 bonos por valor de 100.000 pesetas, en mayo de 1997 recibiría sus 100.000 pesetas más 30.000 pesetas (el 150% del 20% de 100.000 pesetas ya que la media del índice se habría revalorizado un 20%).

Aparentemente, la inversión en bonos de Argentaria, al proporcionar un 150% de la revalorización media del índice, parece mejor que la inversión en los bonos del BBV, que solo daban el 100%. Sin embargo, esta apariencia es errónea, pues el 100% de la revalorización del índice en tres años es, en promedio, muy superior al 150% de la revalorización media del índice, ya que en la media del índice interviene el valor del índice el primer mes, el segundo mes, etc. Solo la inversión en los bonos bolsa de Argentaria será mejor que la del BBV cuando el IBEX 35 se revalorice al principio y descienda posteriormente, volviendo a valores semejantes a los actuales o poco superiores.

Otro modo de comparar ambos tipos de bonos es suponer que en la historia del IBEX 35 se hubiese realizado una emisión mensual de ambos tipos de bonos bolsa a tres años. Este procedimiento se denomina simulación histórica. La rentabilidad media (para los tres años) de todas las emisiones de bonos bolsa de Argentaria a tres años habría sido un 8%, inferior a la rentabilidad media de todas las emisiones de bonos bolsa del BBV a tres años (superior al 9%).

También se realizó una simulación de 10.000 posibles trayectorias del IBEX 35 durante tres años. La rentabilidad anual simulada del IBEX 35 osciló entre el -17% y el 43%, obteniendo una media del 13%, (la volatilidad anual se situó entre el 15% y el 25%, siendo la media del 20%). Para cada uno de los posibles movimientos se calculó la rentabilidad que habría obtenido el inversor si hubiera invertido en los bonos de Argentaria o en los del BBV. En 5.317 de esas 10.000 posibilidades, los bonos del BBV le habrían dado una rentabilidad superior que si hubiese invertido en los de Argentaria; en 2.092 casos, los bonos bolsa de Argentaria hubiesen sido mejores; y en 2.591 casos, ambos instrumentos financieros hubiesen obtenido la misma rentabilidad.

El análisis que se acaba de realizar no quiere decir que la inversión en bonos bolsa de Argentaria será entonces con seguridad una mala inversión: simplemente muestra que los bonos de Argentaria son -a priori- peores que los del BBV para el inversor.

---

<sup>23</sup> El folleto de emisión de estos bonos aparece en el libro IBEX 35. Análisis e Investigaciones, de P. Fernández y J. Yzaguirre (1995), páginas 205-207.

## Anexo 1 (Continuación)

### 3. Bonos bolsa emitidos por la Caixa de Cataluña en 1995

En octubre de 1995, la Caixa de Cataluña emitió otro tipo de bonos bolsa. Un folleto de los mismos proporcionaba la siguiente información. “A partir de 500.000 pesetas puede suscribir bonos bolsa de Caixa de Cataluña e invertir en bolsa con la garantía de que recuperará la totalidad de su inversión. Los bonos bolsa son una combinación interesante de renta fija y variable. Le aseguran unos intereses fijos anuales del 4,75% TAE que serán abonados al final de cada año (el 11 de diciembre de 1996, 1997 y 1998). Así, usted siempre ganará. Pero esto no es todo. Si mantiene los bonos hasta el vencimiento (tres años) le será abonado entonces el 100% del aumento puntual (se entiende por aumento puntual la diferencia entre la media aritmética simple del índice al cierre de las cinco primeras sesiones bursátiles después de la fecha de emisión y la media aritmética simple al cierre de las cinco últimas sesiones anteriores a la fecha de amortización, incluyendo esta) del IBEX 35, siempre que el valor de cierre del índice no sea, en cualquier día de la vida de la emisión, igual o superior al 160% del valor de la referencia inicial. Si sucediese esto, la retribución variable quedará fijada automáticamente en el 20% del nominal.

El ejemplo que proporcionaba el folleto para calcular la retribución variable de estos bonos era este: si los bonos se hubieran emitido el 30 de junio de 1992 (IBEX = 2.553,82), y se hubieran amortizado el 30 de junio de 1995 (IBEX = 3.219,05), como el IBEX 35 no sobrepasó la barrera del 160% (4.086,11), el comprador de los bonos habría ganado el 4,75% anual más una revalorización del 26,05%  $[(3.219,05/2.553,82) - 1]$ . Según el folleto, la TAE resultante de la operación habría sido del 12,44%.

### 4. Emisiones anteriores de bonos bolsa

Los bonos bolsa del BBV son casi idénticos a la emisión de 5.000 millones de pesetas que dirigió JP Morgan en octubre de 1991 de los entonces llamados “bonos protegidos en bolsa” emitidos por el Nordic Investment Bank<sup>24</sup>. Estos bonos también eran a tres años y aseguraban la inversión inicial si el IBEX 35 descendía y daban el 90% de la rentabilidad del IBEX 35 si este subía. El precio del título en la fecha de emisión (21 de octubre de 1991) fue de 100.000 pesetas. El título no repartía ningún cupón y el precio de reembolso del mismo al cabo de tres años era de 100.000 pesetas si el IBEX 35 del 21 de octubre de 1994 era igual o inferior al de tres años antes; o 100.000 pesetas más el 90% de la revalorización del índice si este subía. El IBEX 35 estaba en octubre de 1991 por debajo de 2.800 puntos.

En julio de 1992, Citibank dirigió otra emisión de bonos protegidos de 3.000 millones de Endesa. Los bonos eran idénticos a los “bonos protegidos” emitidos por la banca Morgan, pero prometían un 115% de la revalorización del IBEX 35. El índice entonces se situaba alrededor de 2.300 puntos.

---

<sup>24</sup> El folleto de emisión de estos bonos aparece en el libro IBEX 35. Análisis e Investigaciones, de P. Fernández y J. Yzaguirre (1995), página 208.

## Anexo 1 (Continuación)

En julio de 1987, Telefónica realizó una emisión de 10.000 millones de pesetas referida al Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM), y compuesta por dos series:

- **Bono directo.** Su valor de amortización aumentaba al subir el IGBM y disminuía al descender el IGBM.
- **Bono de cobertura.** Su valor de amortización disminuía al subir el IGBM y aumentaba al descender.

Las características principales de estos bonos bolsa eran:

- Precio de emisión: a la par. Nominal de cada bono: 10.000 pesetas.
- Periodo de suscripción: 25 de junio - 15 de julio de 1987. Fecha de amortización: 15 de julio de 1990.
- Interés: 11% bruto anual pagadero por semestres vencidos, los días 15 de enero y 15 de julio.
- Índice de referencia inicial. IBI (índice de bolsa inicial): el IGBM del 31 de diciembre de 1987.
- Índice de referencia final. IBF (índice de bolsa final): el IGBM del día 15 de junio de 1990.
- Precio de amortización de los bonos. Tanto para el bono directo como para el bono de cobertura, la relación establecida entre la evolución del IGBM y el precio de amortización era: cada 2 puntos de variación del índice, se correspondía con un punto de variación en el precio de amortización con topes máximo y mínimo. El precio de amortización estaba limitado entre el 75% y el 125% del valor nominal: no podía ser inferior al 75% (7.500 pesetas) ni superior al 125% (12.500 pesetas).

El 15 de julio de 1987 el IGBM fue 255,74 y los bonos del Estado a tres años proporcionaban un 12,85%.

[Bankinter lanza nuevos bonos estructurados](#). 18 de octubre de 2006 [Bankinter](#) ha apostado por una nueva alternativa de inversión: **Bonos Clip Selección**. Bajo esta denominación se integran dos emisiones de bonos estructurados: **Bono Clip Selección** y **Bono Clip Selección Capital**. Ambos tipos de bonos requieren una inversión mínima de 1.000 euros y su rentabilidad estará referenciada a la evolución de los tres mayores valores de la bolsa española: Telefónica, Banco Santander y BBVA.

<http://www.finanzas.com/bankinter-lanza-nuevos-bonos-estructurados>

*El Mundo*, domingo, 23 de septiembre de 2007. “MERCADOS | SU DINERO”. María Canales

**Refugios ante la volatilidad. Permiten obtener altos rendimientos incluso cuando la bolsa cae**

La aparición en el mercado de **bonos estructurados** de una forma asequible para los bolsillos medios es una **buena opción**, según los expertos.

Derivados más depósitos. En muchos casos, permite fabricar productos que generen rentabilidades positivas incluso en entornos bajistas o de incertidumbre.

## Anexo 1 (Continuación)

El año pasado, Bankinter comercializó sus bonos estructurados -Bono Clip Selección- con una rentabilidad referenciada a la evolución de Telefónica, Banco de Santander y BBVA.

Citibank lleva casi dos años comercializando bonos estructurados. La semana pasada relanzó el Bono Ibex 8+ y el Bono Semestre x5, con importes de inversión mínima de 3.000 euros.

El bono Ibex 8+ es autocancelable a cinco años y referenciado al Ibex 35. Cuenta con una barrera de protección del 30% de caída y su rentabilidad se fija en cupones crecientes año a año, partiendo de un 8% anual. Si en un año, el valor del Ibex está igual o por encima del nivel del día de contratación del producto, devuelven al cliente el dinero inicial y, además, un cupón cuyo valor será el mejor de los dos, según las condiciones -o el 8% anual prometido o el 100% de la subida del Ibex (si solo sube un 3% el cliente se lleva un 8%)-. Si el Ibex acaba en negativo en los cinco años de vida del bono y el índice no hubiera caído más de un 30% durante ese periodo, el bono se cancela y el cliente recupera todo su capital más un cupón del 40% (cinco años por el 8% anual); si el Ibex baja más de un 30%, el cliente perdería capital en el mismo porcentaje que caiga el índice. Sería el único supuesto en que perdería dinero.<http://www.elmundo.es/suplementos/nuevaeconomia/2007/387/1190498409.html>

26 de febrero del 2008 [Bono estructurado de Banif: una inversión protegida](#)

Se trata de un bono a dos años semigarantizado. La mayor pérdida posible tiene como límite un 10% del capital. Protege al capital si las caídas en el índice son mayores al 22%, en un 90%; si son inferiores, se cubre el 100% del capital.

Un bono ideal para todo el que desee aprovechar la evolución de la renta variable, siempre con seguridad y una buena rentabilidad. Banif ofrece dos escenarios igualmente apetecibles. De no alcanzar una rentabilidad mínima del 35% en el plazo de garantía, el inversor recupera el 100% de su capital más una bonificación equivalente al 100% de la subida del DJ Eurostoxx 50. Si en cambio, en el plazo de garantía se supera una rentabilidad del 35%, el inversor recibirá una remuneración a vencimiento euríbor a doce meses más el 1,5% capitalizado desde el inicio de la inversión.

<http://inversores.es/bono-estructurado-de-banif-una-inversion-protegida/>

16 de mayo de 2008. [Fondos estructurados: la nueva apuesta](#)

Las nuevas estrellas del mercado inversor: fondos de una rentabilidad de dos dígitos (por encima del 22%), larga vida (un mínimo de tres años), referenciados a valores de probada solvencia, y que no se tributan mediante traspasos. Los fondos estructurados. ¿Su desventaja? No garantizan la inversión. Alta rentabilidad, alto riesgo.

Un ejemplo: Banif Estructurado Banca Europea es un fondo estructurado referenciado al Dow Jones Europe Stoxx Banks a tres años. Si este índice no cae más de un 25% al año, hay un bono de 10% TAE. Pero, si el índice cae por debajo del 25%, el inversor perderá al cumplirse los tres años el porcentaje depreciado por encima de ese límite, y sufrirá el descuento en sus ganancias.

Los analistas creen que es el momento de apostar por ellos, aunque el riesgo potencial sea grande. Los mercados están buscando la estabilidad, y la caída de los índices más allá del 25% es poco probable.

Buena rentabilidad, a largo plazo, con un riesgo calculado. Su mínima inversión es de tres mil euros.

<http://inversores.es/fondos-estructurados-la-nueva-apuesta/>

## Anexo 1 (Continuación)

**Bonos y depósitos estructurados.** En Barclays le ofrecemos un amplio abanico de bonos o depósitos estructurados, que le permitirán tener la oportunidad de obtener rentabilidades superiores a la de los depósitos, asumiendo riesgos limitados y en muchos casos garantizándole la obtención del capital invertido al vencimiento de la operación.

Disponemos de estructuras con diferentes estrategias de inversión, que actualizamos continuamente. Consulte con nuestros gestores nuestra oferta en cada momento, seguro que encuentra la estructura que mejor se adapta a sus preferencias de inversión.

[https://www.barclays.es/publico/contents/empresas/inversion\\_BonosDepositos.jsp?lang=es\\_ES](https://www.barclays.es/publico/contents/empresas/inversion_BonosDepositos.jsp?lang=es_ES)

**Los depósitos y bonos estructurados ganan peso tras el veto de Hacienda a los certificados**

@Eduardo Segovia *El Mundo*. 3 de abril de 2007

Después de que Hacienda cortara las alas definitivamente a la cotización de los certificados en España, al negarse a quitarles la retención a cuenta, las entidades que tenían puestas sus esperanzas en este producto van a decantarse por alternativas no cotizadas. Esto va a provocar un nuevo impulso a los productos estructurados.

Los **productos estructurados** son formas de invertir en cualquier activo –índices de bolsa, acciones, deuda, materias primas, fondos de inversión y, últimamente, *hedge funds*- con gran flexibilidad, porque pueden garantizar el capital e incluso una rentabilidad mínima a un plazo.

El último grito en estructuras son los llamados autocancelables (*autocallable* en inglés). Este producto paga un cupón determinado si un valor o índice sube en un año y entonces se cancela.

**Ganar si sube y no perder si baja.** Por ejemplo, supongamos un autocancelable sobre Telefónica que toma como precio inicial 14 euros. Si dentro de un año está por encima, pagará un cupón del 8% (es lo habitual) y se cancelará con la devolución del capital a los inversores; si está por debajo de 14, no paga nada y se prorroga otro año. Entonces, si al final de los dos años Telefónica supera los 14 euros (aunque se sitúe en 14,01), el inversor recibirá el 16%, es decir, un 8% cada año; si las prórrogas llevan el producto hasta su vencimiento y Telefónica sigue por debajo de 14 euros, el inversor recibe el total invertido mientras Telefónica no haya bajado más del 30% (por ejemplo) de los 14 euros; si ha perdido más, el inversor debe asumir esa pérdida.

Estos son los autocancelables estándar, pero pueden ser más sofisticados jugando con el colchón (ampliando la garantía hasta pérdidas del 50% o incluso garantizando totalmente el capital a cambio de un cupón más bajo) o con los subyacentes: divisas, materias primas, acciones con alto dividendo, cestas de valores con más potencial seleccionados por analistas...

Hasta ahora, ha sido un producto muy utilizado por las cajas de ahorros (en este caso, con garantía total del patrimonio). Otras entidades muy activas en estos productos son UBS, Crédit Suisse, JP Morgan, Popular Banca Privada o Caja Madrid.

Fernando Llorente, responsable de estructurados de la firma especializada *Exane*, asegura que “es un buen momento para invertir en estos productos, porque va a ser difícil que la bolsa siga subiendo con fuerza pero también que caiga.

[http://www.elconfidencial.com/buscador\\_2008/noticia.asp?sec=91&id=9702&fecha=03/04/2007](http://www.elconfidencial.com/buscador_2008/noticia.asp?sec=91&id=9702&fecha=03/04/2007)

## Anexo 1 (Continuación)

### Qué son los productos estructurados

Aquellos productos de inversión que ofrecen ganancias que dependen del comportamiento de ciertos valores en la bolsa.

Los bonos y los depósitos estructurados son los que más se comercializan actualmente, aunque existen varios tipos de estructurados. Algunos de los que más se comercializan son los bonos, las notas y los depósitos.

Las notas estructuradas son muy distintas a los depósitos, son certificados de depósitos o títulos que pueden venderse en cualquier momento, al contrario que un depósito, que funciona como un producto que si se cancela con anticipación penaliza al titular. Su rentabilidad está determinada por el comportamiento de divisas, acciones o determinados índices. No suelen estar garantizados, aunque es posible encontrar notas que garanticen el capital invertido.

Los bonos estructurados son similares a las notas, son un instrumento bancario asociado a la rentabilidad de un activo en bolsa, pueden ser acciones, índices, divisas, etc., la diferencia es que imponen una condición para obtener la rentabilidad. Si esta se cumple, el inversor obtendrá la ganancia acordada en el momento de su contratación.

Aunque se trata de tres productos diferentes, si el inversor decide cancelar antes de tiempo o vender, en el caso de las notas estructuradas, la ganancia no puede garantizarse y el inversor puede asumir la pérdida.

Estos productos suelen ser rentables, aunque en momentos como los actuales resultan riesgosos, por eso continúan comercializándose. Para quien esté interesado existen ciertas recomendaciones que es necesario seguir para proteger el capital ante una posible pérdida.

Finalmente, es fundamental tener en cuenta el cálculo de la rentabilidad y las fórmulas que utiliza el producto para determinar las ganancias. La forma más sencilla y más atractiva es el “punto a punto”, que toma como referencia el valor inicial y final del valor.

<http://www.mundoprestamos.com/productos-estructurados/>

*CincoDías*. Nuria Salobral. 19 de abril de 2008. Publicado en: edición impresa - 5 D

### “Productos”. Cómo elegir un depósito estructurado

Ofrecen rentabilidades superiores al depósito tradicional, aunque todo depende del acierto al elegir el índice de referencia y del modo de calcular la remuneración.

De hecho, este tipo de depósitos se están convirtiendo en un complemento para la imposición a plazo tradicional, ya que de entrada ofrecen rentabilidades adicionales garantizadas, superiores incluso a la remuneración más competitiva del depósito a plazo.

Por ejemplo, el ‘Depósito blindado’ de Uno-e, a un plazo de un año, ofrece el 10% nominal el primer mes más el 40% de la revalorización de una cesta compuesta por BBVA, Telefónica, Iberdrola y Repsol, con una revalorización máxima del 15%. El Depósito 11x6 de Caixa Catalunya -a un plazo de 18 meses- ofrece un cupón inicial del 5% y vincula el resto de la rentabilidad a una cesta formada por ocho grandes valores del Ibex 35.

## Anexo 1 (Continuación)

Desde Unicaja añaden que los depósitos estructurados 'permiten obtener rentabilidades muy por encima de la media, sin correr riesgo alguno sobre la inversión, tan solo cierta incertidumbre en los rendimientos'. El Banco de España, en su portal del cliente, recuerda que 'aunque la entidad se comprometa a devolver al vencimiento la totalidad del importe invertido, es importante valorar con detalle las circunstancias que pueden influir en la rentabilidad del producto'.

Según Profim la opción óptima son los depósitos estructurados autocancelables, esto es, aquellos que vencen de forma automática en el momento en que se ha cumplido la apuesta de inversión que da lugar a la remuneración. En el caso del Depósito 8x3 de Sabadell, a tres años de plazo, si al cabo del primer año el valor de cierre de las tres acciones de referencia -Telefónica, Repsol e Inditex- es igual o superior al inicial, se paga el 8% nominal y se liquida la imposición.

**Bonos y seguros que delegan en la bolsa.** El diseño de estructuras con productos derivados no es ni mucho menos terreno exclusivo de los depósitos a plazo. Junto a los depósitos estructurados, existe una amplia gama de productos de ahorro que también vinculan su rentabilidad a la bolsa, a las materias primas o a determinadas divisas, como es el caso de los bonos o los seguros estructurados.

Citi es una de las entidades más activas en la emisión de bonos estructurados. La entidad cuenta con dos productos, uno vinculado al Ibex 35 (a un plazo de cuatro años) y otro al índice Eurostoxx 50 (a cinco años de plazo).

En cuanto a los seguros, también proliferan las ofertas estructuradas, un reclamo con el que la banca intenta revitalizar la venta de estos productos y el ingreso de comisiones que generan. Santander -con un seguro de vida que ofrece el 5,25% en los dos primeros años para la mitad del capital y vincula la rentabilidad de la otra mitad a una cesta de índices- es uno de los ejemplos recientes.

### Claves. Cómo elegir bien

- Rentabilidad Es importante saber cómo se calcula la rentabilidad final.
- Subyacentes. Es determinante elegir un subyacente o índice de referencia -al que se vincula la rentabilidad del producto- con potencial de revalorización.
- Plazo. Suele ser superior en los depósitos estructurados que en los depósitos a plazo tradicionales. El dinero está retenido durante más tiempo, con escasas opciones para la cancelación anticipada.
- Autocancelación. Es un aspecto especialmente valorado por los expertos.
- Garantía del capital. Queda asegurada al vencimiento, aunque el cliente debe conocer si hay penalización por cancelación anticipada. Además, al margen de penalizaciones, el rescate por anticipado sí puede suponer la pérdida de parte de la inversión.
- Subidas y bajadas Ante la actual inestabilidad de la bolsa, numerosas ofertas vinculan las rentabilidades tanto si sube como si retrocede el índice de referencia.

<http://www.profim.es/downloads/prensa/08/1trimestre/190408%20Cinco%20Dias%20Digital.pdf>

## Anexo 1 (Continuación)

### Bankinter crea una comisión externa para analizar si debe asumir las pérdidas de afectados por Lehman

Madrid, 5 (Europa Press)

Bankinter comercializó bonos estructurados emitidos por Lehman Brothers a **980 clientes** por un importe global de unos **89 millones de euros**, “con una inversión mínima de 50.000 euros por titular”, puntualizó el consejero delegado, tras expresar reiteradamente su firme convencimiento de que la entidad “ha hecho las cosas bien” y ha actuado “de buena fe”.

En este sentido, explicó que Bankinter se reafirma en no considerarse responsable de la insolvencia de Lehman en las operaciones en las que actuó como intermediario.

“No podemos administrar el patrimonio del banco y del accionista, que no nos pertenece, para hacer frente a un riesgo que no nos corresponde”, argumentó Echegoyen, que respondía así a un periodista que se refirió a la decisión de Banif (Santander) de restituir la pérdida de patrimonio de los clientes de bonos de Lehman con otros productos.

Esta postura no deriva de la cantidad afectada por Lehman (89 millones de euros), “irrelevante para Bankinter”, dijo el consejero delegado, sino de su buen gobierno corporativo en cuanto a la gestión del patrimonio y de la voluntad de “no renunciar a su forma de ser para atraer clientes, con independencia de lo que hagan otros”.

Según explicó, las **órdenes de compra firmadas son precisas, claras y transparentes**, ya que en los contratos figura textualmente la frase de que “los clientes podrían perder hasta el 100% del valor nominal de la emisión”.

Echegoyen recordó que Lehman gozaba de una calificación crediticia de buena calidad, de ‘A2’ según Moody’s y de ‘A’ según Standard & Poor’s, en el momento de la comercialización de sus productos, y que el personal encargado de venderlos goza de muy buena formación y no cobró comisiones fuera de lo habitual para colocar estos bonos.

<http://www.lukor.com/not-neg/finanzas/portada/08110533.htm>

### Los productos estructurados calientan motores

Los productos de capital garantizado siguen siendo la piedra angular del mercado español de productos estructurados. Pero se avecinan cambios. ¿Podría ser que los inversores españoles finalmente están dispuestos a renunciar a la garantización del 100% del capital? John Ferry

José Antonio López Jiménez tuvo un buen año en 2003. El jefe en Madrid de derivados españoles de renta variable, productos estructurados y warrants de SG –rama de inversiones del banco francés Société Générale– desempeñó un papel fundamental al tener una original idea para la creación de un nuevo producto de inversión minorista estructurado. SG propuso la idea a BBVA, que no la dejó escapar y vendió 3.500 millones de euros de producto, comercializado con el nombre de Extra 5, a través de su red minorista. “Se anunció en la televisión y los periódicos”, dice López Jiménez.

## Anexo 1 (Continuación)

Extra 5 se estructuró como un fondo común de inversión con una garantía total sobre el capital invertido. Tiene un plazo de vencimiento inicial de tres años y uno máximo de seis, siendo reembolsable entre el tercer y el sexto año. Los beneficios están vinculados a una cesta formada por los veinticinco principales valores del mundo, y el inversor obtiene un 5% del rendimiento por adelantado. Después, transcurridos tres años, si la media de una cesta básica compuesta por los cinco valores de peor comportamiento es superior a cero, el inversor recupera el 100% del rendimiento de la cesta, con una rentabilidad mínima del 15%. Así, por ejemplo, si la rentabilidad del mercado es del 10%, el inversor obtiene una rentabilidad del 15%; si es del 25%, la rentabilidad que obtiene es del 25%.

Pero si la media de la cesta básica no es positiva al cabo de los tres años, el período de vida de la inversión se amplía otro año más, y aún así el inversor recibe un cupón mínimo del 5%. Finalmente, si al vencimiento la media de la cesta básica es inferior a cero, el inversor obtiene un cupón del 30%, menos la disminución de valor de dicha cesta, con un suelo fijado en cero.

El mercado español de productos estructurados es poco corriente en el sentido de que un bono estructurado es la forma menos probable en que puede emitirse una nueva inversión. ¿A qué es debido? La razón estriba en la forma en que se regulan los productos de inversión.

Existen tres organismos reguladores principales en España: el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGS): el Banco se encarga en general de supervisar el comportamiento y la solvencia de las entidades de crédito; la CNMV supervisa los mercados de valores mobiliarios -primario y secundario-; y las compañías que ofrecen servicios de inversión. La DGS supervisa el sector de los seguros y reaseguros, así como los fondos de pensiones.

Algunos agentes financieros se quejan de que la CNMV es demasiado inflexible, y en consecuencia tienen que estructurar productos de capital garantizado como depósitos para que sean aceptados por el Banco de España, que está considerado más liberal. El formato más común, sin embargo, es el de los productos vinculados a fondos, que están regulados por la CNMV. Esta aparente contradicción se debe a un cambio introducido en la legislación el año pasado, que facilita al inversor las transferencias entre diferentes fondos al tiempo que le proporciona una ventaja fiscal. “La mayoría de los fondos garantizados tienen ahora “ventanas” de salida, de manera que cada seis meses o cada año el inversor puede recuperar su inversión sin pagar una comisión de amortización anticipada. Y si el dinero se transfiere a otro fondo, el inversor aplaza el pago de impuestos”, dice de la Garza Valle, de Deutsche Bank.

Puesto que los bonos convertibles reversos vendidos por Deutsche Bank no tienen garantía de capital, tuvieron que ser estructurados como productos de seguros, supervisados por la DGS, para que pudieran venderse directamente a los inversores particulares.

## Anexo 2

### Emisiones de bonos convertibles en España<sup>25</sup>

año	Bonos	Bonos convertibles		ACCIONES			
	Cantidad emitida (millones de euros)	Número de emisiones	Cantidad emitida (millones de euros)	Número de emisiones	Nominal (millones de euros)	Número de emisiones no gratis	Cantidad emitida (millones de euros)
1984	3.509,9	12	516,9	67	1.015,7	36	571,0
1985	3.419,8	21	474,8	74	1.448,4	56	925,6
1986	2.963,0	37	2.362,0	101	907,5	66	709,2
1987	1.382,3	43	1.400,4	131	1.460,5	74	2.392,0
1988	2.307,9	66	3.912,6	135	1.496,5	70	1.881,2
1989	2.301,9	49	2.211,7	91	492,8	64	787,3
1990	3.485,9	20	739,2	67	619,0	39	1.093,8
1991	4.291,2	20	733,2	95	372,6	60	474,8
1992	3.594,1	8	318,5	29	306,5	20	528,9
1993	6,7	5	78,1	43	871,5	37	1.226,1
1994	7,6	5	132,2	28	673,1	18	1.346,3
1995	3.774,4	2	6,0	34	558,9	23	534,9
1996	4.886,2	2	102,2	28	240,4	20	360,6
<b>TOTAL</b>	<b>35.930,8</b>	<b>290</b>	<b>12.987,9</b>	<b>923</b>	<b>10.463,6</b>	<b>583</b>	<b>12.831,6</b>

MAYORES EMISORES DE CONVERTIBLES	Cantidad emitida (millones de euros)	Número de emisiones
BANCO SANTANDER y afiliadas	1.604,7	30
FECSA	973,6	6
BANCO BILBAO VIZCAYA y afiliadas	835,4	15
TELEFONICA	751,3	4
BANESTO	631,1	6
BANCO HISPANO AMERICANO	534,9	4
BANCO CENTRAL	504,9	3
HIDROLA	480,8	4
IBERDUERO	450,8	4
BANKINTER	360,6	3
FENOSA	360,6	3
DRAGADOS	270,5	4
SEVILLANA	270,5	4
ASLAND	234,4	4
ARGENTARIA y afiliadas	216,4	6
HIDROCANTABRICO	174,3	4
TUBACEX	168,3	7
URALITA	162,3	3
INST. NACIONAL DE HIDROCARBUROS	150,3	1
VIESGO	144,2	2
VALLEHERMOSO	132,2	3
MAPFRE	108,2	2
IBERDROLA	90,2	1
<b>SUBTOTAL</b>	<b>9.610</b>	<b>123</b>

<sup>25</sup> Estos datos son una actualización del capítulo C.1 de P. Fernández (1989), Bonos convertibles en España, Prólogo de Franco Modigliani, premio nobel de economía en 1985, Estudios y Ediciones IESE; y de la tesis doctoral presentada con el mismo título por el autor en la Universidad de Harvard.

## Anexo 3

Propiedad de las acciones de las empresas cotizadas en España



<http://www.bolsasymercados.es/asp/RevOnLine/Documento.aspx?id=3871>

### Estructura de la propiedad de acciones: datos 2008

El año 2008 ha sido el peor en la historia de la bolsa española en los 135 años en los cuales se cuenta con indicadores generales. La capitalización o valor de mercado del conjunto de empresas españolas cotizadas se ha reducido un 38,5% durante el año.

El valor conjunto de la participación en acciones españolas cotizadas del conjunto del sector **financiero**, que incluye bancos, cajas, fondos de inversión y pensiones y aseguradoras, se sitúa en el 15% de la capitalización al cierre del año 2008, 2,6 puntos menos que al cierre del año 2007 y 8 puntos menos que su nivel máximo alcanzado en el año 1997 de acuerdo con los datos relativos a la estructura de la propiedad de las acciones de las empresas españolas cotizadas calculados por el Servicio de Estudios de BME. La pérdida de participación relativa a lo largo del año 2008 revela las fuertes desinversiones netas realizadas por las instituciones financieras españolas para hacer frente a la profunda crisis de liquidez.

#### LA PROPIEDAD DE LAS ACCIONES DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS COTIZADAS

(Datos en porcentaje sobre el valor de mercado total al cierre del año)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Bancos y cajas	15,6	13,4	15,1	15,1	14,1	12,9	11,7	12,8	7,3	7,9	7,1	7,7	8,7	8,6	9,3	9,4	7,6
Cías. de seguros	3,4	2,2	2,7	2,8	2,2	2,6	2,8	3	2,3	2,3	2,2	2,3	2,3	2,4	2,5	2,2	2,0
Inversión colectiva	1,7	2	3	4,2	5	7,6	7,4	5,8	4,8	4,9	5,2	5,6	6,3	6,2	7,2	6	5,4
Adm. Públicas	16,6	16,4	13,8	12,2	10,9	5,6	0,6	0,3	0,2	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3
Emp. no financieras	7,7	6,9	6,8	6,7	6,9	5,9	5,5	10,1	20,3	21,7	22	23	23,1	24,7	24,4	25,4	26,0
Familias	24,4	24,8	22,8	22,2	23,6	30	35,1	33,6	30,5	28	28,3	26	24,1	23,6	23,8	20,1	<b>20,2</b>
No residentes	30,6	34,4	35,9	36,7	37,4	35,6	36,9	34,3	34,7	35	34,8	35,1	35,2	34,2	32,6	36,8	38,5

El 38,5% de las compañías españolas cotizadas está en manos extranjeras, la cifra más alta desde 1992, año en el que comienzan a calcularse estas estadísticas. En parte este efecto es consecuencia de la toma de control de empresas españolas importantes en términos de capitalización por parte de compañías extranjeras como ha sido recientemente el caso de la eléctrica Endesa por parte de la italiana Enel.

En el año 2008, la participación del sector **familias** gana una décima respecto al año anterior y se sitúa en el 20,2%. Tras la significativa corrección experimentada en 2007, el conjunto agregado de los inversores individuales ha mantenido su participación en bolsa durante los momentos de inestabilidad que ha vivido el mercado a lo largo del año 2008. De acuerdo con el [último trabajo sobre la propiedad de acciones en Europa publicado por la Federación Europea de Bolsas \(FESE\)](#), elaborado con datos relativos a 2007, la participación de los inversores individuales en la bolsa española sigue siendo muy superior a la media europea y esta posición se mantendrá en 2008.

## Anexo 4

Fondos de inversión y fondos de pensiones españoles en 2008

### Fondos de inversión en España. Datos en diciembre de 2007 y en septiembre de 2008

		Número de partícipes		Patrimonio (millones de euros)		Número de fondos		Patrimonio/partícipe (euros)	
		Dic 07	Sep 08	Dic 07	Sep 08	Dic 07	Sep 08	Dic 07	Sep 08
<b>NACIONALES</b>	MONETARIOS	1.380.877	1.250.984	39.389	36.072	106	114	28.525	28.835
	R. FIJA a c/plazo	1.046.673	956.682	53.768	47.794	279	278	51.370	49.958
	R. FIJA a l/plazo	357.584	255.607	6.208	4.893	157	139	17.361	19.143
	R. FIJA mixta	292.635	201.561	7.844	4.570	141	130	26.804	22.674
	R. VARIABLE mixta	255.358	185.057	6.098	3.608	138	131	23.879	19.499
	RENTA VARIABLE	296.557	181.399	7.400	3.489	126	117	24.952	19.232
	GARANTIZADOS R. FIJA	555.265	599.175	17.596	21.651	260	271	31.689	36.134
	GARANTIZADOS R. VBLE.	1.748.925	1.505.537	42.010	32.973	623	595	24.020	21.901
	<b>GLOBALES</b>	841.832	560.986	29.020	16.219	511	513	34.472	28.912
<b>INTERNACIONALES</b>	R. FIJA	62.802	46.598	1.004	765	69	61	15.993	16.423
	R. FIJA mixta	208.443	124.497	4.479	2.209	68	62	21.487	17.740
	R. VARIABLE mixta	88.232	61.551	2.555	1.403	77	70	28.957	22.800
	R. VARIABLE EURO	302.996	304.215	7.692	3.841	130	123	25.385	12.624
	R. VARIABLE EUROPA	277.065	150.712	6.343	2.186	72	70	22.892	14.502
	R. VARIABLE EE.UU.	50.087	45.724	802	573	43	40	16.008	12.533
	R. VARIABLE JAPÓN	52.071	34.571	505	234	30	27	9.706	6.777
	R. VARIABLE emergentes	158.326	96.419	2.180	1.126	63	65	13.768	11.680
	R. VARIABLE RESTO	288.694	218.518	3.826	2.007	158	141	13.252	9.183
	<b>TOTAL</b>	8.264.422	6.779.793	238.717	185.612	3.051	2.947	28.885	27.377
	<b>Contienen renta variable</b>	4.440.305	3.390.254	106.242	66.328	1.925	1.828	23.927	19.564

Fuente: INVERCO

### Planes de pensiones en España. Sistema individual. Datos en diciembre de 2007

	Número de partícipes	Patrimonio (millones de euros)	Número de fondos	Patrimonio/partícipe (euros)
R. FIJA a c/plazo	965.136	5.931	123	6.145
R. FIJA a l/plazo	933.019	5.187	73	5.559
R. FIJA mixta	3.484.160	21.333	287	6.123
R. VARIABLE mixta	1.261.443	7.444	197	5.901
RENTA VARIABLE	836.311	5.675	198	6.785
GARANTIZADOS	1.051.053	8.635	225	8.215
	<b>TOTAL</b>	54.203	1.103	6.354
	<b>Contienen renta variable</b>	38.768	795	

Fuente: INVERSO

## Anexo 5

### Calificaciones de riesgo crediticio de emisión según Standard & Poor's

Una calificación de riesgo crediticio de emisión de Standard & Poor's (S&P) es una opinión actual sobre la capacidad financiera general de un deudor (su calidad crediticia) respecto a una obligación financiera específica, una clase u obligaciones financieras específicas, o un programa financiero específico (incluyendo las calificaciones de los programas de notas de mediano plazo y de programas de papel comercial). Esta opinión considera la calidad crediticia de garantes, aseguradoras u otras formas de respaldo crediticio de la obligación y también toma en cuenta la moneda de denominación de la obligación. La calificación de riesgo crediticio de una emisión no es una recomendación para comprar, vender o retener una obligación financiera, ya que no se refiere al precio de mercado o conveniencia para un inversionista en particular.

Las calificaciones de riesgo crediticio de emisión están basadas en información actual proporcionada por la entidad o el emisor de deuda u obtenida por S&P de otras fuentes que considera confiables. S&P no realiza auditorías en conexión con las calificaciones crediticias y ocasionalmente podría confiar en información financiera no auditada. Las calificaciones de riesgo crediticio pueden cambiarse, suspenderse o retirarse debido a cambios o falta de disponibilidad de tal información o por otras circunstancias.

Las calificaciones de riesgo crediticio de emisión pueden ser de largo o corto plazo. Las calificaciones de corto plazo generalmente se asignan a las obligaciones consideradas de corto plazo en el mercado correspondiente. Por ejemplo, en Estados Unidos, implica obligaciones con un vencimiento original inferior a 365 días, incluyendo papel comercial.

### Calificaciones de riesgo crediticio de emisión de largo plazo

Las calificaciones de riesgo crediticio de emisión están basadas en las siguientes consideraciones:

- Probabilidad de pago-capacidad y voluntad del emisor de cumplir con sus compromisos financieros sobre una obligación de acuerdo con los términos de la obligación;
- Naturaleza, disposiciones y condiciones de la obligación;
- Protección lograda por, y posición relativa de, la obligación en caso de quiebra, reorganización u otros acuerdos bajo las legislaciones de bancarrota y otras que afecten los derechos de los acreedores.

Las definiciones de calificación de riesgo crediticio de emisión se expresan en términos del riesgo de incumplimiento (*default*). Como tal, pertenecen a las obligaciones sénior de una entidad. Las obligaciones júnior normalmente tienen calificaciones más bajas que las sénior para reflejar su menor prioridad en caso de quiebra, como se indicó antes. (Tal diferenciación se aplica cuando una entidad tiene obligaciones sénior y subordinadas, garantizadas y no garantizadas, u obligaciones de compañías operativas y de la controladora). De acuerdo con ello, en el caso de la deuda júnior, la calificación podría no concordar exactamente con la definición de la categoría.

**AAA** Una obligación calificada con 'AAA' tiene la calificación más alta otorgada por S&P. La capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros es **EXTREMADAMENTE FUERTE**.

**AA** Una obligación calificada con 'AA' difiere solo en un pequeño grado de las que tienen la calificación más alta. La capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros es **MUY FUERTE**.

**A** Una obligación calificada con 'A' es un poco más susceptible a los efectos adversos derivados de cambios en las condiciones y situaciones económicas que las obligaciones calificadas en categorías más altas. Sin embargo, la capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros todavía es **FUERTE**.

## Anexo 5 (Continuación)

**BBB** Una obligación calificada con 'BBB' presenta parámetros de protección adecuados. Sin embargo, es más probable que condiciones económicas adversas o cambios coyunturales conduzcan probablemente al debilitamiento de la capacidad para cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación.

**BB, B, CCC, CC y C**

Las obligaciones calificadas en estas categorías son consideradas como poseedoras de características especulativas importantes. La categoría 'BB' indica el menor grado de especulación y la de 'CC' el mayor grado. Aunque tales emisiones probablemente tendrán algunas características de calidad y protección, estas podrían verse superadas en situaciones de elevada incertidumbre o de importantes exposiciones a condiciones adversas.

**BB** Una obligación calificada con 'BB' es **MENOS VULNERABLE** a incumplimiento que otras emisiones especulativas. Sin embargo, enfrenta constante incertidumbre y exposición ante situaciones financieras, económicas o comerciales adversas, lo que puede llevar a que el emisor tenga una capacidad inadecuada para cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación.

**B** Una obligación calificada con 'B' es **MÁS VULNERABLE** a un incumplimiento de pago que las calificadas con 'BB', pero el emisor presenta capacidad para cumplir con sus compromisos financieros. Condiciones financieras, económicas y comerciales adversas probablemente perjudicarían la capacidad y la voluntad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros de la obligación.

**CCC** Una obligación calificada con 'CCC' es **ACTUALMENTE VULNERABLE** a un incumplimiento de pago y depende de condiciones financieras, económicas y comerciales favorables para que el emisor cumpla con sus compromisos financieros sobre dicha obligación. En caso de condiciones financieras, económicas y comerciales adversas, el emisor probablemente no tendrá la capacidad de cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación.

**CC** Una obligación calificada con 'CC' es **ACTUALMENTE MUY VULNERABLE** a un incumplimiento de pago.

**C** Deuda subordinada u obligaciones de capital preferentes calificadas con 'C' son **ACTUALMENTE MUY VULNERABLES** a un incumplimiento de pago. La calificación de 'C' puede usarse para cubrir una situación donde se ha presentado la solicitud de bancarrota o se ha tomado una acción similar, pero continuarán los pagos sobre la obligación. Una calificación de 'C' también se asignará a una emisión de capital preferente con atraso sobre los dividendos o en los pagos al fondo de amortización, pero que se está pagando actualmente.

**D** Una obligación calificada con 'D' se encuentra en **incumplimiento de pagos**. La categoría de calificación 'D' se usa cuando los pagos sobre una obligación no se realizan en la fecha en la que vencen incluso cuando el periodo de gracia aplicable no ha expirado, a menos que S&P considere que tales pagos se realizarán durante dicho periodo de gracia. La calificación 'D' también se usa tras solicitar la petición de bancarrota o realizar una acción similar si los pagos de una obligación se encuentran en riesgo de no ser cubiertos.

**Signos de más (+) o de menos (-)** Las calificaciones de 'AA' a 'CCC' pueden modificarse agregándoles un signo de más (+) o de menos (-) para mostrar su posición relativa dentro de las principales categorías de calificación.

**NR** Estas siglas indican que no se le ha asignado ninguna calificación a la emisión, que hay información insuficiente sobre la cual basar una calificación o que S&P no califica una obligación particular debido a una cuestión de políticas.

## Anexo 5 (Continuación)

### Calificaciones de emisiones de corto plazo

A-1 La capacidad del emisor es **FUERTE** para cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación. Las calificaciones de algunas obligaciones reciben el signo de más (+): **EXTREMADAMENTE FUERTE**.

A-2 Un poco más susceptible a los efectos adversos causados por cambios en las circunstancias y condiciones económicas que aquellas obligaciones ubicadas en categorías con una calificación más alta. Sin embargo, la capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación es **SATISFACTORIA**.

A-3 Parámetros de protección adecuados. Pero es más probable que condiciones económicas adversas o circunstancias coyunturales debiliten la capacidad del emisor para cumplir sus compromisos financieros sobre la obligación.

B Características especulativas significativas. Pueden asignarse calificaciones de 'B-1', 'B-2' y 'B-3' para indicar ligeras distinciones dentro de la categoría 'B'.

C Una obligación de corto plazo calificada con 'C' es **ACTUALMENTE VULNERABLE** a un incumplimiento de pago y depende de condiciones financieras, económicas y comerciales favorables para cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación.

D Una obligación de corto plazo calificada con 'D' se encuentra en **incumplimiento de pagos**. La categoría de calificación 'D' se usa cuando los pagos sobre una obligación no se realizan en la fecha en la que vencen, incluso cuando el periodo de gracia aplicable no ha expirado, a menos que S&P considere que tales pagos se realizarán durante dicho periodo de gracia. La calificación 'D' también se usa detrás solicitar la petición de bancarrota o realizar una acción similar si los pagos de una obligación se encuentran en riesgo de no ser cubiertos.

Fuente: <http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/es/la/page.article/2,1,1,4,1148449400266.html>

## Anexo 6

Participaciones preferentes emitidas en España y con cotización oficial

Empresa	Circulación (millones de euros)
B. SABADELL 1	500,0
BANCA CIVICA	200,0
BANCAJA E.F. A	300,0
BANCAJA E.F. B	300,0
BANESTO I	497,5
BBKGE KREDIT	2,0
BBVA CAP. FIN. A	350,0
BBVA CAP. FIN. B	500,0
BBVA CAP. FIN. C	1.125,0
BBVA CAP. FIN. D	1.000,0
BBVA INT. F.	500,0
BKT EMISIONE I.	343,2
BVA PREF.	170,0
C MANRESA PR. A	30,0
C. MANLLEU	14,0
C. NAVARRA 1	100,0
C. AVILA PREF. A	30,0
C. AVILA PREF. B	35,0
C. CATALUNYA PR. A	300,0
C. CATALUNYA PR .B	180,0
C. ESPAÑA SPP C	112,0
C. GALICIA PR. A	140,0
C. GALICIA PR. D	300,0
C. GALICIA PR. E	135,0
C. LAIETANA P A	60,1
C. LAIETANA P B	60,0
C. LAIETANA P C	27,0
C. MADRID FIN I	24,3
C. MADRID FIN II	3.000,0
C. MURCIA FIN A	100,0
C. PENEDES CP	167,0
C. PENEDES CP B	250,0
C. RIOJA PREF. A	25,0
C.S. FER.PREF. A	120,0
CAIXA GIRONA	20,0
CAIXA GIRONA	30,0
CAIXA PREF. A	1.000,0
CAIXA PREF. B	2.000,0
CAIXANOVA EM. A	198,0
CAIXANOVA EM. B	75,0
CAIXANOVA EM. C	100,0
CAIXANOVA EM. D	130,0
CAJA DUERO	100,0
CAJA ESPAÑA 1	200,0
CAJA SEGOVIA	62,0
CAJA SEGOVIA	15,0
CAJACANARIAS I	67,0
CAJASUR SPP A	150,0

Empresa	Circulación (millones de euros)
CAM CAPITAL A	300,0
CAM CAPITAL B	159,6
CAM CAPITAL C	850,0
CAMGE FIN.	88,5
CANARIAS PRE .A	30,0
CANARIAS PRE. B	50,0
CANARIAS PRE. C	30,0
CANTABR PREF. 1	55,0
CANTABR PREF. 2	30,0
CANTABR PREF. 3	63,0
CANTABRIA CL. A	30,0
C MANLLEU PRF. A	18,0
C. MURCIA PREF. B	75,0
C. MURCIA PREF. C	50,0
C MURCIA PREF. D	50,0
C. MURCIA PREF. E	150,0
C. SABADELL PR. A	75,0
C. SABADELL PR B	90,0
EL MONTE B	37,0
EL MONTE D	250,0
EL MONTE INT. A	130,0
ENDESA C. F	1.500,0
GALLEGO PREF. 1	30,0
GALLEGO PREF. 2	22,0
GRANADA PREF. A	100,0
GUADA PREF. A	20,0
GUIPUZCO CAP. 3	50,0
GUIPUZCO CAP. I	50,0
IBERCAJA	150,0
LA CAIXA I	1.897,6
ONTINY PREF. A	7,0
PASTOR 1	250,0
POPULAR CAPI. D	440,2
POPULAR PREF. A	180,0
POPULAR PREF. B	120,0
POPULAR PREF. C	138,0
REPSOL IN. CP B	1.000,0
REPSOL IN. CP C	2.000,0
SA NOSTRA PR. A	100,0
SABADELL INT. A	250,0
SANT FIN. CAP. X	1.965,6
SOL MELIÁ FL. A	106,9
SOS CUE PREF.	300,0
TELEF. FINAN.	2.000,0
TERRASSA PRF. A	50,0
U. FENOSA FIN.	609,2
<b>Total</b>	<b>31.091,8</b>

Fuente: <http://www.aiaf.es/aiaf/listaEmisiones.cir?codigo=-1&nombre=&tipo=PPR>

## Anexo 6 (Continuación)

### Participaciones preferentes en España

Las acciones preferentes se emiten en España, de manera legal, desde el año 2003. BBVA, Santander, Repsol o Sol Meliá ya han realizado múltiples emisiones desde entonces. Hasta 2003 se emitían desde sociedades instrumentales radicadas en paraísos fiscales y tenían un alto atractivo para el inversor porque apenas pagaban impuestos. Las que se emiten desde España tributan como todo producto financiero al 18%, el tipo único a corto y largo plazo que rige desde 2008.

#### ¿Para qué sirven?

Se obtiene una forma de participación dentro de una empresa por medio de acciones preferentes. Esto da ciertos privilegios que no tienen los accionistas ordinarios. Refuerzan los recursos propios de la entidad que las emite, contabilizan de cara al ratio Tier 1, usado actualmente como principal coeficiente de solvencia, además del *core capital* (dinero disponible inmediatamente por el banco o caja para afrontar imprevistos o crecimientos de la morosidad).

#### ¿Dónde cotizan?

Su negociación se realiza en el Mercado AIAF de renta fija.

#### Ventajas y desventajas para el inversor.

Obligación de la sociedad de acordar el reparto de dividendo si existiesen beneficios distribuibles, además los accionistas ordinarios no podrán recibir dividendos con cargo a beneficios, mientras no se haya satisfecho el dividendo preferente correspondiente a un mismo ejercicio.

Ofrece una retribución fija (condicionada a la obtención de beneficios) y cuya duración es perpetua, aunque el emisor suele reservarse el derecho a amortizarlas a partir de los cinco años, previa autorización del supervisor (en el caso de las entidades de crédito, el Banco de España).

Son los penúltimos inversores en cobrar en caso de quiebra de la entidad, solo antes de los accionistas.

Fuente: <http://finanzas-personales.practicopedia.com/como-funcionan-las-participaciones-preferentes-2881>