



Retailisation o venta de productos financieros complejos a inversores minoristas. Noviembre 2013.

El Comité para Análisis Económicos y de Mercado (*Committee for Economic and Market Analysis (CEMA)*) de ESMA ha publicado el pasado verano un informe económico sobre la venta en la UE de productos financieros complejos a inversores minoristas, fenómeno denominado en inglés *retailisation*.

El importante crecimiento de la *retailisation* en la UE puede tener consecuencias sobre la estabilidad financiera y sobre la protección del inversor por lo que, ha sido objeto de diversas iniciativas legislativas. Así, la propuesta de la CE sobre el Reglamento sobre los Productos de inversión empaquetados para los inversores minoristas (*Packaged Retail Investment Products (PRIPIs)*), las disposiciones de ESMA sobre Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (en adelante OICVMs) como, por ejemplo, las Directrices sobre Fondos Cotizados -en inglés *Exchange Traded Funds*-, o las disposiciones de ESMA sobre la MiFID, como el asesoramiento técnico a la CE como parte de la revisión de la MiFID, las *Questions&Answers* sobre productos complejos y no complejos en relación a los requerimientos de la MiFID, y las directrices sobre requisitos de idoneidad en la MiFID.

El documento divide el mercado de la *retailisation* en dos partes: 1) OICVMs alternativos (con estrategias de inversión alternativas), y 2) productos estructurados.

Estas dos clases de productos son particularmente relevantes dado el abrupto incremento tanto de los Activos en Gestión (*Assets under Management (AuM)*) para los OICVMs alternativos como del tamaño del mercado de productos estructurados. Los OICVMs alternativos han experimentado un aumento significativo desde 2007 con un aumento del 325% en AuM desde 20 billones de euros a 85 al final del 2012. El volumen de productos estructurados vendidos a inversores minoristas descendió desde los 250 billones en 2007 a cerca de 110 millones en 2012, para volver a aumentar a 770 a finales del año pasado debido fundamentalmente al empuje del mercado alemán.

La *retailisation* o venta de productos complejos a inversores minoristas, no obstante sus potenciales beneficios, ha sido observada de cerca por los supervisores de los mercados de valores dado el incremento de los riesgos que podría suponer para el sistema financiero. Desde el punto de vista de la protección del inversor, los inversores minoristas pueden encontrar dificultades para entender el perfil de riesgo/retorno de los productos complejos y adoptar las adecuadas decisiones de inversión, con el riesgo de tener que hacer frente a pérdidas inesperadas que pueden llevarles a plantear una reclamación lo que, a su vez, implica un riesgo reputacional para los emisores, y la pérdida de confianza en el marco regulatorio, y en general, en los mercados financieros.

1. OICVMs alternativos (*Alternative UCITs*)

Los OICVMs alternativos son aquellos que cumplen la legislación comunitaria que, dentro de ciertos límites, permite una política de inversión alternativa. No existe una única definición generalmente aceptada para los OICVMs alternativos. Pueden ser definidos como OICVMs que utilizan derivados o toman posiciones cortas, u OICVMs con un alto nivel de apalancamiento. El informe opta por incluir dentro de la definición a aquellos OICVMs que implementan estrategias de inversión alternativas similares a las de los *hedge funds* como, por ejemplo, movimientos corto/largos.

Desde el punto de vista de la protección del inversor, los inversores minoristas pueden no ser capaces de entender los riesgos asociados con las estrategias complejas y los instrumentos utilizados por los OICVMs.

Un análisis empírico del comportamiento de los OICVMs alternativos demuestra que, entre 2006 y 2012, los rendimientos medios eran de un 3% para una muestra de alrededor de 600 fondos. Sin embargo, la volatilidad de estos rendimientos era elevada, especialmente durante la crisis del 2007 y 2008 y, en menor medida, en 2010 y 2011. En consecuencia, el rendimiento o retorno de la inversión ajustado por el riesgo (*risk-adjusted return*), calculados según el índice *Sharpe* (que mide el exceso de beneficio en relación con el riesgo, es decir, la prima de riesgo) eran cercanos a 0 cuando se tenían en cuenta los últimos 5 años. Tales resultados eran consistentes con la

clase de estrategias implementadas por esos fondos.

En comparación con *hedge funds* que no son OICVMs, (aquellos que no cumplen los requisitos de la legislación comunitaria), los OICVMs alternativos proporcionan menos beneficios pero exponen a los inversores a una volatilidad y a unas pérdidas esperadas también inferiores durante los periodos de recesión. Cuando se comparan los OICVMs alternativos con los fondos tradicionales de acciones o de índices sobre bonos, el retorno de la inversión ajustado por el riesgo (*risk-adjusted return*) es más elevado para los fondos tradicionales, especialmente para los fondos que emulan índices sobre bonos. Sin embargo, el VaR (*Value at Risk*) -que mide el riesgo de máxima pérdida esperada del valor calculado *mark-to-market* en un determinado periodo- ha sido inferior para OICVMs alternativos desde mediados de 2009, sugiriendo que los inversores en OICVMs alternativos están menos expuestos a pérdidas en los periodos en que las bolsas están a la baja.

2. Productos estructurados.

Son definidos como aquellos productos de inversión en los que el retorno/rendimiento de la inversión está vinculado al comportamiento de uno o más índices, precios o tipos subyacentes de referencias, y se calcula según una fórmula predefinida que determina el comportamiento futuro en cualquier posible escenario.

El estudio concluye que, para comprender los riesgos y retornos de la inversión en productos estructurados, es necesario un sustancial conocimiento financiero y acceso a los datos de los mercados. En particular, el análisis empírico -basado en una muestra de 76 productos vendidos en la UE- demuestra que los productos estructurados son vendidos a inversores minoristas con una sustancial prima de emisión a abonar por el inversor minorista de alrededor del 4,6 % del valor nominal (valor nominal) del producto. Además, cuando el riesgo de crédito del emisor está incluido en la prima de emisión, ésta puede llegar hasta el 5.5%.

Dado que los inversores minoristas pueden no tener los conocimientos y experiencia necesarios para valorar el comportamiento de los productos estructurados, pueden encontrarse con el riesgo de tener que hacer frente a pérdidas inesperadas. En particular, puede resultar especialmente difícil para los inversores minoristas realizar el análisis del riesgo de crédito del emisor que incluyen los productos estructurados.

La información oportuna sobre las características de cada producto estructurado a facilitar a los inversores minoristas debe ser mejorada e incluir: i) un mayor grado de transparencia en relación al total del coste de los productos estructurados que incluya los costes integrados en el precio de venta; ii) información detallada que explique los riesgos de cada producto, en particular el riesgo de crédito del emisor y su posible cuantificación.

Si se observan los retornos actuales de las inversiones en productos estructurados, el comportamiento de éstos en los últimos años ha sido inferior que el de los productos con menor riesgo de pérdida (*risk-free rate*). Mientras los resultados han sido menos negativos para productos estructurados vendidos antes de la crisis financiera, los resultados cualitativos en diferentes periodos de tiempo son similares: los productos estructurados tienen de media un retorno de la inversión más bajo que los productos con menor riesgo.

Si usted quiere leer el documento completo de ESMA sobre retailisation, por favor, haga click en: http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-326_economic_report_-_retailisation_in_the_eu_0.pdf