





## 19. INNOVACIÓN FINANCIERA Y AHORRO FAMILIAR

**Juan Carlos Ureta, Presidente. Renta 4**  
**Jesús Sánchez-Quiñones, Director General. Renta 4**

### 1. INTRODUCCIÓN

Posiblemente las tres últimas décadas, los ochenta y los noventa del pasado siglo y los diez primeros años de este siglo, constituyen el periodo de mayor innovación financiera conocido en la historia. Esa ola de innovación ha sido provocada por una serie de factores, cuya coincidencia en el tiempo es difícilmente repetible. La caída continuada de los tipos de interés desde niveles de dos dígitos a principios de los ochenta hasta los actuales niveles muy moderados, la desregulación del sector bancario y de los mercados de capitales, la poderosa irrupción de las nuevas tecnologías de la información, la creciente globalización de los mercados financieros y el acceso a esos mercados de millones de personas, en tiempo real, facilitada por los nuevos canales, han determinado cambios e innovaciones en el escenario financiero que ni siquiera los más visionarios podrían haber pronosticado hace tan solo tres décadas.

El objetivo de este trabajo es entender bien las implicaciones de esa oleada de innovación para el ahorro familiar, y estudiar el impacto, seguramente trascendental, que va a tener en los hábitos de ahorro y en la inversión de ese ahorro. Realizamos este estudio tras la explosión de la mayor crisis financiera vivida desde 1929, con esa crisis todavía en curso, y por tanto sin que los efectos de la misma estén aun debidamente sedimentados. No obstante, la ventaja de escribir en este contexto es que podemos ver con mayor realismo no solo las partes positivas de la innovación, sino también sus riesgos y sus peligros.

De entre los factores antes señalados como determinantes del proceso de innovación financiera, tal vez el más relevante haya sido la caída continuada de los tipos de interés desde niveles de dos dígitos a principios de los ochenta hasta los actuales niveles. Esa caída se aprecia muy bien en el gráfico de los tipos de interés del bono del Tesoro americano en los últimos veinte años.

#### *EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL BONO DEL TESORO DE EE.UU.*

La caída de los tipos de interés movió al sector bancario a buscar fórmulas para retribuir mejor al ahorro, en un intento de captar más clientes. Por otro lado, esa caída y la liberalización de las comisiones de intermediación castigaron mucho los márgenes de los Bancos y operadores financieros, y estimularon la búsqueda de nuevos productos y servicios que ampliasen los ingresos. En consecuencia, la innovación financiera ha sido más un movimiento de oferta que de demanda. Ha sido el sector bancario y financiero el que ha buscado la innovación, para mejorar la retribución del ahorro y para buscar nuevas fuentes de ingresos y mayores márgenes. Pero sin duda esa búsqueda de nuevas líneas de negocio ha beneficiado al cliente, al ahorrador y al inversor, al poner a su disposición alternativas y fórmulas de inversión más variadas.

La consecuencia del proceso tan intenso de innovación financiera vivido en estas tres décadas ha sido una expansión sin precedentes del sector financiero y bancario, dando lugar a la llamada «edad de oro de las finanzas». En 1980 los activos



financieros (acciones, bonos y depósitos bancarios) sumaban en su conjunto alrededor del 100% del PIB en las economías avanzadas. En 2007 esa cifra era superior al 400% en Estados Unidos, Reino Unido y Japón. Durante ese periodo el crédito se expandió rápidamente en relación al PIB, alcan-

zando más del 300% en su apogeo. En el Reino Unido los beneficios de los intermediarios financieros, que en los años setenta habían tenido un promedio del 1,5% del total de los rendimientos de la economía, alcanzaron el 15% en 2008. Esta cifra era aun mayor en Estados Unidos.

## RENTABILIDAD DEL BONO DEL TESORO DE EE.UU.



Tras el pinchazo de la burbuja de crédito en el año 2007, algunas voces han criticado esta dimensión excesiva del sector financiero, con cierta razón, ya que en el extremo lo financiero no puede estar nunca por encima de la economía real, sino que debe estar a su servicio. Sin embargo, junto a los aspectos negativos, es forzoso reconocer que el crecimiento y extensión del sector financiero ha tenido muchos aspectos positivos, y con toda certeza el enorme crecimiento de la economía global en las últimas décadas no habría sido posible sin las innovaciones financieras.

## 2. INNOVACIÓN FINANCIERA Y AHORRO FAMILIAR: UNA RELACIÓN DIFÍCIL, PERO NECESARIA, EN LOS ACTUALES MERCADOS DE CAPITALES

La relación de la innovación financiera con el ahorro familiar no es, por tanto, sencilla.

Por un lado, la innovación ha tenido siempre como objetivo fomentar el ahorro familiar, impulsarlo, al procurar ofrecer mejores rendimientos y mayor seguridad. Por otro lado, muchos de los productos lanzados en base a la innovación no han sido debidamente utilizados o debidamente comprendidos, y han generado problemas, y en ocasiones graves pérdidas a ahorradores e inversores que ni siquiera sabían en que estaban invirtiendo su dinero.

Tras la crisis de 2008 en los mercados financieros, que alcanzó su punto álgido con la quiebra de Lehman, se ha generado, de hecho, una gran desconfianza hacia los llamados productos estructurados y hacia los productos complejos en general. Sin embargo, como pasa en toda innovación, esos productos, debidamente entendidos y debidamente utilizados pueden, sin duda, ofrecer alternativas válidas para cierto tipo de inversores o para una parte de las carteras de inversión.



Esto es lo que hace que, en definitiva, la innovación siga su curso y sea, de alguna manera, imparable.

La necesidad de la innovación financiera es aun mayor a la luz de los cambios experimentados por los mercados de capitales en las tres últimas décadas.

Hoy nos encontramos con mercados financieros de inversión que funcionan prácticamente 24 horas al día, en los que millones de participantes están informados en tiempo real de lo que pasa en ellos y pueden transmitir sus órdenes de compra o venta también en tiempo real y de forma automática, sin pasar siquiera por una conversación previa con su entidad financiera. Muchas veces las decisiones responden a impulsos motivados por informaciones, noticias o estados de opinión mediáticos, impulsos que al ser seguidos de manera simultánea por millones de personas, aceleran y amplifican los movimientos de los mercados, y crean dinámicas que se autoalimentan, ya sean al alza o a la baja. Esas dinámicas, muchas veces, no responden a cambios en la realidad económica o financiera subyacente, pero generan movimientos bruscos que, inevitablemente, afectan a los inversores. Por eso la volatilidad de los mercados ha crecido de forma extraordinaria.

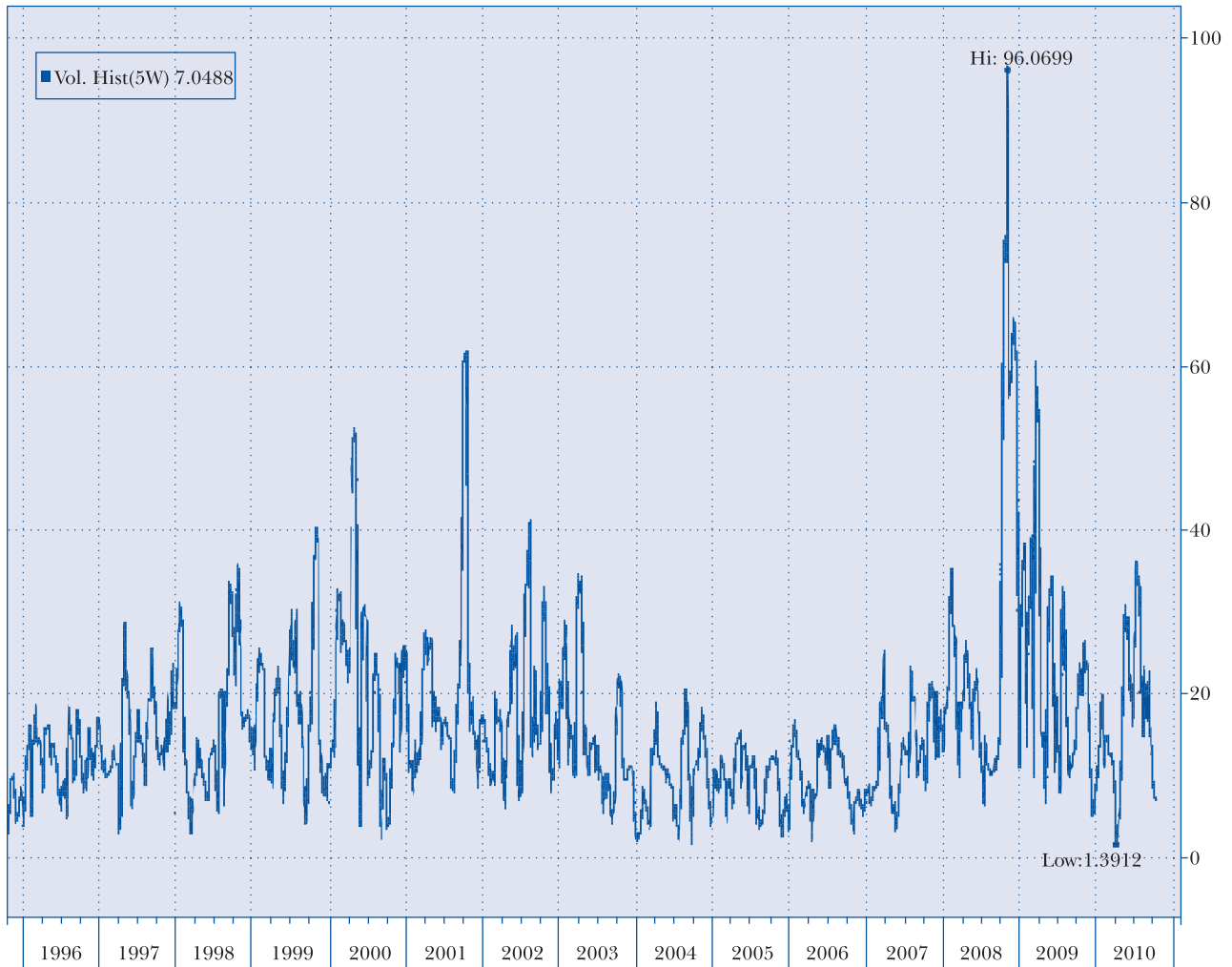
En este entorno de extrema volatilidad, la innovación financiera ha ido creando instrumen-

tos para moderar el impacto de la volatilidad en las carteras de inversión o para aprovechar la propia volatilidad, pero, de nuevo, son instrumentos cuya comprensión por los inversores no es fácil, y muchas veces han provocado más problemas que beneficios.

El problema normalmente radica en que las innovaciones nacen para un segmento de inversores reducido, de alto nivel de conocimiento financiero y de patrimonio elevado, a los que se les pueden explicar de forma individualizada los riesgos del producto o sus elementos básicos, pero luego se popularizan, y, al popularizarse, disminuye la capacidad de trasladar debidamente a los inversores las características del producto, ya sea porque las redes de distribución no están suficientemente preparadas, o ya sea porque realmente la complejidad técnica del producto hace difícil explicarlo si no hay una relación muy personalizada.

Aparecen así dos retos de la innovación. El primero es el reto que tenemos las entidades financieras para diseñar productos que se puedan explicar y comercializar bien. El segundo es el reto regulatorio de proteger debidamente al inversor en un mercado que es ya de hecho masivo (mass market) y que requiere una labor pedagógica de difusión y una labor supervisora de la actuación de los operadores.

## VOLATILIDAD HISTÓRICA DEL S&P 500



### 3. PRINCIPALES TIPOS DE INNOVACIONES FINANCIERAS DESDE EL PUNTO DE VISTA DEL AHORRO FAMILIAR

Vamos a diferenciar dos tipos de innovaciones financieras en lo que al ahorro familiar se refiere.

a) Un primer tipo de innovaciones se da en el ámbito de la contratación y nace de la contratación electrónica y del acceso on line a los mercados. La posibilidad de que el «routing» de las órdenes de compra o venta sea electrónico ha revolucionado los mercados de inversión. La contratación electrónica, al permitir una enorme

velocidad en el proceso de órdenes y al posibilitar la utilización de algoritmos, multiplica las operaciones y la liquidez a través del «high frequency trading». Por su lado, el «on line trading», gracias a Internet, da a todo tipo de inversores, incluidos los particulares, acceso en tiempo real a los mercados globales de inversión, incluso a los más sofisticados, permitiéndoles ejecutar de forma inmediata y prácticamente en cualquier mercado sus órdenes de inversión. Los cambios que esta facilidad de acceso ha propiciado son enormes, y serán aun mayores en el futuro. Uno de esos cambios es que el ahorrador contempla ya de forma ordinaria la posibilidad de invertir



en otros países o zonas económicas, incluidas las emergentes. Otro cambio es el incremento, ya comentado, de la volatilidad y de los movimientos bruscos del mercado, debido a los comportamientos gregarios de todo colectivo. Es obvio que los volúmenes de contratación en los mercados han crecido de forma espectacular.

b) El segundo tipo de innovaciones son las del ámbito de la gestión y de los productos financieros. En este ámbito han ido apareciendo sucesivamente productos y servicios, la mayor parte de ellos basados en la utilización de los derivados. La popularización y el uso creciente de los derivados financieros es una de las grandes innovaciones de este periodo. Pese a las críticas recibidas, los derivados se han hecho indispensables en los actuales mercados de inversión y por ello incluso inversores como Warren Buffet, que calificó a los derivados como «armas financieras de destrucción masiva», utilizan de forma habitual los derivados para gestionar debidamente los riesgos y para optimizar el rendimiento.

De los derivados nacen innovaciones como la llamada «gestión pasiva», cuyo origen es la famosa obra de Burton Malkiel «A random walk down Wall Street», que llevó a crear Fondos de inversión que replicaban la composición de índices de Bolsa, de forma que el inversor podía invertir en las acciones que componen esos índices de forma sencilla y barata. Al limitarse el Fondo a replicar un índice, se rebajan las comisiones de gestión de forma sustancial. También utilizan derivados los llamados Fondos garantizados, en los que se asegura al inversor el capital invertido, o los «productos estructurados», en los que el ahorrador invierte en una combinación de activos y de derivados sobre esos activos, en un solo instrumento, o la gestión alternativa, que busca rentabilidad absoluta, no direccional. E igualmente los utilizan los ETF's, es decir, los Fondos cotizados en Bolsa, que son una evolución de la gestión pasiva iniciada, pero van más allá, porque el Fondo que replica un índice o una categoría de activos cotiza de forma continua en la Bolsa como si fuese una acción.

Más adelante comentaremos todas estas innovaciones con más detalle pero, como decíamos,

hay en todas ellas una pauta muy repetitiva: nacen para un segmento de inversores reducido y luego se popularizan, cuando la industria decide crear instrumentos de acceso fácil y que se puedan distribuir a través de las redes bancarias o financieras a un público amplio.

Si en general la relación entre innovación financiera y ahorro familiar es de por sí complicada, en España lo es aun más, dado que el ahorro familiar español ha estado muy acostumbrado al depósito bancario y tiene menor experiencia que otros países en la inversión en mercados financieros. Sin que todavía haya una clara cultura de inversión en renta variable, estamos pasando ya al mundo de la innovación financiera.

#### **4. LA REVOLUCIÓN DEL ON LINE TRADING Y DE LA CONTRATACIÓN ELECTRÓNICA. LOS DERIVADOS Y EL INVERSOR INDIVIDUAL. EL «FLASH CRASH» DE MAYO DE 2010**

A mediados de la década de los noventa se produce la llamada revolución de la inversión *on line*. El operador americano Charles Schwab, especializado en inversores minoristas, lanza su *website* transaccional, bajo el nombre *schwab.com*, en julio de 1995, a la vez que otros muchos operadores empiezan a ofrecer también servicios de compra-venta de valores e instrumentos financieros *on line*, y a partir de ahí viene la explosión del *on line trading*. El acceso en tiempo real a mercados globales y a derivados sobre todo tipo de subyacentes crea un nuevo mundo en la inversión financiera para los particulares.

Uno de los mercados que más se ha potenciado a través del *on line trading* es precisamente el de futuros y opciones, es decir, el de derivados. Gracias al acceso *on line*, los mercados de derivados de opciones y futuros atraen tanto a inversores institucionales como a inversores individuales. En el caso español, desde el inicio del mercado de futuros financieros a principios de los años 90, se acercaron al mismo un número creciente de inversores personas físicas, pese a ser un mercado sofisticado, pero fue la llegada de internet



la que propició un elevado incremento del número de inversores que operan en este tipo de mercados por la facilidad de acceso y la posibilidad de disponer de los precios de cotización en tiempo real.

Los derivados financieros ofrecen ventajas enormes para el inversor minorista, pero también plantean riesgos. Las ventajas esenciales son que permiten al inversor particular el acceso a ciertos mercados como las materias primas (commodities) o las divisas, a los que de otra forma le sería difícil acceder, y a la vez le permiten apalancarse, es decir, financiar una parte elevada de su inversión directamente en el mercado. Los derivados permiten una gran facilidad de decisión y una ejecución muy rápida. El problema es que requieren una labor pedagógica previa, muy intensa, ya que el inversor debe entender bien cual es el riesgo real que está tomando, que es muy superior al dinero que pone como garantía, ya que los derivados funcionan con un alto apalancamiento.

La importancia del inversor persona física ha sido tan relevante en el caso español que MEFF (Mercado Español de Futuros Financieros) diseñó un contrato específico para el cliente minorista: el futuro MiniIBEX. Su tamaño es una décima parte del futuro principal. Asimismo, las opciones sobre IBEX se diseñaron con un multiplicador de 1 euro para poder dar también cabida a este importante segmento de inversores individuales.

En ambos productos, futuro miniIBEX y opciones sobre el Ibex, el inversor persona física o minorista representa un porcentaje destacado del mercado, un 32% en el tramo enero-agosto 2010 para el Futuro MiniIbex y un 10% para las opciones IBEX. Estos porcentajes son superiores a los de participación del inversor individual en el mercado de contado de acciones, en el que el inversor minorista, según datos estimados derivados de la cifras de BME, no alcanza el 6% de cuota de mercado.

En lo relativo a derivados sobre acciones, su participación se desdibuja en términos de porcentaje sobre el volumen. Sin embargo, ello se

debe en gran medida a que en estos productos existe un alto porcentaje del volumen que procede de aplicaciones realizadas por inversores institucionales que no pasan por las posiciones de pantalla. De hecho, si se observa que porcentaje representa el inversor minorista sobre el volumen hecho en mercado sin contar las aplicaciones, representa un 41% en el caso de los futuros sobre acciones y un 11% en el de las opciones sobre acciones. Finalmente, para el producto de Futuro IBEX, el particular representa un 6% dado que es el producto sobre el que confluyen más intereses, y el principalmente empleado por inversores institucionales tanto nacionales como internacionales. A julio de 2010, el mercado MEFF tiene registradas 50.800 cuentas abiertas de inversores personas físicas.

Una modalidad reciente de los derivados son los llamados CFD's que han tenido un éxito notable en España.

Junto a la inversión *on line* de los particulares, la contratación electrónica ha permitido, a la vez, un extenso desarrollo de técnicas para ejecutar de forma mucho más automatizada las órdenes de los grandes inversores institucionales y cualificados. La utilización de algoritmos, los programas de *high frequency trading* y otras variantes similares han creado una enorme rapidez de ejecución y una gran sofisticación en la ejecución de órdenes.

De nuevo, estas mejoras técnicas generan riesgos. Ya en octubre de 1987, el día del famoso crash de la Bolsa de Nueva York, se pudo ver que la acumulación de órdenes vendedoras, amplificada por la venta de futuros y por la simultánea utilización de opciones de cobertura, había generado una dinámica a la baja totalmente irracional, creando una «bola de nieve» que se autoalimentaba a sí misma. Más recientemente, el 6 de mayo de 2010, la Bolsa de Nueva York volvió a vivir otro crash, esta vez un mini crash, cuando en pocos minutos el Dow Jones, el S&P y el Nasdaq cayeron fulminantemente sin explicación alguna, para luego recuperarse de forma igualmente rápida en lo que quedaba de sesión. La investigación posterior ha puesto de manifiesto que deter-



minadas órdenes de un Fondo de inversión libre (*hedge fund*), que se acumularon de golpe por efecto de los sistemas automáticos de *routing*, y que además se desviaron a las llamadas plataformas alternativas, fuera de las Bolsas oficiales, fueron las causantes de la caída súbita, ya que al ir las órdenes por plataformas alternativas y no por las Bolsas oficiales, no habían entrado en funcionamiento los «cortafuegos» habilitados en las Bolsas precisamente a raíz del crack de octubre de 1987 para ralentizar la contratación en estos casos. Se produjo así el llamado «*flash crash*».

Más recientemente, en octubre de 2010, la prensa económica se ha hecho eco de una sentencia de un juzgado de Oslo acusando a dos «*day traders*» (inversores que operan de forma intradiaria abriendo y cerrando posiciones de forma rápida) noruegos de haber manipulado el mercado basándose en la contratación algorítmica, y aprovechando los fallos del sistema de contratación algorítmica de un *broker* americano. La acusación del juzgado se centra en el daño que hacen al mercado en general este tipo de distorsiones de los precios.

Todas estas situaciones han reavivado el debate en torno a la contratación electrónica y sus peligros. Es obvio que un mercado como la Bolsa, que cumple la función esencial de valorar los activos, no puede estar sometido a estos vaivenes tan disparatados. Es obvio también que desde el punto de vista del ahorro familiar, este tipo de incidencias generan una enorme desconfianza, ya que el inversor minorista tiene la sensación, en parte justificada, de estar sometido a movimientos muy poco transparentes, que afectan a su toma de decisiones.

Por ello, es necesario poner medidas para evitar que la contratación electrónica unida a las plataformas que no son Bolsas organizadas, generen episodios de enorme inestabilidad o de manipulación de precios, cuyo efecto es destruir la confianza del ahorro familiar en los mercados financieros como canalizadores de la inversión.

Como conclusión, las innovaciones en el ámbito de la contratación han sido muy positivas, pero desde luego han generado riesgos y problemas que deberían evitarse en el futuro.

## 5. LA GESTIÓN PASIVA O INDICIADA

Vamos ahora a abordar las innovaciones en el ámbito de la gestión patrimonial y de los productos de inversión. Empezaremos por al gestión pasiva.

La gestión pasiva de Fondos de Inversión, cuyo apóstol ha sido John Bogle, fundador de Vanguard Group, se basa en las ideas expresadas por Burton Malkiel en su obra «*A random walk down Wall Street*», según la cual los profesionales de la gestión no pueden batir al mercado, luego, si no pueden obtener una rentabilidad diferencial, no tiene sentido para los inversores pagar una comisión por su gestión. Nacen así los «*index funds*», como una especie de «*low cost*» de la gestión, ya que reducen mucho las comisiones de gestión.

No vamos a entrar en la discusión académica sobre las ventajas de la inversión pasiva, que ha generado abundante debate. Según datos de Morningstar para el mercado norteamericano, en los 10 últimos años los fondos de acciones indiciados han perdido un 2% anual, en tanto que los de gestión activa han ganado un 0,9% de media anual (Business Week 4 octubre 2010). Sin embargo en otros periodos ganan los de gestión pasiva. Hay por tanto argumentos tanto en favor de la gestión activa como de la pasiva, pero lo realmente importante es que la gestión pasiva ha enriquecido la oferta de productos al inversor, le ha dado una alternativa que antes no tenía, y eso en sí mismo es bueno.

La idea de la gestión pasiva, en sí misma simple, ha potenciado enormemente la inversión familiar en Fondos. Vanguard Group es hoy en día la mayor gestora de Fondos de Inversión en Estados Unidos, por delante de operadores más tradicionales. Su producto emblemático, el Vanguard 500 Index Fund, gestiona casi 90.000 millones de dólares.

## 6. LOS FONDOS GARANTIZADOS

En la segunda parte de la década de los noventa se empezaron a ofrecer por parte de la banca





española Fondos de Inversión que incorporaban garantía total o parcial del capital invertido. En un mercado tan conservador como el español, y en una década en la que hemos vivido dos de las mayores convulsiones de los mercados de la historia, a saber, la burbuja tecnológica y la burbuja inmobiliaria y de crédito, es normal que los Fondos garantizados hayan disfrutado de una enorme popularidad. Sin embargo, muchos inversores han comprobado que todo tiene su precio, y que el coste de la garantía de capital ha sido, a veces, el de no recibir en el vencimiento del producto ninguna revalorización ya que la subida de la Bolsa se había compensado con el coste de la garantía de capital.

En definitiva, la garantía de capital requiere comprar opciones put o técnicas de cobertura similares, y esto tiene un coste. Vemos aquí por un lado como la utilización de los derivados ha sido fundamental para acercar al ahorrador minorista la innovación financiera, y por otro lado los riesgos de no entender bien un producto, o los riesgos, a veces de una comercialización agresiva que hace que parezca gratuito lo que tiene un coste.

Pese a esas pequeñas decepciones, los garantizados siguen siendo un tipo de Fondos que gozan del favor de los inversores españoles. Según datos de Inverco, a 31 de agosto de 2010, los Fondos garantizados en España suponían un total de 49.000 millones de euros, es decir, un tercio del total de Fondos de Inversión españoles.

## 7. LOS PRODUCTOS ESTRUCTURADOS

Otro tipo de producto fruto de la innovación financiera, en parte similar a los fondos garantizados pero con características propias, son los llamados «productos estructurados».

El auge de los productos estructurados se produce en una coyuntura de tipos de interés muy bajos en todos los tramos de la curva y de una reducción de márgenes considerable en el negocio bancario. El nivel mínimo de los tipos de interés impide que los inversores más conservadores

puedan invertir, como tradicionalmente lo habían hecho, en depósitos o bonos con una rentabilidad nominal atractiva y bajo riesgo. Este escenario propició la aparición de «nuevos productos financieros» que con el empleo, de nuevo, de derivados permitían la posible consecución de rentabilidades atractivas siempre que no aconteciesen determinados eventos sobre el subyacente. Su venta ha sido masiva durante algunos años, sobre todo, pero no solo, a clientes de banca personal y banca privada.

Los productos estructurados surgen de la combinación de varios productos financieros, generalmente basados en un activo financiero con rentabilidad cierta (bono de renta fija, normalmente del Banco emisor, strips de deuda, letras del Tesoro, pagarés, depósitos,...), al que se le añaden derivados financieros (principalmente opciones) sobre diversos activos subyacentes (un índice de Bolsa, una materia prima, una divisa,...). La rentabilidad del producto estructurado vendrá determinada por los rendimientos generados por el instrumento financiero de rentabilidad predecible y los flujos financieros que las opciones generen en su caso.

La variedad de productos estructurados es casi ilimitada, al poderse diseñar prácticamente a medida para importes de emisión incluso inferiores al millón de euros. Se pueden clasificar de diversas formas en función de varios conceptos.

En función de la garantía que proporcionan al inversor.

a) Productos Estructurados con garantía al 100% del capital invertido. El inversor cuenta con garantía del principal de la inversión, salvo quiebra del emisor o del garante de la emisión, siendo fija o variable la rentabilidad lograda al vencimiento del producto. La estructura del producto incluye opciones sobre cualquier tipo de subyacente, cuya evolución determinará la rentabilidad final del producto.

b) Productos Estructurados sin garantía o con garantía parcial del capital invertido. La rentabilidad esperada suele ser superior a la de productos con garantía total del capital invertido a cambio de un mayor riesgo. Algunas variantes son las siguientes:



- Capital garantizado en un determinado porcentaje, siempre que el nivel del activo subyacente no oscile más de un determinado porcentaje, o que no se alcance un determinado precio.
- «Reverse convertible». En caso de subida del precio del activo subyacente, la estructura produce una rentabilidad por encima de la de mercado. A cambio, el inversor corre el riesgo de percibir el nominal de la inversión en forma de acciones prefijadas de compañías cotizadas a un precio determinado en el momento de la emisión de la estructura. El tipo de opciones empleadas en la creación de la estructura es venta de puts, lo que implica la asunción de un riesgo ilimitado de pérdida en caso de caída de la cotización del activo subyacente.

La tipología de productos estructurados también varía en función de la forma de percibir el rendimiento generado por la estructura:

- a) Estructuras con rendimiento implícito. La rentabilidad se percibe exclusivamente al vencimiento de la estructura.
- b) Estructuras con rendimiento explícito. El inversor percibe periódicamente la rentabilidad, fija o variable. En muchos casos el vencimiento se anticipa si el activo subyacente alcanza determinado nivel.

La utilización de diversas estrategias de opciones permite crear estructuras que no sean únicamente direccionales, es decir, que se beneficien de la subida o bajada de un activo subyacente. Así, hay estructuras cuyo rendimiento varía en función un diferencial o *spread* entre dos activos o índices. La rentabilidad de la estructura vendrá condicionada por la evolución de dicho diferencial, por ejemplo, de la diferencia de rentabilidad entre el DAX 30 y el Ibex 35. En estos casos lo relevante para la rentabilidad es la evolución del diferencial, siendo indiferente si el mercado ha subido o bajado. Otras estructuras están diseñadas mediante la combinación opciones *call* y *put* compradas o vendidas de tal forma que la estructura genera determinada rentabilidad sólo si el

activo subyacente (una acción, índice, divisa, materias primas) permanece durante la vida de la estructura o al vencimiento dentro del rango de fluctuación considerado.

La forma final del producto utilizado por las entidades financieras para comercializar las estructuras varía en cada caso. Sobre una misma estructura subyacente se pueden utilizar distintos «envoltorios», dependiendo del enfoque de la entidad financiera comercializadora. Entre otras se emplean los siguientes soportes jurídicos.

a) Depósito a plazo. En este caso, a efectos del cliente, el riesgo emisor se traslada a la entidad que realiza el depósito.

b) Bono cotizado o listado en algún mercado. Que tenga la catalogación de bono listado o cotizado no implica que tenga liquidez para poder deshacer la posición antes de su vencimiento a precios razonables.

c) Instrumentos Financieros Atípicos. Puede exigir el registro de un folleto informativo en la Comisión Nacional del Mercado de Valores explicativo de la emisión del producto.

d) *Warrant*, habitualmente cotizado en el mercado.

e) Seguro *unit linked*. El titular de las inversiones es la compañía de seguros, aunque la rentabilidad de la póliza está asociada a la rentabilidad de los activos asignados a la misma.

f) Fondos de inversión. Una variante serían los ya mencionados Fondos de inversión garantizados.

#### **LOS PRINCIPALES INCONVENIENTES DE LOS PRODUCTOS ESTRUCTURADOS SON LOS SIGUIENTES:**

a) La escasa liquidez. Pese a que en numerosas ocasiones los productos se encuentran listados o cotizados en mercados, no existe una formación de precios del mercado secundario suficiente que garantice al inversor poder deshacer la posición en el producto estructurado a un precio razonable.

b) Escasa transparencia en la composición del producto, desconociéndose que tipo de opciones



se están utilizando en su definición, el coste de las opciones implícitas y las comisiones generadas para la entidad generadora del producto y la entidad comercializadora.

c) Como consecuencia de lo anterior no existe ninguna transparencia en la formación de precios del producto y se desconoce las comisiones o márgenes generados por el producto.

d) Existencia de riesgos no percibidos como tales por el inversor. En el caso de algunos «Reverse Convertible» sobre acciones de algunas entidades financieras, las pérdidas sufridas por los inversores han sido proporcionales a la caída en la cotización, que en algunos casos han superado el 80% del principal.

e) Algunas estructuras han ofrecido rentabilidades atractivas a cambio de poder perder parte o la totalidad del principal si acontecía determinado evento altamente improbable. Por ejemplo, la subida o bajada de un índice en más del 10% en una sesión. En los últimos tres años algunos de dichos eventos altamente improbables han tenido lugar, generando abultadas pérdidas en dichos estructurados.

Además de la existencia de riesgos de mercado existen riesgos de crédito por parte del emisor. Si el emisor quiebra el inversor pasa a ser un acreedor más de la entidad quebrada. El caso más conocido ha sido el de los productos estructurados emitidos por el desaparecido Banco de inversión Lehman Brothers, que quebró el 15 de septiembre de 2008. Sus estructurados se habían basado en bonos del propio Lehman. Independientemente de la evolución del activo subyacente, en este caso el producto estructurado pierde la mayor parte de su valor ya que la estructura normal es que un porcentaje muy elevado del producto sea el bono y una pequeña parte sean las opciones sobre el subyacente. Si el bono resulta impagado, se pierde la mayor parte del valor.

Tal vez los productos estructurados hayan sido la innovación financiera que mayor impacto negativo ha tenido en la confianza de los ahorradores, con toda la razón. Son el ejemplo más claro de innovaciones que fueron comercializadas, en numerosas ocasiones, de forma incorrecta,

sin que el ahorrador entendiese los riesgos del producto y, lo que es peor, muchas veces incluso sin que las redes que comercializaban estos productos entendiesen bien lo que estaban vendiendo.

## 8. BONOS OBLIGATORIAMENTE CONVERTIBLES. LOS «COCO BONDS»

Otra de los productos innovadores que han sido ampliamente comercializados en España son los bonos obligatoriamente convertibles en acciones del emisor.

Tradicionalmente la emisión de bonos convertibles consistía en la emisión de un bono con un cupón y vencimiento determinado, teniendo el tenedor del mismo la posibilidad de optar a su vencimiento, o en momento prefijados en la emisión, entre la conversión en acciones a un precio predeterminado, o amortizar el bono y percibir el nominal de la inversión en efectivo. Es un instrumento financiero híbrido. Siendo un activo financiero de renta fija en la emisión, puede convertirse en un activo de renta variable a voluntad del inversor.

Recientemente, algunas compañías han recurrido a la emisión de bonos convertibles en acciones en los que el emisor es quien tiene la capacidad de decidir en el momento de la conversión si entregará acciones del emisor, efectivo o una combinación de ambas posibilidades. El activo pasa de ser un bono opcionalmente convertible a transformarse en un bono «obligatoriamente convertible». El cupón ofrecido por dichas emisiones se sitúa por encima del que percibiría un inversor si la emisión fuera convertible a elección del tenedor del bono. El precio de conversión también se ha fijado, en todos los casos, en un nivel superior al de cotización de las acciones en el momento de la emisión, es decir, con prima.

Bajo el paraguas de un mero bono convertible a opción del emisor, el producto incorpora un bono simple y una opción *put* vendida. Quien vende una *put* sobre una acción se compromete a adquirir dicha acción al precio de ejercicio de la opción en la fecha de vencimiento de la opción.



A cambio recibe una prima en el momento de venta de la opción. Cuanto mayor sea el precio de ejercicio de la opción put, mayor será la prima recibida por el vendedor de la *put*. En estos casos la prima la percibe el emisor del bono, no el inversor. Por eso el tipo de interés ofrecido es más elevado para el inversor.

Al momento del vencimiento el inversor percibirá acciones de la entidad emisora al precio fijado en la emisión, aunque la cotización de dicha acción en el momento de la conversión se encuentre por debajo de dicho precio de ejercicio, y por tanto el inversor asume en este supuesto una pérdida al ver convertidas de forma obligatoria sus bonos en acciones.

#### *SON VARIOS LOS RIESGOS QUE COMPORTAN ESTE TIPO DE PRODUCTOS*

a) Pese a que los bonos convertibles son un híbrido entre la renta fija y la renta variable, en el caso de los bonos obligatoriamente convertibles el inversor acabará teniendo acciones en su cartera sometidas a las fluctuaciones del mercado. En este contexto, lo más lógico sería comparar estos convertibles con la inversión directa en acciones.

b) Los cupones de estos bonos no están garantizados, sino que su pago se encuentra condicionado a la obtención de un beneficio distribuible suficiente. Incluso el emisor podría decidir de forma unilateral y por razones de liquidez y solvencia no abonar el cupón.

c) Los bonos tienen carácter subordinado, por lo que en el orden de prelación de deudas tan sólo se sitúan por delante de las acciones ordinarias y por detrás del resto de deudas de la entidad.

d) En algunos casos existe una enorme discrecionalidad del emisor, que podrá optar por convertir los bonos en acciones de forma unilateral a partir del primer año y no sólo a vencimiento. Esto se traducirá en que, en vez de obtener ese atractivo cupón esperado durante los cuatro o cinco años de vida del producto, sólo se

percibiría el primer año, para luego pasar a tener acciones del emisor.

e) La liquidez de estos bonos en su negociación en mercados secundarios suele ser escasa. Si el inversor desea disponer de su dinero antes del período de conversión, deberá aceptar vender en el mercado de renta fija con un descuento, teniendo además una influencia significativa en el precio de venta la posible diferencia entre el precio de conversión y la cotización actual de la acción del emisor del bono.

f) Riesgo de preservación del capital. En la mayoría de los casos el precio de conversión de los bonos en acciones lleva implícita una prima sobre la cotización (media aritmética de un determinado número de sesiones antes o después de la emisión de los bonos), lo que implica que la cotización de la acción deberá subir al menos en ese porcentaje desde la emisión hasta la conversión para que el inversor preserve su capital al momento de la conversión.

En definitiva, los bonos obligatoriamente convertibles son productos con una alta rentabilidad nominal pero con riesgos asociados al precio de conversión y a la frecuente baja liquidez en la negociación en mercados.

Al igual que en el caso de los estructurados, esos riesgos no siempre han sido debidamente explicados a los inversores, que, atraídos por el alto tipo de interés, a veces han invertido sin saber que la conversión era obligatoria.

La última novedad son los llamados «*CoCo bonds*» (*contingent convertibles*). Son una variante de los bonos obligatoriamente convertibles, podríamos decir que son la variante «regulatoria» de los bonos obligatoriamente convertibles. La idea ha surgido en el marco de la nueva regulación bancaria, tendente a garantizar al solvencia y a elevar los fondos propios de la banca, y consiste en que determinadas categorías de bonos puedan ser convertidos en acciones del Banco emisor de forma obligatoria, si se producen determinados supuestos, determinadas «contingencias», como, por ejemplo, que los ratios de solvencia de esa entidad caigan por debajo de ciertos niveles y deban ser repuestos incremen-



tando el capital. En ese caso, y solo en ese caso, la conversión deja de ser voluntaria y se convierte en forzosa.

## 9. LOS FONDOS DE RETORNO ABSOLUTO Y DE INVERSIÓN LIBRE (HEDGE FUNDS)

Dos nuevas categorías de productos creados por la innovación financiera son los Fondos de retorno absoluto y los Fondos de inversión libre.

Los Fondos de retorno absoluto, pretenden obtener rentabilidad positiva cualquiera que sea el comportamiento de los mercados financieros. Es decir, lejos de practicar la clásica estrategia de inversión de tomar posiciones largas o compradas sobre diversas categorías de activos, y mantenerlas, de forma que la rentabilidad irá vinculada a la dirección del mercado de esos activos, lo que pretenden es aprovechar asimetrías del mercado entre diversos activos o entre momentos distintos, para generar una rentabilidad no vinculada a la dirección del mercado, no direccional. El objetivo de los Fondos de retorno absoluto, su razón de ser, es ofrecer al ahorrador una rentabilidad superior a la de la renta fija, con baja volatilidad.

Los Fondos de inversión libre son también llamados Fondos de cobertura o *hedge funds*. Las inversiones realizadas por este tipo de fondos no se ven sometidas a las limitaciones de diversificación del riesgo que aplican al resto de los fondos de inversión. Los requisitos exigidos a las gestoras autorizadas a gestionar fondos de inversión libre en materia de control y medición de riesgos son sensiblemente más exigentes que para la gestión de otro tipo de Instituciones de Inversión Colectiva. Los inversores que deseen invertir en fondos de inversión libre deberán firmar un Documento de Consentimiento del Inversor en el que se recogen los riesgos asociados a este tipo de fondos, incluso si el fondo de inversión libre en el que invierte sigue una política muy conservadora y dichos riesgos no se le aplicaran. El mero hecho de llevar en el nombre la calificación de Fondo de Inversión Libre obliga a la firma de

dicho documento por parte del inversor que desee invertir en él.

La industria de *hedge funds* lleva operando décadas. La gran mayoría de los *hedge funds* existentes están domiciliados en paraísos fiscales como las Islas Caimán, Bermudas, aunque las gestoras suelen estar situadas en países de la OCDE como Reino Unido o Estados Unidos. Para poder acercar a un mayor número de inversores a este tipo de fondos se ha creado la figura del Fondo de Fondos de Inversión Libre, el cuál invierte en otros *hedge funds*.

Las estrategias que pueden seguir los *hedge funds* son múltiples. Los gestores pueden utilizar simultáneamente varias estrategias. Algunas de las estrategias más empleadas son las siguientes:

- Arbitraje de bonos, de convertibles, de MBS, de ABS.
- CTA (Commodity Trading Advisors) o Managed Futures. Son sistemas de *trading* automático cuyas órdenes de compra y venta se generan según un modelo matemático o estadístico. Sólo operan en mercados derivados.
- *Distressed Securities*. Inversión en activos de empresas que están en proceso de quiebra o cercana a ella.
- *Equity market* neutral. Inversión en activos de renta variable teniendo siempre una exposición neutral al mercado. Si se mantienen posiciones compradas o largas por 1.000, se mantienen igualmente posiciones cortas o vendidas por la misma cantidad.
- *Event Driven*. El denominador común de esta estrategia es el evento corporativo: fusiones, reestructuraciones de capital, etc.
- Macro. Son fondos que tratan de beneficiarse de las grandes tendencias de la economía, analizando bien los fundamentales y apostando de forma agresiva, y normalmente con elevado apalancamiento, en función de desequilibrios o situaciones macroeconómicas. Invierten en divisas, materias primas, derivados....



Como en otros casos de innovación financiera, los Fondos de inversión libre (*hedge funds*) nacieron para un grupo muy limitado de inversores cualificados, y luego se han ido popularizando.

## 10. LOS ETF (Exchange Traded Funds). EL LOW COST DE LA INVERSIÓN COLECTIVA

Los Fondos cotizados o ETFs (*Exchange Traded Funds*) son fondos de inversión de carácter financiero cuyas participaciones están admitidas a negociación en bolsas de valores. El objetivo de la política de inversión del fondo cotizado es reproducir un índice financiero representativo de uno o varios mercados. El índice debe ser de fácil reproducción, es decir, compuesto por acciones o instrumentos muy líquidos.

Los ETFs, al igual que los Fondos indicados a los que antes nos hemos referido, desarrollan una gestión pasiva. Replican la composición de un índice sin tomar decisiones de gestión en la selección de valores o en la sobreponderación o infraponderación de los distintos componentes del mismo. En este sentido su gestión es muy similar a la de los fondos índice pero cotizan en Bolsa y consiguen incluso comisiones de gestión más reducidas que los fondos indicados que no cotizan.

El lanzamiento del primer ETF tuvo lugar en 1993, con los Standard & Poors SPDR (*Spider*). Desde entonces, el desarrollo de los ETFs ha sido progresivo. Los primeros fondos cotizados del mercado español aparecieron en 2006.

Los ETFs eran utilizados, inicialmente, por inversores profesionales en las bolsas americanas, pero progresivamente su uso se ha popularizado a todo tipo de inversores.

A 30 de septiembre de 2010, la industria global de ETF contaba con 2.379 productos, con activos de 1,1813 billones de dólares procedentes de 129 proveedores en 45 Bolsas en todo el mundo<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Datos recogidos en el informe mensual que BlackRock elabora sobre la industria de fondos cotizados.

El comportamiento del patrimonio gestionado por los ETF está siendo opuesto al del patrimonio en fondos de inversión. Los ETF captaron en los primeros cinco meses del año 2010. 57.400 millones de dólares, frente a las salidas netas de 163.000 millones de dólares en la industria de fondos de inversión global<sup>2</sup>.

El mercado de los ETF es creciente. En los primeros nueve meses de 2010 han aparecido 478 nuevos productos. El volumen medio diario negociado es de 58.200 millones de dólares. Por regiones, el número de ETF en Europa es superior al estadounidense, aunque en volumen de patrimonio el mercado americano muestra un mayor tamaño, con activos a 30 de septiembre de 2010 de 797.200 millones de dólares, más del triple del volumen de los europeos, que era en esa misma fecha de 256.200 millones de dólares.

### CARACTERÍSTICAS GENERALES DE LOS ETF

Todos los fondos cotizados o ETF disfrutan de unas características comunes:

- a) Son fondos que replican a un índice y cotizan en bolsa.
- b) El subyacente es el índice de referencia. Dicho índice puede ser de renta fija, renta variable, materias primas o de otro tipo.
- c) La gestión realizada por la entidad gestora es pasiva, es decir, no se deciden sobreponderaciones o infraponderaciones de los valores que componen la cartera, sino que la composición de la misma replica la composición en porcentajes del índice subyacente.
- d) El valor en bolsa del ETF es una fracción del índice en cuestión, ajustado por la paridad. Los ETF de renta variable incorporan en su precio los dividendos que son pagados por las empresas componentes del índice a lo largo del año. Las diferencias que se producen entre el valor del ETF y su índice de referencia provienen de los dividendos y de las comisiones de gestión.

<sup>2</sup> Datos de Strategic Insight.



e) El precio de los ETF es transparente y conocido en todo momento dada su cotización en tiempo real.

f) Las acciones de los ETF cotizan en Bolsa del mismo modo que lo hacen las acciones cotizadas.

g) Suelen distribuir dividendos para no separarse del índice subyacente. Mientras haya dividendos pendientes de repartir se producirá una desviación del comportamiento del ETF respecto del comportamiento del índice.

h) Son instituciones abiertas. Cualquier inversor puede invertir en cualquier momento en ellos.

### RIESGOS DE LOS ETFS

Aunque los ETF pretenden replicar el comportamiento de un índice, su comportamiento puede diferir del comportamiento del índice por diversas causas. La discrepancia entre ambos precios, del ETF y del subyacente, se denomina «*tracking error*».

Los gestores de los ETFs utilizan diversas técnicas para replicar el comportamiento del índice:

- Réplica completa: el gestor compra todos los componentes del índice subyacente en la misma proporción que componen dicho índice. Es la estrategia más eficiente en términos de reducir el *tracking error*, pero implica incurrir en elevados costes de intermediación.
- Réplica sintética: El gestor del ETF negocia un *swap* con una contrapartida, la cual le proporciona el comportamiento del índice subyacente más dividendos en el caso de ETF de renta variable, a cambio del comportamiento de una cesta de valores. En este caso, el ETF corre un riesgo de contrapartida con la entidad con la que haya contratado el *swap*.
- Muestra estratificada: El gestor trata de replicar la exposición a riesgo sistemático del índice a través de una muestra del

sector, estilo y tamaño de los componentes del índice.

- Optimización: a través de cálculos matriciales y algorítmicos calculados por ordenador, se minimiza el *tracking error* en la réplica del índice.

Algunas variables pueden afectar a la cuantía del *tracking error*, como las comisiones de gestión, la horquilla entre oferta y demanda, la liquidez y los dividendos.

- Comisiones de gestión y de custodia. Tanto la comisión de gestión como la comisión de depósito se cargan diariamente en el valor liquidativo del ETF.
- Horquilla de contratación. Como cualquier acción cotizada, los ETF cotizan con una horquilla entre las posiciones de dinero y las posiciones de papel. La diferencia en porcentaje entre ambas condiciones la amplitud del *tracking error* del ETF. A mayor horquilla, mayor *tracking error*.
- Utilización de futuros que no siempre siguen el comportamiento del activo subyacente. Destaca el efecto «*Contango*», problemática planteada en los ETF sobre materias primas que se analiza posteriormente.

### PECULIARIDADES DE LOS ETFS DE RENTA FIJA

El volumen acumulado en los ETFs de renta fija se ha incrementado desde los 20.000 millones de dólares al inicio de 2006 hasta más de 100.000 millones de dólares en abril de 2010<sup>3</sup>. Los ETF sobre bonos, especialmente los basados en bonos de alta rentabilidad (*High Yield*) tienen tendencia a negociar con prima o descuento respecto a su «valor justo» por diversas razones.

<sup>3</sup> Exchange Traded Funds Report June 2010 Issue N° 115.



- El mercado de renta fija funciona de forma muy diferente al mercado de acciones. Para conocer el precio de una acción, por ejemplo Telefónica, la respuesta es sencilla y única. Basta con observar la última cotización del valor. En el caso de los bonos, la mayoría de las transacciones se producen fuera de mercados oficiales organizados, siendo acuerdos entre dos entidades (*over the counter*) sin que el precio de la transacción sea revelado públicamente. Así, no hay una respuesta única para conocer el precio «real» de un bono al no existir un mercado unificado y público donde poder acudir a conocer dicho dato.
- Algunos bonos cotizan de forma poco frecuente, no produciéndose transacciones sobre los mismos en días, semanas o incluso meses.
- Una excesiva demanda puntual sobre un ETF de renta fija puede hacer que eventualmente el precio del ETF se sitúe por encima de su valor justo.

Los dos primeros problemas mencionados se intentan resolver con la contratación de «servicios externos de valoración de bonos». Los proveedores de estos servicios calculan los precios de los bonos a través de la recopilación de datos de operaciones realizadas y de la utilización de algoritmos que permiten estimar el valor de determinado bono. De este modo, si sobre un bono de una entidad, por ejemplo Endesa, se ha realizado una transacción que ha incrementado su precio un 2%, se estima que el bono de Iberdrola de similares características también ha incrementado su valor en dicho porcentaje, aunque no se hayan realizado transacciones sobre dicho activo.

Los ETF cotizan de forma continua, mientras que algunos de los bonos que se mantienen en cartera no suelen cotizar con dicha frecuencia. En consecuencia, durante las sesiones la cotización del ETF puede presentar relevantes primas o descuentos respecto al «valor justo» de la cartera subyacente.

En los ETF, determinadas instituciones pueden crear o redimir acciones del ETF al valor justo de forma diaria. Esto les permite beneficiarse de las desviaciones del valor justo comprando la cesta de activos subyacentes y negociando acciones del ETF o viceversa. Realizan arbitraje entre el ETF y la cesta subyacente. Si parte de la cartera subyacente es ilíquida, el arbitraje se complica. El creador de las acciones esperará hasta que la prima o el descuento del ETF en el mercado justifique el riesgo de comprar un bono con poca liquidez. En los momentos de crisis de estos últimos tres años, las primas y descuentos han llegado a ser de doble dígito.

#### *EL «CONTANGO» EN LOS ETF SOBRE MATERIAS PRIMAS*

El *contango* se produce cuando debido a determinadas condiciones de mercado, los contratos para entrega futura de una materia prima más alejados en el tiempo, son más caros que los contratos a más corto plazo para la entrega de la misma mercancía. Esta situación es normal si se considera el coste financiero y el coste logístico y de almacenamiento de la materia prima, lo que encarece el contrato de entrega futura.

Un ETF sobre materias primas tiene en su cartera contratos de futuros sobre dicha materia prima. Sería inviable que comprase y almacenase la materia prima en sí, sobre todo por los costes logísticos comentados. Cuando los contratos de futuros están cerca de expirar, el gestor del ETF tiene que vender los futuros que posee y comprar futuros nuevos del siguiente vencimiento. En caso de dejar vencer los futuros comprados se verían en la obligación de recibir toneladas de la materia prima en cuestión. Cuando los contratos con vencimiento más alejado cotizan a un precio superior a los contratos a punto de vencer, la mera venta de la posición actual y compra de los futuros del siguiente vencimiento implica una pérdida cierta para el ETF.

Los ETF sobre materias primas han crecido considerablemente en los últimos años. El principal índice sobre materias primas, el Standard &





Poor's Goldman Sachs Commodity Index que engloba 24 materias primas diferentes sirve de subyacente de 80.000 millones de dólares de inversión. Los gestores de los ETF vinculados a dicho índice se ven en la obligación de actualizar su posición en los futuros sobre materias primas, vendiendo los futuros en cartera y comprando los correspondientes al siguiente vencimiento entre el quinto y el noveno día laborable de cada mes. Así, a modo de ejemplo, en mayo de 2010 los contratos sobre futuro de petróleo se vendieron a una media de \$75,65, mientras que los futuros que reemplazaron a dicha posición se compraron a \$79,68<sup>4</sup>. Una vez finalizado el periodo de conversión (*roll over period*) el futuro en cartera retrocedió hasta los \$75,43. Los ETF perdieron 4 dólares por contrato sólo por mantener su posición. El mayor ETF sobre petróleo del mundo, el U.S Oil Fund, ha perdido un 50% de su valor desde abril de 2006 pese a que el petróleo ha incrementado su precio en un 11%.

La explicación a esta evolución anómala de los ETFs sobre materias primas se debe al comentado efecto «contango». Los *traders* profesionales sacan provecho de la obligación de los gestores de ETFs de actualizar su posición en futuros sobre materias primas cada mes. De acuerdo con Bloomberg Business Week<sup>5</sup> los *traders* profesionales, al no estar sujetos a días concretos en los que operar, pueden comprar el futuro más lejano para subir el precio o vender el ETF para que los inversores reciban menos importe por los futuros que expiran. Esta práctica es conocida como «pre-rolling».

Los grandes bancos de inversión americanos disponen de las infraestructuras necesarias para almacenar las materias primas si deciden recibir la mercancía al vencimiento de los futuros. Evitan la necesidad de tener que renovar la posición en futuros al mes siguiente si lo estiman conveniente. Los gestores de los ETF se ven en la obligación de renovar los futuros sea cual sea la diferencia de precios entre ambos vencimientos. Esto

produce una ventaja adicional sobre los inversores en ETF.

Al auge de los ETF sobre materias primas, y su filosofía de «comprar y mantener» teniendo que mantener siempre en cartera un determinado número de contratos de futuro sobre la materia prima subyacente, ha creado una oportunidad de arbitraje casi libre de riesgo para grandes operadores financieros.

Algunos ETF sobre materias primas, en lugar de contratar directamente futuros sobre dicha materia prima en el mercado, llegan a acuerdos de *swaps* con compañías que realmente tienen la materia prima almacenada. La compañía tenedora de la materia prima se compromete con el ETF a darle el mismo retorno que ofrezca el futuro de dicha materia prima. Las consecuencias para el ETF son las mismas que en el caso de adquirir directamente los futuros, debido al efecto «contango». En este caso el ETF tampoco consigue ofrecer el mismo comportamiento del activo subyacente.

## 11. FISCALIDAD DE LOS PRODUCTOS FINANCIEROS DERIVADOS PARA LAS PERSONAS FÍSICAS

La fiscalidad de cada producto financiero condiciona la rentabilidad final después de impuestos que percibirá un inversor al invertir en dicho producto. La fiscalidad de los productos financieros no es homogénea, de tal forma que será necesario analizar la tributación a la que está sujeta cada uno de ellos.

Las rentas generadas por los productos financieros derivados contratados por personas físicas se considerarán rendimientos de actividades económicas o ganancias de patrimonio dependiendo de la finalidad última de la operación de derivados.

- En el caso de que la persona física utilice los productos derivados como cobertura con la finalidad de cubrir un riesgo sobre un elemento afecto a su actividad empre-

<sup>4</sup> Información recogida por Bloomberg.

<sup>5</sup> Bloomberg Business Week 26 de julio de 2010.



sarial, las rentas obtenidas se considerarán «rendimientos de actividades económicas».

- Las operaciones realizadas por personas físicas con productos derivados, bien sean especulativas o de cobertura que no estén destinadas a cubrir un riesgo sobre un elemento afecto a su propia actividad empresarial generarán una ganancia o pérdida patrimonial. Estas ganancias o pérdidas se integran en la Base Imponible del Ahorro del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, sin tener en consideración su periodo de generación. En ningún caso se compensarán las ganancias o pérdidas patrimoniales con los rendimientos del capital mobiliario de signo contrario.

Centrándonos en el caso utilización de derivados por parte de personas físicas de forma ajena a la cobertura de elementos patrimoniales afectos a actividades empresariales, la imputación de rentas se realizará en el momento de la extinción del contrato o cierre de la posición.

### *OPERACIONES DE COBERTURA*

Las operaciones de cobertura con derivados pretenden mitigar el riesgo de pérdida de valor de una operación principal, mediante la toma de un instrumento derivado (opción o futuro) de signo contrario. Así, en el caso de una cobertura perfecta, la ganancia o pérdida latente generada en la posición de contado se verá compensada totalmente por la pérdida o ganancia de la posición de cobertura. No obstante, la fiscalidad aplicada a los instrumentos derivados puede hacer aflorar una ganancia, o pérdida, producida en la posición del derivado sin que la pérdida, o ganancia, de la operación de contado aflore.

Un inversor con una cartera de renta variable que desea cubrir su posición, venderá futuros sobre el índice de referencia de la cartera. En una cobertura perfecta, los resultados de la cartera de contado y de la posición de futuros serán idénti-

cos pero de signo inverso contrario. En el caso de una caída del mercado y posterior cierre de la posición de cobertura, la cartera cubierta no habría perdido valor, pero el inversor habrá obtenido una ganancia de patrimonio por la operación de derivados realizada con beneficio. De este modo, si sigue manteniendo su cartera de contado, tendrá que tributar por el beneficio realizado en la operación de futuros, mientras que no lo podrá compensar con la pérdida de valor sufrida en la cartera de contado, salvo que venda la misma.

Por el contrario, si el mercado sube, al cerrar o vencer la cobertura se producirá una pérdida de patrimonio que podrá integrarse en la Base Imponible del Ahorro sin que haya que tributar por la ganancia latente en la posición de contado hasta que finalmente se venda la posición.

En definitiva, una cobertura perfecta con derivados desde el punto de vista financiero puede dejar de serlo a causa de la fiscalidad aplicada a este tipo de operaciones en el caso de personas físicas que realicen las operaciones fuera del ámbito de su actividad empresarial o profesional.

## **12. UNA PROPUESTA OPERATIVA SOBRE LA INNOVACIÓN FINANCIERA Y EL AHORRO FAMILIAR: LA FUNCIÓN DE LAS BOLSAS Y EL PAPEL DE LOS OPERADORES FINANCIEROS. HACIA UN MERCADO MASIVO**

En los apartados anteriores hemos tratado de describir el profundo cambio que está teniendo lugar en los mercados de inversión, cambios que afectan al ahorro familiar. El ahorro familiar ha pasado del clásico modelo de ahorro pasivo bancario a un modelo de inversión creciente en los mercados financieros de inversión. A veces incluso la inversión de las familias en los mercados financieros se produce sin saberlo ellas, es decir, de forma indirecta en productos que las entidades financieras estructuran y venden en sus redes comerciales de forma estandarizada, sin que el



ahorrador conozca las características técnicas del producto, que a veces son complejas.

Esa evolución ha coincidido con un cambio profundo en los mercados de inversión, que se han hecho más amplios, pero a la vez más volátiles. Son ya mercados de inversión globales, de forma que el ahorrador se empieza a acostumbrar a invertir en cualquier mercado, aunque no sea el suyo local, y en cualquier activo, no solo en renta fija o renta variable, también en materias primas, divisas u otros activos. A la vez, y por haber aparecido el «*on line trading*», el ahorrador sabe que puede comprar o vender en cualquier momento. El minorista (retail) puede operar como la institución.

La vieja idea de comprar y mantener («*buy and hold stocks for the long run*») aunque sigue siempre teniendo su espacio, va perdiendo peso.

El momento clave en esa transformación fue 1987. El crack bursátil de octubre de 1987 fue un punto de inflexión hacia la volatilidad y hacia la innovación financiera. La evolución posterior ha sido la del avance hacia unos mercados muy líquidos, de una gran dimensión, muy mediáticos, muy accesibles y con facilidades de operar y hasta de apalancarse. Una mezcla potencialmente explosiva, que en cierto modo, y por otras causas, explotó en otoño de 2008.

La pregunta, dado que los mercados de inversión son hoy mercados masivos («*mass market*»), es como se establecen mecanismos de protección para el inversor minorista, para la familia. Si estamos en mercados masivos, hay que proteger al pequeño inversor, cada vez más numeroso, en unos mercados cada vez más complejos. Solo así podremos dar cabida al ahorro familiar en la innovación financiera. Más aun cuando se comercializan ampliamente nuevos productos muy complejos en su estructura.

Esta necesidad de protección está ya en la agenda política. Recientemente, el 9 de octubre de 2010, la canciller Angela Merkel, en un mensaje audiovisual emitido por televisión, explicaba como el Estado no se puede entrometer en la toma de decisiones de los ciudadanos al elegir y adquirir bienes y servicios, pero sí «*tiene que señalar unos requisitos mínimos*». Y añadía: «*esto es lo que*

*haremos en un futuro para todos los productos financieros, una hoja de información del producto para que el consumidor pueda estar mejor informado. A veces me enfado mucho con instrucciones de uso indescifrables. O con productos que he comprado y no cumplen lo que prometen*», para decir a continuación que aunque señaló además que Alemania cuenta ya con unos «niveles altos» de protección del consumidor; en el mundo actual aparecen constantemente nuevos productos en el mercado y el Gobierno tiene que actualizar su respuesta legal al respecto. El Ministerio de Protección del Consumidor es el encargado de desarrollar este marco legal anunciado por la canciller alemana, junto con la Asociación Federal de Consumidores.

Es decir, como no podía ser de otra forma, la protección financiera al ahorrador se equipara a la protección al consumidor. Esta es la línea impulsada también por Robert Shiller; en su magnífico libro «*The subprime solution*» en la que propone que la educación financiera sea obligatoria, y sufragada por el Estado, al igual que lo es la protección preventiva de la salud, o al igual que se hacen anuncios para que aprendamos a alimentarnos de forma saludable o a conducir de forma correcta o a no fumar.

Dentro de estas ideas, nos atrevemos a avanzar una propuesta operativa para conseguir que la innovación financiera pueda ser útil y generar los mayores beneficios al ahorro de las familias.

#### A) LA FUNCIÓN DE LAS BOLSAS Y MERCADOS ORGANIZADOS

Una primera línea conecta con las Bolsas, con los mercados financieros organizados, y con sus cámaras de liquidación y compensación. Los mayores problemas se han generado con aquellos productos, como los estructurados, que no han cotizado en un mercado organizado y transparente ni se han integrado en un mecanismo de compensación y liquidación centralizada de operaciones a través de una Cámara de Compensación. Al final, los llamados OTC (*over the counter*), es decir, los productos que se crean por una entidad emisora, pero que no cotizan en Bolsa y que



tienen como única contrapartida al emisor, son productos poco transparentes, y que además pueden al final encontrarse con que el emisor no tiene capacidad de afrontar sus compromisos. El caso más conocido ha sido el ya citado de Lehman. La cotización, liquidación, y compensación en mercados organizados establece unos controles y unos requisitos que hacen que se aminoren los riesgos, al dotar a todo el proceso de creación del producto y de distribución del mismo de mecanismos de control y de publicidad.

En definitiva, en nuestra opinión, es bueno que la innovación financiera pase por las Bolsas para acceder al ahorrador minorista. Tanto la CEE como los Estados Unidos han ido por esta línea en las recientes propuestas de reforma financiera tras la crisis de 2008. La Comunidad Europea ha aprobado en verano de 2010 establece que todos los contratos de derivados estandarizados deben ser compensados en cámaras centrales y los bilaterales no estandarizados deben ser registrados en registros centralizados, llamados «*trade repositories*», en una línea similar a la ya establecida por la Ley Dodd Frank en Estados Unidos. En el caso de la Unión Europea la normativa debe ser aprobada por el Parlamento y por los Estados miembros, de forma que se prevé su entrada en vigor en el 2012.

Lógicamente, el registro, contratación, liquidación y compensación en mercados organizados no va a evitar todos los problemas asociados a la innovación financiera, pero sí que los aminora.

### B) LA FUNCIÓN DE LOS OPERADORES

Los operadores tienen una función esencial de educar al inversor. Es una pedagogía complicada,

pero necesaria para conseguir el éxito de la innovación financiera. No vale solo con estructurar y empaquetar productos, hay que formar al inversor. Nadie pretende ya que los operadores financieros sean adivinos del futuro, pero sí es obligado que expliquen bien a sus clientes los productos en los que van a invertir, sobre todo en productos comercializados de forma masiva, en los que bajo la envoltura de productos aparentemente sencillos se esconden riesgos. Numerosos de estos productos se basan en derivados, que no son visibles para el inversor al serles ofrecidos como un paquete con condiciones únicas y sin desglosar los distintos activos que componen el producto financiero ofrecido.

### C) LA FUNCIÓN DE LOS GOBIERNOS

En la línea propuesta por Robert Shiller, los Gobiernos deben dedicar recursos públicos a la educación financiera de los ahorradores e inversores. La desintermediación financiera es imparable, y el papel de los mercados de inversión va a ser creciente. Es fundamental no solo para la protección del ahorrador sino también para la estabilidad financiera que los mecanismos de inversión se entiendan bien. Por eso tiene todo el sentido del mundo establecer programas públicos estables de difusión de una educación financiera básica.

Asimismo sería conveniente que la fiscalidad de los derivados y de los productos estructurados tenga en cuenta la utilización de los mismos para operaciones de inversión o cobertura por parte del inversor minorista, evitando un trato fiscal que distorsione dicha utilización.

