



## **INSTRUMENTOS FINANCIEROS (BCU - Circular 2015)**

Este documento tiene por objeto realizar una descripción general de las clases de instrumentos financieros que Banco Itaú Uruguay S.A. pone a disposición de sus clientes, estableciendo las características y riesgos de cada una de ellas, dando cumplimiento a lo dispuesto por el art. 183.17 de la Circular 2015 del Banco Central del Uruguay.

Los instrumentos financieros o activos financieros suelen clasificarse en aquellos que generan derechos de crédito y aquellos que generan derechos de propiedad.

Estamos ante un derecho de crédito cuando el emisor del instrumento financiero se compromete a devolver el capital en los términos y condiciones previstos en el contrato de emisión. En este grupo se encuentran los instrumentos de deuda que se negocian en los mercados financieros y que se denominan bonos. Asimismo, se incluyen en este grupo, los depósitos en instituciones financieras, (depósitos a la vista, a plazo fijo y certificados de depósito, entre otros) algunos de los cuales son negociables en mercados secundarios y otros no. En general se agrupan estos instrumentos dentro del nombre "Renta Fija".

Los derechos de propiedad no generan la obligación del emisor de devolver o de repagar el capital, sino que generan derechos residuales, esto es a participar en los beneficios de la inversión, si los hay, y a asumir las pérdidas por hasta el monto del capital aportado. Una acción o un certificado de oro, son ejemplos de este tipo de activos.

Los instrumentos derivados conforman una categoría de instrumentos financieros que se caracterizan por que su valor deriva de otro activo financiero. Se incluyen en esta categoría los contratos a término (denominados forwards en inglés) los futuros, las opciones y los "swaps" o contratos de intercambio.

### **ACCIONES**

Una acción representa un derecho de propiedad sobre una fracción del capital de una sociedad, que adopta la forma jurídica de sociedad anónima. Su titular, denominado accionista, en su carácter de propietario, tienen diversos derechos entre ellos: derecho sobre las utilidades, que cuando son distribuidos adoptan el nombre de dividendos, derecho sobre el valor remanente de la sociedad en caso de liquidación, derecho de voto en las Asambleas de Accionistas, así como otros derechos como lo son a vía de ejemplo, el derecho de preferencia y a acrecer y el derecho de fiscalización, que se regulan por la legislación vigente en la jurisdicción de la sociedad. Cabe señalar que algunas compañías emiten diferentes clases de acciones, con diferentes derechos, en particular en relación al derecho de voto.

Las principales características de una acción común, en tanto instrumento financiero, son su carácter residual y la responsabilidad limitada del accionista al monto del capital invertido.

Cuando una sociedad emite acciones, recibe fondos en contrapartida de la entrega de las acciones. Luego de esta venta, las acciones pueden ser negociadas en los mercados secundarios, a través de los cuales los inversores compran o venden acciones entre sí, y la sociedad no recibe ningún ingreso a partir de estas transacciones.

El precio de las acciones en el mercado secundario depende de la oferta y demanda. Por este motivo, el precio de las acciones cambia permanentemente, por lo que el accionista puede observar que el valor de su inversión aumenta o disminuye rápidamente, motivo por el cual se entiende que se trata de una inversión de gran volatilidad.

## **ACCIONES PREFERIDAS**

Las acciones preferidas son un tipo de acción que tiene privilegios sobre las acciones comunes en el pago de dividendos y en la liquidación de activos. Generalmente, a los tenedores de este tipos de acciones se les pagan los dividendos antes que a los tenedores de acciones comunes de la misma empresa.

En caso de liquidación de la compañía emisora estos accionistas tienen prioridad sobre los accionistas comunes en la liquidación de los activos. Las acciones preferidas usualmente no poseen derechos de voto sobre las decisiones realizadas en la empresa, mientras que las acciones comunes si otorgan estos derechos.

Una acción preferida es un instrumento financiero híbrido que puede, según la situación particular del emisor y de mercado, adoptar un comportamiento asimilable a instrumentos de renta fija pero puede bajo algunas circunstancias tener un comportamiento asimilable a las acciones comunes. Por lo tanto los riesgos asociados a una inversión en este tipo de instrumentos son superiores a los de invertir en instrumentos de renta fija.

Los dividendos que pagan las acciones preferidas son definidos mediante un porcentaje sobre el valor nominal de la acción. En general el pago de los mismos puede ser postergado por decisión del emisor sin que esto constituya un evento de incumplimiento (default), en algunos casos los dividendos se acumulan manteniendo el inversor el derecho sobre ellos y en otros casos no se acumulan, es decir cuando la compañía retoma el pago de los mismos no esta obligada a cumplir con los dividendos no pagos en el periodo de suspensión.

Otra característica de estos instrumentos es que en general tienen incorporada una opción de recompra por parte del emisor a un precio y a partir de determinada fecha también establecidos en el contrato de emisión.

## **BONOS**

Los bonos son instrumentos de deuda emitidos por empresas, gobiernos, municipios y otros agentes. Mediante la adquisición de los bonos en los mercados primarios los inversores prestan recursos a las empresas, gobiernos u otro tipo de organismos. Estos reciben el dinero y pagan un interés por el período de tiempo que se extiende desde la emisión del bono (inicio de período de préstamo) hasta la fecha de vencimiento, oportunidad en que se paga el capital. Los bonos se diferencian de los préstamos acordados entre, por ejemplo, un banco y una empresa, en dos aspectos principales: el deudor no conoce ni identifica a los acreedores (los inversores), y éstos pueden traspasar sus derechos de crédito a otros inversores sin necesidad de mantenerlos hasta vencimiento, operando en el llamado "mercado secundario". En este sentido, mientras un préstamo bancario es un activo básicamente ilíquido, un bono es un instrumento que está diseñado para que pueda ofrecer liquidez a los inversores.

### Riesgo y retorno derivado de la inversión en bonos.

Se entiende por retorno o rendimiento la ganancia expresada como porcentaje del capital invertido. Hay diversas formas y convenciones para medirlo.

- El "*rendimiento de cupón*", es el que se obtiene aplicando la tasa del interés sobre el valor nominal. Este rendimiento permanece igual durante la vida del bono, y es denominado "rendimiento de cupón" (coupon yield).
- El "*rendimiento corriente*" (*current yield*) se calcula de la misma forma, pero sobre el valor de mercado del bono.
- El *rendimiento a vencimiento* (*yield to maturity*) incluye todo el dinero que el inversor recibe, desde el momento de la compra hasta el vencimiento, asumiendo que los fondos recibidos se reinvierten a la misma tasa de rendimiento del bono.
- El "*rendimiento en el periodo de tenencia*" (*holding period return*) es el rendimiento total que obtuvo el inversor en el periodo que mantuvo el bono en su propiedad, teniendo en cuenta tanto los ingresos por cupones y amortizaciones como la diferencia entre el precio de compra y el de venta o amortización total.

Cada instrumento establecerá en su contrato de emisión la forma de cálculo para los intereses y otros pagos comprometidos en el contrato.

Los riesgos asociados a una inversión en renta fija son los siguientes:

- *Riesgo de mercado o riesgo tasa de interés:* dado que los instrumentos de renta fija (y en general todos los activos financieros) se valúan sumando el valor actual de los flujos de caja futuros asociados a dicho activo, un movimiento al alza en los tipos de interés afectará negativamente el precio en el mercado. Una medida aproximada de la relación entre la tasa de interés y el precio del bono es la “duración” y es por lo tanto una medida del “riesgo tasa de interés”. Cuanto mayor es la duration de un instrumento mayor es el impacto sobre su precio de un cambio de las tasas de interés.
- *Riesgo de reinversión:* cuando el horizonte de inversión no coincide con el plazo del instrumento, en este caso si uno invierte a corto plazo pero su horizonte es de más largo plazo, en un escenario de tasas a la baja, la reinversión se hará en esas condiciones.
- *Riesgo de contracción o extensión de vencimiento:* algunos instrumentos de renta fija pueden incluir en el contrato de emisión opciones de recompra parcial o total por parte del emisor o estar estructurados de tal forma que la amortización del capital no pueda preverse con exactitud.
- *Riesgo de crédito o riesgo de default:* es el riesgo de que el emisor incumpla lo establecido en el contrato de emisión en general no cumpliendo en tiempo y forma con los pagos establecidos. Un indicador de este riesgo es la calificación que compañías como S&P, Fitch o Moodys hacen de cada instrumento.
- *Riesgo inflación o poder de compra:* en caso de invertir en bonos nominales el efecto de la inflación en la moneda de denominación del bono deteriora el poder de compra de la misma, por lo tanto el rendimiento real de la inversión puede ser negativo.
- *Riesgo de liquidez:* en el caso que el inversor desea vender el activo antes de su vencimiento se puede dar que el precio que se consiga para el mismo este por debajo de su valor justo. Este aspecto esta relacionado, entre otras cosas, con el tamaño de la emisión original y las características del emisor. Una medida de este riesgo puede ser la distancia entre el precio ofrecido y el demandado en el mercado.
- *Riesgo cambiario:* en el caso de invertir en instrumentos denominados en una moneda diferente a la que el inversor mide su riqueza, los movimientos en el tipo de cambio pueden afectar negativamente el valor de dicha inversión en términos de la moneda de referencia del inversor.
- *Riesgo político o legal:* los emisores de los títulos pueden verse impedidos de cumplir con lo establecido en el contrato de emisión por alguna determinación gubernamental del país en cuya jurisdicción se haya emitido el instrumento o en el país donde se desarrolle su actividad. Se pueden dar también cambios en materia tributaria que afecten a los instrumentos o cambios regulatorios que afecten la inversión en dichos instrumentos.
- *Riesgo de “eventos”:* es el riesgo de que la habilidad del emisor para cumplir en tiempo y forma con los pagos previstos en el contrato cambie a causa de algún evento serio e inesperado por ejemplo en el caso de desastres naturales, sociales o en el caso de reestructuras corporativas.

No todos los instrumentos de renta fija exponen al inversor a todos estos riesgos, dependerá de las características particulares de cada instrumento (tipo de emisor, mercado, tipo de cupón, grado de subordinación, garantías, moneda de denominación, etc.).

## **FONDOS MUTUOS**

Los fondos mutuos son compañías de inversión que reúnen fondos de accionistas o cotapartistas y los invierten de acuerdo a un objetivo de inversión preestablecido. La forma jurídica de estas compañías depende de la legislación vigente en cada país, siendo las más habituales los trusts y las sociedades de inversión de objeto exclusivo.

Los fondos ponen a disposición de los inversores los beneficios de la diversificación. En la medida que el inversor adquiere una cuota parte indivisa de un portafolio de inversiones, puede acceder a una diversificación eficiente aun con un monto de inversión pequeño, dado que su capital se suma al aportado por muchos otros inversores. De esta forma es posible acceder a activos que no están al alcance de una inversión individual, a la vez que se reducen los costos operativos y de una administración especializada. El inversor que adquiere un fondo está adquiriendo en forma indirecta los activos subyacentes en los que invierte el fondo.

### Tipos de fondos

Los fondos pueden clasificarse de acuerdo a su organización, objetivo de inversión y estilo.

De acuerdo a su organización, suelen distinguirse dos tipos de fondos: los fondos abiertos y los fondos cerrados.

Los fondos abiertos se caracterizan por que su portafolio de inversión no está acotado, y puede ser aumentado por nuevos aportes y disminuido por el retiro de otros. En ciertas oportunidades fondos abiertos permanecen cerrados a nuevos inversores, dado que han adquirido un tamaño que hace difícil su administración en forma eficiente. Sin embargo, permiten la salida de inversores y aceptan nuevos aportes de los inversores existentes.

Un fondo cerrado esta compuesto de un número fijo de cotapartes y no aumentan y disminuyen la cantidad de acciones como lo hace un fondo abierto tradicional. En general podríamos asimilarlo en su comportamiento a una acción ya que estos fondos ofrecen un número limitado de acciones al mercado mediante una oferta publica inicial (IPO por su sigla en inglés), luego de esta oferta las cotapartes del fondo se operan en el mercado secundario. El precio de la cotaparte del fondo cerrado se fija por la oferta y demanda de la misma, por lo que el precio de esta puede estar por encima o por debajo del valor de los activos netos del fondo (NAV).

De acuerdo al tipo de activos, las principales categorías que se distinguen son: fondos de acciones, fondos de bonos, y fondos del mercado de dinero ("money market funds"). Adicionalmente se encuentran los fondos balanceados que combinan acciones y bonos. En cada categoría, la selección de los activos se realiza de acuerdo a los objetivos planteados en el prospecto de emisión y a la estrategia de cada administrador.

Los resultados derivados de dividendos, intereses y apreciación del capital pueden ser distribuidos o reinvertidos en los propios fondos.

Los fondos de money market se plantean como objetivo mantener estable el valor de cada acción o cuota parte en \$1, por lo que son considerados alternativos al dinero.

### Apalancamiento

Algunos fondos de inversión tienen la posibilidad de "apalancarse", es decir tomar prestado dinero para financiar la compra de activos. Esta actividad hace que el fondo sea más riesgoso ya que potencia los resultados en ambas direcciones. El apalancamiento (o "leverage" en inglés) se puede dar tanto en fondos abiertos o cerrados y puede tomar la forma de un préstamo o alguna otra forma más sofisticada utilizando por ejemplo instrumentos derivados.

### Valor del fondo

El valor de cada acción o cotaparte de un fondo se denomina "NAV - Net asset value" y se determina como el valor de mercado de la cartera de activos del fondo menos el valor de las deudas, dividido entre el número de acciones o cotapartes y se determina al cierre de la jornada bursátil diaria. Todas las compras o ventas de acciones/cotapartes del fondo se liquidan a ese valor.

## Familias de fondos

Las compañías de fondos mutuos habitualmente ofrecen la posibilidad de invertir en múltiples fondos con distintos objetivos que son miembros de la familia.

## Cargos derivados de la administración y venta de los fondos

Los gastos operativos del fondo se consolidan en el ratio de gastos (expense ratio) que incluye los cargos de administración, inversión, marketing y distribución y se cobran sobre el valor neto de activos del fondo.

Los inversores pagan cargos de venta que pueden asumir diversas modalidades y se reflejan en las diferentes clases de acciones que se pueden adquirir. Algunos fondos cargan penalidades por una salida temprana que busca desincentivar la entrada y salida de inversores que finalmente terminen afectando las políticas de inversión del fondo.

## **NOTAS ESTRUCTURADAS**

Una nota estructurada es un vehículo de inversión que combina varios instrumentos financieros en uno para obtener determinados escenarios de pagos y perfiles de riesgo/retorno que un inversor difícilmente obtendría con instrumentos individuales, esto se da por diferentes motivos, ya sea porque realmente no existe tal instrumento, por temas regulatorios, por el grado de sofisticación o cualquier otra restricción para obtener la exposición directamente.

En general las notas están compuestas de un instrumento de renta fija y uno o más instrumentos derivados. Estos instrumentos pueden brindar exposición a diferentes subyacentes: acciones, índices de acciones, tasas de interés, una moneda o una canasta de monedas, créditos, commodities, índices de commodities o canastas de commodities, hedge funds y otros.

Las notas pueden tener características muy variadas ya que se trata de combinaciones de instrumentos, resultando en infinidad de variantes.

En general podríamos dividir las notas estructuradas en dos grandes categorías, las que por algún mecanismo ofrecen protección o garantía total o parcial de capital a su vencimiento y las que no lo hacen.

Cabe destacar que en muchos casos el capital esta protegido como consecuencia de la propia estructura de la nota y en otros casos esta garantizado por alguna entidad, que figura como garante ("guarantor") de la operación. Las notas con capital protegido pueden tener cláusulas que establezcan condiciones en las cuales dicha protección no opera. En el caso de las notas que son garantizadas por un tercero ("guarantor") deberá evaluarse también la calidad del emisor de la garantía y si la misma está condicionada por algún motivo.

## Riesgos de invertir en notas estructuradas

### Riesgo de mercado

El riesgo de mercado en una nota estructurada depende de cómo su precio se ve afectado por los movimientos de las variables que afectan a los activos subyacentes a la nota.

Por ejemplo, si la nota esta compuesta por un bono cupón cero y por una posición en un derivado de un commodity, el precio de la nota sufrirá variaciones, por un lado, en función a las variables que afectan normalmente el precio de un bono cupón cero, es decir las tasas de interés de referencia y la calidad crediticia del emisor y por otro lado por el movimiento en las variables que afectan al derivado del commodity, en este caso principalmente por la volatilidad del precio del subyacente y el nivel de precio del commodity entre otros.

Dada la enorme cantidad de posibles combinaciones de activos que pueden incluirse en una nota, es fundamental la correcta identificación de todas las fuentes de riesgo que surgen de dicha composición. En general la volatilidad de él o los activos subyacentes en los derivados que componen la nota es una importante variable en la valuación de las notas.

### Riesgo de crédito

Generalmente el riesgo de crédito en una nota estructurada es afectada por la probabilidad de no pago del emisor del componente de renta fija de la estructura. A pesar de que este puede ser un agente “libre de riesgo de crédito” (Ej. Bono cupón cero del Tesoro Americano), el emisor de la nota actúa generalmente como agente de pago y debe tenerse en cuenta la calidad del mismo, existiendo hoy en día mecanismos eficientes para mitigar este riesgo.

### Riesgo liquidez

En general las notas estructuradas son ilíquidas, ya que se trata de emisiones pequeñas y en algunos casos este factor junto con su complejidad hace difícil la existencia de un mercado secundario. De hecho en la mayoría de los casos es solamente el emisor que se compromete, en situaciones “normales” de mercado, a poner un precio de compra y venta para el instrumento. Es por esto que en general quien va a invertir en este tipo de instrumentos debe tomar en cuenta especialmente su horizonte de inversión y sus posibles necesidades futuras de liquidez.